

TSPAKB TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI
ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ

DÜNYA UYGULAMALARI ÇERÇEVESİNDE KOBİ BORSALARI

Ocak 2006

DÜNYA UYGULAMALARI ÇERÇEVESİNDE KOBİ BORSALARI

Yayın Adı : Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları
Editör : Alparslan Budak
Hazırlayanlar : Zeynep Emre, Alparslan Budak
Basıldığı Matbaa : Printcenter
Tel.: (212) 282 41 90
Faks: (212) 280 96 04
Basım Yeri : İstanbul
Basım Tarihi : Ocak 2006
Yayın No. : 27

Bu kitap Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Kitapta yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki değerler, hazırlandığı tarih itibariyle güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçla kullanılmasından doğabilecek zararlardan TSPAKB hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu kitapta yer alan bilgiler kaynak gösterilmek şartıyla izinsiz yayınlanabilir.

ISBN-975-6483-20-2

Sunuş



KOBİ'ler, tüm dünyada olduğu gibi, Türkiye ekonomisinin de dinamik ve sürükleyici unsurlarından biridir. KOBİ'ler Türkiye'de, işletmelerin sayıca %99,5'ini, kayıtlı istihdamın %61'ini, ülkedeki katma değer ise %27'sini oluşturmaktadırlar. Buna karşın, kredi hacminden aldıkları pay, ekonominin görece iyi durumda olduğu yıllarda dahi %4'ün üzerine çıkamamıştır.

KOBİ'ler için diğer ülkelere benzer teşvik ve destekleme sistemleri ülkemizde de uygulamaya konulmuş, fakat halen, KOBİ'lerin en önemli sorunu olan finansman sorunu çözülememiştir.

Bu noktada çözüm olarak, KOBİ'lerin sermaye piyasasından fon sağlaması gündeme gelmektedir. İMKB'de oluşturulan İkinci Ulusal Pazar ve Yeni Ekonomi Pazarı, KOBİ'lere yönelik pazarlar olarak tanımlanmış ve teşkilatlanmıştır. Ancak, İkinci Ulusal Pazar'da 16 şirketin, Yeni Ekonomi Pazarı'nda ise 2

şirketin hisse senetleri işlem görmektedir. Kotasyon koşullarının uygun olmasına karşın şirketler, İMKB Birinci Ulusal Pazarı dışındaki pazarlarda halka açılmayı tercih etmemektedirler.

Şirketlerin fonlama ihtiyaçları için sermaye piyasasını veya İMKB'de halka açılmayı tercih etmemelerinin çok farklı sebepleri olabilmektedir. Bunlar makroekonomik ortamdan halka açılma maliyetlerine kadar değişiklik gösterebilmektedir. Bununla beraber KOBİ'ler, sermaye piyasasında kendilerine uygun bir yapılanma ihtiyacı içindedirler. Bu nedenle, bu ihtiyaca karşılık vermek üzere, yeni bir borsa olan Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş.'nin kurulması gündeme gelmiştir.

Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş. (GİP), başta KOBİ'ler olmak üzere, gelişme ve büyüme potansiyeline sahip işletmelerin sermaye piyasasından fon sağlamalarına imkân tanımak üzere kurulmaktadır. Kuruluş çalışmaları Birliğimiz tarafından yürütülen GİP'in ortakları, 52 aracı kuruluş, KOSGEB, TOBB ve TSPAKB'dir.

Diğer ülkelerdeki uygulamalara bakıldığında, bölgesel borsalardan ulusal borsalara, ulusal borsalardan da uluslararası borsalara doğru genel bir yöneliş olduğu görülmektedir. Bu ortamda hız kazanan borsa şirketleşmeleri ile yeniden yapılandırma çalışmaları ise beraberinde tekelci yapıların ortaya çıkma riskini getirmektedir. Tekelci yapıların oluşmaması için de alternatif ulusal borsaların varlık göstermesi gerekmektedir. Bu yönüyle en iyi örnek ABD Aracı Kuruluşlar Birliği'nin (NASD) borsası olan NASDAQ'tır. Çeşitli ülkeler alternatif ulusal borsa arayışında NASDAQ'ı örnek olarak almıştır.

Bu doğrultuda, Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş.'nin organizasyon yapısının ve faaliyetlerinin, NASDAQ modeli baz alınarak oluşturulması düşünülmektedir. Sermaye Piyasası

Kurulu'ndan 9 Aralık 2005 tarihi itibariyle kuruluş izni alınan GİP'in, bir yıl içinde faaliyete geçmesi hedeflenmektedir.

Raporumuz, uluslararası örnekler çerçevesinde, kuruluş çalışmaları süren GİP'in yapılanması ve verimli işlemesi için bir tartışma platformu oluşturmayı amaçlamaktadır. Çalışmada, diğer ülkelerde ortaya çıkan yapılanmaların başarılı ve başarısız yönleri ortaya konularak yeni borsamız için oluşturulacak iş modeline yol gösterici olunması hedeflenmiştir. Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş.'nin verimli bir şekilde faaliyet göstermesi, reel sektörümüze ve ülke ekonomimize önemli katkılarda bulunacaktır.

Saygılarımla,



Müslüm DEMİRBİLEK
BAŞKAN

İçindekiler

GİRİŞ	1
ULUSAL KOBİ BORSALARI	2
İMKB	2
Ulusal Pazar	2
İkinci Ulusal Pazar	4
Yeni Ekonomi Pazarı	6
İMKB’de Şirket Büyüklükleri	7
GELİŞEN İŞLETMELER PİYASALARI A.Ş.	8
Ortaklık Yapısı	9
Görevleri	9
Piyasaların Çalışmasına İlişkin Esaslar	10
ULUSLARARASI KOBİ BORSALARI	11
ANA BORSA İÇİNDE KOBİ PAZARLARI	12
AIM-Alternative Investment Market	14
Deutsche Börse	17
AYRI TÜZEL YAPILAR OLARAK KOBİ BORSALARI	19
NASDAQ	20
KOSDAQ	22
RASDAQ	32
JASDAQ	36
MESDAQ	37
GENEL DEĞERLENDİRME	40
Ana Borsanın Pazarı veya Ayrı Borsa	40
Kotasyon Koşulları	41
İşlem Sistemi	41
Kamuyu Aydınlatma İlkeleri	42
Piyasa Talebi	42

GİRİŞ

KOBİ'ler, tüm dünyada olduğu gibi, Türkiye'de de ekonominin dinamik ve sürükleyici unsurlarından biridir. Bu sebeple, KOBİ'ler için diğer ülkelerdekine benzer teşvik ve destekleme sistemleri ülkemizde de uygulamaya konulmuştur. Halkbank, Vakıflar Bankası, KOSGEB, TOBB, Kredi Garanti Fonu, TÜBİTAK gibi pek çok kurum ve kuruluş KOBİ'lere yönelik çeşitli destekleme sistemleri geliştirmişlerdir. Fakat halen, KOBİ'ler arasında yapılan çeşitli anketlerde, finansmanın en önemli sorun olduğu görülmektedir.

KOBİ borsalarının yasal dayanağı olarak Sermaye Piyasası Kurulu, Borsa Dışı Teşkilatlanmış Menkul Kıymetler Piyasalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik yayınlamıştır. Fakat, yasal dayanağın hazır olması, her zaman verimli ve sağlıklı işleyen yapılar kurulması için yeterli olmamaktadır. Küçük ve orta ölçekli şirketlere finansman sağlanması için yapılan çalışmalar kapsamında KOBİ'lere özgü bir borsa olan Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş.'nin (GİP) kuruluş çalışmaları devam etmektedir. GİP, küçük ve orta büyüklükteki işletmeler dahil olmak üzere, tüm sektörlerdeki işletmelerin sermaye piyasalarından fon sağlamaları amacıyla kurulmaktadır.

Bu rapor, uluslararası örnekler çerçevesinde, kurulması düşünülen KOBİ borsalarının yapılanmaları ve verimli işlemleri için bir tartışma temeli oluşturmayı amaçlamaktadır. Başarılı olarak kabul edilen örneklerin ortak noktaları ile başarısız olarak görülen örneklerin ortak yönleri ortaya konulmaya çalışılmaktadır. KOBİ borsası uygulamalarında öncelikle İMKB'nin mevcut altyapısı değerlendirilmekte, ardından dünyadaki örnekler incelenmektedir.

ULUSAL KOBİ BORSALARI

İMKB

İMKB Hisse Senetleri Piyasasında, Ulusal Pazar, İkinci Ulusal Pazar ve Yeni Ekonomi Pazarı olmak üzere, üç ana pazar faaliyet göstermektedir. İkinci Ulusal Pazar, özellikle KOBİ'lerin sermaye piyasası aracılığıyla finansmanı için kurulmuştur.

KOBİ'lerin piyasaya erişiminde kotasyon koşulları önemli olmaktadır. Aşağıda İMKB pazarlarının kotasyon koşulları yer almaktadır.

Ulusal Pazar

Ulusal Pazar'da işlem görebilmek için şirketlerden istenen koşullar;

1. Son 3 yıl ve ilgili ara dönemler dahil olmak üzere mali tablolarının bağımsız denetimden geçmiş olması ve grup şirketlerinin konsolide mali tablolarının düzenlenmiş olması; denetim raporlarının şartlı görüş içermesi durumunda, şartlara neden olan hususların etkilerinin mali tablolara yansıtılmış ve dipnotlarda açıklanmış olması,
2. Kuruluşundan itibaren en az 3 takvim yılı geçmiş olması ve son 3 yıllık döneme ilişkin mali tablolarının yayınlanması (halka açıklık oranı en az %25 ise 2 yıl geçmiş olması),
3. Başvuru tarihi itibarıyla ardarda 2 yılda vergiden önce kâr etmiş olması, (halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin en az 33 milyon YTL veya halka açıklık oranının %35 olması halinde son 1 yılda kâr etmiş olması),
4. Bağımsız denetimden geçmiş son bilançosundaki özsermayesinin en az 11 milyon YTL olması (Bu tutar,

- her yıl açıklanan yeniden değerlendirme oranı göz önüne alınarak Yönetim Kurulu'nca artırılabilir),
5. Halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin en az 17 milyon YTL ve nominal değerinin ödenmiş ya da çıkarılmış sermayesine oranının en az %25 olması (Bu oranın %25'in altında olması halinde, halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin en az 33 milyon YTL olması),
 6. Finansman yapısının faaliyetlerini sağlıklı bir biçimde yürütebilecek düzeyde olduğunun Borsa yönetimince tespit ettirilmiş ve kabul edilmiş olması,
 7. Borsa tarafından istenen beyan yazısının Borsa Başkanlığı'na teslim edilmesi,
 8. Esas sözleşmenin, Borsa'da işlem görecekt menkul kıymetlerin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemesi,
 9. Ortaklığın üretim ve faaliyetlerini etkileyecek önemli hukuki uyumsuzlukların bulunmaması,
 10. Borsa yönetimince geçerli kabul edilebilecek durumlar dışındaki nedenlerle, son 1 yıl içinde üretimine 3 aydan fazla ara vermemiş olması, tasfiye veya konkordato istenmemiş olması ve Borsa'ca belirlenen diğer benzeri durumların yaşanmamış olması,
 11. Menkul kıymetlerinin, piyasadaki mevcut ve muhtemel tedavül hacmi bakımından Borsa yönetimince önceden belirlenecek kriterlere uygun olması,
 12. Kuruluş ve faaliyet bakımından hukuki durumu ile, hisse senetlerinin hukuki durumunun, tabi oldukları mevzuata uygun olduğunun belgelenmesi şarttır.

31 Aralık 2005 itibarı ile Ulusal Pazar'da 282 şirketin hisse senetleri işlem görmektedir.

İkinci Ulusal Pazar

İMKB, İkinci Ulusal Pazar'ın kuruluş amacını şöyle belirtmektedir;

"Ülkemizde küçük ve orta ölçekli şirketlerin (KOBİ'lerin) sermaye piyasalarından yararlanmalarını sağlamak ve teşvik etmek amacıyla Borsa bünyesinde İkinci Ulusal Pazar kurulmuştur. Bu uygulamanın amacı; Kotasyon Yönetmeliğinde belirtilen maddi koşulları sağlamayan, yöresel nitelikteki küçük ve orta ölçekli şirketlerin halka açılarak sermaye piyasasından kaynak kullanabilmelerini ve dolayısıyla yatırım ve aktiflerini artırarak Ulusal Pazar kriterlerine ulaşmalarını sağlamak, bu süre içerisinde hisse senetlerinin fiyatlarının düzenli ve şeffaf bir piyasada, rekabet koşulları içinde oluşmasını temin etmektir."

İkinci Ulusal Pazar'ın kotasyon koşulları oldukça esnektir. Hisse senetlerinin İkinci Ulusal Pazar'da işlem görmesi için başvuruda bulunan şirketlerin Pazar'a kabul şartı aşağıda verilmiştir.

"Sermaye Piyasası Kurulu kaydına alınan ve hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmesi için başvuruda bulunan şirketlerin İkinci Ulusal Pazar'a kabul edilebilmeleri için, hisse senetlerinin tedavülünü engelleyici bir husus bulunmamak kaydıyla, şirketin mali ve hukuki durumu, faaliyetleri, hisse senetlerinin tedavül hacmi gözönüne alınarak, şirket hisse senetlerinin İkinci Ulusal Pazar'da işlem görebilmesi için yapılacak değerlendirme sonucunda Borsa Yönetim Kurulu'nun olumlu karar vermesi gerekmektedir."

Özetle, resmi olarak Borsa Yönetim Kurulu'nun kararı, İkinci Ulusal Pazar'da halka açılma için yeterlidir. Bunun için gerekli prosedür ve koşullar ise;

1. Menkul kıymetin piyasada mevcut ya da muhtemel tedavül hacminin Borsa yönetimince yeterli kabul edilmesi,

2. Son yıl ve ilgili ara dönemler (ara dönemde başvurmuşsa) dahil olmak üzere, mali tabloların bağımsız denetimden geçmiş olması,
3. Borsa tarafından istenen beyan yazısının Borsa Başkanlığı'na teslim edilmesi,
4. Esas sözleşmenin İkinci Ulusal Pazar'da işlem görecektir hisse senetlerinin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemesi,
5. Sermaye piyasası mevzuatı hükümleri çerçevesinde kamunun aydınlatılmasında azami özenin gösterilmesi ve yatırımcıların yatırım kararı almasında etkili olacak ve menkul kıymetin piyasa değerinde değişiklik yapabilecek her türlü bilgi ve belgeyi derhal en seri haberleşme vasıtasıyla kamuya açıklanmak üzere yazılı olarak Borsa'ya bildirileceğinin taahhüdü,
6. Şirketin üretim ve faaliyetlerini etkileyecek önemli hukuki uyuşmazlıkların çözümlenmiş olması veya makul bir süre içinde çözümlenebilir nitelikte olması,
7. Borsa'ca gerekli görülen bilgi ve belgelerin süresi içinde Borsa'ya teslim edilmiş olması,
8. Borsa yönetiminin geçerli kabul edilebilecek durumlar dışındaki nedenlerle, son bir yıl içinde üretimine 3 aydan fazla ara vermemiş olması, tasfiye veya konkordato ilan edilmemiş olması ve Borsa'ca belirlenen diğer benzeri durumların yaşanmamış olması.

Görüldüğü üzere, İMKB İkinci Ulusal Pazar'da zorlayıcı bir kotasyon koşulu bulunmamaktadır. Halka açılmak isteyen şirketler, piyasa koşulları dışında bir engelle karşılaşmamaktadır.

31 Aralık 2005 itibarı ile İkinci Ulusal Pazar'da 16 şirketin hisse senetleri işlem görmektedir.

Yeni Ekonomi Pazarı

Yeni Ekonomi Pazarı'nın oluşturulmasındaki amaç telekomünikasyon, bilişim, elektronik, internet, bilgisayar üretim, yazılım ve donanım, medya veya Borsa Yönetim Kurulu'na kabul edilecek benzeri alanlarda faaliyet gösteren teknoloji şirketlerinin, sermaye piyasasından kaynak elde etmelerini sağlamak ve bu şirketlerin hisse senetlerinin Borsa'da güven ve şeffaflık ortamında, organize bir ikincil piyasada işlem görmesini temin etmektir.

Yeni Ekonomi Pazarı'nda işlem görecektir olan hisse senetlerini belirleme yetkisi Borsa Yönetim Kurulu'na aittir.

Sermaye Piyasası Kurulu kaydına alınan ve hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmesi için başvuruda bulunan şirketlerin Yeni Ekonomi Pazarı'na kabul edilebilmeleri için, hisse senetlerinin tedavülünü engelleyici bir husus bulunmamak kaydıyla, şirketin mali ve hukuki durumu, faaliyetleri, hisse senetlerinin tedavül hacmi gözönüne alınarak, yapılacak inceleme ve değerlendirmeler sonucunda Borsa Yönetim Kurulu'nun olumlu karar vermesi gerekmektedir.

Yeni Ekonomi Pazarı'nda da neredeyse hiç kotasyon koşulu bulunmamaktadır. Şirketlerin kota alınabilmesi için Borsa Yönetim Kurulu'nun kararı yeterli olmaktadır. Halka açılmak isteyen şirketler, piyasa koşulları dışında bir engelle karşılaşmamaktadır.

31 Aralık 2005 itibarı ile Yeni Ekonomi Pazarı'nda 2 şirketin hisse senetleri işlem görmektedir.

Her üç pazarda da kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ve işlem sistemi (sürekli müzayede) aynıdır. Bununla beraber, İkinci Ulusal Pazar ve Yeni Ekonomi Pazarı'nda kotasyon koşulları

oldukça esnek olmasına rağmen, istenen seviyelerde bir gelişme yaratılamadığı açıkça görülmektedir.

İMKB’de Şirket Büyüklükleri

Bugüne kadar ülkemizde, üzerinde anlaşılmış bir KOBİ tanımı bulunmamakta idi. Ancak, Bakanlar Kurulu’nun 19 Ekim 2005 tarihli Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkındaki Yönetmelik ile tanımı yapılmıştır. Bu yönetmeliğe göre KOBİ;

- 10 kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı ya da bilanço büyüklüğü 1 milyon YTL’yi aşmayan çok küçük ölçekli işletmeler **Mikro işletme**,
- 50 kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı ya da bilanço büyüklüğü 5 milyon YTL’yi aşmayan işletmeler **Küçük işletme**
- 250 kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı ya da bilanço büyüklüğü 25 milyon YTL’yi aşmayan işletmeler **Orta büyüklükteki işletme**,

olarak tanımlanmaktadır.

Uluslararası uygulamalarda da ülkelerin koşullarına özgü değişik tanımlar baz alınmaktadır.

Avrupa Birliği tanımına göre ise;

- **Mikro ölçekli işletmeler** çalışan sayısı 10’dan az olan, yıllık cirosu 2 milyon €’dan, veya bilanço büyüklüğü 2 milyon €’dan düşük olan,
- **Küçük ölçekli işletmeler** 10-49 arasında çalışana sahip, yıllık cirosu 2-10 milyon € arasında, veya bilanço büyüklüğü 2-10 milyon € arasında olan,
- **Orta ölçekli işletmeler** 50-250 arasında çalışanı olan, yıllık cirosu 10-50 milyon € arasında, veya bilanço büyüklüğü 10-43 milyon € arasında olan,

şirketler olarak tanımlanmıştır.

Avrupa Birliği'nde 19 milyon civarında KOBİ bulunmaktadır. KOBİ'ler tüm AB işletmelerinin %99,8'ini oluşturmakta ve 74 milyondan fazla kişiye istihdam sağlamaktadır.

İMKB'de finans dışı sektörlerde Haziran 2005 itibariyle 234 şirket işlem görmektedir. Pratik sebeplerden dolayı, Avrupa Birliği tanımının sadece ciro kriteri baz alınırca, 2005 Haziran verilerine göre 67 şirketin 10-50 milyon € arasında, 32 şirketin ise 10 milyon €'dan düşük ciroya sahip olduğu görölmektedir. Diğer bir deyişle, İMKB'de işlem gören finans dışı sektörlerdeki şirketlerin %42'si küçük ve orta ölçeklidir.

Sonuç olarak İMKB, mevcut yapısı ile KOBİ'lerin işlem gördüğu ve yeni KOBİ'lerin de işlem görmesine oldukça açık bir borsadır.

GELİŞEN İŞLETMELER PİYASALARI A.Ş.

Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş.'nin (GİP) kuruluş amacı, başta küçük ve orta büyüklükteki işletmeler olmak üzere, gelişme ve büyüme potansiyeline sahip işletmelerin sermaye piyasalarından fon sağlamalarına imkân tanıyacak piyasaları oluşturmak, geliştirmek, bu piyasaların güven ve istikrar içerisinde, serbest rekabet koşulları altında, dürüstlük ve açıklık ilkeleri çerçevesinde faaliyette bulunmasını sağlamaktır.

Kuruluş için Sermaye Piyasası Kurulu'na 30 Kasım 2005 tarihinde başvuru yapılmış ve 9 Aralık 2005 tarihinde kuruluş izni alınmıştır. Kuruluş iznini takiben 1 yıl içinde SPK'ya faaliyet izni almak için başvuru yapılması zorunlu olup Şirket faaliyet izni verilmesinden itibaren 1 yıl içinde faaliyete geçmek zorundadır.

Ortaklık Yapısı

GİP'in ortakları 52 aracı kuruluş, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB), Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB) ve Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği'dir (TSPAKB). 10 milyon YTL sermaye ile kurulan GİP'in ortaklık yapısının dağılımı şöyledir;

Aracı kurum ve bankalar	%85
TSPAKB	%5
TOBB	%5
KOSGEB	%5

Görevleri

GİP'in başlıca görevleri;

1. Piyasa üyelik başvurularını karara bağlamak ve gerektiğinde piyasa üyelerinin üyelikten geçici veya sürekli çıkarılmasına karar vermek,
2. Sermaye piyasası araçlarının piyasada işlem görmeye kabulü ile ilgili başvuruları karara bağlamak,
3. Sermaye piyasası araçlarının geçici veya sürekli olarak piyasadan çıkarılmasına karar vermek,
4. Piyasada işlemlerin mevzuata ve kurallara uygun olarak düzenli bir şekilde yürütülmesini sağlamak,
5. Yönetmeliklerle belirlenmiş veya ihtiyaç duyulabilecek komiteleri kurarak, üyelerini seçmek ve çalışma esaslarını düzenlemek,
6. Yabancı borsa, piyasa veya kuruluşlarla işbirliği anlaşmaları yapmak,
7. Piyasa bültenini çıkarmak, piyasa tarafından açıklanması gereken bilgilerin ve piyasada teşekkül eden fiyatların düzenli olarak yayımlanmasını sağlamak,
8. Piyasada işlem gören sermaye piyasası araçları ve sermaye piyasası araçları piyasada işlem gören kuruluşlar hakkında istatistikler düzenleyerek yayımlamaktır.

Piyasaların Çalışmasına İlişkin Esaslar

Kurulacak olan piyasada işlem sistemi olarak piyasa yapıcılığı yöntemi uygulanacaktır. Müşteri tarafından verilen emirler, ilgili piyasa yapıcılarına iletilecek ve ilgili piyasa yapıcılarının verdiği kotasyonlar üzerinden emirler karşılanacaktır. Piyasa yapıcılığı menkul kıymet bazında olacaktır. Bir aracı kurum, birden fazla hisse senedinde piyasa yapıcısı olabilecektir.

İşlemler, ortak bir elektronik işlem platformu üzerinde gerçekleştirilecektir.

Piyasanın,

- Çalışma zamanları,
- Emirlerde yer alması gereken asgari unsurlar,
- Emir türü, geçerlilik süresi, piyasaya iletilmesi,
- Fiyat kotasyonu verilme şekli, işlemlerin gerçekleşmesi,
- Gerçekleşen işlemlerin kaydedilmesi,
- Fiyatların ilanı,
- Piyasa üyelerinin sorumlulukları,
- İşlemlerin iptali, durdurulması vb.

konular Piyasa Yönetmeliği'nde düzenlenecektir. Bu yönetmeliğin, faaliyet izni alınmasından önce hazır olması gerekmektedir.

Piyasalara, aracı kurumlar ve borsa dışı alım satım aracılığı yetki belgesine sahip bankalar üye olabilecektir. Piyasa yapıcı üyelerin yanı sıra, piyasa yapıcısı olmayan üyeler de piyasada faaliyet gösterebilecektir.

ULUSLARARASI KOBİ BORSALARI

Uluslararası uygulamalarda KOBİ borsaları, şirketlerin boyutuna (KOBİ), geçmişine (yeni şirketler) ve sektörüne (teknoloji) özgü kurulabilmektedir. Bu bölümde sunulan ülke örnekleri, bu kriterlerin bir veya birkaçını baz alarak yeni pazarlar oluşturmuşlardır. Fakat, hepsi genel anlamda KOBİ borsası olarak nitelendirilecektir.

KOBİ'ler, ana borsada işlem gören şirketlere göre daha riskli görüldüğünden, ana borsa içinde ayrı bir pazar veya ayrı bir tüzel yapı içinde işlem görmektedirler.

Ayrı pazarlar veya borsalar kurulmasının çeşitli sebepleri vardır. Birincisi, daha riskli olduğu düşünülen KOBİ'ler, ana piyasanın volatilitesini artırmaktadır. Bununla beraber, ana pazarı KOBİ'lere açmak için kotasyon koşullarında KOBİ'lerin ihtiyaçlarına uygun bazı farklılaştırmalar gerekmektedir. Bunun da genel olarak piyasanın "kalitesini" düşüreceği ve risk algılamasını artıracığı kaygısı yaşanmaktadır.

Bu nedenlerle borsalar, kendi içlerinde bile olsa, KOBİ'lerin ayrı bir pazarda, farklı kotasyon koşulları, kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ve hatta işlem sistemleri çerçevesinde işlem görmelerini tercih etmektedirler. Ayrı pazarlar kurulması aynı zamanda yatırımcılar için de bir "uyarı" işlevi görmektedir.

Bazı ülkelerde ise KOBİ borsaları, ana borsadan ayrı bir tüzel kişilik olarak yapılanmaktadır. Bunun en önemli sebebi ise yasal çerçevenin, yukarıda değinilen kaygılarla, KOBİ'lerin ana piyasada işlem görmesine izin vermemesidir.

Bu bölümde incelenen örneklerde görüleceği üzere, KOBİ borsası uygulamalarında başarılı ve başarısız örnekler mevcuttur. Başarılı olarak nitelendirilen borsalarda; işlem gören şirket sayısı, toplam piyasa değeri, işlem hacmi ve işlem yapan üye sayısı yüksektir. Başarılı borsalar temel olarak üç kesimin ihtiyaçlarına etkin bir biçimde cevap vermektedirler. Bunlar; işlem gören şirketler, yatırımcılar ve aracı kuruluşlardır. Dördüncü kesim olan devletin desteği borsaların başarısını artırmaktadır.

KOBİ Borsası örneklerinin incelenmesinde iki temel ayrıma gidilmiştir; ana borsa içinde bir pazar olarak kurulan ve ayrı tüzel kişilikler olarak yapılan borsalar.

ANA BORSA İÇİNDE KOBİ PAZARLARI

Arka sayfadaki tabloda, seçilmiş ülkelerde, ana borsa içinde ayrı bir pazar olarak kurulan KOBİ borsası örnekleri sunulmaktadır. Bu pazarların genel olarak ortak özelliği, ana pazara göre kotasyon koşullarında bazı esneklikler tanınmasıdır.

Tabloda görüleceği üzere, şirket sayısı ve piyasa değeri olarak diğerlerine kıyasla öne çıkan pazarlar, İngiltere'deki AIM ve Güney Kore'deki KOSDAQ'tır. Bunların dışındaki piyasalarda önemli sayılabilecek büyüklüklere rastlanmamaktadır.

Öte yandan, KOBİ pazarlarının organizasyon yapılarında da önemli değişiklikler görülmektedir. Örneğin, Almanya'daki Deutsche Börse içinde yer alan Neuer Markt ve İsviçre'deki Swiss Exchange içerisinde yer alan New Market 2003 yılında kapanmıştır. Bu pazarlarda işlem gören şirketlerin bazıları diğer pazarlar içine dahil edilmiş, bazıları ise kottan çıkarılmıştır.

Ana Borsa İçindeki KOBİ Pazarları (Aralık 2005)						
Ülke	Borsa/Piyasa	Piyasa Değeri (myr. \$)	Ort. Şirket Değeri (mn. \$)	Kote Şirket Sayısı	İşlem Hacmi (myr. \$)	Asgari Sermaye Şartı
Güney Kore	KSE	594	848	700	676	1.6 mn.\$
	KOSDAQ	70	77	912	349	420,000 \$
İngiltere	LSE	2,955	971	3,043	5,223	yok/piyasa değeri şartı var
	AIM	88	65	1,351	67	yok
Yunanistan	ASE	134	438	307	59	11.5 mn. \$
	NEHA*	0.14	16	9	0.22	580,000\$
Malezya	Kuala Lumpur Mesdaq	181	198	915	51	15 mn. \$
		2	19	106	2.01	0.5 mn. \$
İspanya	BME Spanish Exch. Nuevo Mercado*	1,013	308	3,286	1,466	1.2 mn. €
		19	1,334	14	32	yok
İtalya	Borsa Italiana Mercato Expandi	756	2,690	281	1,209	yok/piyasa değeri şartı var
		7	387	18	1	yok/piyasa değeri şartı var
Fransa, Belçika	Euronext	2,526	1,995	1,266	2,676	yok/piyasa değeri şartı var
Hollanda, Portekiz	Alternext	0.66	41	16	0	yok/piyasa değeri şartı var
Türkiye	İMKB	154	546	282	189	8 mn. \$
	II. Ulusal Pazar	0.94	59	16	2.0	yok

Kaynak: Ülke borsaları ve World Federation of Exchanges.

*: 2004 yılı sonu verileri.

2005 yılı içinde, bu yapısal değişiklikler hızlanmıştır. Örneğin, Güney Kore’de ayrı bir borsa olarak kurulmuş bulunan KOSDAQ, ana borsa ile birleşmiş ve ana borsanın bir pazarı haline gelmiştir. Benzer şekilde Romanya’da da Rasdaq, Bükreş Borsası’nın bir alt pazarı haline gelmiştir.

Ana borsa içindeki pazarların yapısal değişimine bakıldığında, Euronext’in Nouveau Marche’yi kaldırdığı görülmektedir. Nouveau Marche’deki bazı şirketler ana pazara alınmış, bazıları ise yeni kurulan Alternext pazarına dahil edilmiştir. Benzer değişiklik, İtalya’daki Nuovo Mercato için geçerlidir. İtalya’da da Nuovo Mercato kapatılmış, şirketlerin bir kısmı yeniden yapılanan ana pazara dahil edilmiş, küçük şirketler ise Mercato Expandi’de işlem görmeye devam etmiştir.

Genel olarak bakıldığında, bazı ülkeler yeni şirketleri piyasaya çekme açısından başarı sağlamışken, bazı ülkelerde ise gelişim yavaş kalmıştır. İlerleyen bölümlerde, ele alınan örneklerin daha detaylı incelenmesi ile, başarı ve başarısızlığın sebepleri açıklanmaya çalışılacaktır.

AIM-Alternative Investment Market

AIM, 1995 yılında Londra Borsası içinde küçük ve orta ölçekli şirketlerin işlem görmesi için oluşturulmuş bir pazardır. Kuruluşundan bugüne geçen 10 yıllık sürede toplam 2.134 şirket AIM’e kabul edilmiştir. Zaman içinde bu şirketlerden bazıları ana borsaya geçmiş, bazıları da kotasyon koşullarını kaybederek kot dışı kalmıştır. Kasım 2005 itibarı ile işlem gören, 203’ü yabancı, 1.351 şirket vardır. Toplam piyasa değeri 75 milyar € civarında olup ortalama şirket büyüklüğü 55 milyon €’dur. Ortalama günlük işlem hacmi 245 milyon € seviyelerindedir.

AIM’de, klasik kotasyon kurallarının aksine, mali büyüklüklerle ilgili hiçbir koşul bulunmamaktadır. Her boyutta, her ülkeden

ve her sektördeki şirketlere açıktır. Halka açıklık oranı veya şirket değeri ile ilgili kısıtlamalar bulunmamaktadır.

AIM’de işlem görmek için başvuran şirketlerin yerine getirmesi gereken koşullar aşağıda sıralanmıştır.

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

AIM örneğinde en önemli kavram görevlendirilmiş danışman şirket kavramıdır.

Görevlendirilmiş danışman şirketler, aracı kurumlar, bankalar, bağımsız denetim şirketleri veya kurumsal finansman danışmanlığı şirketleri olabilmektedir. Görevlendirilmiş danışman olmak isteyen şirketler en az iki yıldır kurumsal finansman faaliyetlerinde bulunuyor olmalı ve bu süre içinde de en az üç kurumsal finansman danışmanlığı işlemi yapmış olmalıdır. En az dört “yetkili yönetici”si olmalıdır. Yetkili yöneticiler, vasıfları Londra Borsası tarafından incelenmiş ve kabul edilmiş kişilerdir.

AIM, şirketlerin halka arzı ve halka arz sonrası kamuya açıklama yükümlülükleri ile ilgili sorumlulukların önemli bir

kısmını, şirketle beraber görevlendirilmiş danışmana yüklemektedir.

Görevlendirilmiş danışman, şirketin halka açılması için gerekli tüm konularda şirkete yardımcı olur, şirketi halka arza hazır hale getirir ve bir raporla AIM'e başvuruda bulunur. AIM şirkette ayrıca bir inceleme yapmaz. Raporun sorumluluğu şirkete ve görevlendirilmiş danışmana aittir.

Görevlendirilmiş danışmanlar Londra Borsası'nın denetimlerine tabidir. AIM'de işlem gören şirket, görevlendirilmiş danışmanla anlaşması bittiğinde veya fesh edildiğinde, bir ay içinde yeni bir danışman atamak zorundadır. Atamazsa borsadan çıkarılır.

AIM, halka açık şirketlerden ve görevlendirilmiş danışman şirketlerden yıllık sabit ücretler almaktadır.

AIM, katı kotasyon koşulları yerine kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini ön planda tutmakta ve kamuyu aydınlatma kurallarında esneklik sağlanmamaktadır.

AIM'de işlem gören şirketler yasal olarak "kote şirket" statüsünde değildir. Bunun iki sebebi vardır; birincisi, İngiltere Kotasyon Otoritesi'nin bazı düzenlemelerine tabi olmamak, ikincisi ise, kote olmayan şirketlere yatırım yapılmasını özendirmek için getirilen bazı vergisel teşviklerden yararlanmaktır.

Örneğin, AIM şirketlerinin hisse senetlerine yapılan yatırımlardan elde edilen değer artış kazancının, ilk yıl için %50'si, ikinci yıl ve sonrası için sadece %25'i vergiye tabi matrah olarak kabul edilmektedir.

AIM'deki işlem sistemi, elektronik sürekli müzayede ve piyasa yapıcılığını bir arada bulundurmaktadır. Şirketler için piyasa

yapıcısı bulundurma zorunluluğu yoktur, ama aracı kuruluşla şirket anlaşır, sistem piyasa yapıcılığına da olanak tanımaktadır.

Deutsche Börse

Alman Borsasındaki hisse senetlerinin işlem gördüğü piyasalar resmi (Amtlicher Markt), organize (Geregelter Markt) ve resmi olmayan organize (Freiverkehr Markt) piyasalardır. Küçük ve orta boy işletmelerin işlem görmesi için oluşturulmuş bir pazar olan Neuer Markt, 2003 yılından itibaren kaldırılmıştır.

Neuer Markt'ta kotasyon koşulları, normal pazara göre daha hafif koşullar içermekteydi. Bu sebeple 2000 yılına kadar, yeni kurulan ve ağırlıklı olarak teknoloji şirketlerinin ilgi gösterdiği bir borsa olmuştur. Fakat, 2000 yılı sonrasında internet ve teknoloji şirketlerinde ortaya çıkan kriz, en çok Neuer Markt'taki şirketleri etkilemiştir.

Bu pazardaki kotasyon, denetim ve kamuyu aydınlatma kurallarındaki esneklikten dolayı yatırımcılar, krizin ardından da Neuer Markt'ta işlem gören şirketlerin hisse senetlerine ilgi göstermemişlerdir. Bunun üzerine Deutsche Börse, yatırımcı güvenini yeniden kazanmak için pazarlarında yeni bir yapılanmaya giderek kotasyon koşullarını, işlem kurallarını ve pazar tanımlarını değiştirmiştir. Buna rağmen, yatırımcı ilgisi bu şirketlere çekilemeyince Neuer Markt tamamen kapatılmıştır.

Mevcut yapılanmada, resmi piyasada kote olabilmek için:

- Şirketin en az 3 yıldır faaliyette olması,
- Halka açılan hisse senetlerinin öngörülen piyasa değerinin veya tahmin yapılamıyorsa şirket sermayesinin en az 1,25 milyon avro olması,
- İtibari değeri olmayan hisseler için en az ihraç tutarının 10.000 adet hisse olması,
- Halka açılığın en az %25 olması,

- Son üç yılın mali tablolarını ve son yılın yönetim raporunu içeren prospektüsün yayınlanması, gerekmektedir.

Organize piyasada kote olabilmek için gereken şartlar daha hafiftir:

- Şirketin en az 3 yıldır faaliyette olması,
- İtibari değeri olmayan hisseler için en az ihraç tutarının 10.000 adet hisse olması,
- Son üç yılın mali tablolarını ve son yılın yönetim raporunu içeren prospektüsün yayınlanması, gerekmektedir.

Organize piyasa öncelikle, resmi piyasanın koşullarını yerine getiremeyen küçük ve orta ölçekli şirketler için, resmi piyasaya kote olmadan önceki adım olarak öngörülmüştür. Ancak, halihazırda böyle bir sınırlama bulunmamaktadır.

Resmi veya organize piyasada işlem gören hisse senetleri iki bölüm (*segment*) arasında seçim yapabilmektedir; Genel (*general*) Standart ve Ana (*prime*) Standart.

Genel Standart bölümünde işlem gören senetler, Alman yatırımcıları hedefleyen şirketlere hizmet sunmaktadır. Burada kote olan şirketler, yıllık ve ara dönem mali raporlarını ve sermaye piyasası kanununda öngörülen diğer açıklamaları yapmakla yükümlüdür.

Ana Standart bölümünde işlem gören senetlerin yükümlülüğü daha fazladır. Burada kote olan şirketler, Genel Standartta yer alan yükümlülüklerin yanı sıra, üç ayda bir rapor yayınlamak, UFRS'ye uygun mali tablo düzenlemek, yılda en az bir kez analist konferansı düzenlemek ve sermaye piyasası kanununda öngörülen açıklamaları Almanca ve İngilizce olarak yapmakla yükümlüdür.

Özetle Deutche Börse, yapılanmasını resmi ve organize piyasa olarak yenilemiş ve kamuyu aydınlatma yükümlülüklerindeki farklılıkları da Genel ve Ana Standart pazarlarıyla ayırtmıştır.

AYRI TÜZEL YAPILAR OLARAK KOBİ BORSALARI

Bazı ülkeler KOBİ'ler için ayrı borsalar kurma yoluna gitmişlerdir. Bunun iki önemli sebebi vardır. Birincisi, yasal düzenlemelerin getirdiği sınırlamalardır. İkinci olarak, tam anlamıyla bir KOBİ borsası olmasa da, NASDAQ'ın başarısının etkisidir.

Bu raporda incelenen KOBİ borsaları ile ilgili özet tablo aşağıda sunulmaktadır.

KOBİ Borsaları (Aralık 2005)				
Borsa	Ülke	Kuruluş Tarihi	Kote Şirket Sayısı	Piyasa Değeri (Milyar \$)
Nasdaq	ABD	1971	3,232	1,788.3
Kosdaq	Güney Kore	1996	890	69.9
Rasdaq	Romanya	1996	3,723	2.7
Jasdaq*	Japonya	1976	945	110.7
Mesdaq	Malezya	1999	106	2.0

Kaynak: Ülke borsaları.

* 2004 yıl sonu.

KOSDAQ, dünyada nadir görülen, başarılı bir KOBİ borsası örneğidir. Ancak 2005 yılında Kore Borsası (KSE), KOSDAQ, ve Kore Vadeli İşlemler Borsası (KOFEX) tek bir çatı altında toplanma kararı almışlardır.

RASDAQ, işlem gören şirket sayısının yüksekliğine karşın düşük piyasa değeri ile dikkat çekmektedir. Ağustos 2005'te Bükreş Borsası ile birleşme kararı almıştır.

JASDAQ, Japonya'da 1976 yılında küçük ölçekli şirketlerin işlem gördüğü tezgahüstü bir piyasa olarak kurulmuştur. Aralık 2004'te ise ayrı bir borsa olarak yapılanmıştır.

1999 yılında kurulan MESDAQ, 2002 yılında Kuala Lumpur Borsası ile birleşmiş ve ana borsa içinde bir pazar haline gelmiştir.

Ayrı bir tüzel kişilik olarak yapılan bu beş borsadan sadece NASDAQ ve JASDAQ yapılarını korumaktadırlar. Diğer üç borsa ana borsa ile birleşmiştir.

Buradaki tüm örneklerin ortak noktası NASDAQ modelini örnek almalarıdır. Ülkelerin koşullarına göre uyarlamalar yapılmıştır. Ama ana model NASDAQ'tır. Bu nedenle, borsaları incelemeye geçmeden önce kısaca NASDAQ modeli anlatılacaktır.

NASDAQ

1961 yılında Merkezi Düzenleyici Otorite (SEC), fiilen var olan tezgahüstü piyasaları organize etmek için Aracı Kuruluşlar Birliği'ni (NASD) görevlendirmiştir. Yapılan çalışmalar sonucunda, 1971 yılında elektronik bir işlem platformu olarak NASDAQ faaliyete geçmiştir.

Kotasyon koşulları New York Borsası (NYSE) ve Amerikan Borsası'na (AMEX) göre daha hafif olduğundan, zaman içinde hızlı bir gelişim göstermiştir.

2000 yılında, tamamına Aracı Kuruluşlar Birliği'nin sahip olduğu bir şirket haline gelmiştir. 2002 yılına kadar süren yeniden yapılanma çalışmaları sonucunda, NASDAQ'ın kendi hisse senetleri tezgahüstü piyasada işlem görür hale gelmiş ve ortaklık yapısı genişlemiştir. Fakat yönetim çoğunluğu, imtiyazlı hisseler yolu ile NASD'dedir. Piyasa koşulları uygun olduğunda, kendisinde kote olmak üzere halka arzı planlanmaktadır.

NASDAQ'ta 3.200 civarında şirketin 3.500 civarında menkul kıymeti işlem görmektedir. Toplam piyasa değeri 1,8 trilyon \$'dır. 1.000 kadar aracı kurum NASDAQ'ta işlem yapmaktadır. Toplam piyasa yapıcısı sayısı 450 olup 250 kurum aktif olarak piyasa yapıcılığı yapmaktadır. Yıllık işlem hacmi 2004 yılında 8,8 trilyon \$'dır. Şirket olarak NASDAQ'ın 2004 yılında toplam gelirleri 540 milyon \$, net karı ise 11 milyon \$ olarak gerçekleşmiştir.

NASDAQ, sadece teknoloji ya da KOBİ borsası olmayıp, her sektörden, her boyuttan şirketin kote olduğu bir borsadır. İşlem sistemi, elektronik uzaktan erişimli, rekabetçi piyasa yapıcılığı modelidir. Sürekli çift taraflı kotasyon verilmesi zorunludur. Bir hissede ortalama piyasa yapıcısı sayısı 10, piyasa yapıcısı başına düşen ortalama hisse senedi 20'dir.

83 ülkede, 2 milyon kullanıcı ve 350.000 terminalden NASDAQ'a erişim mümkündür. NASDAQ'ın bugün ulaştığı piyasa büyüklüğü ve başarısı, diğer borsaların da dikkatini çekmiş ve benzer modeller kurulmaya çalışılmıştır. Fakat, NASDAQ'ın kendisi dahi diğer piyasalardaki deneyimlerinde başarı sağlayamamıştır.

NASDAQ, 1999 yılında NASDAQ Japonya'yı kurmak için Japon Softbank ile ortaklık yapmıştır. Fakat, beklenen gelişme sağlanamadığı için 2002 yılında NASDAQ Japonya, Osaka Borsası'na devredilmiştir.

2001 yılında EASDAQ'ın %68,2'sini 12,5 milyon \$ karşılığında almış ve ismini NASDAQ Europe olarak değiştirmiştir. NASDAQ Europe da beklenen gelişimi gösteremeyerek 2003 yılında kapanmıştır.

2003 yılının ortalarına doğru ise NASDAQ Almanya faaliyete geçmiştir. NASDAQ Almanya 6 ay boyunca faaliyet göstermeye çalışmış ancak hiç kotasyon olmaması nedeniyle kapanmıştır.

Sonuç olarak NASDAQ, A.B.D. piyasalarında var olan aktif tezgahüstü piyasanın yaklaşık on yıllık süreçte organize bir piyasa haline getirilmesiyle oluşmuştur. Piyasanın önemli bir ihtiyacına cevap vermek üzere kurulmuştur. Piyasa büyüklükleri itibarı ile de çok önemli bir boyuta ulaşmıştır. Bununla beraber, kendi koşulları içinde çok başarılı bir gelişim gösteren NASDAQ modeli, başka ülkelerde aynı başarıya ulaşamamıştır.

KOSDAQ

Güney Kore'deki Kosdaq borsası, 1996 yılında bilgi teknolojisi ve yüksek teknoloji şirketleri ile küçük ve orta ölçekli şirketlerin finansman sağlamasını kolaylaştırmak amacıyla kurulmuştur.

Kosdaq, Kore Borsası'na göre daha basit olan kotasyon şartları ve yüksek teknoloji şirketlerinin pazarı olarak tanınması nedeniyle tercih edilmektedir. Vizyonu ise, Asya'da önde gelen yüksek teknoloji şirketlerinin borsası olmaktır. Kosdaq işlem hacminin %75'i uzaktan erişim yolu ile gerçekleşmektedir. 2000 yılında Kore'deki tüm halka arzlar Kosdaq Borsası'nda gerçekleşmiştir.

KSDA (Kore Aracı Kuruluşlar Birliği)

KSDA (The Korea Securities Dealers Association) 1953 yılında Kore sermaye piyasasında özdüzenleyici bir kuruluş olarak kurulmuştur. Başlıca amaçları; yatırımcı haklarının korunmasını, birlik üyelerinin belirlenmiş kurallar çerçevesinde faaliyet göstermesini, haksız rekabetin önlenmesini ve sermaye piyasasının geliştirilmesini sağlamaktır.

KSDA bünyesinde 3 çeşit üyelik bulunmaktadır: asil (regular), özel (special) ve sınırlı (associate) üyeler. Asil üyelerin Genel Kurul'da oy hakları vardır. Özel üyelerin Genel Kurul'da söz hakkı vardır ama oy hakkı yoktur. Yabancı ve yerli aracı kurumlar asil veya özel üye olmayı kendileri belirleyebilir. Esas faaliyet alanı sermaye piyasası olmayan finansal kurumlar ise sınırlı üye olabilmektedir. Yatırım ortaklıkları, Borsaya Kote Şirketler Birliği ve küçük hacimli menkul kıymet işlemi olan finansal kurumlar sınırlı üye olabilmektedir. KSDA'nın 33 asil, 20 özel ve 39 sınırlı üyesi olmak üzere toplam 92 üyesi bulunmaktadır.

Tarihçe

Kore'de ilk teşkilatlanmış menkul kıymet borsası 1953 yılında Kore Borsası adıyla kurulmuştur. 1987 yılına kadar Kore Borsası ve teşkilatlanmamış tezgahüstü piyasa, faaliyetlerine devam etmiştir.

1987 yılında devlet, durgun olan tezgahüstü piyasayı canlandırmak için bu piyasayı organize hale getirme kararı almış, Kore Aracı Kuruluşlar Birliği'ni de (KSDA) bu piyasayı düzenlemekle görevlendirmiştir.

1991 yılında Kosdaq sistemi (tezgahüstü menkul kıymet ticareti) hayata geçmiştir. 1996 yılında Kosdaq Menkul Kıymetler Şirketi kurulmuş, 1997 yılında da Kosdaq Borsası faaliyete geçmiştir. Aynı yıl Kosdaq endeksi ve borsa yönetmeliği oluşturulmuştur. 1998 yılında Kosdaq Komitesi kurulmuştur. 1999 yılında, adı Kosdaq Borsası olmuş ve şirketleşmiştir.

2000 yılında Kosdaq Gözetim ve İnceleme Bölümü kurulmuştur. Aynı yıl OTCBB (Over-the-Counter Bond Transactions) tezgahüstü bono piyasası faaliyete geçmiştir.

2005 yılına gelindiğinde Kosdaq, Kore Aracı Kuruluşlar Birliği'nden ayrılarak Kore Borsası bünyesinde faaliyet göstermeye başlamıştır.

Kosdaq Borsası Ortaklık Yapısı

Kosdaq Borsası Ortaklık Yapısı	
29 Yerli Aracı Kurum	32.58%
KOBİ Geliştirme Şirketi	23.77%
Kore Menkul Kıymet Finans Şirketi	16.64%
Kore Aracı Kuruluşlar Birliği	10.37%
Kore Takas ve Saklama Merkezi	9.51%
Kore Menkul Kıymetler Bilgi İşlem Şirketi	7.13%

Kosdaq Borsası'nın Yönetimi

Kore Aracı Kuruluşlar Birliği (KSDA), iştiraki olan Kosdaq Borsasını, tezgahüstü bono ve KSDA tarafından tescil edilen hisse senetlerinin işlem görmesi amacıyla kurmuştur. KSDA, menkul kıymetlerin kotasyonu, gözetimi, şüpheli durumların raporlanması ve kotasyondan çıkarılmasından sorumludur. Kosdaq Borsası da, bağımsız bir organ olan Kosdaq Komitesi'nin yönetiminde, günlük menkul kıymet işlemleri, şirket bildirim ve açıklamaları ile elektronik ticaretin gerekleri gibi daha operasyonel konularla ilgilenmektedir. Kısaca, KSDA kotasyon ve gözetimden sorumlu olan "politika belirleyici", KOSDAQ Yönetim Kurulu ise ikincil piyasa işleyişinden sorumlu olan "uygulayıcı" konumundadır.

Kore Aracı Kuruluşlar Birliği'nin Yönetim Kurulu 12 kişiden oluşmaktadır. Yönetim Kurulu'nun 5 üyesi kamu tarafından belirlenmekte, 7 üye ise aracı kuruluşlardan seçilmektedir.

Kosdaq Komitesi 11 kişiden oluşmaktadır. Komite Başkanı'nı KSDA Genel Kurulu seçmektedir. Komitedeki diğer 10 kişi farklı kurumlardan seçilmektedir. 5 kişi akademisyenlerden, 1 kişi

KSDA üst yönetiminden, 1 kişi KOBİ Geliştirme Şirketi'nden (Türkiye'deki KOSGEB muadili), 1 kişi Risk Sermayesi Birliği'nden, 1 kişi Kosdaq Borsası'ndan seçilmektedir. Son aday ise kurumsal yatırımcılar tarafından önerilmektedir.

Kosdaq Borsası'nın Gözetimi

Yeni gözetim sistemi olan KOSS, 2000 yılında yatırımcıları korumak ve piyasanın bütünlüğünü sağlamak amacıyla faaliyete geçmiştir. Gözetim, 4 safhada gerçekleşmektedir.

1. Olağan dışı fiyat ve miktar hareketlerinin belirlenmesi,
2. Kotasyon ve emir değişikliklerinin incelenmesi,
3. Aracı kurumlardaki mevzuata aykırı uygulamaların incelenmesi,
4. Finansal Denetim Servisine raporlama yapılması.

İşlem Sistemi

1991 yılında kurulan borsanın işlem sistemi, piyasa yapıcılığı olmuştur. Ancak 1996 yılında, teşkilatlanmış borsa dışı piyasanın sona ermesi ve piyasa yapıcılığının efektif bulunmaması nedeniyle bu sistem kaldırılmış, elektronik sürekli müzayede sistemine geçilmiştir.

Kosdaq'ın işlem sistemi, KETRA, elektronik alım-satım sistemidir. Piyasa yapıcısı veya benzeri bir sistem (spesialist) yoktur.

Fiyatlar, alım ve satım emirlerini fiyat ve zaman önceliği esaslarına göre otomatik olarak eşleştiren Elektronik Alım-Satım Sistemi aracılığıyla, "Çoklu Fiyat-Sürekli Müzayede" yöntemine göre oluşmaktadır.

Kotasyon Şartları

Kosdaq Borsası'nda işlem görebilmek için şirketlerin, risk sermayesi şirketleri, diğer şirketler, yatırım fonları veya yabancı

şirketler kategorilerinden en az birinin şartlarına uygun finansal yapıya sahip olmaları gerekmektedir.

Kore Borsası'nda kotasyon koşulları detaylı ve ağır olduğu için KOBİ'ler kote olamamaktadır. Kosdaq'ın kotasyon şartları ise Kore Borsasına göre daha esnektir. Özellikle Risk Sermayesi şirketleri için hiç bir finansal şart aranmamaktadır. Arka sayfada Kore Borsası ve Kosdaq'ın kotasyon koşulları karşılaştırmalı olarak sunulmaktadır.

Kotasyondan Çıkarılma

Şirketler aşağıdaki nedenlerle borsa kotundan çıkarılabilir:

I. Şeffaflık:

- Başvuru sırasında evraklarda yanlışlık veya önemli eksiklikler.
- Geçmiş 2 yılda kamuyu üç kereden fazla yanlış bilgilendirme.
- Şirketin borçlarını ödeyemez hale gelmesi.
- Ana faaliyet konusunun 6 aydan fazla durması.

II. Şirket Başarısızlığı

- Sermayesi kadar zarar etmesi veya üstüste iki dönem sermayenin %50'sinden fazla zarar etmesi.

III. Halka Açıklık

- 3 aydan daha fazla süre işlem görmemesi.
- Hisse dağılımında, son 1 yılda kotasyon şartlarını karşılayamaması.

IV. Likidite Düşüklüğü

- Belirli bir süre için, hisse senedi fiyatının nominal değerinden %20 daha az olması.

V. Diğer

- Kotasyondan çıkarılmayı gerektirecek diğer nedenler.

KOTASYON ŞARTLARI	KSE		KOSDAQ		RSS*
	1. Tip	2. Tip	1. Tip	2. Tip	
Sermaye	~8 mn.\$ ~4 mn.\$	~4 mn.\$ ~1.6 mn.\$	~420 bin \$	~8 mn.\$	-
Kârlar	> =300,000 >0 > =%5 ve son üç yılın toplu özsermaye karlılık oranı > =%10	> =300,000 >0 > =%5 ve son üç yılın toplu özsermaye karlılık oranı > =%10	> =300,000 >0 Net Kar > 0	> =300,000 >0	-
Aktif Değeri ve Kâr	Geçmiş yılın Esas Faaliyet Kârı, Faaliyet Kârı ve Net Kârı 1. Geçmiş yılın özsermaye kârlılığı 2. Geçmiş yıl net kârı (<i>Bu iki şarttan biri karşılanmalıdır.</i>)	Ödenmiş sermayenin 2 katı, özsermayesi 80 mn.\$ üzerindeki şirketlerde 1.5 katı Gelecek 2 yıl için ödenmiş sermayenin 2 katı	Ödenmiş sermayenin 2 katı Ödenmiş sermayenin 2 katı Gelecek 2 yıl için ödenmiş sermayenin 3 katı	~2 mn.\$ ve geçmiş 3 yılın net kârlarının toplamı ~4 mn.\$. Ödenmiş sermayenin 2 katı, özsermayesi 80 mn.\$ üzerindeki şirketlerde 1.5 katı Gelecek 2 yıl için ödenmiş sermayenin 2 katı	~40 mn.\$

	KSE		KOSDAQ	
	1. Tip	2. Tip	1. Tip	2. Tip
KOTASYON ŞARTLARI				
Ciro	Geçmiş yılın cirosu Son 3 yılın ortalama cirosu	> =5 mn.\$ > =4 mn.\$ ve cironun büyüme hızı %20 olmalı veya bir önceki yıldan fazla olmalıdır		
Faaliyet Süresi		3 yıl	3 yıl	-
Borç/Özsermaye		Sektör ortalamasının 1.5 katından az	Sektör ortalamasının 1.5 katından az	-
Bağımsız Denetim		Yeterli veya koşullu yeterli	Yeterli veya koşullu yeterli	-
Sermaye Dağılımı		Hisselerin %30'u veya 1 milyon adet hisse senedinden fazla olması koşuluyla %10'u halka açılmalıdır.	İhraç edilmiş hisse senetlerinin %30'u veya 1-5 milyon adet olması durumunda %10'u halka açılmalıdır.	-
		1,000 veya daha fazla küçük yatırımcı	500 veya daha fazla küçük yatırımcı	

*RSS: Risk Sermayesi Şirketleri

Kore Borsası ve Kosdaq Karşılaştırması

Kosdaq, 1987 yılında teşkilatlanmış tezgahüstü piyasa haline geldikten sonra, kote olan şirket sayısı hızla artmış ve 1994 yılı sonunda 310'a ulaşmıştır. 1995-98 döneminde kote olma hızı azalmıştır. Bu dönemde piyasaya yeni şirketler katılsa da, Kore Borsasına geçişler nedeniyle işlem gören şirket sayısı artmamıştır. Ayrıca, halka açılmalarındaki durgunlukta Asya krizinin de önemli bir etkisi olmuştur.

Kore Borsası	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Halka Açık Şirket Sayısı	702	688	679	684	683	700
Piyasa Değeri (myr.\$)	148	194	216	298	399	594
Ort. Şirket Değ. (mn.\$)	211	283	318	435	584	848
İşlem Hacmi (myr.\$)	556	380	597	465	495	676
Endeks - KOSPI	505	694	628	811	896	1,297
Endeks Değişimi		37%	-10%	29%	11%	45%

Kosdaq	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Halka Açık Şirket Sayısı	604	721	843	879	890	912
Piyasa Değeri (myr.\$)	23	39	31	31	30	70
Ort. Şirket Değ. (mn.\$)	38	54	37	36	34	77
İşlem Hacmi (myr.\$)	512	329	235	226	139	349
Endeks - KOSDAQ	526	722	444	449	380	716
Endeks Değişimi		37%	-39%	1%	-15%	88%

1999 yılında halka açılmalar yeniden büyük bir hız kazanmıştır. 1999-2001 yılları arasında, Kosdaq'a 456 yeni şirket kote olmuş ve toplam şirket sayısı iki katına çıkmıştır. 2001 yılı sonuna gelindiğinde, Kosdaq'ta işlem gören şirket sayısı Kore Borsası'nı geçmiştir. 2002 yılında da Kosdaq Borsası'nda kote şirket sayısı hızla artmış, ancak bu tarihten sonra iki borsada da bu hızlı yükseliş durmuştur. Aralık 2005 itibariyle Kosdaq'ta 912 şirket, Kore Borsası'nda ise 700 şirket işlem görmektedir.

Piyasa değeri incelendiğinde, Kosdaq'ın küçük ölçekli şirketlerin borsası olduğu açıkça görülmektedir. Kosdaq'ın piyasa değeri

70 milyar \$ iken, Kore Borsası'nın piyasa değeri 594 milyar \$'dır. Buradan, ortalama şirket değeri Kosdaq'ta 77 milyon \$, Kore Borsası'nda 848 milyon \$ olarak hesaplanmaktadır. Benzer şekilde, Kore Borsası'nın işlem hacmi de Kosdaq'ın yaklaşık 2 katıdır.

Kosdaq bileşik endeksi ile KOSPI incelendiğinde de, Kore Borsası'nın Kosdaq'a göre daha derin ve volatilitesi az bir borsa olduğu söylenebilmektedir.

Teşvikler

1997 ve 1998 yıllarındaki ekonomik kriz sonrasında devlet KOBİ'leri geliştirmeye dönük çok kapsamlı bir program uygulamaya başlamıştır. KOBİ'lerin güçlü olduğu bir ekonomide, dalgalanmaların da yumuşak olacağı düşüncesiyle, KOBİ'lere çeşitli teşvikler getirilmiştir.

KOBİ'lerin finansmanı ile ilgili olarak iki ana sistem kullanılmıştır; risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve Kosdaq. Strateji, bu ikisinin entegrasyonu üzerine kurulmuştur. Bir yandan, risk sermayesi şirketlerinin KOBİ'lere yatırım yapması ve yatırım yapılan şirketlerin belli bir ölçüğe geldikten sonra Kosdaq'ta halka arz edilmesi, öte yandan, risk sermayesi şirketlerinin kendilerinin Kosdaq'a kote olup sermaye piyasasından yeni fonlar yaratmaları amaçlanmıştır.

Bu sebeplerle devlet, Kosdaq'ı geliştirmek için 1999 yılında çeşitli teşvikler getirmiştir.

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

3. Risk sermayesi şirketlerine yatırım yapan yatırımcılara temettü ve değer artış kazancı gelirlerinde vergi teşviği sağlanmıştır.
4. En önemlisi, devlet kendisi risk sermayesi şirketlerine yatırım yapacak mekanizmalar kurmuştur. Öncelikle, risk sermayesi şirketlerinin Kosdaq'a kotasyon şartları çok esnek tutulmuştur. Ardından devlet, risk sermayesi şirketlerine yatırım yapan ve risk sermayesi şirketlerine kredi sağlayan kamu fonları oluşturmuştur. Ayrıca, hangi şirketlerin risk sermayesi yatırım şirketi olarak kabul edileceğine dair bir sertifikasyon sistemi getirmiştir. Böylece devlet, belli kamu kurumları vasıtası ile bazı şirketleri risk sermayesi yatırım şirketi olarak tanımlamış ve tanınan teşviklerin kapsamını genişletmiştir. 2000 yılında, Kosdaq'taki toplam risk sermayesi şirketlerinin %63'ünü "sertifikalı" risk sermayesi şirketleri oluşturmuştur.

Kosdaq ve Kore Borsasının Birleşmesi

2005 yılında Kore Borsası, Kore Vadeli İşlemler Borsası ve Kosdaq diğer borsalarla rekabet edebilmek amacıyla birleşme kararı almışlardır. Uluslararası rekabet, son yıllarda yaygın hale gelen menkul kıymet piyasalarının konsolidasyonunu kaçınılmaz hale getirmiştir. Birleşme ile oluşacak olan Kore Borsası'nın amacı da, Asya'daki başlıca finans merkezleri olan Singapur, Tokyo, Hong Kong ve Şangay ile adil rekabet ve işbirliği içerisinde, Kuzeydoğu Asya'nın finans merkezi olmaktır.

Yeni yapıda, ana pazarda büyük ölçekli şirketler, Kosdaq piyasasında ise orta ve küçük ölçekli şirketler ile risk sermayesi şirketleri işlem görecektir. Böylece Kosdaq, Kore Borsası'nın bir pazarı haline gelecektir.

Birleşmenin bir diğer amacı da yatırımcılara işlem kolaylığı sağlamak ve işlem maliyetlerini düşürmektir. Yatırımcılar, farklı

borsalar yerine aynı borsanın farklı piyasalarına yatırım yapacaklardır. İşlem maliyetleri ise takas, saklama, mutabakat sistemlerinin merkezileştirilmesi ile düşecektir.

Sonuç

Kosdaq'ın hızlı büyümesindeki ana etken, devlet desteğidir. Devlet, bu borsanın sahibi ve yöneticisidir. Bunun yanında, piyasa katılımcılarına tanıdığı vergi teşvikleri ve bizzat yatırımcı olarak borsaya iştirak etmesi borsayı büyütüştür. Ancak uluslararası rekabet koşulları, Kosdaq'ın ana borsa ile birleşmesini zorunlu kılmıştır.

RASDAQ

Rasdaq, 1996 yılında ABD'nin yardımı ile Romanya'da sermaye piyasası oluşturmak ve özelleştirme programına destek olmak amacı ile kurulmuştur. ABD ve Romanya arasında imzalanan anlaşma kapsamında Amerika Ulusal Kalkınma Kuruluşu, Romanya Sermaye Piyasası Geliştirme Projesini oluşturmuştur. Bu program, 21 milyon \$ tutarındaki fonu ile Kitlese Özelleştirme Programı kapsamında 7.000 şirket ve 16 milyon hissedara hizmet vermeyi amaçlamıştır. Örnek aldığı model, Amerikan Nasdaq sistemidir. Tercih edilmesinin nedenleri ise, yüksek sayıda şirketin kote olabilmesi, piyasa yapıcılığı sistemi ve uzaktan erişim imkânları olmuştur.

Piyanın yapısı, Romanya Aracı Kuruluşlar Birliği tarafından oluşturulmuştur. Rasdaq'ın etkin çalışmasına katkıda bulunacak olan Romanya Kayıt Kuruluşu ve Ulusal Menkul Kıymet Takas Şirketi ayrı yasal organlar olarak kurulmuştur.

Tüm özelleşen şirketler, temel kamuyu aydınlatma gereklerini yerine getirdiklerinde ve hisselerini Romanya Kayıt Kuruluşuna transfer ettiklerinde Rasdaq'a otomatik olarak kote olmuşlardır.

Romanya’da kitlesel özelleştirme, halka dağıtılan özelleştirme kuponları aracılığıyla yapılmıştır. Bu kuponlar zaman içinde, belli şartlarla istenen şirketlerin hisse senetlerine dönüştürülmüştür. Rasdaq, özelleştirme programı kapsamında ortaya çıkan yaklaşık 16 milyon hissedarın kuponlarının veya hisse senetlerinin işlem görebileceği bir piyasa oluşturulması amacı ile kurulmuştur. Dolayısıyla, kotasyon koşulları oluşturulmamış ve kamuyu aydınlatma yükümlülükleri eksik bırakılmıştır.

Ortaklık Yapısı

Rasdaq’ın sahibi, 1995 yılında 68 aracı kuruluş tarafından kurulan Romanya Aracı Kuruluşlar Birliği’dir. Düzenleyici otoriteden yetki belgesi alan aracı kuruluşlar, Birliğin üyesidirler. Birliğin 4 yönetim kurulu üyesi olup başkan iki yıllığına göreve atanmaktadır.

Limited şirket olarak kurulan borsa, daha sonra anonim şirket statüsüne kavuşmuştur. Mevcut üyeler bu anonim şirkete ortak olup her biri en fazla %5 oy hakkına sahiptir ve temettü dağıtılmamaktadır.

Rasdaq’ın Yönetim ve Denetimi

Ulusal Menkul Kıymetler Komisyonu, 1996-1999 yılları arasında özdüzenleyici kuruluş olarak Aracı Kuruluşlar Birliği’ne Rasdaq’la ilgili düzenleme ve aracı kuruluşların faaliyetlerini denetleme yetkilerini delege etmiştir.

Bu dönemden sonra ise, Ulusal Menkul Kıymetler Komisyonu’nun Denetim ve Gözetim Departmanı, piyasanın şeffaflığını, aracı kurumların faaliyetlerini düzgün bir şekilde yürütmelerini ve Komisyonun kurallarına uyumlarını incelemeye başlamıştır. Denetim, özel bir yazılım yardımı ile yapılmaktadır. Önemli konular, soruşturma ve disiplin cezaları için Disiplin Komitesine yönlendirilmektedir.

Kotasyon Koşulları

Başlangıçta, özelleştirme kapsamındaki şirketler için kotasyon şartı aranmamıştır. Ancak, piyasanın büyümemesi ve likiditenin sığ kalması yüzünden, 2002 yılında piyasanın yeniden yapılandırılmasına ihtiyaç duyulmuştur. Buna göre piyasa, performans ve kamuyu aydınlatma kriterlerine göre 3 ayrı segmente ayrılmıştır. Birinci segment, kârlılık, ciro, toplam aktifler, halka açıklık oranı, piyasa değeri ve likidite açısından en ağır kotasyon şartlarının olduğu segmenttir.

Bunun dışında, 2003 yılı sonundan itibaren Rasdaq'taki tüm şirketlere finansal raporlarını Uluslararası Muhasebe Standartlarına göre hazırlama zorunluluğu getirilmiştir.

İşlem Sistemi

Rasdaq'ın işlem sistemi piyasa yapıcılığıdır. Sistem, piyasa yapıcılarının belirli hisse senetleri için girdikleri alış ve satış kotasyonlarına dayanmaktadır. Sistem, bu kotasyonları otomatik olarak en iyi alış ve en iyi satış olarak sıralamaktadır.

Düzenleyici otoritenin hazırladığı Adil Uygulama Kurallarına göre, müşterinin emri piyasadaki mevcut en iyi fiyata göre gerçekleştirilmelidir. Genelde, işlemler en iyi alış–en iyi satış aralığı (spread) içerisinde yapılmalıdır. Yüksek hacimli emirler, spread dışındaki fiyatlardan da gerçekleştirilebilmektedir.

2002 yılı ortasında, işlemler için referans fiyat sistemi getirilmiştir. Kotasyonlar ve işlem fiyatları, referans fiyat etrafında belirli marjlarda hareket edebilmektedir. Sistemin amacı, her hissenin kote olduğu segmentteki fiyat volatilitisini sınırlamaktır.

İşlemler, brokerlar, dealerlar, piyasa yapıcıları ve yükleniciler tarafından gerçekleştirilmektedir. Her kategori için farklı sermaye yeterliliği şartları vardır.

Aracı kurumlar istedikleri kadar şirket için piyasa yapıcılığı yapabilmektedirler. Piyasa yapıcıları küsurlu lotlar için verdikleri kotasyonları en az 10 gün, normal lot için verdikleri kotasyonları da en az 30 gün tutmak zorundadırlar. Ancak gün içinde alış ve satış fiyatlarını değiştirebilmektedirler.

Piyasa Verileri

- I. Pazar'da 9, II. Pazar'da 17 ve Baz Pazar'da 3.661 şirket olmak üzere toplam 3.687 şirket Rasdaq'ta işlem görmektedir.
- 1996-2005 yılları arasında toplam 5.948 şirket kote olmuş, 2.261'i çeşitli nedenlerle kottan çıkmıştır.
- Toplam piyasa değeri 2,7 milyar \$'dır. Ortalama şirket değeri 700.000 \$ civarındadır.
- Yıllık işlem hacmi 100-150 milyon \$, ortalama günlük hacim 500-600 bin \$ civarındadır.
- Takas, Merkezi Takas Kuruluşu tarafından yapılmakta ve T+3 gününde gerçekleşmektedir.
- Hisseler kaydi sistemde tutulmaktadır.

Rasdaq'ın Sorunları

Küçük Yatırımcı Haklarının Korunmaması

Bu konuda gerekli düzenlemelerin olmaması, kitlesel özelleştirme programı kapsamında özelleşen şirketlerin dağınık ortaklık yapısı, küçük yatırımcıyı büyük ortakların suistimallerine karşı korumasız bırakmıştır.

Yetersiz Mevzuat

Başlangıçta tezgahüstü piyasa mevzuatının yetersiz olması, üyelik, kamuyu aydınlatma, işlem prosedürleri gibi konularda daha sonra düzenlemeler yapılmasını gerektirmiştir. Düzenleyici otorite, mevzuatı geliştirme yönünde çalışmalarını yürütmektedir.

Kamuyu Aydınlatma Kurallarının Yetersizliği

Birinci segmentte kote olan şirketler için dahi, kamuyu aydınlatma gerekleri yetersiz olarak değerlendirilmektedir. şirketler, kamuyu aydınlatma açıklamalarını, dağınık ortaklık yapısı, yönetimdeki kontrol eksikliği ve şeffaflığı gölgeleyen muhasebe sistemleri nedeniyle gereksiz görmektedirler.

Romanya Muhasebe Standartları

Romen şirketlerinin finansal tabloları, muhasebe sistemlerdeki farklılıklar nedeniyle, muadilleri ile karşılaştırılamamaktadır. 1994 yılında Muhasebe Kanununda yapılan değişikliklerle Uluslararası Muhasebe Standartlarına uyum sağlanmaya çalışılmıştır. Ancak halen farklılıklar mevcuttur.

Bükreş Borsası ve Rasdaq'ın Birleşmesi

Rasdaq, Ağustos 2005'te Bükreş Borsası ile birleşme kararı almıştır. 30 Kasım 2005 tarihinde gerçekleşen genel kurul toplantısında birleşme kesinleşmiştir. Buna göre Rasdaq, Bükreş Borsasına katılmış olup Bükreş Borsası, Rasdaq hissedarları için ilave sermaye artırımını yapacaktır. 8 Aralık 2005 tarihinden itibaren de Bükreş Borsası bünyesinde ayrı bir pazar olarak faaliyet göstermeye başlamıştır.

JASDAQ

Jasdaq, 1976 yılında küçük ölçekli şirketlerin işlem gördüğü tezgahüstü piyasa olarak kurulmuştur. Japon Aracı Kuruluşlar Birliği'nin denetimindeki bir departman tarafından yönetilmiştir. 13 Aralık 2004 tarihinde ise tezgahüstü piyasa statüsünden çıkarak bir borsa olarak yapılanmış ve tanınmıştır. Tezgahüstü piyasadaki şirketlerin tamamına yakını yeni kurulan borsaya kote olmuştur.

İşlem sistemi olarak sürekli müzayede ve piyasa yapıcılığı bir arada kullanılmaktadır.

2004 yıl sonu itibariyle JASDAQ'ta 945 şirket kote olup, piyasa değeri 110 milyar \$'dır. 2004 yılı toplam işlem hacmi 116 milyar \$, ortalama günlük işlem hacmi ise 500 milyar \$'dır.

MESDAQ

Yüksek teknoloji şirketlerinin finansmanı için ayrı bir menkul kıymet borsası kurulması gerektiğini düşünen Malezya Sermaye Piyasası Otoritesi, Mesdaq'ın yasal altyapısını 1997 yılında oluşturmuştur. Amerikan NASDAQ piyasası örnek alınmış ve bu piyasa gibi, ağırlıklı olarak bilgi teknolojisi şirketlerinin pazarı olması amaçlanmıştır. Büyüme aşamasındaki şirketlerin ve risk sermayesi şirketlerinin Malezya sermaye piyasalarından yararlanmaları da hedeflenmiştir.

Mesdaq, Nisan 1999'da faaliyete geçmiştir. Fakat, 2000 yılı ortasına kadar tek bir şirket kote olmuştur. 2000 yılında ikinci şirket kote alınmıştır. 2001 yılı sonuna gelindiğinde kote şirket sayısı 5 olmuştur.

Bu gelişmelerin ışığında, Malezya Sermaye Piyasası Otoritesi, sermaye piyasasını verimli hale getirmek için ülkede tek bir ulusal borsa olmasına karar vermiştir. Mesdaq, Mart 2002'de Kuala Lumpur Borsası ile birleşmiş ve onun birinci ve ikinci piyasalarından ayrı olarak, yüksek teknoloji şirketlerinin pazarı olarak faaliyet göstermeye başlamıştır.

Aralık 2005 itibariyle, Mesdaq'ta işlem gören şirket sayısı 106'dır. Piyasa değeri de, yıllık işlem hacmi de 2 milyar \$ civarındadır.

Mesdaq'ın Ortaklık Yapısı

Mesdaq, üyeleri tarafından sahip olunan bir kooperatif şeklinde kurulmuştur. Kâr amacı gütmeyen yapısında, gelirlerini üye aidatları ve kotasyon ücretleri oluşturmuştur.

Mesdaq'ın Yönetimi

Mesdaq, tam yetkili özdüzenleyici kuruluş olarak görev yapmıştır. Yönetim Kurulu 9 kişiden oluşmuştur. 4 üye Maliye Bakanlığı'ndan, 5 üye de aracı kuruluşlardan seçilmiştir. Borsanın yönetiminden Yönetim Kurulu Başkanı sorumludur. Borsa Başkanı ise, günlük işlerin yürütülmesinde Yönetim Kurulu Başkanı'na yardımcı olur.

İşlem Sistemi

Mesdaq'ın işlem sistemi piyasa yapıcılığı olmuştur. Küçük şirketlere likidite sağlamak amacıyla bu sistem benimsenmiştir. Ayrıca yatırımcılar, detaylı kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ile korunmaya çalışılmıştır.

Sonuç

Şirketlerin Mesdaq'a olan isteksizliği çeşitli nedenlere bağlanmaktadır. Bunlardan en önemlisi, yüksek teknoloji şirketlerinin Mesdaq yerine, risk sermayesi şirketleri yoluyla ya da Singapur ve Hong Kong'taki yüksek teknoloji borsalarında halka açılarak fon temin etmeyi tercih etmeleridir.

Yüksek teknoloji borsası olmasa da, Kuala Lumpur Borsası'nın birinci ve ikinci piyasası Mesdaq'a oranla daha fazla tercih edilmiştir. Halka açılmak isteyen şirketler, yeni kurulmuş olan Mesdaq'a kote olmak yerine ana borsa olan Kuala Lumpur Borsası'nda kote olmayı tercih etmişlerdir. Kuala Lumpur Borsası İkinci Pazarının kotasyon koşullarının uygun olması sebebi ile de şirketler önemli bir engelle karşılaşmamışlardır. Nitekim Mesdaq, 5 şirket ile Kuala Lumpur Borsası'na geçtikten sonra, 2002 yılında 7 şirket, 2003 yılında 20 şirket, 2004'te 31 ve 2005 yılında 45 şirket Mesdaq'a kote olmuştur.

Mesdaq'ın başarısızlığı için gösterilen diğer sebep ise, ilk kota alınan şirketin piyasa tarafından yüksek teknoloji şirketi olarak nitelendirilmemesidir. Mesdaq'ın, kuruluş sebebi olarak

belirttiği amaçların dışına çıktığı, esnek davrandığı düşüncesi ile yatırımcılarda ve yeni kote olmak isteyen şirketlerde güven eksikliği doğmuştur.

GENEL DEĞERLENDİRME

Uluslararası örnekler incelendiğinde, KOBİ'lerin sermaye piyasasına erişimi için ayrı pazarlar veya borsalar kurulmasının yaygın bir uygulama olduğu görülmektedir.

KOBİ'ler için özel bir pazar veya borsa kurulması aşamalarında göz önüne alınması gereken faktörler şöyle sıralanabilir;

- Ana borsa içinde bir piyasa olarak veya ayrı bir borsa olarak kurulması,
- Kotasyon koşullarının ana borsaya göre esnekliği,
- İşlem sistemi,
- Kamuyu aydınlatma kurallarında ana borsaya göre esneklik,
- Şirketlerin talebi,
- Aracı kuruluşların talebi,
- Yatırımcıların talebi.

Ana Borsanın Pazarı veya Ayrı Borsa

KOBİ'lerin ana borsadan ayrı bir tüzel yapı içinde işlem görmelerinin en önemli sebebi, mevzuattan kaynaklanan engellerdir. Örneğin, Kore ve Tayvan'da ana borsanın kotasyon koşulları yüksek seviyelerde tutulduğu için, KOBİ'ler ana borsaya girememektedirler. Bu nedenle KOBİ'lere özgü ayrı bir borsa kurulması gündeme gelmiştir.

Ayrı borsaların dezavantajı ise, Mesdaq'ta görüldüğü gibi, aracılardan ve şirketlerin yeni kurulmuş bir borsada ilk halka arz yapmanın riskini almak istememeleridir. Yasal bir engel olmadığı sürece, ana borsada halka arz daha "güvenli" görülmektedir.

Ana borsa içinde bir KOBİ pazarı kurulmasının en önemli sebebi, mevcut borsanın bu işlevi yerine getirebilmesidir. Bu

durumda genelde, sermaye piyasasının boyutu ve yatırımcı talebi de yeni bir borsa kurulmasını gerektirecek boyutta olmamaktadır.

Özetle, incelenen örneklerde, ayrı borsaların kurulması piyasada ortaya çıkan ihtiyaçların bir sonucudur. Başarılı olan NASDAQ ve KOSDAQ örneklerinde, piyasa şartları gereğince oluşan bir tezgahüstü piyasa, ardından organize hale dönüştürülmüştür. Öte yandan, KOSDAQ'ta olduğu gibi, devletin çok önemli teşvikler sağlaması, piyasanın başarısında etkin olmaktadır.

RASDAQ, MESDAQ, NASDAQ Europe, NASDAQ Almanya, NASDAQ Japonya örneklerinde görüldüğü gibi, piyasa ihtiyaçları oluşmadan kurulan yapılanmalar başarılı olamamaktadır.

Ana borsanın pazarı olarak da, ayrı borsa olarak da, başarılı ve başarısız örnekler mevcuttur. Dolayısıyla, borsanın başarısı tüzel kişilik yapılanmasından ziyade, diğer faktörlere bağlıdır.

Kotasyon Koşulları

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

İşlem Sistemi

NASDAQ'ın başarısını yaratan etkenlerden biri olarak görülen piyasa yapıcılığı sistemi, NASDAQ dışındaki uygulamalarda işlememiştir. Genel eğilim sürekli müzayede sisteminin esas alınması, ek olarak piyasa yapıcılığının kullanılmasıdır. MESDAQ ve RASDAQ örneklerinde görüldüğü gibi tek başına piyasa yapıcılığı yeterli olmamaktadır. Buna karşın KOSDAQ, sadece

sürekli müzayede sistemini kullanarak oldukça likit bir piyasa yaratmıştır.

Kamuyu Aydınlatma İlkeleri

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

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

Piyasa Talebi

Borsaların başarısı için en önemli faktör arz-talep dengeleridir.

İlk olarak yatırımcıların, tasarruflarının bir kısmını bu tür piyasalarda değerlendirme arzusunda olmaları gerekmektedir. Risk sermayesi şirketlerine ya da doğrudan KOBİ'lere fon sağlayabilecek kapasitede, istekli bir yatırımcı kitlesi olmalıdır.

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

Üçüncü olarak, aracı kuruluşların bu piyasalarda aktif olarak yer almaya istekli olmaları, yeni ürünleri KOBİ'lere sunabilmeleri ve yatırımcılara bu ürünleri tanıtabilmeleri gerekmektedir.

Ayrıca devletin desteği, KOBİ'lerin sermaye piyasası fonlarına erişimi için, Kore örneğinde görüldüğü gibi, çok önemli olmaktadır. Kore, sistemli bir devlet politikası çerçevesinde, piyasa ile ilgili her kesime çeşitli teşvik, destek ve kolaylıklar sağlamıştır. Piyasanın hızlı bir gelişim göstermesi KOBİ'leri ve sonuçta makroekonomik büyümeyi olumlu etkilemiştir.

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
Büyükdere Caddesi No:173
1. Levent Plaza A Blok Kat:4
1. Levent 34394 İSTANBUL
Telefon: 212-280 85 67
Faks: 212-280 85 89
www.tspakb.org.tr
tspakb@tspakb.org.tr

ISBN-975-6483-20-2