

T.C
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
EĞİTİM BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ
İŞLETME EĞİTİMİ BİLİM DALI

İŞLETMELERİN YATIRIM FİNANSMANINDA RİSK SERMAYESİ
KULLANIMI, EĞİTİMİ VE BİR ALAN ARAŞTIRMASI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
Metin UYAR

Tez Danışmanı
Yrd. Doç. Dr. Cevdet Yiğit ÖZBEK

Ankara-2006

Gazi Üniversitesi
Eğitim Bilimleri Enstitüsü Müdürlüğü'ne

METİN UYAR'a ait İşletmelerin Yatırım Finansmanında Risk Sermayesi Kullanımı,
Eğitimi ve Bir Alan Araştırması adlı çalışma jürimiz tarafından,

İşletme Eğitimi Anabilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

JÜRİ ÜYELERİ İMZA SAYFASI

Üye

Doç. Dr. Beyhan MARŞAP
(Başkan)

Üye

Yrd. Doç. Dr. C. Yiğit ÖZBEK
(Danışman)

Üye

Doç. Dr. Yıldız AKBULUT

GİRİŞ

Risk sermayesi özellikle son yıllarda, dünyada büyük gelişim göstermekte, bio-genetikten bilgisayara, cep telefonundan kimyaya değin birçok alan ve üründe etkin olarak kullanılmaktadır. Temeli, varlıklı sermayedarın, maddi gücü yeterli olmayan ama elinde para eden projesi veya fikri olan mucit veya girişimciye yüksek kazançlar elde etmek amacıyla finansman sağlamasına dayanan risk sermayesinin en yaygın kullanımı ABD'dir. Yeniliklerin bulunup uygulanmasını içeren bu kavram, gelişmiş pazar ekonomilerinde ortaya çıkmış ve gelişimini o ekonomilerin özgün şartlarına bağlı olarak sürdürmüştür. Risk sermayesi toplumdaki girişimci güçleri harekete geçiren, ülkenin sanayileşme sürecine katkıda bulunan, istihdamı artırıcı bir sistemdir.

Ülkemizde, temel ekonomik dinamik sayılan KOBİ'lerin yeniden yapılandırılmasında düşünülen risk sermayesinin 15-20 yıl gibi kısa bir geçmişi vardır. Bu süreçte hem akademik düzeyde hem de basın yayında bazı çalışmalar yapılmıştır. Eğitim boyutunu da kapsamı ve risk sermayesi endüstrisinin güncel bilgilerini içermesi yönüyle özgün değerler içeren bu çalışmanın amacı, risk sermayesi finansman yönteminin, yatırımların finansmanında kullanımı ile sistemin yaygınlık kazanması için düzenlenecek eğitim çalışmalarına bir model önerebilmektir.

Dört bölümden oluşan çalışmanın birinci bölümünde, risk sermayesinin temel hareket noktası olan yatırım kavramı ile finansman kavramı aktarılmış; ardından risk sermayesi kavramının özellikleri, gelişimi, risk faktörleri, teknoloji, yenilik ve Ar-Ge kavramları ile ilişkisi ayrıntıları ile tanıtılmıştır. Ayrıca bölümde, modelin teknik yapısı analiz edilerek, modelin fon kaynakları, işleyiş süreci ve yatırımdan çıkış gösterilmiştir.

İkinci bölümde, risk sermayesi modelinin, ekonomik hacmine değinilmiş, modelin gerek bölgesel, gerekse ülke bazında analizleri yapılmıştır. Ayrıca modelin, Türkiye'deki mevcut durumu gösterilmiş ve risk sermayesi alanında faaliyet gösteren kurumların çalışmalarına değinilmiştir. Ayrıca, sistemin hukuki durumu ele alınmıştır. Hukuki durum içinde, risk sermayesi şirketlerinin yapısı ve vergi mevzuatı açıklanmıştır.

Üçüncü bölümde, risk sermayesi kullanılarak, yatırımlara nasıl finansman aktarılacağı gösterilmiştir. Ayrıca, KOBİ'lerin ülkemiz için önemine değinilerek, risk sermayesinin KOBİ'ler için taşıdığı önem vurgulanmıştır. Bu bölümde, risk sermayesi eğitiminin kavramsal boyutu ve eğitimin

önemi ifade edilmiştir.

Dördüncü bölümde ise, risk sermayesinin yatırımların finansmanında kullanımının uygunluğunu ve risk sermayesi eğitiminin önemini ortaya koyan bir alan araştırmasına yer verilmiştir. Alan araştırmasından elde edilen bulgular ve önceki bölümlerde ortaya konan değerlendirmeler neticesinde de sonuç ve öneriler bölümü hazırlanmıştır.

BÖLÜM 1

YATIRIM, FİNANSMAN VE RİSK SERMAYESİ

1.1 YATIRIM KAVRAMI

Yeni işletmelerin kurulması, yaşamlarını sürdürmeleri, gelişme kaydederek olgunluğa ulaşmaları, çalışmaları sürelerince yeni yatırımları gerçekleştirmelerine, ileriye doğru atılımlar yapmalarına bağlıdır. Bir ülkenin gelişmesi, güçlenmesi ve ekonomik anlamda bağımsızlık kazanması da ülkede bulunan girişimcilerin proje üretmelerine ve bu projelerin yatırıma dönüşmesi ile doğru orantılıdır. Yatırım kavramı beraberinde birçok etkiyi doğurur. Bu nedenle dikkatle irdelenmesi gereken bir kavramdır. Bugünün modern ve çok yönlü üretim düzeninde rasyonel bir yatırım seçimi işletmeciliğin ve sonuç olarak toplumun temel ekonomik hedefidir. Yetersiz olan sermaye faktörünün kârlı ve verimli olan yatırımları finanse etmesi akılcı ve bilimsel bir yaklaşım olduğu kadar vazgeçilmez bir kuraldır. Özellikle geri kalmış ve gelişmekte olan ülkelerde sermaye faktörünün sınırlı oluşu, bu kuralın uygulanmasını daha kritik bir hale taşımaktadır. Buna uygun olarak en verimli yatırım ve yatırım alanlarını seçmek zorunluluğu doğmaktadır. Hükümetler yatırımların finansmanı için teşvik yasaları, istisnalar vb. adlar ile bir takım düzenlemeler yaparak yatırım iklimi hazırlar. Çünkü her yeni yatırımın işsizliğe çözüm olabilecek bir adım olduğu gerçeği açıkça ortadır. Bu nedenle öncelikle yatırım kavramının analizine yer verilmiştir.

1.1.1 Tanımı

İşletme yönetiminde modern yaklaşım, işletme faaliyetlerini bir bütün, birbirini tamamlayan bir sistem olarak ele almaktadır. İşletme faaliyetleri bir bütün olduğuna göre, işletme faaliyetleri incelenirken önemli bir kavram olan yatırım kavramını ifade etmekte yarar vardır. Bir bütünü anlayabilmek için bütünü oluşturan parçaların ayrıntılı olarak analiz edilmesi gerekir. Yatırım kavramı genel olarak iki parçanın teşekkülüdür. Bunlardan birincisi, dönen varlıklar (çalışma sermayesi) ikincisi ise duran varlıklardır⁽¹⁾. Yatırım kavramının özünde plan vardır. Planlama, geleceğe yönelik ve belirli

⁽¹⁾ Tefvik TATAR: **Yatırımların Seçimi ve Değerlendirme Teknikleri** (Ankara, 2001), s.4.

bir amaca ya da amaçlara ilişkin olarak geliştirilen rasyonel bir süreçtir⁽²⁾. Planlama bir projeye bağımlı olarak gerçekleşir. Dolayısıyla her yatırım öncelikle bir yatırım projesine dayalı olarak planlanır. Yatırım projesi ise; genel olarak kaynakların yatırıma yönelik olarak herhangi bir tasarının analiz edilebilen ve değerlendirilebilen en küçük bağımsız birimi olarak tanımlanmaktadır. Öte yandan yapılabirlik raporu veya fizibilite kavramları da yatırım projesi ile eş anlamlı kullanılmaktadır⁽³⁾. Yatırımın her bir bölümü için ayrı projeler tasarlanabilir. Yatırım projesinin bir diğer ifade şekli de şudur; bir toplumda belirli bir zaman içinde, mal ve hizmetlerin üretimini artırmak için bazı olanakları yaratma, genişletme ya da geliştirmeye yönelik bir öneridir.

Yatırım terimi plan ve proje kavramlarından ayrı ele alınamaz. Bu bağlamda yatırımı şu şekilde tanımlamak olanaklıdır. Yatırım, yatırımcının üretici bir aktiviteye ilişkin bir karara varması ve bu karar sonucunda da ürünün ortaya çıkmasıdır. Genellikle gelecek dönemlerde oldukça uzun süre devam edebilecek yarar sağlama bekleyleyle, kaynak ayrılması anlamında kullanılmaktadır. Yatırım finansmanı ise yeni, karlı, verimli yatırım projeleri araştırılmasını; bir yatırım önerisinin kabul edilmesinin etkilerini tahmin edebilmek için teknik ve pazarlamaya, hatta yönetime ilişkin tüm etmenlerin incelenmesini; her yatırım önerisinin kar sağlama potansiyelini belirlemek için ekonomik analiz yapılmasını içeren çok yönlü bir faaliyet olarak tanımlanabilir.

Ülke ekonomisi açısından da yatırım tanımı yapılabilir. Buna göre yatırım; ülke kaynaklarının, belirli bir süre içinde, mal ve hizmet üretilmesi açısına dönük olarak kullanılmasını öngören bir plandır⁽⁴⁾.

1.1.2 Yatırımın Türleri

Yararlı ve etkili bir yatırım kontrol planı geliştirebilmek için, yatırımların çeşitli yönlerden sınıflandırılması gerekir. Her yatırımın firma için taşıdığı önem farklı olduğu gibi değişik şekillerdeki yatırımların firma yönünden ortaya çıkardığı problemler de aynı değildir. Yatırımlar, aşağıdaki şekilde bir sınıflandırmaya tutulabilirler.

⁽²⁾ Hatice ÇALIPINAR: **İşletmelerde Yenileme, Genişleme ve Modernizasyon Yatırımlarının Özelliklerine Göre Değerlendirilmesinde Kullanılacak Sayısal Yöntemlerle İlgili Bir Model Önerisi**. (Ankara, 2003), s.14.

⁽³⁾ Fizibilite sözcüğü Latince kökenlidir. Çoğu batı dilinde kullanılmakta olan sözcük, Türkçe’de “gerçekleştirilebilirlik”, “başarıyla yürütülebilirlik” anlamlarına gelmektedir.

⁽⁴⁾ Oktay GÜVEMLİ: **Yatırım Projelerinin Düzenlenmesi Değerlendirilmesi ve İzlenmesi** (İstanbul, 2001), s.9.

1. **Yatırım Harcamasının Tutarına Göre:** Harcama tutarına göre dilimler saptanabilir. 1 milyon YTL' ye kadar 1-3 milyon 3-5 milyon... gibi
2. **Yatırımın Gerekthirdiği Kıt Üretim Faktörünün Türüne Göre:** Emek yoğun yatırımlar, sermaye yoğun yatırımlar... gibi.
3. **Yatırımın Sağlayacağı Yararın Şekline Göre:** Yatırımdan elde edilecek para girişı, elverişsiz piyasa koşullarının yarattığı riskin azalması, iş kazaları oranının düşürölmesi, çevre sorunlarının önlenmesi, personelin moralinin yükselmesi, olası rekabetin önlenmesi şekillerinde olabilir
4. **Yatırımın İlgili Olduğu Firmanın İşlevsel Faaliyetine Göre:** Araştırma geliştirme yatırımları, üretim, ulaşım, pazarlama yatırımları gibi.
5. **Firmanın Üretim Kapasitesine Yapmış Olduğu Katkıya Göre:** Yeni üretim ünitesinin kurulması, mevcut tesislerin yenilenmesi, modernize edilmesi, idame yatırımları gibi.
6. **Yatırımın Sağlayacağı Faydaların, Olası Diğer Yatırımlar Üzerine Etkisine Göre:** Yatırım kararında firma yöneticilerinin yatırım önerileri arasındaki olası karşılıklı etki ve ilişkileri bilmeleri gerekir. Yatırımlar diğer yatırımlar üzerine etkilerine göre ekonomik olarak bağımsız yatırımlar ve ekonomik olarak bağımlı yatırımlar olarak iki gruba ayrılabilir.

a) Bağımsız Yatırımlar: Bir yatırım projesinin gerektirdiği giderler ve sağlayacağı para girişı diğer projelerin kabul veya reddinden etkilenmiyorsa bu yatırım projesi bağımsız olarak nitelendirilir.

b) Bağımlı Yatırımlar: Bir yatırımın sağlayacağı yarar ve yükleyeceği giderler diğer yatırım projelerinin kabul veya red edilmesinden etkileniyorsa bu tür yatırımlar bağımlı yatırımlar denir. Bu yatırımlar da tamamlayıcı yatırımlar, ikame yatırımlar, almasıık yatırımlar olarak alt bölümlere ayrılabilir.

-Tamamlayıcı Yatırımlar : Bir yatırım kararı diğer yatırımdan beklenen faydayı artırıyor sa veya diğer yatırımın sağlayacağı yarar aynı kalmak koşuluyla söz konusu yatırımın harcama tutarını azaltıyorsa bu ikinci yatırım diğerinin tamamlayıcısı olarak değerlendirilir. Yatırımlar arası tamamlayıcılık derecesi: zayıf, kuvvetli veya gerekli olabilir. Eğer ilk yatırım yapılmazsa ikinci yatırımın gerçekleşmesi teknolojik bakımdan olanaksız ise veya ikinci yatırım fayda oluşturmıyacaksa bu durumda ilk yatırım ikinci yatırımın “önceden gerekli yatırımı” olarak ifade edilir. Bazı uç hallerde yatırımlar arasında bu tür kuvvetli tamamlayıcılık gözlenmektedir.

-İkame Yatırımlar : Eğer ikinci bir yatırımın yapılması, diğer bir yatırımın sağlayacağı faydayı azaltıyorsa veya sağlanacak yarar aynı kalmakla beraber diğer yatırımın harcama tutarını, maliyetini yükseltiyorsa bu durumda ikinci yatırım diğerinin ikamesi olarak ifade bulur. Yatırımlar arasındaki bu ikame; zayıf kuvvetli ve tam olabilir

Almaşık Yatırımlar : İkame yatırımların aşırı (ekstrem) halidir. Eğer ikinci bir yatırım projesi kabul edildiği takdirde, birinci yatırımın sağlayacağı yarar tamamen ortadan kalkıyorsa veya yatırım önerisinin kabul edilmesi durumunda diğer yatırımın teknik olarak gerçekleşmesi olanaksız hale geliyorsa bu iki yatırım almaşık olarak ifade edilir.

7. Stratejik veya Rutin Yatırım Olup Olmadığına Göre: Rutin alışlagelmiş veya taktik yatırımlar, firmanın faaliyetinin devamına veya uğraşı alanında büyümesine yönelik yatırımlardır. Bu tür yatırımlar firmanın üretim maliyetini düşürebilir. Ürün kalitesini yükseltebilir veya fiziki kapasitesini genişletebilir. Buna karşın stratejik yatırımlar firmanın faaliyetine değişik, yeni bir rota çizen yatırımlardır. Yeni ürün geliştirilmesi yeni bir ürünün üretim hattına eklenmesi, yeni bir pazara, yeni bir uğraşı alanına girilmesi, diğer bir firmanın varlık ve kaynakları ile satın alınması gibi kararlar stratejik yatırımlara örnek gösterilebilir. Konumuzun temelini oluşturan risk sermayesi ile finanse edilmiş yatırımlar aslında stratejik yatırımların önemli örneklerindendir. Yeni bir ürün yeni bir uğraşı temeline dayanan risk sermayesi bu yönüyle stratejik planlama ve kontrol gerektirmektedir.

1.1.3 Yatırım Gerekçeleri

Firmaları, kişileri ve devletleri yatırımlara yönelten saikler, diğer bir deyişle firmaların hazırlamış oldukları yatırım teklifleri (projeler), firmadan firmaya farklılık göstermekle beraber genellikle aşağıdaki şekilde sınıflandırılır.

1. Firmaların Kanun veya Toplu Sözleşmeler Gereği Yapmak Zorunda Oldukları Yatırım Harcamaları: İş yerlerinde güvenlik sağlanması gibi firmaların yasa hükümleri veya toplu sözleşmeler gereği yapmak zorunda oldukları yatırım harcamaları zorunlu bir nitelik taşıdığından, firma yöneticilerinin bu konuda takdir hakları yoktur veya çok kısıtlıdır⁽⁵⁾.

⁽⁵⁾ Öztin AKGÜÇ: **Finansal Yönetim** (İstanbul, 1994), s.293.

2. **Firmaların Verimliliği Artırmaya Yönelik Yatırımları:** Bu grup yatırımların amacı, nihai olarak firmanın karlılığını artırmak olmakla beraber, sağladıkları faydaları sağlıklı bir şekilde ölçmek, parasal olarak belirlemek, çok güç hatta olanaksızdır. Bazı araştırma projeleri, personelin moralini yükseltmek hedefini güden yatırımlar (kreş açılması, eğlence ve spor tesislerinin yapımı gibi). Bu tür yatırımların faydalarını sayısal olarak değerlendirmek zordur. Ancak kantitatif bir analize tutmak ne kadar güç ise de; bu yatırımlardan vazgeçmek te bir o kadar güçtür.
3. **Kar Sağlama Amacına Yönelik Yatırımlar:** İşletmelerin kar sağlama amacına yönelik yatırım projeleri kantitatif analize elverişlidir. Temel olarak yatırımların ana sebebi kar etmek amacını taşır. Bu başlıkta toplanan yatırım harcamaları bir ölçüde öznel olmakla beraber şu kategorilerde gösterilebilir.

Yenileme Yatırımları : Bu tür yatırımlar firmanın üretimine devam etmesi için gerekli olan yeni teknolojilerin, tesislerin veya makinelerin yenilenmesini kapsar. Eskimiş yıpranmış bir birimin yenilenmesi olabileceği gibi bir üretim hattının tamamının yenilenmesi de olabilir.

Genişleme Yatırımları : Bu kategori yatırım harcamaları firmaların dinamik bir büyüme sürecine olanak verecek şekildedir. Bu tür yatırımlar da ikiye ayrılır.

- Firmanın mevcut faaliyet alanında üretim kapasitesini genişletilmesi
- Mevcut faaliyet alanına ek olarak yeni mal ve hizmetler üretmek yoluyla kapasitenin genişletilmesi

Modernizasyon Yatırımları : Firmaların daha çok maliyet tasarrufu sağlamak, üretim kalitesini yükseltmek amacıyla yaptıkları yatırımları kapsar. Bazı hallerde yenileme yatırımlarından ayırmak güç olabilir. Yenileme yatırımlarında amaç mevcut üretim kapasitesini devam ettirmek olduğu halde, modernizasyon yatırımlarında amaç maliyet tasarrufu sağlamak ve üretim kapasitesini artırmak olabilir.

Stratejik Yatırımlar : Stratejik yatırımların sağlayacağı faydalar uzun sürede elde edilebileceği gibi bazı hallerde bu yararları parasal olarak ölçmek de mümkün olmamaktadır.

Stratejik yatırımlar; savunmalı, atak (defansif-ofansif) ve karma karakterli olarak ayrıştırılır. Savunma karakterli stratejik yatırımlara, hammadde teminini garanti altına almak ve daha ucuz hammadde sağlamak amacıyla yapılan dikey bütünleşmeler örnek gösterilebilir. Atak karakterli stratejik yatırımlara örnek de, rekabeti azaltmak, muhtemel rakipleri önlemek için yapılan yatay bütünleşmeler veya füzyonlardır. Karma karakterli stratejik yatırımlara ise yeni pazarlara girmek için yapılan harcamalar örnek verilebilir.

Bir firmanın örgütsel amaçları, kar dışında, prestij, emniyet, bağımsızlık, yöneticilerin etkinliğinin artması, toplumsal çevreden kaynaklanan beklentiler de yatırıma yönelten diğer güdülerdir.

1.2 FİNANSMAN KAVRAMI

Bir yatırımın gerçeğe dönüşmesinde, bir başka ifade ile yapılmasında en önemli hususlardan birisi kaynak tespiti yapmaktır. Yatırımın hangi kaynak veya kaynakların kullanılarak gerçekleştirileceği, çözüm bulunması gereken en önemli sorulardan birisidir. Yatırım için kaynak (finansman) seçimi ve bunun tedariki, işletme içinde başlı başına bir birimin bu konuya yoğunlaşması sonucunu vermiştir. İşletmelerdeki finansal yönetim ya da finansman birimi, yatırımlarda en uygun kaynağın seçimi, tedariki gibi finansman kararlarına yön vermektedir. Finansman kaynakları içinde özel bir yere sahip olan risk sermayesini daha iyi anlamak açısından finansman kavramına aşağıda yer verilmiştir.

1.2.1 Tanımı

Bir yatırımı yapabilmek için paraya ihtiyaç vardır. Yani işi finanse etmek gerekir. İş için gerekli kaynak, girişimcinin kendisi tarafından işe konabileceği gibi, çeşitli şekillerde dışarıdan da temin edilebilir. Bol parası olan bir girişimci için yatırımı finanse etmek sorun değildir. Ancak mali yönden zayıf bir girişimci para bulmada bir takım güçlükleri aşmak zorundadır. İş adamının asıl amacı sadece para bulmak değildir. Amaç kâr elde etmek, yatırımın piyasa değerini artırmak ve servetinin miktarını yükseltmektir⁽⁶⁾. Yatırımın finansmanı öz sermaye ile sağlanacaksa girişimcinin riski düşüktür. Ancak öz sermayesi yeterli olmayan bir girişimci için finansman sıkıntıları baş gösterecektir.

⁽⁶⁾ Zeyyat HATİPOĞLU: **Orta Düzeyde İşletme Finansmanı** (İstanbul, 1999), s.1.

Yatırımın gerçekleşmesi için olmazsa olmaz olan finansman kavramı şu şekilde tanımlanır : İşletmenin gereksinim duyduğu bir yatırımın yapılabilmesi için gerekli olan para ile günlük çalışmaların sürdürülmesi için gereken paranın temini ve bunun kullanımına finansman denir. Bu tanımın kendi içinde iki unsuru vardır. Birincisi finansman, yatırımda ve günlük çalışmalarda kullanılan kaynak paradır. İkincisi ise bu paranın temin edilmesi ve kullanılması sürecidir.

Yatırımın finansman ihtiyacı finansal yönetimin konusunu oluşturur. Finansal yönetim, bir işletmenin gereksinim duyduğu fonları en uygun kaynaklardan, en uygun koşullarda sağlamak ve sağlanan bu fonları; en verimli veya kârlı yatırımlarda kullanmaya yönelik uygulamaların bütünüdür⁽⁷⁾. Finansman ise uygulamada kullanılan fon tutarıdır. Günümüzde işletmelerin pasif kalemleri kadar aktif kalemlerine de önem veren modern finansman anlayışı yaygınlık kazanmaya başlamıştır. Buna göre finansman, sadece pasifte yer alan kaynaklardan sağlanabileceği anlayışında olan “klasik finansman anlayışı”ndan farklı olarak aktifte yer alan varlıkların satılması veya kiralanması ile de finansman ihtiyacının karşılanacağı görüşü savunulur. Modern finansman anlayışının günümüzde uygulamasına yönelik tekniklere; risk sermayesi, faktoring, forfaiting, leasing işlemleri ve varlığa dayalı menkul kıymetlerin ihracı örnek verilebilir. Risk sermayesinde borçlanma yerine, bir fikrin veya projenin satılması söz konusu edilerek finansman sağlandığından modern finansman anlayışının en önemli örneğidir.

1.2.2 Finansman Türleri

Uygulamada ve teorik çalışmalarda finansman modellerinin veya türlerinin ikiye ayrıldığı görülür. Bu ayrımda esas olan kriter ise finansmanın kullanım süresi, bir başka deyişle finansmanın vadesidir. Finansman türlerinden birisi kısa süreli finansman, diğeri ise uzun süreli finansmandır.

1.2.2.1 Kısa Süreli Finansman

Kısa süreli finansman kaynakları firmanın bir yıl içinde geri ödemek zorunda olduğu borçlarını ifade eder. Kısa vadeli finansman kaynakları aynı zamanda kısa süreli borçlar ya da kısa vadeli krediler şeklinde de adlandırılabilir⁽⁸⁾. Kısa vadeli krediler teminatlı veya teminatsız olarak temin edilebilirler.

⁽⁷⁾ Güven SAYILGAN: **Soru ve Yanıtlarla İşletme Finansmanı** (Ankara, 2003), s.2.

⁽⁸⁾ Hüseyin DAĞLI: **Finansal Yönetim** (Trabzon, 1999), s.219.

Bu tür finansmanın maliyeti ödenen faiz ve kredi bulma maliyetleridir. Kısa vadeli finansman için kullanılan başlıca kaynaklar veya teknikler şunlardır;

- Kısa Süreli banka kredileri
- Ticari Krediler (Satıcı Kredileri)
- Finansman Bonoları
- Kabul Kredisı
- Ticari Alacak Karşılığı Kredi
- Stok Karşılığı Kredi

Bu tür finansman kaynakları, işletmelerin daha çok işletme sermayesi ihtiyacını karşılamak veya günlük çalışmalarını sürdürmek için başvurduğu finansman kaynaklarıdır. Özellikle ticari işletmelerin yoğun olarak tercih ettiği kaynaklar banka kredileri ve satıcı kredileridir.

Kısa süreli finansman bütün firmalar için önemlidir. Ama faiz oranları dalgalandığı zaman kritik olarak önemli hale gelir. Çoğunlukla kısa süreli faiz oranları düşüktür ve bu, firmanın para tasarruf etmesine yardımcı olur. Ancak büyük tutar gerektiren yatırımlar için uygun bir finansman süresi vermediğinden, bu tür yatırımlarda kısa vadeli krediler kullanılmaz.

1.2.2.2 Uzun Süreli Finansman

Uzun vadeli finansman, işletmelerin geri ödemesini bir yıldan daha uzun sürede yapacağı finansmanı ifade eder. Daha çok sermaye yatırımları ile ilgili kararları kapsamaktadır. Bu nedenle üretim işletmelerinin veya KOBİ'lerin ihtiyaç duyduğu finansman olarak da adlandırılır. Örneğin yeni bir ürünün tasarımı, üretimi ve pazarlaması uzun vadeli bir işlem gerektirir. Bunun için yeni tesislerin, fabrikaların yapılması gerekir. Ayrıca üretim teknolojisinde de bir takım yenilikler gereklidir. Söz konusu üretimin yapılabilmesi için ise büyük miktarda fon gerekir. İşletme bu amaçla uzun vadeli finansmanı tercih edebilir.

Uzun vadeli fon kaynakları denildiğinde, akla önce sermaye piyasası gelir. Uzun vadeli fonlar işletme içinden veya dışından sağlanabilir. Bu fonlar çoğunlukla sabit varlıkların finansmanında kullanılır. İşletme içi kaynaklar, öz sermaye ve oto finansmandır. İşletme dışı kaynaklar ise, tahvil

ihracı ve uzun vadeli banka kredileri ile sağlanan fonlardır⁽⁹⁾. Genel olarak uzun vadeli finansman kaynakları aşağıda sıralanmıştır;

- Öz sermaye
- Tahvil ihracı
- Finansal Kiralama
- Forfaiting
- Uzun vadeli banka kredileri
- Risk Sermayesi

Risk sermayesi uzun vadeli finansman grubuna girer ve öz sermaye ile finansmana benzer. Çünkü sermayedar ortak olduğu girişimi halka arz eder. Böylece öz sermaye ile yatırımı gerçekleştirmiş olur.

Leasing ve Forfaiting de son dönemde yaygınlık kazanan uzun vadeli finansman sağlama yöntemleridir⁽¹⁰⁾. Tahvil ihracı ise uygulamada özel sektör tarafından değil de daha çok devlet tarafından kullanılan uzun vadeli finansman yöntemidir.

1.2.3 Finansman Kararları

Finansman konularının odak noktasını firmanın piyasa değerini etkileyen kararlar ve faaliyetler oluşturmaktadır. İşletme belli karar aşamalarından geçerek artık yatırım yapma aşamasına gelmişse, vereceği karar bu yatırımın nasıl finanse edileceği ile ilgili olacaktır. Yatırım kararlarına yönelik olarak ortaya çıkan bu finansman ihtiyacı, işletmenin yeni ürün veya teknolojilere geçişine olanak veren “yenileme” yatırımlarından kaynaklanabileceği gibi, öncelikli olarak belirlenmiş yatırım planlarının uygulanmasından da kaynaklanabilir⁽¹¹⁾.

Finansal kararlar firmanın kârlılığı ve risk derecesi gibi iki etmeni etkilemektedir ve bu iki etmenle birlikte firmanın piyasa değerini belirlemektedir. Bu amaçla da finansman kararları ön plana çıkar. Finansman kararları, yatırım kararları sonucunda belirlenen varlık toplamı ve bileşimini elde etmek için gerekli fonların hangi kaynaklardan ve hangi süreyle temin edileceğini belirlemeye, yani

⁽⁹⁾ Ali CEYLAN: **İşletmelerde Finansal Yönetim** (Bursa, 2003), s.191.

⁽¹⁰⁾ Metin TÜRKO: **Finansal Yönetim** (İstanbul, 1999), s.565.

⁽¹¹⁾ Muharrem ÖZDEMİR: **Finansal Yönetim** (Ankara, 1997), s.15.

bilançonun özellikle pasif yapısını belirlemeye yönelik çalışmalardır. Yatırımın hangi finansman tekniği ile gerçekleştirileceği bu aşamada kararlaştırılır. Bu kararları üç başlık altında toplamak mümkündür⁽¹²⁾;

1. Toplam varlıkların ne kadarı kısa, ne kadarı uzun vadeli fonlarla finanse edilecektir?
2. Firma borçlardan ne oranda yararlanacak, finansal kaldıraç derecesi ne olacaktır?
3. Kâr payı dağıtım politikası nasıl belirlenecektir?

Bu sorulara verilecek cevaplar, işletmenin temel finansman politikasını belirler. Çünkü işletmenin sermaye yapısı ve finansal kaldıraç derecesi bu aşamada netlik kazanır. Böylece geri ödeme planları da hazırlanmış olur. İşletme bu aşamadan sonra sermaye bütçelemeye geçerek yatırımları gerçekleştirebilir.

1.3 RİSK SERMAYESİ KAVRAMI

Risk sermayesi olgusunun anlaşılabilmesi, yatırımlardaki rolünün kavranması için risk sermayesi kavramı üzerinde durulmuştur. Bu amaçla gelişim süreci ve özellikleri ifade edilerek tanıtılmaya çalışılmıştır.

1.3.1 Tanımı ve Kavramsal Boyutu

Risk sermayesi, ülkemiz finansman literatüründe 1990'lı yıllarda incelenmeye ve tartışılmaya başlanan, ancak halen uygulamaya geçiş sürecinde bir takım sıkıntılar yaşanan bir finansman yöntemidir. Bu yöntem 1930'lu yıllarda ABD'de ortaya çıkmış ve ciddi başarılar elde edilmiştir. Avrupa'da da ABD'de olduğu ölçüde olmasa da belirli bir yaygınlık kazanmış ve kurumsal boyuta taşınabilmiştir. Risk sermayesi geniş ve dar anlamda olmak üzere iki şekilde kullanılmaktadır. Geniş anlamda risk sermayesi, yüksek gelir arayan, aynı zamanda da yüksek riski göze alabilen sermaye olarak tanımlanmaktadır. Bununla birlikte getirisi ve riski yüksek her yatırımın, risk sermayesi olarak tanımlanamayacağı açıktır. Dar anlamda risk sermayesi ise; büyük sermaye sahibi yatırımcıların gelişme potansiyeli büyük olan küçük ve orta boy işletmelerin oluşması, hayat bulması ve genişlemesi için yapılan yatırımları ifade etmektedir.

⁽¹²⁾ Mehmet BOLAK: **İşletme Finansı** (İstanbul, 1998), s.216.

Risk sermayesi kavramının orijinal karşılığı “venture capital”dir. Venture capital kavramı çeşitli dillerde farklı sözcüklere çevrilmiştir. İngilizce “venture” kelimesinin Türkçe karşılığı baht, talih, cüret ve cesaret anlamındadır. “Venture capital” terimi ise, özellikle yeni veya spekülatif girişimlerin sermayelerine yatırılan veya bu yatırımlar için kullanılabilen para anlamına gelmektedir ⁽¹³⁾.

Risk sermayesi finansman modelinin muhtelif kaynaklarda, yazarlarca tanımları yapılmıştır. Aşağıda konuya ışık tutması amacıyla bu tanımların bir kaçına yer verilmiştir:

Bütün gelişmiş ülkelerde uzun zaman başarı ile uygulanan risk sermayesi, dinamik, yaratıcı ve yenilikçi, finansman gücü yeterli olmayan her aşamadaki girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmelerine olanak sağlayan, gerektiğinde işletme ve yönetim desteği de veren, hisse karşılığı sermaye aktarımı sağlayan çağdaş finansal yöntemdir ⁽¹⁴⁾. Risk sermayesi, büyüme potansiyeli taşıyan küçük ölçekli ya da yeni kurulacak olan firmaların finansal sorunlarını çözmeye çalışan bir tür finansman kuruluşuna verilen addır. Batıdaki uygulamasıyla genel olarak limited ortaklık olarak kurulan bu şirketler, kendilerine başvuran fikir veya proje sahibi firmalara öz sermaye ortaklığı karşılığında finansman sağlarlar ⁽¹⁵⁾.

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 6 Temmuz 1993 tarih ve 21629 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan ancak daha sonra iptal edilmiş olan “Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar” Tebliği’nin (Seri VIII, No.21) 3.maddesinde ise risk sermayesi; “Türkiye’de kurulmuş ve kurulacak olan, yüksek gelişme potansiyeli taşıyan ve menkul kıymetlerin likiditesi düşük olan girişim şirketlerince birinci el piyasalarda ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılarak gerçekleştirilen, uzun vadeli kaynak artırımı biçimine risk sermayesi yatırımı denir”⁽¹⁶⁾, şeklinde tanımlanmıştır.

Risk sermayesi büyük kaynak sahibi yatırımcının, gelişme potansiyeli yüksek olan küçük ve orta ölçekli işletmelerin oluşumu ve faaliyete geçmesi için yaptığı uzun vadeli bir yatırımdır ⁽¹⁷⁾. Risk sermayesi temel olarak teknolojik yenilik, sermayeye katılma, yönetime katılma, küçük işletme ve hızlı

⁽¹³⁾ Nevzat AYPEK: **Sermaye Piyasası Aracı Olarak Risk Sermayesi ve Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği** (Ankara,1997), s.7.

⁽¹⁴⁾ Ali Haydar ARK: Risk Sermayesi .**Active Bankacılık ve Finans**, 23, (Mart/Nisan 2002), s.83.

⁽¹⁵⁾ Paul GOMPERS ve Johs LERNER: **The Venture Capital**. (Massachusetts, 1999), s.152.

⁽¹⁶⁾ Sermaye Piyasası Kurulu: **Risk Sermayesi Ortaklıklarına İlişkin Tebliğ** (Seri VIII, No:21) 1993.

⁽¹⁷⁾ Serdar ESER: **Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Sermaye Piyasasından Finansmanı ve Risk Sermayesi**. SPK, (Ankara,1990), s.49.

büyüme, uzun vadeli yatırım gibi unsurlardan oluşur⁽¹⁸⁾. Risk sermayesi kavramına ilginç sayılabilecek bir bakış ise finans bilimi ile ilgili terimlerin açıklamalarının yer aldığı Investopedia adlı internet sitesinde yer verilmiştir; buna göre “İstisnai büyüme potansiyeline sahip başlangıç aşamasındaki firmalarla küçük firmaların kullanımına sunulan para” olarak risk sermayesi tanımlanmıştır⁽¹⁹⁾. Amerika Risk Sermayesi Derneği (NVCA) ise risk sermayesini, “önemli ekonomik değerler üretme potansiyeli olan genç ve hızlı büyüyen firmalara yatırım yapan profesyonellerin sağladığı para” olarak, İngiltere Risk Sermayesi Derneği (BVCA) ise “borsaya kote olmayan firmaların büyüyüp başarılı olabilmeleri için, hisse senetlerinin satın alınması yoluyla uzun vadeli finansman sağlayan para” olarak tanımlamaktadır.

Risk sermayesi, esas olarak dinamik, yaratıcı ancak finansal gücü yeterli olmayan girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmelerine imkân tanıyan bir yatırım finansman biçimidir. Risk sermayesi işletmede, bir pay elde etmek üzere, feshedilmez haklara sahip olarak yapılan öz kaynak veya öz kaynak benzeri bir yatırımdır⁽²⁰⁾. Ancak yatırım yalnızca başlangıç yatırımı olarak algılanmamalıdır. Geliştirme ve izleme yatırımları modelin ayrılmaz bir parçasıdır. Risk sermayesi yatırımlarında yönetimin ele geçirilmesi amacı taşınmaz, ancak mevcut yönetime destek sağlanması yatırımın korunması açısından çok önemlidir. Bu yatırımlar, hisse senetlerinin borsaya kotasyon aşamasına kadar likit değildir. Risk sermayesi yatırımlarında bir vadeye bağlı itfa uygulaması yoktur, yatırımlar on yıla kadar uzayabilen vadelere yayılmıştır. Genellikle yüksek riskli yatırımlar için kullanılmakla birlikte, diğer riskli yatırımlardan çeşitli açılardan ayrılmaktadır. Risk sermayesinin temel ölçütü teknolojik yeniliktir. Bu nedenle de uzun vadeli bir yatırımdır. Bundan dolayı da yüksek getiriyi amaçlayan bir yatırım aracıdır. Buradaki yüksek kazanç fırsatçılıktan doğan, spekülatif bir kazanç olmayıp, teknolojik yenilik sonucu verimlilik artışından elde edilecek kazançtır⁽²¹⁾.

Tanımlardan hareketle risk sermayesinin hem bir finansman kaynağı, hem de bir yatırım aracı olduğu söylenebilir. Çünkü bu tip bir yatırım ile riski yüksek girişimlere kaynak aktarılmakla beraber aynı zamanda sermayedar da yeni yatırımları büyütmeye çalışan genç işletmeleri finanse edip büyük kâr

⁽¹⁸⁾ Ülku DAĞDELEN: Risk Sermayesi . **İşletme ve Finans**, 7, (Mart 1992), s.54.

⁽¹⁹⁾ [Http://www.investopedia.com](http://www.investopedia.com). 12.12.2005.

⁽²⁰⁾ Berra ALTINTAŞ: Bir Finans Tekniği Olarak Risk Sermayesi. **Para ve Sermaye Piyasası** (Aralık 1985), s.32.

⁽²¹⁾ Ali CEYLAN: **Finansal Teknikler** (Bursa, 1995), s.97.

sağlamak amacı güder⁽²²⁾.

Risk sermayesinde temel amaç; yüksek gelişme potansiyeline sahip ve rekabet üstünlüğü olan işletmelere uzun vadeli yatırım yapmaktır. Bu konudaki uzman kuruluşlar gerektiğinde aktif yönetsel destek ve diğer uzmanlık hizmetleri de sunarak ekonomik değer artışı sağlamaktadır. Kuruluşlar, portföyündeki menkul kıymetlerin değerini artırmak ve söz konusu menkul kıymetleri elden çıkarmak suretiyle yüksek getiri sağlayabilmektedir⁽²³⁾.

Bilindiği üzere laboratuardan fabrikaya geçiş aslında çok riskli ama riskli olduğu kadar da büyük kâr potansiyeli sağlamaktadır. Bu yatırımlar az ihtimalle yüksek kâr ile büyük ihtimalle küçük zararın sentez edildiği bir finansman türüdür⁽²⁴⁾.

Modern anlamda risk sermayesi kavramı Türkiye’de jargon açısından bile bazı tartışmaların konusu olmaktadır. Modele literatürde; risk sermayesi, cesaret sermayesi, riziko sermayesi, girişim sermayesi, risk kapitali vb. isimler verilmektedir⁽²⁵⁾. Aslında girişim sermayesi olduğu yönündeki görüşlere rağmen biraz da dönemin siyasi otoritesinin sunumları sonucunda, kamuoyunda risk sermayesi ismi benimsenmiştir⁽²⁶⁾.

Türkiye’de geleneksel banka sisteminde açılan kredilerin; kendini, alanında ispatlamış olan büyük şirketlere yöneldiğini ve bu gerekçeyle de yeni kurulmuş veya gelişme aşamasında olan küçük şirketlerin kredi olanaklarından yararlanamadıkları görülmektedir⁽²⁷⁾. Bu durum ekonomik konjonktürün olumlu sinyaller verdiği dönemlerde dahi devam etmekte, dolayısıyla bankalardan kredi alarak büyümeyi ve yatırımları finanse etmeyi güçleştirmektedir. Zaman zaman yükselen faiz oranlarında, büyük şirketlerin dahi ödeme güçlüğüne düştüğü bir ortamda küçük işletmelerin ve bunları kurmaya çalışan girişimcilerin yatırım yaparken ne denli zorluklarla karşılaştıkları ortaya çıkmaktadır. Risk sermayesi ile riski yüksek girişimcilere kaynak aktarılacakla beraber, aynı zamanda sermayedar da yeni yatırımları ve büyümeye çalışan genç işletmeleri finanse edip büyük kar sağlamak amacı güder. Bu temel özelliği ile risk sermayesi, iyi bir iş kurma fikrine ve gerekli girişimcilik yeteneği ve bilgisine

(22) Yılmaz EROLGAÇ: **Profesyonel Para Yönetimi** (İstanbul, 1993), s.197.

(23) Tülay ZAİMOĞLU: **Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları** (Ankara, 2001), s.3.

(24) <http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/EkimDergi2004/Beytullah.htm>.10.01.2006.

(25) Nevzat TETİK: Risk Sermayesi Türkiye’de Mevcut Uygulamaların Değerlendirilmesi. **Muhasebe ve Finans**, 3, (Temmuz 1999), s.61.

(26) Kürşat TUNCEL: **Risk Sermayesi Finansman Modeli**, (Ankara, 2000), s.3.

(27) Hüseyin AKGÖNÜL ve Bülent ALTAY: Risk Sermayesi. **Eskişehir Anadolu Üniversitesi İİBF**, 17, (Haziran 2001), s.457.

sahip olan; ancak, yeterli ya da hiç sermayesi olmayan bireye ya da bireylere fikirlerini gerçeğe dönüştürmek için gerekli finansmanı bulma imkânı sağlayabilmektedir. Risk sermayesi kaynaklarını talep eden girişim şirketleri, yeni kurulmakta olan ya da genç şirketler olup, yeni olmaktan, küçük olmaktan ve belirsizlikten kaynaklanan güçlüklerle karşı karşıyadır. Bu nedenle amaçladıkları faaliyetleri gerçekleştirip gerçekleştiremeyecekleri, başarı ve kâr elde edip edemeyecekleri bilinmeyen şirketlerdir ve bu anlamda, risk sermayedarları riskli bir yatırıma fon aktarmaktadır. Diğer taraftan, yatırım yapılan girişim şirketlerinin başarılı olması ve hisselerinin beklenen ölçüde değer kazanması halinde yatırım yapılan fonlar yüksek sermaye kazancı ile birlikte risk sermayedarına geri dönmektedir. Bütün tanımlar ve açıklamaların ışığında risk sermayesinin unsurları;

- i. Finanse edilen işletmeye dış kaynak yolu ile risk taşıyan olarak katılmak,
- ii. Gelişme ve büyüme potansiyeli bulunan genç, yenilikçi ve menkul değer çıkaramayan işletmeler tarafından kullanılmak,
- iii. Riski azaltmak için aracı olarak risk sermayesi ortaklığının bulunması,
- iv. Orta ve uzun vadede işletmelerin büyümesini gerçekleştirmek ve finanse edilen işletmeden elde edilen payların gelir getirecek bir şekilde borsada satışına yardımcı olmak şeklinde özetlenebilir⁽²⁸⁾.

1.3.2 Risk Sermayesi, Özel İştirak ve Geliştirme Sermayesi Kavramları Arasındaki Bağlantı

Risk sermayesi kavramı ile birlikte anılan bir başka kavram ise “özel iştirak (Private Equity)”tir. Avrupa uygulamasında bu iki kavram çoğu kez eş anlamlı olarak kullanılsa da risk sermayesinin özel iştirakin bir türü olduğu düşüncesi de yaygındır. Herhangi bir borsaya kote olmayan şirketlere ortaklık yolu ile sermaye sağlayan özel iştirak, yeni ürün ve teknolojilerin geliştirilmesi için kullanılabileceği gibi işletme sermayesinin artırılması, şirket devralması ve bir şirketin mali yapısının güçlendirilmesi gibi amaçlar için de kullanılabilir⁽²⁹⁾.

⁽²⁸⁾ Murat Barış KÖKÇAM: **Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Finansman Sorunları ve Çözüm Önerileri** (İstanbul, 1999), s.29.

⁽²⁹⁾ Abdullah KAYA: Dünya’da ve Türkiye’de Risk Sermayesi, **Cumhuriyetin 80.Yılına Armağan**, (Ankara, 2004), s.500.

Tablo 1.1: Risk Sermayesi İle Geliştirme Sermayesi Arasındaki Farklılıklar

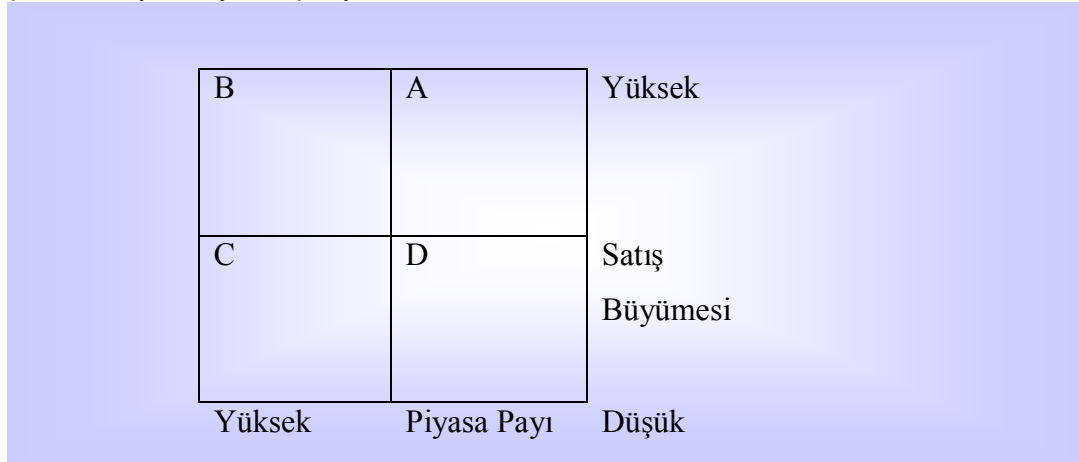
Kıstaslar	Risk Sermayesi	Geliştirme Sermayesi
Amaç	Toplu Sermaye Kazancı	Dönemsel Ve Toplu Sermaye
Yatırım Hedefi	Nakit Tüketici	Nakit Yaratıcı
Yatırım Yapısı	Öz Sermaye Ağırlıklı Yatırım	Borç/Sermaye Paketi
Dönemsel Getiri	Alışılmadık	Normal
Yatırım Hedefi İle İlişki	Aktif Yönetime Katılım	Pasif, Katılmama

Kaynak: Kürşat TUNCEL, Risk Sermayesi Finansman Modeli, (Ankara, 2000), s.3.

Avrupa Özel İştirak ve Risk Sermayesi Derneği (EVCA) risk sermayesi ve özel iştirak kavramlarına ilişkin olarak “Özel iştirakin bir türü olan risk sermayesi, bir şirketin kuruluşu, ilk gelişme dönemi ve genişlemesi sırasında sağlanan sermayedir” görüşünü savunmaktadır. Avrupa’da bu kavramlar genellikle eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. Ancak bu iki kavramı geliştirme sermayesi ile karıştırmamak gerekir. Geliştirme sermayesi, borçlanma kuruluşlarının finansal bir aktivitesi sayılabilir. Günümüzde çoğu yatırım ve ticaret bankalarının bünyesi içinde geliştirme sermayesi birimleri mevcuttur. Bu durum yatırım profillerini yansıtmaktadır. Geliştirme sermayesi, aldığı risk ile mümkün olduğunca dengeli ve ortalamanın üzerinde bir getiri bekler. Kullanılan enstrümanlar genellikle nakit oluşturan menkul kıymetlerdir. Bu tür fonlar aktif yönetime katılmazlar. Geliştirme sermayesi fonları esnek bir fonlama stratejisi güder⁽³⁰⁾. Risk sermayedarı ise yatırımı için uzun vadede maksimum getiri hedefler. Dönemsel getiri anlam taşımaz. Enstrümanlar buna yönelik olarak öz sermayeye dayalıdır. Öz sermaye ile finansmanın bir sonucu olarak yönetime aktif olarak katılım anlayışı gelmektedir. Geliştirme sermayesi ile risk sermayesi fonları arasında ayırımı sağlayan kriterler Tablo 1.1’de verilmiştir. Sonuç olarak bir isim karmaşası mevcut olduğu halde, fonları ana özellikleri itibarı ile bu ayırımı yapmak yanlış olmayacaktır. Bu ayırmada esas alınabilecek bir kıstas da, geliştirme sermayesinde uzun vadeli borçlanma kullanılabilmesidir. Borçlanmada firmanın geçmiş dönem performansı dikkate alınmaktadır, hâlbuki risk sermayesi yalnızca bir projeyle beraber sağlanabilir.

⁽³⁰⁾ Kürşat TUNCEL: a.g.e., s.7.

Şekil 1.1: Piyasa Payı, Satış Büyümesi Matrisi



Kaynak: John ORMEROD ve Ian BURNS: Raising Venture Capital in The UK, (London 1988). Aktaran: Kürşat TUNCEL, Risk Sermayesi Finansman Modeli, (Ankara 2000), s.9.

Burada asıl önemli olan girişimcinin geliştirme veya risk sermayesinin hangisine ihtiyaç duyduğu işletmenin, Boston Consulting Group tarafından geliştirilmiş olan büyüme / piyasa payı matrisindeki yerinden anlaşılabilir. Bu matriste 4 grup şirket yer alır.

Yüksek satış potansiyeli, düşük piyasa payı olan şirketler

Yüksek satış büyümesi, yüksek piyasa payı olan şirketler

Düşük satış büyümesi, yüksek piyasa payı olan şirketler

Düşük satış büyümesi, düşük piyasa payı bulunan şirketler

Her iki ölçüt için değerlendirmeler; matriste yer alan düşük / yüksek düzeyler baz alınarak yapılmaktadır. Söz konusu diyagram Şekil 1.1’de verilmektedir

Diyagramdaki pozisyonlar aslında şirketlerin hayat eğrisindeki yerlerini göstermektedir. (A) şirketi, düşük piyasa payı ve yüksek büyüme potansiyeli ile klasik bir başlangıç veya erken aşama venture şirkettir. Büyük olasılıkla başlangıç kayıpları için veya büyüebilmek için nakite ihtiyaç duyacaktır. Bunu risk sermayesi fonları sağlayabilir. Şirket yeri sağlamlaşmış ama büyüme sürüyorsa (B) hızla nakit tüketmektedir. Bu şirketlerin sabit sermaye, çalışma sermayesi ve Ar-Ge harcamaları için nakite ihtiyacı olur. Bu tür şirketlerin nakit kadar yönetim desteğine de ihtiyacı muhakkaktır. (C) ancak yeni projelerin fonlanması amacıyla finansman ihtiyacı duyabilir. Yeni başarılar bir (C) şirketini tekrar (B) tipine sokabilir ve risk sermayesi ihtiyacı duyar. Risk sermayedarları, (C) tipi bir şirketin dönemsel getirilerinden kendi dönemsel giderlerini karşılamak için faydalanabilir. Portföy çeşitlendirmesi kapsamında bir risk sermayesi portföyünde nakit yaratan şirketler de olabilir. Piyasa

payının düşmesi (D) tipine geçişi gerçekleştirir. Bu durumun olumsuzluğundan kurtulmak, yeni teknoloji merkezli yatırımların başarıya ulaşması ile mümkündür. Tüm şirket tipleri dikkate alınırsa, geliştirme ve risk sermayesinin; nakit yaratma potansiyeli, yönetim desteği ve kısa ya da uzun dönemli projeksiyonları kararı etkileyecektir.

1.3.3 Risk Sermayesinin Temel Unsurları

Finansal piyasaların temel fonksiyonu, fon fazlası veren ekonomik birimlerin fazlalarını, fon talep eden ekonomik birimlere aktarmaktır. Risk sermayesi sistemi bu genel bakışın dar bir alanına yöneliktir ve yeni faaliyetlere, girişimciliğe, faaliyetteki firmaların üretim ve dağıtım süreçlerindeki yeni aşamaların finansmanını içermektedir. Yatırım yapabilecek firmaların veya girişimcilerin ve faaliyetlerinin temel özellikleri⁽³¹⁾;

1. Gelecekte elde edebilecekleri nakit akımlarının belirsizlik katsayısının son derece yüksek olması (risk derecesi).
2. Finansman işlemine taraf olan gruplar arasında bilginin eşit olarak dağılmamasıdır (information asymmetries).

Dolayısıyla bu tür faktörler ve girişimcinin sadece projesinin olması yüzünden geleneksel finansman yöntemleri yetersiz kalmaktadır. Daha önce verilen tanımlardan da anlaşılacağı üzere risk sermayesi sisteminde fon talebi ve arzı ile bunların gündeme gelmesini sağlayan proje ve bu projeyi meydana getiren mucit risk sermayesi sisteminin de özünü oluşturur. Dolayısıyla fon arz ve talebi bir ortaklık kurulmasını da beraberinde getirir. Bu ortaklığın bir tarafında, bilimsel gelişmeleri izleyen ve bunları uygulanabilir teknolojilere dönüştürerek satabileceğine inanan malların üretimi ile uğraşan girişimciler yer almaktadır. Ortaklığın diğer tarafında ise, bu girişimcilerin çalışmalarını izleyen ve bu çalışmaların başarılı birer yatırıma dönüşebileceğine inanan ve onları finanse eden risk sermayedarları (fon sağlayıcılar) yer alır. Risk sermayedarları ise tasarruf fazlası bulunan kişiler veya çoğunlukla bu amaçla kurulmuş olan risk sermayesi şirketleridir. Böylece risk sermayesi başlı başına bir finansman modeli olarak ortaya çıkmış olur⁽³²⁾. Yukarıdaki ifadelerden de anlaşılacağı gibi risk sermayesinin

⁽³¹⁾William SAHLMAN: "Risk Sermayesinde Finansal Sözleşmeye Bakış Açıları", **Finans Teorisinin Temel Makaleleri**, Der. Cengiz EROL, Çev. Alev SÖYLEMEZ, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No:124, Ankara,1998, s.497.

⁽³²⁾ Göktuğ Cenk AKKAYA ve M.Yılmaz İÇERLİ: KOBİ'lerin Finansal Problemlerinin Çözümünde Risk Sermayesi Finansman Modeli. **Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF**, 3, (3/2001), s.64.

tarafları, değişik yatırım süreçlerinde farklı olabilir. Ancak temel taraflar mucit, girişimci ve risk sermayedarlarıdır⁽³³⁾.

1.3.3.1 Mucit

Mucitler (inventor) icat yapan kişilerdir. İcat ise teknoloji alanında belirli bir sorunun çözümüne olanak sağlayan düşüncedir. İcatlar, yeni ürün, eski ürüne yeni kullanım alanı veya yeni bir üretim şekli seçeneklerinden biri ile yeniliğe (inovasyon) dönüştürmektedir. Mucit bazen bu icadı yenilik halinde pazara sunan girişimci ile aynı kişi olabilir. Bazen de girişimciden farklı olarak bağımsız kişiler şeklinde de olabilmektedir.

1.3.3.2 Girişimciler

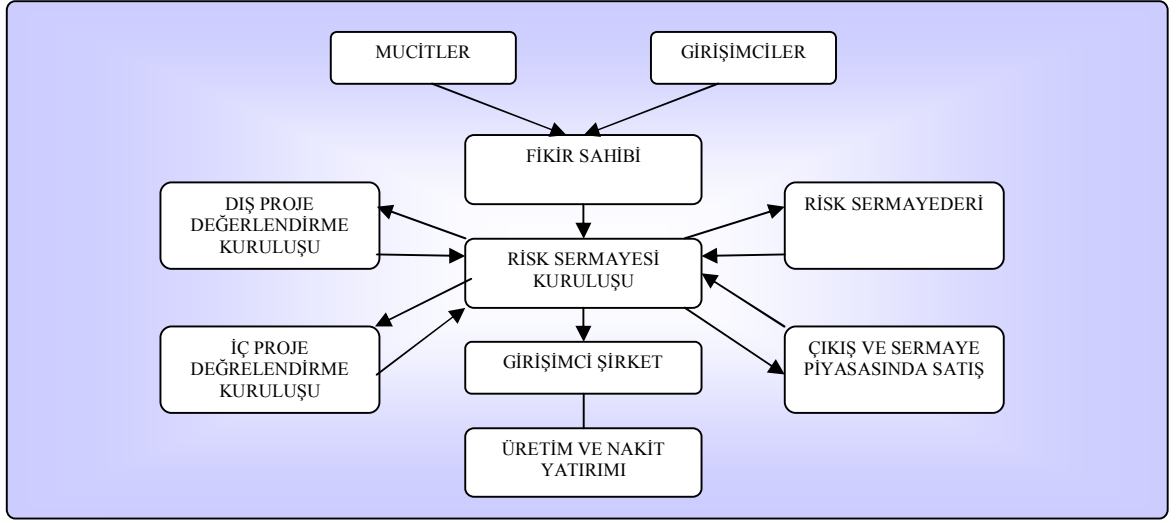
Girişimci (entrepreneur), yeni pazar, yeni tedarik ve finansman kaynakları bularak, yeni ürün ya da üretim teknikleri, örgütlenme biçimleri geliştirerek ekonomik gelişmenin öncülüğünü yapan, yeni refah üretme kapasitesi oluşturan kişidir. Riskten kaçınmayan, başarıya azmine sahip, yaratıcı bir kişi olan girişimcinin önünde genellikle finansal ve kültürel engeller yer almaktadır. Risk sermayesi şirketi toplamış olduğu fonlarla, girişimcilerin kurmuş olduğu şirketin hisse senetlerini satın alarak bu şirketleri finanse etmiş olur. Böylece risk sermayesi şirketi ile girişimcinin kurmuş olduğu şirket ortak olmuş olur. Risk sermaye şirketinin girişimci şirketten ne kadar ve hangi fiyattan hisse senedi alacağı ise iki şirket arasında yapılacak görüşmeler, proforma tablolar, piyasa değişkenleri ve diğer değişkenlerin dikkate alınarak gerçekleştirilecek pazarlıklar sonucunda ortaya çıkacaktır. Girişimciye ekonomik gelişmelere öncülük eden kişi olarak da değer vermek mümkündür.

1.3.3.3 Risk Sermayedarı

Risk sermayedarı (venture capitalists), risk sermayesi sağlayan kişi ve kuruluşlardır. Bazen risk sermayedarlarının oluşturduğu fon havuzu profesyonel bir ekip veya kuruluşça yönetilmektedir. Risk sermayedarının temel özelliği büyük ölçüde riski üstlenerek finansman temin etmesidir. Haliyle her projeyi yatırıma dönüştürmek rasyonel bir davranış olmayacaktır. Şekil 1.2’de risk sermayesinde yer alan taraflar ve bunlar arasındaki ilişkiler görülmektedir.

⁽³³⁾ Oktay AYDIN ve İ.Melih BAŞ: 2000’li Yıllara Doğru Risk Sermayesi ve Türkiye İçin Bir Model Önerisi. **İzmir İktisat Kongresi**, (1992), s.3.

Şekil 1.2: Risk Sermayesinin Temel Unsurları ve İlişkileri



Kaynak: O.AYDIN ve İsmail M. BAŞ, 2000’li Yıllara Doğru Risk Sermayesi ve Türkiye İçin Bir Model Önerisi, III. İzmir İktisat Kongresi Tebliği İçinden, s.2.

Şekle göre, nakit zengini kişiler ve kurumlar, nakit fazlalarını risk sermayedarı firmaya aktarmaktadır. Risk sermayedarı ise, girişimci firmanın fikir veya projesini değerlendirerek topladığı fonları projenin finansmanında kullanmaktadır. Proje, gerçekleştirildikten belli bir süre sonra halka arz edilir ve tamamlanmış olur.

1.3.4 Risk Sermayesi İhtiyacının Ortaya Çıkışı

Çağdaş finansman yönetimi anlayışı ile birlikte işletmeler, bilançolarının pasif bölümlerinin farkına varmış, varlık kalemleri kadar kaynakların da verimli ve etkin bir biçimde yönetilmesi gereğini kavramışlar, bu da finansal yöntemlerin sıklıkla kullanılması zorunluluğunu beraberinde getirmiştir⁽³⁴⁾.

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde karşılaşılan en büyük finansal sorunlardan birisi, kaynak bulmak ve bu kaynakları işletme amaçları ve yatırımlarını gerçeğe dönüştürmek doğrultusunda doğru zamanda, doğru yerlere yatırım olarak yönlendirmektir. Teknolojik gelişmenin yavaş olduğu, yeni fikir ve düşüncelerin hayata geçirilmesinde zorluklarla karşılaşan ekonomilerde, risk sermayesi yöntemi, makro anlamda rekabeti teşvik eden, bu sayede de üretimin ve kalkınmanın önünü açan bir unsur olmaktadır.

İşletmelerin yatırımlarını finanse etme yollarının istikrarlı, ancak bir o kadar da zorluklarla

⁽³⁴⁾ Tayfun Deniz KUĞU: Finansman Yöntemi Olarak Risk Sermayesi. **Celal Bayar Üniversitesi Yönetim ve Ekonomi**, 2, (2004), s.141.

dolu kaynağı olan banka kredileri ve devlet destekleri her işletme tarafından yeterince temin edilememektedir. Özellikle banka kredileri çoğunlukla kendini ispat etmiş şirketlere yöneldiğinden küçük firmaların bu imkândan yararlanmaları güçleşmektedir. Küçük işletmeler yatırımlarını gerçekleştirirken ve yatırım sonrası dönemde çok büyük oranda işletme sermayesine ihtiyaç duymaktadır. Gayrimenkul ihtiyaçları ise genellikle klasik sanayi işletmelerine oranla daha az olmaktadır. Dolayısıyla bu işletmelerin finansmanı, her birinin özel durumu da dikkate alınarak ve öz kaynaklara oranla belirlenecek borçlanma miktarına kadar borçlanmayı sağlayan bir (risk sermayesi ile sağlanan) öz kaynak yabancı kaynak dengesi kurularak gerçekleştirilmelidir.

Genel olarak, bir işletmedeki herhangi bir yeniliğin finansmanı, klasik bankacılık sistemine başvuru ile karşılanmaktadır ki bu birçok problemi beraberinde getirmektedir.

Pek çok yaşlı işletme sahipleri veya yöneticileri de sermayesini ve yönetim kurulunu dışarıdan kişilere açmakta psikolojik bir çekingenlik içindedirler. Bu tip işletmelerin sermayesine halkın iştirakini sağlamak üzere, borsacıların birinci ve ikinci pazarlarının yeterli gelişme düzeyine ulaşmış olmaları da gerekmektedir.

Bu çıkmazın aşılması da ancak, yönünü teknolojiye ve yenilik kavramlarına doğrultmuş, esasını ise güven ve risk kavramlarında bulan risk sermayesi yöntemi ile mümkündür. Ortada bir kaynak ihtiyacı vardır. Bu kaynak problemini uzun vadede aşabilmenin en etkin yollarından birisi olan risk sermayesi, bu ihtiyacın karşılanabilmesi için ortaya çıkmıştır.

1.3.5 Risk Sermayesinin Gelişim Süreci

Risk sermayesi bugünkü anlamı ile 1950’li yıllarda ABD’de ortaya atılmıştır. ABD’de gelişip, olgunlaşması sonucu model İngiltere, Japonya ve Batı Avrupa’da benimsenmiştir. Ancak tarihi bu anlamından daha eskilere uzanmaktadır.

Risk sermayesine eski Asur’da “Naruqqum”, Bizans’ta “Chreokoinonio”, Roma’da “Roman Sea Loan”, Musevi Aleminde “Isqa”, orta çağ Avrupa’sında “Commenda”, Cenovalı denizciler arasında ise “Karati”denilmiştir. 20. YY’da Amerika’da “Venture Capital” olarak tekrar ifade edilmiştir.

Ancak modelin tarihi seyri söz konusu olduğunda ilk fikir veya aksiyon olarak ortaya çıkışı ve kaynağı hakkında farklı görüşler vardır: İspanya Kraliçesi İsabella ile Kristof Colomb arasında yapılan

sözleşmenin tam risk sermayesi olduğu söylenmektedir. Bir taraf seyahati finanse etmiş, diğer taraf ise geziyi gerçekleştirmiştir⁽³⁵⁾. Bazılarına göre de bugünkü çağdaş risk sermayesi finansman modelinin kaynağı İslam dinindeki “Mudaraba” ve “Muşaraka” ortaklık biçimleridir.

Mudaraba ortaklığında sermaye sahibi, sermayesini güvendiği birisine işletmek ve kâr sağlamak amacıyla verir ve elde edilen kâr aralarında paylaşılır⁽³⁶⁾. Muşakara sisteminde ise, sermayeyi işleten de kullanılan sermayeye katılımda bulunmaktadır. Yani her iki taraf sermayelerini birleştirmektedir. Ancak yine taraflardan birisi sermayeyi işletir. Kârın paylaşımı da taraflar arasındaki anlaşmaya göre yapılır. Özellikle mudaraba olmak üzere bu iki ortaklık modeli risk sermayesi uygulaması olarak düşünülebilir.

Murabahada sermaye sahibi, sermaye sıkıntısı çeken bir başkası için ihtiyaç duyduğu malı satın alır ve bir miktar kâr ekleyerek ona satar. Murabaha bir ortaklık türünden çok bir tür dış finansman sağlama yoludur. Günümüzdeki uygulaması finansal kiralamaya benzer.

Mudaraba ve muşakara İslam bankacılığının temel uğraşı alanını oluşturur. Çünkü İslam bankaları yukarda açıklanmaya çalışılan geleneksel tekli murabaha uygulamalarının üçlü ve çoklu mudaraba biçimine dönüştürülerek murabaha uygulaması ile sonuçlanan faaliyeti yerine getiren finansal kurumlardır. Üçlü mudaraba uygulanan aşamada, çoklu mudaraba ise mudaraba aynı zamanda çok sayıda birey veya yatırımcının yer aldığını ifade etmektedir⁽³⁷⁾. Buna göre çok sayıda yatırımcı kâr amacıyla işletilmek için parasını bir İslam bankasına yatırır. İslam Bankası yatırımcılardan topladığı tasarrufları murabaha biçiminde işletme veya bireyleri finanse ederek kullanır. İslam bankası elde ettiği kârın yüzde yirmisini kendisine alarak yüzde seksenini yatırımcılara dağıtır.

7. YY’da Arap Dünyası’nda Hz.Ömer’in yetim paralarını İran-Medine arasında ticaret yapan tüccarlara vermesiyle “Muşakara” olarak İslam Dünyası’ndaki yerini almıştır. Orta Çağda “tractator” adı verilen ve zengin tüccarlarca desteklenen gemi kaptanları bu sistemin uygulayıcıları olmuştur. O tarihte “Stan” adı verilen zenginler (oturan kişi anlamında) sefere çıkan kaptanlara para desteği sağlamışlardır. Bunların hisselerine 24 Kırat elmaştan esinlenerek –Karat- adı verilmektedir⁽³⁸⁾. Stanlar

⁽³⁵⁾ Ali Ceylan: Finansal Teknikler, s.95.

⁽³⁶⁾ Nevzat AYPEK: a.g.e., s.10.

⁽³⁷⁾ Halil SARIASLAN: Venture Capital (Risk Sermayesi) Finansman Modeli ve Türkiye’de Uygulama Olanakları. **Ankara Sanayi Odası**, 113, (Ocak-Şubat 1992), s.9.

⁽³⁸⁾ Nuri SEVİN: Naraqquum’dan Venture Capital’e. **Capital**, (Mart 1993), s. 38.

Londra, Lizbon, Paris, Madrid gibi önemli şehirlerde oturur, Uzakdoğu ve Hindistan seferleri sayesinde yatırdıkları sermayeden kat ve kat fazla kâr elde ederlerdi. İyi kaptanların geri dönememe riski az olduğundan, bu kaptanlarla çalışmak için yapılan mücadeleler ise zamanın ilk take-over (elegeçirme) savaşlarıdır. Avrupa’da büyük çoğunlukla “commenda” adı ile belirtilen sistem evrimleşmiş, uygulanabilirlik kazandıkça işlem maliyetlerini azaltan verimli bir yapı haline gelmiştir. Devletler arasında ticaret gelişip etkileşim artıkça Commenda’da işlerlik kazanmaya devam etmiştir.

Dünyadaki seyri bu şekilde olan risk sermayesinin ülkemizdeki gelişim seyri ise bazı aşamalar ile gerçekleşmektedir. Risk Sermayesi kavramı yabancı ülkelerden ithal edilen bir yöntem olarak ekonomik yapımıza uyarlanmaya çalışılmaktadır. Ancak, risk sermayesini Türkiye toprakları üzerinde de tarihi bir seyir içerisinde görmek mümkündür. Çeşitli çalışmalar göstermiştir ki, risk sermayesi Anadolu’da daha önce de uygulanmıştır. Haim Gerber adlı bir bilim adamının Bursa’da bulduğu 17.YY’a ait 32 belge, risk sermayesinin Anadolu’da var olduğunun önemli kanıtlarıdır. İktisatçı Murat ÇİZAKÇA’nın ortaya koyduğu belgelerden bir tanesinde; 1748 yılında Diyarbakır Valisi Bostancıbaşı Hüseyin Paşa’nın, Yağlıkçı Mustafa’ya verdiği 50 bin kuruşluk “ala tarik-i mudaraba-ya” ilişkin yazılı bir anlaşma yer almaktadır⁽³⁹⁾.

Evrimleşme süreci oldukça yavaş işleyen mudaraba, 17. yüzyıl sonrası Osmanlı İmparatorluğu’nun verimsiz kurumlarından birisi haline gelmiş ve ihtiyaçları karşılayamamıştır. Tanzimat Fermanı’nın ilanından sonra Osmanlı, Fransızca’dan Kanunname-i Ticaret olarak tercüme ettiği “ Code De Commerce’i” alırken bu kanunda “Societe Commandit” şeklinde geçen kurumu da kendi ticari yapısının içerisine dahil etmiştir. Ancak bu kurum daha önce Avrupa’nın adapte ettiği mudaraba sisteminin gelişkin bir versiyonudur. Türkiye’de görülen örnekler tekli mudaraba ve murabaha modelleri esasına dayandırılabilir.

Tarihsel olarak Türkiye’nin ekonomik yapısı incelenirse; risk sermayesinin kurumsallaşmamış örnekleri rahatlıkla görülebilir. Ege bölgesindeki tütün tarımındaki ortaklık denilen tarımsal işletmecilik, risk sermayesinin ilkel bir örneğidir. Şöyle ki; tütün yetiştirmede yetenekli ve bilgili bir aile “ortakçı” parayı veren kişi de “ortak” adıyla anılır. Ortakçı kreditorle anlaşarak işe başlar, tütün tarımında uzman olan aile, ortakçı girişimcidir. Parayı sağlayan ortak ise finansördür. Biri beceri ve bilgisini, diğeri ise parasını ortaya koyarak işe başlar. Sene sonunda tüm masraflar çıktıktan sonra kalan

⁽³⁹⁾ Kürşat TUNCEL: a.g.e., s.2.

gelir, girişimin başında anlaşılan kurallara göre paylaşılır. Paylaşım konusunda bir kural konulmamışsa, paylaşım yarı yarıya olur⁽⁴⁰⁾. Yurt dışında çalışan Türk işçilerinin tasarruflarını Türkiye’deki akrabaları ya da güvendikleri işbilir arkadaşları aracılığıyla yukarıdaki örneklere benzer şekilde işlettikleri bir başka uygulama şeklidir.

Ancak gerek ortaçağın egzotik tecrübeleri, gerekse Anadolu’da görülen uygulamalar kurumsallaşmamış örneklerdir. Gerçek anlamda kurumsal risk sermayesi uygulamaları 19.YY başlarında; Stephenson, Arkwright, Cronpton ve Brunel gibi zengin bireylerin İngiltere endüstri devrimi sırasında projelerinin finansmanında kullandıkları fonlara dayanmaktadır. Bugünkü anlamıyla risk sermayesinin oluşumu 1930’lara gitmektedir. Bu tarihte ilk profesyonel fon olan Charterhouse kurulmuştur. Aynı dönemde ABD’de ise 2. Dünya Savaşı sonrası, 1946 yılında kurulmuş olan Amerikan Research and Development Corportion of Boston ilk kurumsal örneği kabul edilir. 1950’lerde J.H. Whitney ve Rocfeller gibi zengin ailelerin bazı yatırımları görülmüştür. Modern anlamda ilk şirket ise bir dönemin en gözde bilişim markası “Dijital”dir⁽⁴¹⁾. 1957 yılında Amerikan Research and Development tarafından 70 milyon dolarlık yatırım ile kurulan bu şirket beş yıl içinde piyasa değeri tam beş bin kat artarak 3,5 milyar dolara ulaşmıştır. Bu şirket 1998 yılında yine risk sermayesi ile kurulmuş olan Compaq şirketine 10 milyar dolara satılmıştır.

1958 yılına kadar bu sektörde resmi anlamda hiçbir önemli adım atılmamıştır. Ancak aynı yıl “Federal Reserve System” tarafından küçük firmaların finansmanı konusunda çalışmalar yapılmıştır⁽⁴²⁾. Bu gelişmelerin sonucunda ise özellikle gelişmiş teknoloji ile uğraşan yeni ve genç firmaların ilk aşamalarının finansmanı düşünülmüştür. Fakat bu tür firmaların önemlerini korumalarına rağmen, risk sermayesi firmalarının yatırım alanları daha genişletilmiştir⁽⁴³⁾. Bu amaçla küçük firmaların kısa vadeli fon ve işletme sermayesi gereksinimlerinin ticari bankalar ve Küçük İşletme İdaresi (Small Business Administration-SBA) tarafından karşılandığı ancak, uzun dönemli fonlar ve öz kaynağa olan taleplerin karşılanmadığı saptanmıştır. Bu nedenle “Small Business Investment Act” yürürlüğe konulmuş ve bu kanun ile SBA iznine ve denetimine tabi kar amacı güden Küçük Ölçekli Özel Sektör Firmaları (Small Business Investment Company-SBIC) oluşturulmuştur. Aynı zamanda bu sektöre yapılacak olan özel sektör yatırımlarını teşvik etmek amacıyla vergi indirimleri getirilmiş ve borçlanma olanakları

⁽⁴⁰⁾ Sudi APAK: **Uluslararası Bankacılık-Finansal Sistemler**, (İstanbul, 1995), s.139.

⁽⁴¹⁾ Göktuğ Cenk AKKAYA ve M.Yılmaz İÇERLİ: a.g.m., s.62.

⁽⁴²⁾ Tülay ZAIMOĞLU: a.g.e., s.7.

⁽⁴³⁾ Selim SOYDEMİR: Risk Sermayesi. **Ekonomik Yaklaşım**, 11, (1994), s.81.

artırılmıştır. 1962 yılında 600 adet SBIC kurulmuştur. Bu yatırımlardan büyük başarı beklenmesine rağmen sektördeki yöneticilerin ve analistlerin yeni sektördeki çalışma mekanizmasını gerçek anlamda anlamadıkları görülmüş ve birçok firma sermaye yetersizliği nedeniyle faaliyetlerine son vermiştir. 1960'lı yılların sonuna doğru ise küçük firmaların sayısı 300'ün altına inmiştir⁽⁴⁴⁾.

Yukarıda sözü edilen bu tür küçük firmalar her ne kadar başlangıçta beklenen başarıyı gösterememişlerse de, risk sermayesi sektörünün gelişmesi için önemli bir rol oynamışlardır. Küçük işletmeler tarafından yapılan hataların dikkate alınmasıyla ve gelişmekte olan piyasalardan da faydalanmak amacıyla daha sonraları özel yapıda risk sermayesi şirketleri kurulmaya başlanmıştır. Kamu bürokrasisine ve düzenlemelerine tabi olmayan bu firmalar 1960'lı yıllarda önemi ölçülerde başarılar elde etmişlerdir. Yukarıdaki ifadelerden de anlaşılacağı üzere sektörün merkezi konumundaki Amerika'da küçük firmaların bu sistemden yararlanmaları için bir takım çalışmalar yapılmış, ancak ilk uygulamalar çoğunlukla başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Yapılan hatalardan sonuçlar çıkarılmasıyla da daha sonraları faaliyete geçen küçük firmalarda aynı hatalar tekrar etmemiş bunun sonucunda başarı yakalanmaya başlanmıştır.

Model asıl patlamayı yetmişli yıllardan sonra yapmıştır. Bilgi teknolojilerindeki gelişmeye paralel olarak, dinamik ve yaratıcı fikirlerin sayısı hızla artmış ve bu sektörde risk sermayesi daha yoğun olarak kullanılmaya başlamıştır.

1971 yılında Amerika'da Gelişmekte Olan Şirketler Borsası (Nasdaq) kurulmuş, bu sayede küçük ve orta ölçekli işletmelerin finansman ihtiyacına yönelik işlemler bir kurum çatısı altında toplanarak işleyişi daha düzenli hale gelmiştir. Sermaye sahibi yatırımcılar bu piyasadan hisse senedi alım-satım işlemleri sırasında şirketler hakkında daha düzenli ve rasyonel bilgi edinme imkânına sahip olurken, risk sermayesi ile büyüyen şirketler de burada rahatça kotasyon imkanı yakalamıştır. Nasdaq işlem hacmi ve işlem sayısı ile dünyanın en büyük borsası haline gelmiştir⁽⁴⁵⁾.

ABD 1978'den sonra çıkardığı yasalarla risk sermayesi yatırımlarından kaynaklanan gelir vergisi muafiyetlerini artırarak, emeklilik fonlarının önemli bir bölümünü risk sermayesi havuzlarına aktarılmasını teşvik etmiştir. Risk sermayesinin bu gelişimi özellikle 1980'lerde büyük başarı ile uygulanma imkânı bulmuştur. 1983 yılında risk sermayesi havuzuna 4 milyar doların üzerinde yeni

⁽⁴⁴⁾ Tülay ZAIMOĞLU: a.g.e., s.8.

⁽⁴⁵⁾ [Http://www.nasdaq.com/history/main/html.19.11.2005](http://www.nasdaq.com/history/main/html.19.11.2005).

sermaye eklenmiş ve 2,8 milyar doların üstünde 1000 şirkete yatırım yapılmıştır. 2000 yılında söz konusu havuzun büyüklüğü 60 milyar dolar olmuştur. Nasdaq’a göre; bu rakamın önümüzdeki yıllarda 100 milyar doların çok üzerine çıkması beklenmektedir.

Bu gelişim sonucunda modele kaynaklık eden ülkelerde büyük risk sermayesi fonları oluşmuştur. Hızlı sanayileşme sonucu oluşan büyük sermaye birikimi aşağıda belirtilen aşamaları izleyerek gelişmekte olan ülkelere aktarılmıştır⁽⁴⁶⁾.

1950-1990 yılları arasında, gelişmiş bazı ülkeler ellerinde biriken fazla sermayeyi daha çok kendi ürünleri için pazar oluşturmak amacıyla veya salt politik amaçlarla, gelişmekte olan ülkelere faiz karşılığı kredi, yardım veya bağış olarak kullanmışlardır.

1950’den sonra gelişmiş ülkeler teknoloji yarışına hız vermiş, “AR-GE/GSMH” oranı artış göstermiş ve böylece faiz karşılığı borç vermek yerine teknolojiyi gelişmekte olan ülkelere satmak tercih edilmiş, teknolojiyi geliştirme masraflarının bir bölümünün bu şekilde dönmesi sağlanmıştır.

Üçüncü aşama 1980’li yılların başından bu yana gelişen uluslararası risk sermayesi aşamasıdır. Uluslararası teknoloji yarışında teknolojinin hızla değiştiği bu aşamada teknoloji maliyetinin ülke/firma üstünde kalmaması için, gelişmiş ülkeler teknoloji geliştirmeyi kendileri finanse etmek yerine, yeni fikir, buluş veya teknolojilere yatırım yapmayı tercih etmeye başlamışlardır.

ABD’den sonra İngiltere ve Japonya’da da uygulama imkânı bulan risk sermayesinin İngiltere’deki gelişimi ve yaygınlaşması 1980’den sonra olmasına karşın, bu konudaki ilk çalışmalar 1945’de İngiliz Merkez Bankası olan Bank of England’ın girişimi ile kurulmuş ve ‘Investment In Industries’ kelimelerinin ilk harflerinden oluşan “3İ” kuruluşudur. Başlangıçtaki ismi ICFC olan ve tam olarak bir banka, bir risk sermaye veya danışmanlık şirketi olmayan kurum, 1980’lere gelindiğinde ekonominin değişen şartlarına göre kendisini risk sermayesi piyasasında yeniden yapılandırarak 3İ ismini almıştır⁽⁴⁷⁾. 1980-2000 yılları arasında Avrupa’da yapılan risk sermayesi yatırımlarının hacmi 125 milyar sterline ulaşmış, sadece 1999 yılında İngiltere’de 11000 şirkete 2.500.000 sterlin tutarında

⁽⁴⁶⁾ Rahmi KAYA: **Bir Finansman Modeli Olarak Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama İmkânları**, (Ankara,1992), s.47-48.

⁽⁴⁷⁾ Erol ALKAN ve başk: **Küçük ve Orta Ölçekli İşletme Finansmanında İngiliz Modeli (3İ). Uzman Gözüyle Bankacılık**, 12, (Aralık 1995), s.31.

risk sermayesi aktarılmıştır⁽⁴⁸⁾.

ABD deneyimlerini her zaman yakından izleyen Japonya, risk sermayesi modelini de kendi ekonomik sistemine uygulamakta gecikmemiş ve bu konudaki ilk önemli çalışmalarını 1963 yılında yapmıştır. 1963 yılında hazırlanan Japon küçük işletme yatırım kanunu çerçevesinde küçük işletme yatırım şirketleri kurulmuştur⁽⁴⁹⁾. İngiltere ve Japonya'yı geliştirmiş Avrupa ülkeleri ve gelişmekte olan ülkeler takip ederek risk sermayesine daha geniş ekonomik coğrafyada kullanım imkanı kazandırmışlardır. Yatırım gerçekleştirmede finansal problemlerin aşılmasında risk sermayesi hızla daha fazla kullanılır olmuştur.

Değişik ülkelerde farklı zaman dilimlerinde ortaya çıkan risk sermayesinin tarihi gelişimini, ilk ortaya çıkışından günümüze kadar farklı dönemlere ayırabiliriz. Bu dönemler Tablo1.2 de görülmektedir.

Tablo 1.2 : Risk Sermayesinin Gelişme Dönemleri

Durgunluk Dönemi	1946-1956
Patlayış Dönemi	1957-1969
Gerileme Dönemi	1970-1975
İyileşme Dönemi	1976-1982
İkinci Patlayış Dönemi	1983-Sonrası

1946 yılında ilk olarak ABD’de uygulanmasıyla ortaya çıkan risk sermayesi dünya ekonomik konjonktüründeki teknolojik gelişmelere ve sermaye birikimlerine paralel olarak inişli çıkışlı dönemler yaşayarak gelişimini devam ettirmiş ve günümüze kadar ulaşmıştır. Günümüzde ileri teknoloji (high-tech) endüstrisinin yatırım finansmanında kullanılmaya devam etmektedir.

1.3.6 Risk Sermayesinde Teknoloji ve Yenilik Kavramlarının Önemi

Toplumun teknoloji talebi, bu talebin ortaya çıkışı ya da dışa vurumu hangi biçimi alırsa alsın, özünde “daha iyi hayat” arzusuna dayanır. Politika tasarımcıları için bu tespit, teknolojiyi ele alışıta temel hareket noktalarından bir tanesi olmalıdır. Ama toplum katmanlarının, teknoloji ile ilgili düzenlemelerin gerçekten kendi taleplerinin de bir karşılığı olduğunun farkına varabilmeleri, buna inanabilmeleri ve daha sonra da bu düzenlemelere sahip çıkarak destek sağlamaları, teknoloji

⁽⁴⁸⁾ [Http://www.bvca.co.uk.20.01.2006](http://www.bvca.co.uk.20.01.2006).

⁽⁴⁹⁾ Nevzat AYPEK: a.g.e., s.13.

değerlendirme süreçlerine katılmaları ile mümkündür. Kent sorunlarının çözülmesi, sürdürülebilir kentsel gelişme, toplumsal teknoloji talebinin artmasına yol açacak hareket noktasıdır. Benzer biçimde “depreme dayanıklı ev teknolojilerinde”, “raylı taşımacılık teknolojilerinde”, özellikle de hızlı ulaşım sistemlerinde yetenek kazanılması gibi hedeflere, bu hedeflere ulaşılmasını sağlayacak ciddi muhataplar bulunabileceği takdirde toplumca sahip çıkılacak ve böylece teknoloji talebi devam edecektir.

Yukarıda teknolojiye toplumsal talepten söz edilmektedir. Bu toplumsal talebi bireysel talepler ve işletmelerin talebi olarak sınıflandırmak yararlı olacaktır. Talebin temel kaynağı bireylerdir. Ancak bu talebe cevap verecek muhatap ise kurumsal kişiliklerdir. Bir başka ifade ile işletmelerdir. İşletmeler teknolojik yatırımlar gerçekleştirerek teknoloji talebine dolayısıyla toplumun refah ihtiyacına cevap vermiş olurlar. Ayrıca iktisadi ve ticari bir bütünlük arz eden işletmelerin Dünya pazarlarında rekabet edebilmesinin en önemli şartı yenilikçi ve hızlı olmak, özgün eserler yaratabilmek ve bunu etkin bir biçimde bir an önce dünya pazarına sunabilmektir⁽⁵⁰⁾. Bunu yatırımlar yolu ile yapabilmenin temelinde risk sermayesi, risk sermayesinin de temelinde teknoloji ve yenilik kavramları yer alır. Büyük ölçüde teknoloji, teknolojik yenilikler ve teknolojik gelişme temelinde ortaya çıkmış ve geliştirilmiş bir finansal yatırım aracı ve bir uzun vadeli finansman kaynağı olan risk sermayesi olgusuna sistematik bir açılım getirebilmek için; teknoloji ve yenilik kavramlarına değinmek doğru olacaktır.

Teknoloji en genel anlamda mal ve hizmet üretiminde kullanılan ve kullanılabilecek olan üretim bilgisi, bu bilginin türetilme ve kullanılma ustalığıdır⁽⁵¹⁾. Teknoloji kavramı çoğunlukla eksik yorumlanarak sadece üretim ile ilişkilendirilmektedir. Çünkü dinamik bir kavram olan teknoloji, sistematik üretim bilgisiyle birlikte aynı zamanda, üretimde kullanılan tüm araç ve gereçleri ile bunları kullanarak üretim yapan bireyleri de kapsamaktadır. Rekabetin, ekonomik büyümenin ve gelişmenin en önemli aracıdır⁽⁵²⁾. Kavram olarak risk sermayesi; yeni fikir ve teknolojik yenilikleri bir ticari ürün elde etmek amacıyla çok yönlü desteklemektir⁽⁵³⁾. Teknoloji ve onun kaynağını oluşturan bilimin doğrudan bir üretici güç haline gelmiş olması çağımızın ayırt edici özelliğidir.

Artık üretimde yetkinlik bilim ve teknolojiye yetkinlik olarak anlaşılmaktadır. Dolayısıyla da bilim ve teknoloji ekonomik büyüme ve toplumsal refah açısından stratejik bir önem kazanmıştır.

⁽⁵⁰⁾ Özlem AYDIN: Risk Sermayesi ve Türkiye. **Finans Dünyası**, 130, (Ekim 2000), s.76.

⁽⁵¹⁾ Nüket YETİŞ: **Teknoloji Geliştirme ve Risk Sermayesi Paneli**, (KOSGEB-TSO, İstanbul 14 Eylül 1993).

⁽⁵²⁾ Tayfun Deniz KUĞU: a.g.m., s.142.

⁽⁵³⁾ Fehmi KARASİOĞLU: Risk Sermayesi Üzerine Bir Deneme. **Erciyes Üniversitesi İİBF**, 112, (Aralık 1997), s.161.

Ülkelerin bilim politikaları da bu değişime paralel olarak, bilim ve teknoloji politikaları haline gelmiş ve bu politikalar, bütünüyle ekonomiye, toplumsal yaşama, dolayısıyla bunun doğal sonucu olan yatırımlara yönelmiş bulunmaktadır. Konunun bu bölümünde en az teknoloji kavramı kadar değerli ve önem taşıyan yenilik (inovasyon) kavramına değinmekte yarar görülmektedir.

Bilim ve teknolojiyi süratle ekonomik ve toplumsal faydaya (pazarlanabilir yeni ürün, yeni sistem, yeni üretim yöntemleri ve yeni toplumsal hizmetlere) dönüştürebilme becerisi genel olarak yenilik kavramı ile açıklanmaktadır. Çağımızda bir işletme, bilim ve teknoloji alanında gösterdiği yetkinliği inovasyon alanında da gösterebiliyorsa, böylesi bütünsel bir beceriye sahipse, ancak o zaman, dünya pazarlarında rekabet üstünlüğü sağlayabilmekte; küresel süreçlerde söz ve karar sahibi olabilmektedir. Yenilik sonucu ortaya çıkan ileri teknoloji kullanan sektörlerde gerçekleşen büyüme ileri teknoloji kullanmayan sektöre göre çok hızlı olduğu Tablo 1.3’de görülmektedir. Bu büyüme oranlarının bazı tekil yüksek teknolojilere bakıldığında çok daha radikal olduğu gözlenmektedir. Örneğin, 1990-97 yılları arasında biyoteknoloji pazarındaki büyüme yıllık %32 olmuştur. Aynı dönem içinde dünya ekonomilerinin yılda ortalama %2 büyüdüğü düşünüldüğünde, biyoteknolojiye dayalı sanayileri olan ülkelerin daha çok daha hızlı büyüyeceği açıktır. Özetle yüksek teknolojiler ekonominin dinamosu haline gelmiştir.

Tablo 1.3: İleri Teknoloji Sektöründe ve Bilgiye Dayalı Hizmet Sektöründe İstihdam ve Ortalama Büyüme (%), 1995-1999

Ülke	İmalat Sektörleri			Servis Sektörleri		
	Toplam İmalat İçindeki Yt Sektörlerinin Oran 1999	İmalat Sektöründe Yıllık Ortalama Büyüme 1995-99	Yt’li İmalat Sektöründe Yıllık Ortalama Büyüme 1995-99	Servisler İçindeki Bilgi Yoğun Servislerin Oranı 1999	Servis Sektöründe Yıllık Ortalama Büyüme Oranları 1995-99	Bilgi Yoğun Sektörlerde Yıllık Ortalama Büyüme 1995-99
Avrupa Birliği	38	0.3	0.9	48	1.8	2.9
Danimarka	34	-0.4	-2.5	60	1.4	2.7
Almanya	46	-1.0	-0.1	47	1.2	2.9
Yunanistan	17	0.0	3.8	37	2.9	4.0
İrlanda	40	5.4	8.7	50	7.1	7.7
Finlandiya	36	3.3	5.8	57	4.2	3.8
İsveç	44	-1.1	0.8	63	-0.1	0.1
İngiltere	43	-0.3	1.1	54	1.9	2.8

Kaynak: Dilek ÇETİNDAMAR: Risk Sermayesi, Girişimcilik ve Türkiye’nin Geleceği (İstanbul, 2002), s.12.

Ancak burada dikkat edilmesi gereken bir nokta daha vardır. Her ne kadar ileri teknoloji sektörleri diye Tablo 1.3’te bahsi geçen sektörler ekonomi için önemliyse de, yüksek teknolojileri etkin bir şekilde kullanan geleneksel sektörler de önemlidir. Örneğin, İtalya’nın tekstil firması Benetton, bilişim teknolojileri başta olmak üzere ileri teknoloji alanındaki gelişmeleri yatırımlarında kullanmakta,

tekstil sektörüne uygulamaktadır. Bir diğer örnek ise Türkiye’de ekmek mayası üreten Pakmaya’dır. Bu şirket geleneksel sektörler arasında yer alan maya üretiminde biyoteknoloji gibi oldukça ileri teknolojiyi kullanma konusunda oldukça büyük bir başarı göstermiştir. Büyük ölçekli üretim kapasitesini ve olanaklarını kullanarak ve elde ettiği geliri araştırma ve geliştirmeye harcayarak kendi rekabet gücünü sürekli artırmış ve dünya çapında üretim yapan en büyük dört firmadan biri olmuştur⁽⁵⁴⁾.

Ülkemizde gerçekleşecek yatırımların başarıya ulaşabilmesi bilim ve teknoloji alanında yetkinleşmeye; bilim ve teknolojiyi ekonomik ve toplumsal faydaya dönüştürebilme becerisi kazanması ancak yenilik sisteminin ulusal bir düzeye ulaşması ile mümkündür. Ulusal yenilik sistemi işletmelerin sanayileşme eşiğini geçip enformasyon aşamasına ve giderek bilgi merkezli yönetime ulaşabilmesinin manivelasıdır. Yenilik (invasyon) kavramının işletme ve ülke düzeyindeki hedefleri aşağıdaki gibidir.

- Bilim ve teknoloji üretiminde yetkinleşmiş
- Bilim ve teknolojiyi ekonomik ve toplumsal faydaya dönüştürme (yenilik) becerisi kazanmış
- Dünya bilim ve teknolojisine, insanlığın bu ortak mirasına, katkıda bulunan işletmeler arasında saygınlığa sahip bir ülke yaratmak
- Hem bilim ve teknolojiyi üretmede hem de bilim ve teknolojiyi hızla ekonomik ve toplumsal faydaya dönüştürmede yetkinleşmenin altyapısı ise, inovasyon sisteminin oluşturulması ile mümkündür.
- Yenilik sistemi bilim ve teknoloji üretmeye yönelik kurumsal mekanizmaların ötesinde, bilimsel ve teknolojik bulguları ekonomik ve toplumsal faydaya dönüştürebilmenin kurumsal mekanizmalarını da içerir ve önemi de buradan gelir. Zira, bilimsel ve teknolojik bulguları ekonomik ve toplumsal faydaya dönüştürme yeteneğine sahip bulunmayan herhangi bir ülke, sektör ya da işletmenin geleneksel korumacılığın kalkmaya başladığı, uluslararası rekabete açık bir dünyada varlığını sürdürmesi mümkün değildir. Yenilik sistemi aslında risk sermayesi sisteminin alt yapısını da oluşturarak yatırım problemlerine özellikle finansal kökenli problemlere çözüm üretir bir mekanizmadır.

Teknoloji ve yenilik kavramları ile iç içe bir başka kavram ise Ar-Ge (araştırma geliştirme)’dir.

⁽⁵⁴⁾ Dilek ÇETİNDAMAR: **Risk Sermayesi, Girişimcilik ve Türkiye’nin Geleceği** (İstanbul, 2002), s.12.

Bir işletmenin beklenen amaçlarına ulaşabilmesi yeni yatırımlara, yeni ürünler dizayn etmesine bağlıdır. Yeni ürün dizayn etme sürecinin kilit unsuru ise araştırma geliştirme çabalarıdır. Ancak araştırma ve geliştirme faaliyetlerinin yüksek maliyetlere sahip olduğu unutulmamalıdır. Yatırım finansmanında araştırma ve geliştirme maliyetleri yüksek değerlere ulaştığında, yatırım bütçesinden sapmaların olacağı aşîkardır. Yatırımın finansmanında bu girift durumu çözerek araştırma ve geliştirme harcamalarını finanse etmesi açısından risk sermayesi öncelikli bir yöntemdir. Asıl olan yüksek gelir getirici teknolojik ürünler elde etmek olduğuna göre araştırma geliştirme bunun kaçınılmaz parçasıdır.

Pazar ekonomisi koşullarında, sanayi kuruluşları yapacakları araştırma geliştirme harcamalarını makul bir kâr haddi ile geri kazanabileceklerini görürlerse ancak o zaman araştırma geliştirme yaparlar. Araştırma geliştirme yatırımının, düşünülen ürüne kalite getireceği düşünülürse Ar-Ge harcamalarının fayda maliyet analizlerinde yararlı harcamalar olduğu ortaya çıkacaktır. OECD ülkelerinde yapılan araştırmalar (Türkiye'dekiler dahil) ortaya koymuştur ki, Ar-Ge'ye yönelim firma ölçeğine bağlı olarak artmaktadır. Diğer bir deyişle, firma ölçekleri büyüdükçe, Ar-Ge kabiliyet ve kapasiteleri de artmaktadır. Bu nedenle büyük yatırımlar bazında Ar-Ge'ye dayalı projelendirme yapılmalıdır. Ar-Ge faaliyetlerinin ve bilimsel-teknolojik çalışmaların yatırımların beklenen hedefe ulaşmasında olduğu kadar ulusal ekonomiye ve toplumun yaşam düzeyinin yükselmesine yapacağı katkıyı maksimize etmesi açısından önemlidir.

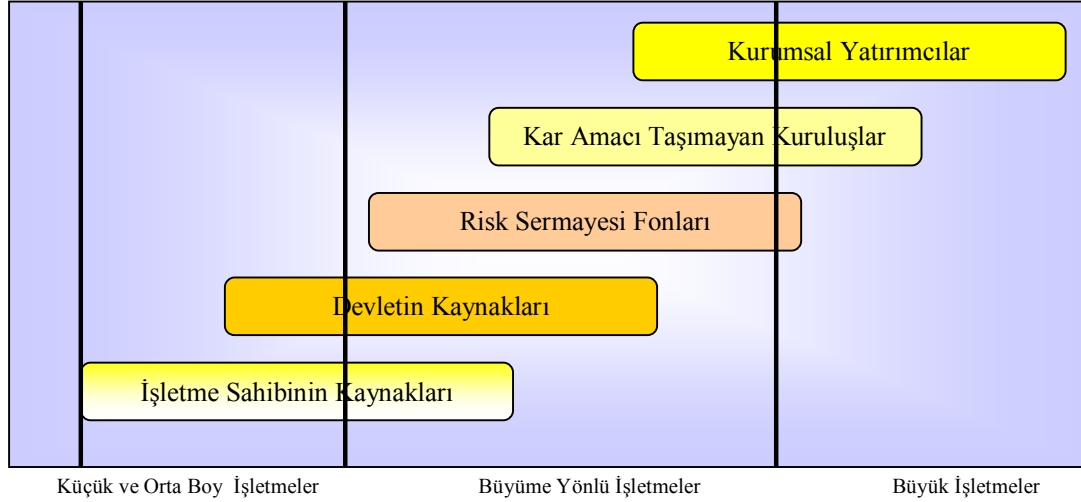
Teknolojiye dayalı işletmeler gerek ürünlerinde gerekse üretim süreçlerinde kullandıkları yüksek teknolojik imkanlar sayesinde piyasada önemli rekabet avantajı sağlamaktadırlar. Teknolojiye dayalı olan bu işletmelerin, piyasadaki rekabet avantajlarını koruyup geliştirebilmeleri için teknolojik gelişmeye süreklilik kazandırmaları gerekmektedir. Teknolojiler sadece yüksek katma değerli ürün ve hizmetler üretilmesine yol açmaz, aynı zamanda tüm sektörlerde dolaylı yoldan ileri teknoloji kullanımından kaynaklanan verimlilik ve kalite artışı da sağlarlar. Bir OECD çalışmasında 1995-2000 döneminde ABD'de gerçekleşen sanayi üretim artışının %25'lik kısmının bilişim sektöründen kaynaklandığı belirtilmiştir⁽⁵⁵⁾.

Son yıllarda teknik değişiklik önemli ölçüde iktisadi düşüncenin odağı olmaya başlamıştır. Bunun doğal sonucu olarak, gelişmiş ülkelerin büyüme ve dış ticaret performanslarındaki temel

⁽⁵⁵⁾ Dilek ÇETİNDAMAR: a.g.e., s.11.

farkların açıklanmaya çalışılması deneye dayalı çalışmalara konu olmuştur⁽⁵⁶⁾. Dünya ölçüsünde bazı ülkelerin dünya liderliğini ellerinden kaçırmaları, başkalarının önceki liderin yerine geçmeleri, başka deyişle yakalama süreci bu çerçevede ele alınmaktadır. Teknolojik yenilikler esas olarak araştırma ve geliştirme faaliyetlerine dayanmaktadır. Ar-Ge faaliyetlerinden ortaya bir nema çıkmasının belirsiz oluşu, ayrıca uzun vadeli bir işlem oluşu, bu tür faaliyetlerin kısa vadeli bakış açısıyla değil, uzun vadeli planlı bir yaklaşımla ele alınmasını zorunlu kılmaktadır. Yeni girişimcilerin sürekli olarak piyasalara girebilmeleri sürecini hızlandıran etmenlerden birisi ise, onlara sağlanacak olan finansman imkânıdır. İşte risk sermayesinin temel fonksiyonu bu finansmanı sağlamaktır. Aşağıdaki şekilde teknoloji ağırlıklı firmaların potansiyel finansman kaynaklarına yer verilmiştir

Şekil 1.3: Teknoloji Ağırlıklı Firmaların Potansiyel Fon Kaynakları



Kaynak: Göktuğ Cenk AKKAYA ve M.Yılmaz İÇERLİ: KOBİ'lerin Finansal Problemlerinin Çözümünde Risk Sermayesi Finansman Modeli. Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF, 3, (3/2001), s.65.

Sanayileşme sürecinde özellikle koruma duvarlarının aşağı doğru indirilmesiyle ekonomik büyümenin ve gelişmenin ve de rekabet edebilmenin itici gücü teknolojik ilerleme, yenilik ve araştırma geliştirmeye dönük çalışmaların yapılması olarak belirlenmiştir.

Teknolojik gelişme teknolojik yenilik düşüncesinin fikir olmaktan çıkıp ekonomik değer haline dönüştürüldüğü ana kadar olan faaliyetler bütünüdür. Bu faaliyetler sırasıyla;

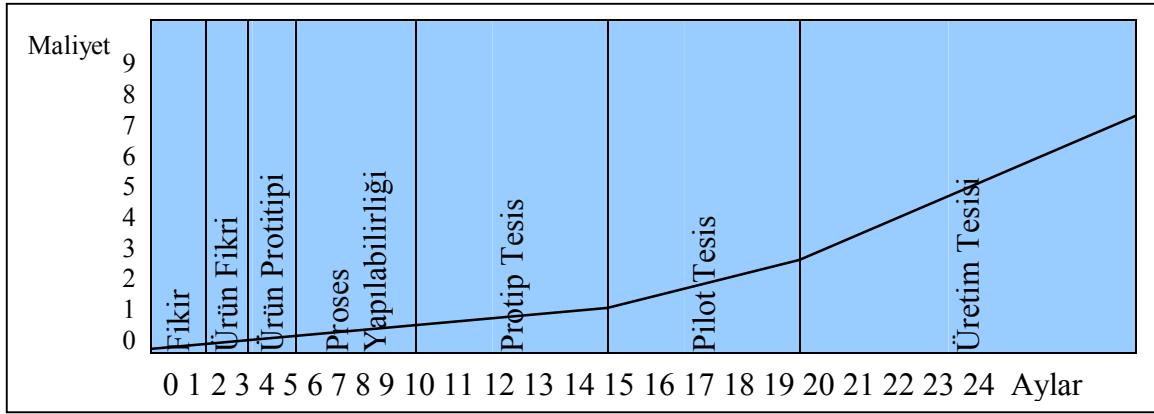
- Fikirlerin Geliştirilmesi (Buluş)
- Ürün Geliştirme (Tasarım)

⁽⁵⁶⁾ Selim SOYDEMİR: a.g.m., s.78.

- Ürün Pratiğinin Hazırlanması (Laboratuar Deney Ve Testleri)
- Ürün Prosesinin Geliştirilmesi (Alan Denemesi)
- Prototip Tesisinin Kurulması (İdari Ve Teknik Düzenleme)
- Pilot Tesisin Kurulması (İlk Ticari Başarı)
- Üretim Tesisinin Kurulması (Üretim)

Bu süreç, süre ve zaman ilişkisi de dikkate alınarak grafiksel olarak aşağıdaki gibi gösterilebilir.

Şekil 1.4: Teknoloji Geliştirme Zinciri



Kaynak: Ülkü DAĞDELEN Risk Sermayesi, İşletme Finans, 72,(Mart 1992), s.52.

Teknoloji, teknolojik yenilik ve araştırma geliştirme risk sermayesinin en önemli ölçütlerindendir. Çünkü risk sermayesi yüksek getiriyi amaçlayan bir yatırım aracıdır. Buradaki yüksek kazanç da teknolojik yenilik sonucu meydana gelen verimlilik artışı ortaya çıkar. Teknolojik yenilik, yeni bir makine veya ürün olabileceği gibi yeni bir organizasyon, yeni bir pazar veya yeni bir hammadde olabilir⁽⁵⁷⁾.

Risk sermayesi şirketleri sermaye bulmakta zorlanan girişimcilere kaynak sağlamakla beraber, risk sermayesinin yenilikçilik finansmanındaki esas rolü finanstan değil yatırım yaptıkları firmalara değişik alanlarda sağladıkları yönetim yetkinlikleri ile ilgilidir. Araştırmalar göstermektedir ki, risk sermayesi yatırım yaptıkları firmalara hem stratejilerini saptayarak uygulamaları konusunda yardımcı olurlar hem de onları tedarikçiler ve müşterilerle ilişki kurmaları konusunda yardımcı olurlar. Risk sermayesi şirketlerinin bu özgün rolü banka ya da yatırım bankası gibi finansal aracı kuruluşlarda yoktur. Bu yüzden 1980'lerin sonunda Amerikan risk sermayesi firmalarının yeni kurulan firmalar

⁽⁵⁷⁾ İzzet GÜMÜŞ: Risk Sermayesi. **Çağın Tekstil**, 56, (Ekim 1996), s.211.

yerine büyüme açısından geç aşamaya ulaşmış firmalara yatırım yapmaya başlamaları karşısında büyük rahatsızlık duyulmuş ve risk sermayesinin en önemli özelliğini yitirdiğinden bahsedilmiştir. Yapılan incelemeler göstermektedir ki, risk sermayesi tarafından desteklenen firmalar kendi kategorilerindeki firmalarla karşılaştırıldığında çok daha başarılı teknolojik ve ekonomik performans göstermektedir. Örneğin, ABD’de 530 firma arasında yapılan bir çalışma risk sermayesi ile yatırım gerçekleştiren firmaların, risk sermayesi kullanmayanlardan daha fazla patent aldıklarını göstermiştir.

Risk sermayesinin teknoloji, yenilik ve araştırma geliştirme açısından önemli bir işlev yerine getirdiği aşîkârdır. Ancak bu etkiyi abartmamak gerekir. Dünyanın en büyük risk sermayesi fonuna sahip Amerika’da risk sermayesi şirketlerinin araştırma ve geliştirme için yaptıkları 1 milyar dolarlık yatırıma karşın devlet 63 milyar dolar, şirketler ise 133 milyar dolar harcamıştır.

Bu veriler de göstermektedir ki, risk sermayesinin yüksek getiriye amaçlayan bir yatırım aracı olması veya risk sermayesinin yüksek kazançlar sağlaması; teknolojik yeniliğin getirdiği piyasada yeni olmanın, farklı olmanın sağladığı avantaj ve üstünlüklerin sonucudur. Risk sermayesi aynı zamanda teknolojinin finansmanıdır. Teknolojik gelişmeler esas olarak araştırma ve geliştirme faaliyetlerine dayanmaktadır. Araştırma ve geliştirme faaliyetlerinin sonuçta bir kazanç sağlayacağı belirsizdir. Ayrıca araştırma ve geliştirme faaliyetlerinin sonuçlarını almak da uzun vadeli bir süreçtir. Bu nedenle uzun vadeli planlı bakış açısı göstermek gerekir. Diğer yandan araştırma ve geliştirme faaliyetlerinde insan faktörü ağırlık taşımaktadır. Bilim adamı ve mucitlerde kendi işletmelerini kurarak büyüme eğilimleri oldukça kuvvetlidir. Bu yeni girişimcilerin yatırım yapabilmeleri sürecini hızlandıran etmenlerden birisi de onlara sağlanacak finansman imkânlarıdır. Bu finansmanı sağlamak da risk sermayesinin temel fonksiyonudur.

1.3.7 Risk Sermayesinin Temel Özellikleri

Risk sermayesi kavramı finansman literatüründe yenidir ve gelişim aşamasındadır. Risk sermayesi, firmaların başlangıç ve riskli dönemlerinde başvurdukları bir finansman yöntemidir. Ancak çeşitli ülkelerde faaliyette bulunan risk sermayesi endüstrileri arasında ekonomik, sosyal, kültürel, yapısal ve finansal farklılıklardan dolayı önemli ayrımlar vardır. Daha önceleri de ifade edildiği üzere risk sermayesi “yüksek gelir arayan fakat aynı oranda yüksek riski de göze alabilen paradır”. Unutulmamalıdır ki, getirisi ve risk yüksek her yatırım risk sermayesi yatırımı değildir. Risk sermayesi yatırımı, genellikle yeni bir teknolojik buluşu hayata geçirmek üzere kurulmuş işletmeler ile kuruluş

aşamasındaki işletmelere yapılır. Bu nedenledir ki, risk sermayedarı, girişimci firmanın geçmiş yıllardaki performansını gösteren finansal tablolara ve finansal verilere sahip olamamaktadır. Ayrıca yeni bir teknik olduğu için diğer finansman modelleri ile kıyaslama yapılması da oldukça güçtür. Bu durum risk sermayedarının belirsizlik altında karar vermesine, daha açık bir ifade ile yapılacak yatırımın oldukça risk taşıyor hale gelmesine yol açmaktadır. Risk faktörü arttığı için risk sermayesinin miktarı, yatırımın parasal büyüklüğünün sınırını aşarak aynı zamanda sermayedarın yönetsel bilgi birikimini, deneyimlerini kullanmasını, aktif şekilde işletmenin fizibilite çalışmalarına, kuruluşuna katılmasını gerektirmektedir.

1.3.7.1 Yönetim Tarzı

Risk sermayesi şirketleri yönetim tarzı açısından aktif ve pasif olarak iki gruba ayrılabilir. Risk sermayesi yatırımcısı yönetim riskini azaltabilmek için yönetime iştirak eder. Burada nihai amaç yönetimi kontrolü altında tutmak değil, yönetim ve organizasyonda destek sağlamaktır⁽⁵⁸⁾. Risk sermayesi pasif ortaklık değildir. Çalışmaya başlayan işletmenin üretim, finans ve pazarlama gibi temel işlevlerinin başarılı bir biçimde yönetilmesi yönünde teknik ve yönetsel destek verir. Girişim sermayesine katılıp, bir kenara çekilerek işletmenin gelişmesini ve hisse senetlerinin kazanmasını beklemekle beraber yönetim ve organizasyon dışında işletmeye teknik danışmanlık sağlanır⁽⁵⁹⁾. Böylece belirsizliğin yüksek, değişimin hızlı olduğu bir ortamda hayata başlayacak olan girişime tecrübeli ve bilgili uzmanlarla destek verilmekle başarısızlık riski azaltılır⁽⁶⁰⁾. Bu şekilde yatırımcı ile işletme arasında düzenli ve sürekli görüş alış-verişi başlatılarak, stratejik kararlarda risk sermayedarının da aktif katılımı gerçekleşir⁽⁶¹⁾.

Bazı durumlarda risk sermayedarı yönetime katılmayı tercih etmeyebilir. Yönetimin dışında kalarak pasif katılım gösterir. Sadece kritik kararların alınmasında rol oynar. Temsilci veya gözlemci gibi hareket ederek, işletme ile ilişkisini sınırlı ve olağan raporlar çerçevesinde tutar⁽⁶²⁾. Bu tür bir kontrol biçimi, yatırım biçiminin çok büyük miktarda olmadığı durumlarda ve yatırım yapılan işletmenin hareket etmesini sağlamak için yapılır. Ülkemiz uygulamalarında çoğunluk böyledir. Ancak bilginin akış hızının düşük olduğu durumlarda veya yönetim zafiyetlerinin görüldüğü işletmelerde

⁽⁵⁸⁾ Kürşat TUNCEL: a.g.e., s.5.

⁽⁵⁹⁾ Göktuğ Tunç AKKAYA ve M.Yılmaz İÇERLİ: a.g.m., s.67.

⁽⁶⁰⁾ Kemalettin ÇONKAR: **KOBİ Orta Anadolu Kongresi**, KOSGEB, 2003, s.32.

⁽⁶¹⁾ Tayfun Deniz KUĞU: a.g.m., s.145.

⁽⁶²⁾ Tayfun Deniz KUĞU: a.g.m., s.145.

yönetim riskinin artacağı da açıktır.

1.3.7.2 Organizasyon Biçimi

ABD uygulamalarında risk sermayesi şirketlerinin çoğunun limitet ortaklık olarak kurulduğu görülür. Avrupa'nın bazı ülkelerinde ve Türkiye'de yaygın olan ise yatırım ortaklığı olarak kurulan risk sermayesi şirketleridir. Ayrıca devlet tarafından özel statü ile kurulan şirketler de vardır. Bir örneği, ABD'de kurulmuş olan Küçük İşletme Yatırım Şirketleridir⁽⁶³⁾. Bu tür işletmelerin organizasyon yapıları, onların faaliyetlerini ve işletme stratejilerini belirleme açısından önem taşır.

1.3.7.3 Fon Kaynakları

Risk sermayedarları finansal araçlardır. Amaçları yeni fikir, buluş ve teknoloji sahibi küçük işletmelerin doğuşuna, faaliyete geçişine imkan sağlayacak sermayeyi temin etmek, örgütlenme, yönetim, üretim, finansman ve pazarlama gibi işlevsel sorunları çözmek ve sonuçta yüksek sermaye kazanımları edinmektir. Söz konusu risk sermayedarı risk sermayesine kaynak sağlayan gruplar olup; kendi içerisinde bireysel ve risk sermayedarı ve kurumsal risk sermayedarı olarak ayrılabilir. Genellikle macera girişimcisi olarak veya melek ismi verilen bireysel risk sermayedarları devamlı olarak yapılacak yeni girişimler ararlar. Finansmanını sağladıkları kurumları yakından izlemeye çalışırlar. Kurumsal risk sermayedarları ise bir çok projeye sermaye aktararak riski dağıtmaya çalışırlar. Ayrıca yatırım yaptığı işletmenin yönetimine de katılabilirler. Ülkemiz ve diğer ülkelerdeki, yatırımların finansmanı dikkate alındığında kurumsal risk sermayesinin ağırlıklı olarak kullanıldığı görülür. Sanayi işletmelerinin risk sermayesi programları olarak da ifade edebileceğimiz kurumsal risk sermayesinin potansiyel faydaları, hem stratejik hem de finansaldır⁽⁶⁴⁾. Kurumsal risk sermayesi, farklı yatırım motivasyonlarına bağlı olarak, bireysel (konvansiyonel) risk sermayesinden farklılık gösterir. Kurumsal risk sermayesi yatırımlarında motivasyonlar, çoğunlukla stratejik olduğu halde, konvansiyonel risk sermayesinde sadece yatırımın finansal getirisi ile ilgilenir. Risk sermayedarları risk sermayesi yatırım hedeflerine ulaşmak için çeşitli stratejiler kullanır.

Risk sermayesi şirketleri tek bir kaynaktan fonlarını karşılıyor olabilirler, ya da birden fazla kaynaktan fonları yönetebilirler. Avrupa ülkelerinde çoğunlukla risk sermayesi şirketlerinin banka

⁽⁶³⁾ Dilek ÇETİNDAMAR: a.g.e., s.6.

⁽⁶⁴⁾ Halil İbrahim BULUT: Uluslararası Ar-Ge Tamamlayıcısı Olarak Kurumsal Risk Sermayesi. **İktisat, İşletme Finans**, 234, (Kasım 2005), s.66.

kökenli kuruluşlar olduğunu göstermektedir. Pay senedi ihraç ederek öz kaynak biçiminde fon sağlama imkanı çok kısıtlı olan küçük işletmeler açısından risk sermayesi önemli bir finansman kaynağıdır. Çünkü bu tür işletmeler gelecek vadeden projelerine bile maliyet yüksekliği ve teminat gibi bir takım sorunlar nedeniyle bankalardan fon temin edememektedirler. Hisse senedine doğrudan yatırım yapacak olanlar da bu tür işletmelerin hisse senedini almayı tercih etmezler. Halbuki risk sermayesi şirketlerinin aradığı garanti, girişimcinin yetenekleri ve projenin başarı potansiyelidir. Güvence ve teminata değil, başarı potansiyeli olan projeye fon sağlanmaktadır. Yatırım ortaklığı projenin başarı kazanarak işletme değerinin istenilen seviyeye çıkması sonucu elde edeceği sermaye kazancı ile ilgilidir. Böyle bir projeye sahip olan girişimci, faiz ödeme, teminat yükü altına girmeksizin fon sağlamış olur. Risk sermayesi şirketi ise işletmecilik ile ilgili riskleri girişimci ile beraber üstlenmiş konuma gelir. Risk sermayesi şirketi finansman desteği sağlamak istediği işletmenin hisse senetlerini satın almakta, bu işletmeye öz kaynak sağlamış olur. Böylece esas olarak finansman sağlayan işletmeye ortak olunmaktadır. Bu nedenle risk sermayesi yatırımlarını öz kaynak yatırımı olarak değerlendirmek gerekir⁽⁶⁵⁾. Ancak aralarındaki temel fark, risk sermayesi yatırımlarının uzun da olsa bir vadeyi kapsamasıdır. Bu vade genellikle işletmenin büyüüp gelişmesini tamamladığı, hisse senetlerinin fiyatlarının yükseldiği zaman dolmaktadır.

1.3.7.4 Yatırım Yapılan Firmanın Türü

Risk sermayesi şirketleri yatırımlarını yaptıkları portföy firmanın bulunduğu büyüme aşamasına göre gruplandırılabilir. Bu bağlamda, girişimci firmaları genelde altı kategoriye ayırabiliriz.

- i) Çekirdek denilen sermaye türüne ihtiyaç duyan, henüz firma kurmamış olan, fakat fikir ve/veya teknolojik yenilik yaparak herhangi bir yatırım projesini hayata geçirme aşamasında olan girişimciler
- ii) Kuruluş aşamasında olan girişimciler
- iii) Projelerini ve fikirlerini bizzat üretime ya da servis haline dönüştürmüş erken büyüme aşamasında bulunan firmalar
- iv) Genişleme ve/veya hızlı büyüme aşamasında bulunan firmalar
- v) Halka arz aşamasına yaklaşmış olan geç aşamadaki firmalar
- vi) Yönetim değişimi aşamasında bulunan firmalar

⁽⁶⁵⁾ Nurgül R. CHAMBERS: Risk Sermayesi ve İşleyişi. **Muhasebe ve Finans Araştırma ve Uygulama**, 11, (Aralık 1999), s. 75.

1.3.7.5 Riskin Derecesi

Yöntemin isminden de anlaşılacağı üzere, yüklendiği risk kaba bir bakış açısıyla yüksektir. Ancak yatırımın hisse senetlerine direkt değil de risk sermayesi yatırım ortaklığı aracılığıyla yapılması bu riskin seviyesini dolayısıyla yatırımın riskini azaltacaktır. Öncelikle yatırım yapılacak girişim (hisse senetleri) konusunda ortaklığın yatırım alanları ve proje değerlendirme teknikleri alanında yeterli bilgi ve tecrübeye sahip uzmanlarının yapacağı incelemeler sonucunda karar verilecektir. Böylece tek tek yatırımcıların bir projeye ortak olmasına göre risk düzeyi düşürülmüş olacaktır. Ayrıca yatırım ortaklığı fonları birçok projeye dağıtılarak bir yatırım portföyü oluşturulmaktadır. Bazı girişimler başarısız olsa bile, bunların ortaya çıkaracağı zarar, portföydeki yatırımların çok daha fazlasının sağlayacağı kazançla telafi edilebilir. Bu da riski azaltan başka bir durumdur.

Ayrıca yatırım ortaklığı, sadece fikir veya başlangıç aşamasındaki girişimlere değil, büyüme ve gelişme aşamasındaki işletmelere de fon sağlayabilmektedir. Bu tür işletmelerin riski başlangıç aşamasındakilere oranla daha düşüktür. Böylelikle yatırım, değişik gelişim aşamasındaki girişimlerden oluşturulan portföy ile yatırımcıların riskinin azalmasına katkıda bulunacaktır.

1.3.7.6 Otofinsanman Mekanizması

Girişimin, kendisine fon sağlayan kuruma anapara ve faiz biçiminde bir geri ödeme zorunluluğu olmadığı için, böyle bir finansman biçimi işletmenin faaliyet dönemindeki otofinansman imkânını daraltmaz. Bu durum özellikle girişimin piyasaya girdiği başlangıç döneminde nakit sıkıntısı ve ödeme güçlüğüne düşme ihtimali büyük ölçüde azaltarak işletme başarısına ve yatırımın gelişmesine çok önemli bir katkı sağlayacaktır.

1.3.7.7 Uzun Vadeli Yatırım

Risk sermayesi yatırımları uzun vadeli dirler, kısa dönemli (likit) değildirler. Risk sermayesi şirketleri daha önce denenmemiş, uygulanmamış düşünceleri finanse etmekte, riski oldukça yüksek denebilecek bir yatırıma girmiş olmaktadır. Risk yüksekliğine paralel olarak beklenen kârlılık da yüksektir. Ancak bu kârlılığa ulaşabilmek oldukça zaman alacaktır⁽⁶⁶⁾. Yatırımın geri dönüş süresi beş ilâ on yıl arasında değişmektedir. Risk sermayesi, teknolojik yeniliklerle ilgili yatırımlar olduğundan,

⁽⁶⁶⁾ Nurgül R. CHAMBERS: a.g.m., s.75.

yatırımın özelliklerine bağlı olarak, gerektiğinde çok miktarlarda nakit tutarlarına da ulaşabilir.

1.3.7.8 Teknoloji Transferi

Risk sermayesi finansman yanında ekonomide hayati bir öneme sahip teknoloji transferini de sağlamaktadır. Böylece geliştirilmiş ürünlerin veya yöntemlerin ülke içinde yeniden bulunması çabaları ve eğilimi önlenmiş olmaktadır. Bunun sonucunda ülke içindeki araştırma geliştirme kapasiteleri ve bunlar için yapılan harcamaları diğer verimli alanlarda kullanma olanakları oluşmaktadır⁽⁶⁷⁾.

1.3.7.9 Yenilikçi Ürünler

Okul ve iş yaşamında sıkça kullanılan yapıştırmalı not kağıtları “Post-it”, veya “tipp-ex” kapatıcı boyaları ile temizlikte kullanılan “scotch-brite” temizlik süngerleri vb. ürünleri icat ederek piyasaya sunan şirketlerin finansman ihtiyaçlarını karşılamak, risk sermayesinin temel özelliğidir. Bu ürünler piyasada başarılı olması durumunda, yüksek kar marjları ve büyük piyasa payları elde edebilmektedir⁽⁶⁸⁾.

1.3.7.10 Sermaye Piyasası Yatırım Aracı

Risk sermayesi yatırımlarında; hisse senedi, hisse senedine dönüştürülebilir tahvil ve hisse senedi satın alma hakkı veren tahvil kullanmakla birlikte temel yatırım aracı hisse senedir. Çünkü, genellikle risk sermayesi yatırımı öz kaynak yatırımdır. Öz kaynak yatırımının karşılığı da hisse senedir. Bireysel risk sermayedarlarının da genellikle öz kaynak yatırıma benzer risk sermayesi yatırımı yaptıkları kabulünden hareketle; bireysel risk sermayedarları yatırımlarını hisse senedi karşılığında yapmaktadırlar. Bundan hareketle de risk sermayesinin yatırım aracı olma özelliği ve bir yatırım aracı veya alanı olması şu şekilde izah edilebilir.

Tasarruf sahipleri, risk sermayesi sektöründe değerlendirmek istedikleri fonlarını doğrudan girişimci birey veya işletmelere değil aracılık fonksiyonu gören risk sermayesi şirketlerine yapmaktadırlar. Risk sermayesi şirketleri de tasarruf sahiplerinden topladığı fonları girişimcilere aktarmaktadır⁽⁶⁹⁾. Böylelikle dolaylı olarak tasarruf sahipleri risk sermayesi yatırımı yapmış olmaktadır. Bunun sonucu olarak da tasarruf sahipleri, amaçlanmış olduğu gibi ortak işletmeciliği değil; sermaye

⁽⁶⁷⁾ Kürşat TUNCEL, a.g.e., s.22.

⁽⁶⁸⁾ <http://www.spk.gov.tr/bilgi/risksermayesi.htm> 22.01.2006.

⁽⁶⁹⁾ William SHALMAN: a.g.e., s.503.

yatırımı gerçekleştirmiş olmaktadır.

Tasarruf sahipleri, fonlarını aktardığı risk sermayesi şirketinden veya risk sermaye şirketinin finanse ettiği girişimci işletmeden; fonlarının veya koydukları sermayenin karşılığında bir menkul kıymet; genellikle de hisse senedi almaktadır⁽⁷⁰⁾.

Menkul kıymetler; ortaklık veya alacak hakkı sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan ve ibareleri aynı olan kıymetli evraktır⁽⁷¹⁾. Tanımdan da anlaşılacağı üzere menkul kıymetler yatırım aracı olma özelliğine sahiptir. Dolayısıyla bir menkul kıymet olan hisse senedinin de yatırım aracı olma özelliği vardır. Yani piyasası, pazarlanabilme imkanı veya likidite özelliği mevcuttur. Zaten risk sermayesi yatırımdan çıkış süreci veya risk sermayesi yatırımının likiditasyonu menkul kıymetler borsasında gerçekleşmektedir.

Risk sermayesi yatırımı; risk sermayedarına yatırım aracı olma özelliği olan bir yatırım imkanı verirken aynı zamanda bireysel yatırımcının amaçlarına da karşılık gelmektedir. Şöyle ki; yatırımcının yatırdığı sermayenin değerini korumaya veya değer artışı sağlama ve belirli bir gelir sağlama amaçları risk sermayesi yatırımda da gerçekleşmektedir. Bundan dolayı risk sermayesi tasarruf sahipleri için bir yatırım alanı, bir yatırım alternatifidir.

Risk sermayesinin belirtilen temel özellikleri ile birlikte bazı alt özellikleri de vardır. Bu özellikler;

Risk sermayesi şirketleri yeni stratejik ve riskli yatırımların yapılmasına yardımcı olurken, aynı zamanda toplumsal kalkınmaya da imkan sağlamaktadır. Bir taraftan teknoloji üretimi ve stratejik yatırımlar yapılırken diğer taraftan da istihdam artışı olmaktadır. Risk sermayesi ekonominin rekabet gücünü artırarak dış ticaret değerlerine olumlu bir etki yapmaktadır.

Sermayesi olmayan, yüksek gelişme potansiyeline sahip ve rekabet üstünlüğü olan işletmelere uzun vadeli yatırım yapılmaktadır. Temel amaç, sermaye veya değer artış kazancı sağlamaktır. Örneğin, 10 firmaya yatırım yapılacak, bunlardan bir kısmı yani 6-7 tanesi batacak, fakat geriye kalanların satışından elde edilecek değer artış kazancı zararı kat kat telafi edecektir. Bundan dolayı risk sermayesi

⁽⁷⁰⁾ Nevzat AYPEK: a.g.e., s.48.

⁽⁷¹⁾ Mehmet BOLAK: **Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi** (İstanbul 1994) s.96.

şirketleri vergi kanunları tarafından da teşvik edilmişlerdir⁽⁷²⁾.

Risk sermayesi sektörünün yaşam kabiliyeti, risk sermayesi şirket karlılığının bir fonksiyonudur. Bu karlılığın incelenmesinde iki temel unsur vardır. Birincisi; karlılığın içsel boyutları olarak isimlendirilen risk sermayesi şirketlerinin büyüklüğü ve büyüklüğe dolaylı ya da dolaysız bağlı olarak belirlenen stratejilerdir. Karlılığa ilişkin ikinci değişken grubu, risk sermayesi şirketinin üzerlerindeki herhangi bir etki taşımadığı ya da çok az etki taşıdığı dışsal yada çevresel faktörlerdir. Bu unsurlar, yüksek kar potansiyelli proje akışı sağlayan girişimcilik faaliyetlerinin varlığı ile risk sermayesi şirketlerinin çalışacağı sınırları belirleyen kamu politikalarıdır⁽⁷³⁾. Bu politikalar şirketin gelişim seyrini belirlemede önemli rol oynayan vergisel düzenlemeler ve hukuki uygulamalardır.

Risk sermayesi şirketinin büyüklüğünün önemli bir ölçümü, personel yoğunluğudur. Personel yoğunluğu, personel sayısının yatırılan sermaye miktarına bölünmesiyle bulunur. Personel mevcudiyeti proje değerlendirmede kritik belirleyicidir. Personel sayısı, yatırım yapılan girişimlerdeki ilerlemeyi takip etmeyi ve finansman dışı hizmet sunmayı düşünen risk sermayesi şirketi için, en önemli faktördür.

Risk sermayesi şirketinin yatırımlardaki başarısı, öncelikle uygun bir yatırım fırsatına karar vermeye ve ardından da yatırımın uygun şekilde fiyatlandırılmasına bağlıdır. Halka kapalı şirketlerin fiyatlandırılması, özellikle başlangıç ve erken aşama girişimlerinde oldukça zordur ve genellikle subjektiftir⁽⁷⁴⁾.

1.3.8 Risk Sermayesinde Risk Faktörleri

Bütün yatırımlarda olduğu üzere, risk sermayesi yatırımlarında da risk faktörünün ve dolayısıyla bir takım risklerin bulunması kaçınılmazdır. Adında risk olan bir modelin zaten yapı olarak riskli olması ve bu risk faktörlerini içermesi de doğal karşılanmalıdır. Risk sermayesi yatırımlarının değerlendirilmesinde belirsizlik altında proje değerlendirme teknikleri kullanılmalıdır. Risk sermayesi yatırımlarında var olan risk, yeni bir ürün yaratılması ve piyasada tutulması riskidir. Ancak yüksek riskin yüksek getiriye sağlayacağı da finansman disiplininin temel kavramlarından. Riskin başarıya dönüşmesi durumunda sağlanacak yüksek kâr marjı ve büyük satış hacminden kaynaklanan verimlilik

⁽⁷²⁾ [Http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/EkimDergi2004/Beytullah.htm](http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/EkimDergi2004/Beytullah.htm).10.01.2006.

⁽⁷³⁾ Halil İbrahim BULUT: Risk Sermayesi Karlılığının İçsel Unsurları. **İktisat İşletme Finans**, 183, (Haziran 2001), s.79.

⁽⁷⁴⁾ Halil İbrahim BULUT: Risk Sermayesi Yatırımlarının Fiyatlandırılması. **İktisat İşletme Finans**, 213, (Aralık 2003), s.89.

artışı bu şirketlere ortak olmak suretiyle finansman sağlayan yatırımcının faydasını teşkil eder. Bu çerçevede risk sermayesi, fon fazlasına sahip yatırımcıların, gelişme potansiyeli yüksek olan küçük ve orta ölçekli işletmelerin yatırımlarına yaptıkları uzun vadeli ve yüksek riskli yatırım olarak kabul edilir. Aşağıda bu yatırımda yüksek riski meydana getiren risk faktörleri sıralanmıştır.

1.3.8.1 Teknolojik Risk

İşletmelerin araştırma geliştirme faaliyetleri konusunda yeterince deneyime ve yeterli personele sahip olmamasından veya araştırmayı kapsayacak yeterlilikte olamayışından kaynaklanan risktir⁽⁷⁵⁾. Bu riskin bir başka boyutu ise ürün için tasarılacak teknolojinin başkaları tarafından daha etkin ve verimli bir biçimde, işletmenin tasarımından önceki bir dönemde üretime geçirilerek verimlilik sağlamasıdır. Bir başka ifade ile teknolojik atılımı geri kalmaktır. Teknolojik riskin bir başka biçimi ise demode olma süresinin çok kısa olmasından kaynaklanabilir. Teknolojik yenilik içeren ve mamulün hayat eğrisi kısa olan ürünlerde, pazar koşullarının, ürün yeterli satış hacmine ulaşmadan teknolojisini eksiltme riskidir. Rakip ürünlerin piyasaya çıkması, daha ileri teknolojinin hemen devreye girmesi gibi sebepler bu riskin varlığını güçlendirecek etmenlerdir. Demode olma riskinin en tipik örnekleri arasında bilgisayar yazılımlarındaki eskime hızını gösterebiliriz. Bu gün için yeni bir program üç ay gibi kısa bir sürede eski haline gelebilmektedir. Bu da ileri teknoloji ve bilişim kökenli bir yatırım türü olan risk sermayesi yatırımlarının taşıdığı teknolojik riski göstermektedir.

1.3.8.2 Yönetim Riski

Kaynak aktarılan şirket yönetiminin yönetim fonksiyonlarını yerine getirebilme yeteneğinden yoksun olmasıdır. Yöneticilerin tecrübesiz olmaları, bilgilerinin yetersiz olması, eğitim düzeylerinin yönetim mekanizmasını yerine getirecek yeterlilikte olmaması bu riskin başlıca kaynaklarıdır. Bu gibi faktörlerin etki derecesini minimize etmenin biçimi ise yönetime katılma veya yönetimi ele geçirme gibi bir stratejik yaklaşımın benimsenerek aktifleştirilmesidir. Reaktif yönetim tarzı belirlemiş risk sermayesi şirketleri çoğunlukla yönetimin işlerine karışmadıkları için bu tür bir yaklaşımın riski artıracak muhakkaktır. Ancak yönetim içerisinde organizasyon ve teknik danışmanlık boyutu ile yer almak ta bu riski minimize etmeye yardımcı olabilir.

⁽⁷⁵⁾ Mehmet V. TOROSLU: Risk Sermayesi Finansman Modeli. **Activeline**, 2, (2000), s.2.

1.3.8.3 Finansman Riski

Üretim aşamasında, ürünü pazara eksiksiz taşıyacak ek finansman temin edilememe riskidir. Risk sermayesinde özellikle safha finansmanı sistemine benzerlik gösterir⁽⁷⁶⁾. Buna göre üretim başlamıştır. Ancak üretimden pazara ulaşacak kadar ek finansman ihtiyacı yetersiz kalmıştır. Finansman riskinin bir başka boyutu ise risk sermayedarının stratejik değişiklikler yapmasından kaynaklanabilir. Bunun yanı sıra yatırımın her aşamasında da küçük çaplı finansman riskleri ile karşılaşılabilir.

1.3.8.4 Üretim Riski

Kullanılan teknolojinin çok büyük ölçekli üretime elverişli olmamasıdır. Bu tür bir risk, üretilen örnek ürünün pazarlanabilir bir ürüne dönüştürülememesinde de söz konusudur. Tam tersi bir bakış açısıyla pazarlanabilir konuma gelen ürünün talebi karşılayacak düzeyde olmaması, bir başka deyişle ürünün yeterli sayıda üretilmemesi veya üretim hızının düşük olması da üretim riskidir. Üretim riskinin bir başka kaynağı ise teknolojik riskin yüksek olmasıdır.

1.3.8.5 Pazarlama Riski

Yatırım sonucu elde edilecek ürünün pazarlama aşamasında performansına bağlı olarak meydana çıkacak olan risktir. Pazarın büyüklüğü, pazarın türü, pazarın özellikleri, yüksek rekabet ortamı, tüketim alışkanlıklarındaki değişimler, pazarlama karmasının yeterli güçte olmaması ve yetersiz reklam gibi unsurlar bu riskin başlıca kaynaklarıdır. Yönetim riskinin özellikle pazarlama yönetiminden kaynaklanan riski bu riskin de temelini oluşturur.

Yukarıda belirtilen risk faktörlerinin yanı sıra tipik risk faktörleri olan, ekonomi riski, enflasyon riski, faiz riski, endüstri riski gibi risk faktörleri de olası her yatırımda olduğu gibi risk sermayesi yatırımlarına etki etmektedir.

1.4 RİSK SERMAYESİNİN FİNANSAL VE TEKNİK BOYUTU

Risk sermayesi yatırımlarında nakit akışlarının belirsizliği hatta yatırımın ilk yıllarında negatif

⁽⁷⁶⁾ Kürşat TUNCEL: a.g.e., s.6.

olması, yatırımların uzun vadeli olması, nakit akışlarındaki belirsizliğin getirdiği riskin yüksek olması; fon kaynaklarını ciddi boyutlarda kısıtlamaktadır. Bir diğer ifade ile görelî olarak riskli ve likiditesi düşük olan sermaye yatırımlarına katılacak yüksek faiz ve karlılık beklentilerine sahip birey veya kurumların fonlarına ihtiyaç vardır.

Risk sermayesi finansman modelinin işleyiş süreci, düşüncenin olgunlaşmasından piyasaya sürülmesine kadar, yeni bir ürün için kurulan ya da var olan genç bir işletmenin, kaynak gereksiniminin karşılanmasına dayanmaktadır.

Yatırımın finansmanı, büyüme potansiyeline sahip işletmeler için söz konusudur. Bu husus, finanse edilenler açısından büyüme anında ek sermaye ihtiyacının doğabileceği anlamı taşır. Potansiyel ek yatırım ihtiyacının yanı sıra yönetim giderlerinin de belirlenmesi gerekir.

1.4.1 Risk Sermayesinin Fon Kaynakları

Risk sermayedarlarını öncelikle bireysel ve kurumsal risk sermayedarları olarak iki gruba ayırmak mümkündür. Bireysel yatırımcılar devamlı olarak, yatırım yapılacak yeni girişimler arar. Genellikle proje veya yeni kurulma aşamasındaki girişimleri tercih ederler. Ayrıca sermaye katkısı sağladıkları girişimin yönetiminde de aktiftirler. Kurumsal risk sermayedarları ise, birçok işletmeye risk sermayesi yatırımı yaparak riskini dağıtmaya çalışırlar. Yaptıkları yatırımın yönetiminde de aktif değillerdir.

Bireysel ve kurumsal risk sermayedarı olarak gruplandırılan risk sermayesi sektöründe kullanılan fonların değişik ülkelerde; emeklilik fonları, sigorta fonları, dış fonlar, banka fonları, büyük şirket ve sermaye gruplarının kaynakları gibi farklı kaynaklardan sağlandığı görülmektedir. Bu bölümde risk sermayesine kaynak aktaran fon grupları incelenmiş ve modelin finansal boyutu ortaya konmaya çalışılmıştır.

1.4.1.1 Ticari Bankalar

Birçok ülkede, bankaların şirket hisselerini satın alarak iştirake bulunmaları sınırlanmıştır. Ancak bazı ülkelerde devlet; küçük girişimcilerin korunması ve teşvik edilmesi amacı ile, bankaları risk sermayesi yatırımlarına yönlendirmektedir. Bu nedenle, birçok ülkede bankalar, kurdukları risk

sermayesi şirketleri ile sektörden pay almaktadırlar⁽⁷⁷⁾.

Bankalar, birçok küçük işletme yatırım şirketinin hem kurucusu hem de sahibidir. Ülkemizde de halka arz olan yatırım ortaklıklarına baktığımızda bankalara ait kuruluşlar olduğunu görmekteyiz.

1.4.1.2 Yatırım Bankaları

Günümüzde birçok yatırım bankası; kârlılık ve başarı beklentisi yüksek, teknolojiye yönelik, genç ve küçük işletmelerin halka açılmalarına aracılık etmek için rekabet etmektedir. Yatırım bankaları açısından isabetli kararlar alınması halinde, son derece yüksek kazançlar sağlayan bu tür işlemler için, birçok yatırım bankası risk sermayesi fonu oluşturarak kaynak aktarımı sağlamaktadır.

1.4.1.3 Sigorta Şirketleri

Sigorta şirketleri, genellikle başlangıç aşamasındaki yatırımlara küçük bir payla katılmaktadırlar. Şirket, kârlı sektörde öncü ve güçlü bir konuma gelince, sigorta şirketleri paylarını artırmaktadırlar. Bu nedenle başlangıçtaki fon miktarları düşüktür. Ancak girişimci firmanın riski azaldıkça, sigorta şirketlerinin aktardığı kaynak miktarı da artış gösterir. Özellikle Batı Avrupa ülkelerinde sosyal güvenlik sistemi oldukça gelişmiş olduğundan, bu ülkelerde sigorta sektöründen aktarılan kaynak miktarı çok yüksek oranlara ulaşabilmektedir. Son dönemde ülkemizde görülen bireysel emeklilik çalışmaları sonrasında birkaç yıl içinde ülkemiz risk sermayesi yatırımlarında sigorta şirketlerinin daha etkin bir fon aktarıcı olması beklenmektedir.

1.4.1.4 Yatırım Grupları

Bazı zengin; doktor, avukat, mühendis ve üst düzey yöneticiler ile nakit zengini bireyler ve şirketler, bir araya gelerek yatırım gruplarını veya kulüplerini oluşturarak, risk sermayesi yatırımlarına fon akışı sağlarlar. Bu duruma, İngiltere’de risk sermayesi uygulamalarının gelişmesinde oldukça öneme sahip olan kulüpler en tipik örnek olarak verilebilir.

1.4.1.5 Vakıflar

Ellerindeki fonları etkin kullanarak üyelerinin daha fazla fayda temin etmelerini sağlamak

⁽⁷⁷⁾ Ali CEYLAN: Finansal Teknikler, s.107.

amacıyla genellikle menkul kıymetlere yatırım yapan vakıflar, günümüzde önemli fon kaynakları arasına girmiştir. Risk sermayesi yatırımlarında temel amaçlardan olan hisse senedi ihracı gerçekleştikten sonra bu hisseler vakıflar tarafından uzun vadeli olarak talep görür ve fon akımı gerçekleştirilir.

1.4.1.6 Yatırım Fonları

Risk sermayesi yatırım fonları, temelde portföy varlıklarının seçimi açısından diğer yatırım fonlarından ayrılır. Risk sermayesi yatırım fonları portföylerin de diğer yatırım fonlarına oranla daha fazla sayıda küçük ve yeni faaliyete geçmiş şirketlere yatırım yaparak risk üstlenmiş olup, dolayısıyla fon sağlamış olurlar.

1.4.1.7 Üniversiteler ve Kamu Kuruluşları

Artan eğitim masrafları karşısında üniversiteler az riskli, az kazançlı yatırım stratejilerinden vazgeçerek, daha yüksek gelir getiren, dolayısıyla risk derecesi daha yüksek yatırımlara yönelim göstermişlerdir. Bugün için, özellikle de gelişmiş ülke üniversitelerinde teknoparkları, teknoloji geliştirme merkezlerini ve bunlara bağlı eğitim organizasyonlarını görmek mümkündür. Ayrıca modelin yeni olmasına binaen birçok ülkede devletin, teşvik etmek ve gelişimi sağlamak için bizzat katkı sağladığı veya yön gösterdiği görülmektedir.

1.4.1.8 Nakit Zengini Şirketler

Exxon, Philips, General Motors, IBM, Xerox gibi çok büyük işletmeler, özel yatırım gruplarını ve bunların personellerini umut veren yeni yatırımlara davet ederler. Bu tür şirketlerin yatırım stratejileri, kendileri ile aynı pazar doğrultusundaki yatırımlara finansman sağlamak şeklinde özetlenebilir.

1.4.1.9 Bireyler

Bu grupta genellikle 3-5 ya da 10 yıllık bir dönem sonunda, yüksek oranda bir riske katlanarak çok büyük oranda kar elde etmek isteyen yüksek gelir gruplarındaki bireylerin tasarrufları veya risk

sermayesi yatırımında bulunmak üzere kurdukları işletmeler yer alır⁽⁷⁸⁾.

1.4.2 Risk Sermayesi Sisteminin Yatırım Aşamalarına Göre İşleyiş Süreci

Risk sermayesi finansman modelinin işleyiş süreci, düşüncenin olgunlaşmasından piyasaya sürülmesine kadar, yeni bir ürün için kurulan ya da var olan genç bir işletmenin, kaynak gereksiniminin karşılanmasına dayanmaktadır.

Yatırımın finansmanı, büyüme potansiyeline sahip işletmeler için söz konusudur. Bu husus, finanse edilenler açısından büyüme anında ek sermaye ihtiyacının doğabileceği anlamı taşır. Potansiyel ek yatırım ihtiyacının yanı sıra yönetim giderlerinin de belirlenmesi gerekir.

İşleyiş süreci belirli aşamalar kaydederek yatırıma dönüşür. Bu aşamalara geçmeden önce konu ile ilgili bazı kavramlara değinmek yararlı olacaktır.

Risk Sermayesi şirketinin yatırım yaptığı firmadan sağladığı hisse senedi veya opsiyon tutarına “curried interest” denilmektedir. Bu tutar genellikle %20 oranındadır. Öte yandan risk sermayesi şirketine gelen yatırım tekliflerinin sayısı “deal flow” olarak isimlendirilir.

Firmanın kuruluşundan 2 veya 3 yıl sonra büyüme ve gelişme için gerekli olan ekstra fon ihtiyacının giderilmesi amacıyla yapılan risk sermayesi yatırımlarına gelişme sermayesi “development capital” denmektedir. Risk sermayesinin büyük bir miktarı bu tür yatırımlar da kullanılır. Getiri ve risk nispeten daha düşüktür.

Zor durumda olan firmalarda risk sermayesi şirketinin girişimci şirketi kara geçirmek, yönetimi değiştirmek yada güçlendirme amacıyla fırsatlar aramasına “recovery financing” adı verilir. Bazı risk sermayesi şirketleri bu amaçla bu tür yatırımları belirlemek ve yönetmek amacıyla nakit uzmanları istihdam ederler. Mevcut ortakların hisselerinin bir kısmını veya tamamını satması için sağlanan fonlara ise “replacement capital” denir.

Uygulamada büyük firmalar küçük firmaların hisse senetlerini ele geçirmekte veya onla joint venture anlaşmaları yaparak küçük firmaların avantajlarından yararlanmaktadır. Büyük firma finansal

⁽⁷⁸⁾ E. Abdülgaffar AĞAOĞLU: Türkiye’de Özelleştirmeye İlişkin Yapılan Temel Yanlıların Genel Bir Değerlendirmesi ve Girişimcilik Sermayesi Ağırlıklı Model Önerisi-Özelleştirme Serisi II. **Uzman Gözüyle Bankacılık**, 8, (Aralık 1994), s.79.

destek vermekte, yönetici temin etmekte, üretilen mala dağıtım kolaylıkları sağlamaktadır. Karşılığında ise küçük firmanın yaratıcı gücünden ve geliştirmekte olduğu yeni ürün ve teknolojiden yararlanmaktadır. Bu şekilde büyük firmalar küçük firmaları ele geçirmektedir (Corporate Venturing).

Herhangi bir projenin finansmanı amacıyla iki taraf arasında yapılan anlaşmaya ortak girişim “Joint Venture” denir. Bu tür anlaşmalar genelde teknolojik yeniliklerle ilgili projelerde yapılmaktadır. Anlaşmalar çoğunlukla sadece tek bir proje ile sınırlı olmaktadır ve ortaklık (şirket) kurulması söz konusu değildir. Projeye yatırım yapan kişi; o projenin gelişimi için gerekli olan maliyetleri yapılan anlaşma çerçevesinde karşılamaktadır. Karşılığında ise hasılatın pay alınmaktadır. Projenin başarısızlığı halinde ise yatırılan para girişimciye geri istenmemektedir.

Risk sermayesi şirketi, yatırım yaptığı firmanın hisse senetlerinin değer kazanması halinde mevcut hisselerini borsada elden çıkarabilir veya başka firmaya satabilir. Bu işleme risk sermayesi şirketinin yatırımdan çıkışı denir. Bu durumda firma bir başka risk sermayesi şirketi tarafından yeniden finanse (refinancing) edilebilmekte veya hisse senetlerinin tamamı firmanın mevcut yönetimi tarafından satın alınmaktadır. Yeniden finansman anlaşması sadece firmanın faaliyetlerinin olumlu gitmesi halinde değil, olumsuz olması durumunda da imzalanabilmektedir. Çünkü faaliyetlerinin olumsuz olduğu dönemlerde fon ihtiyacı artmıştır. Olumlu olduğu durumda ise mevcut yöneticiler; daha önceki risk sermayesi kurumu ile veya yeni bir finansman kurumu ile birlikte lehlerinde avantaj sağlayacak şekilde anlaşma imzalayacaktır.

Firma içinden doğan fikirlerin yine aynı firma içerisinde geliştirilmesine “internal venture development” denilmektedir. Bu yöntemde ana firmanın kontrol olanağı ve riski yüksek olmaktadır⁽⁷⁹⁾.

Büyük kurumsal yatırımcıların kendi bünyelerinde oluşturdukları fonlar “captive funds” (kapalı fonlar) ile yatırım yapması ve firmanın yönetim ekibini oluşturmaya “semi-captive funds” (yarı kapalı fonlar), kurumsal yatırımcıların risk sermayesinde uzmanlaşmış fonlar kanalıyla dolaylı olarak yatırımda bulunduğu fonlara ise (bağımsız fonlar) denilmektedir. İşleyiş sürecinde yer alan temel aşamalar için gerekli olan bu kavramları ifade ettikten sonra yatırım aşamalarını sırası ile ele alınmaktadır.

⁽⁷⁹⁾ Tony LORENZ: **Venture Capital Today** (Londra, 1989), s.9.

1.4.2.1 Çekirdek Sermayesi veya Fikirlerin Finansmanı

Bu aşamada firma henüz kurulmamıştır. Müteşebbis bir fikir geliştirmiştir, ancak henüz ne teknik ne de ticari bir biçim almamıştır. Risk sermayedarının rolü, yeni ürünün, hizmetin ya da işletme planının özelliklerini geliştirirken müteşebbisi finanse etmektir. Bu aşama ABD’de genelde 1 yıllık bir süreyi kapsar. Bu aşamada yapılan yatırım, projenin uygulanabilir olup olmadığı henüz bilinmediğinden en riskli yatırım biçimidir. Tahminlere göre işletme projelerinin %70’i bu aşama sonunda uygulanamaz bulunup sonlandırılmaktadır.

Proje aşamasında finanslama en spekülâtif devre olup, aynı süre içinde yüksek gelir elde etme olanağı mevcuttur. Örneğin, bir yatırımcı, portföyündeki menkul kıymetlerin değerini 5 yıl içinde 2 katına çıkarmayı bekliyorsa, projenin finansmanı aynı süre içinde 10 kat getiri sağlama potansiyeli taşır. Risk sermayesi kullanılarak finanse edilen yatırımların en sabır isteyen olan tasarım devresi yatırımları genellikle başlangıç devresi finansmanından 2-3 yıl önce yapılmakta ve kazanç sağlamak için 8, 10 veya 12 yıl bekleme olasılığı baştan kabul edilmektedir. Ancak çoğu risk sermayedarı yatırımlarının 5-7 içinde beklenen getiriyi sağlayacağı amacıyla çalışmaktadır. Dolayısıyla uzmanlaşmış risk sermayedarlarının %90’ı nadiren bu devredeki yatırımları tercih etmektedir⁽⁸⁰⁾. Ülkemizde en yetkin kurumlardan olan KOSGEB’in çalışmaları da incelendiğinde bu aşama projelerin çok fazla tercih edilmediği görülmektedir.

Çekirdek sermayesinde iki türlü seçenek söz konusudur. Bunlardan birincisi; girişimcinin payını bozmadan büyük çoğunluğu borçlardan oluşan bir finansman paketi kullanmak ikincisi ise; başlangıçtaki borçlanma oranını minimumda tutup dışarıdan ortak kabul etmektir.

1.4.2.2 Başlangıç Sermayesi

Başlangıç safhası, yaygın olarak, risk sermayesi faaliyetlerinin esası sayılmaktadır. Çünkü, “başlangıç” ve “risk sermayesi” terimleri çoğunlukla aynı anlamda kullanılır. Risk sermayesinin belki de en heyecanlı ve riskli tarafı; yeni teşebbüsün genellikle AR-GE döneminin ardından faaliyete geçirilmesidir. Başlangıç safhasında, hem müteşebbis hem de sunacağı ürün veya hizmet deneme aşamasındadır ve finansman ihtiyacı yüksektir. Girişimcinin bütün bu finansmanı tek başına karşılaması ise oldukça güçtür.

⁽⁸⁰⁾ F.Esra İŞERİ: Risk Sermayesi Ne Zaman Kullanılır. **Dünya** (31 Aralık 1992), s.2.

Yeni teşebbüslerin birçoğu, tanıdıkları sektörde kendi işlerini kurmak isteyen deneyimli kişilerce oluşturulmaktadır. Araştırma kuruluşlarından veya büyük şirketlerden ayrılanlarda yeni teşebbüs açma isteği duyar. Risk sermayedarı, sektör alanında deneyimli biriyle veya sermayesi olan kişiler ile ortaklık inşa eder.

Profesyonel risk sermayedarları tarafından, başlangıç aşamasındaki girişimcilerin iş planı dikkatle incelenmektedir. Pazar büyüklüğü, büyüme ve pazardan alınacak pay konularında girişimcinin tasarıları, hem risk sermayedarlarının kendi kadrosu tarafından, hem de yabancı uzmanlar tarafından sorgulanmaktadır. Girişimcinin yönetim kadrosu, kabiliyet, şahsi uygunluk ve mali sorumluluk bakımlarından çok sıkı biçimde değerlendirilmesi gerekir.

Kuracağı yeni teşebbüsü kontrolü altında tutmak isteyen, ancak kendi kaynaklarını tüketmiş bulunan girişimci açısından, başlangıç aşaması zorlu pazarlık süreci sonunda oluşturulabilir. Diğer yandan, gerekli finansmanın %90 veya daha fazlasını sağlaması istenen risk sermayedarı bununla orantılı bir hisseye sahip olmayı talep eder, bu hisse onun sonuçta elde edeceği ödülünde dayanağıdır.

Günümüzde borç finansmanı son derece avantajlı şartlarda sağlanabilmektedir. Kişisel garanti, rehin aramadan bulunan krediler, devletin sağladığı borç garanti sistemleri, kolay finansmanın kapılarını açmıştır. Başlangıç aşamalarının finansmanında, risk sermayedarlarının tercih ettiği borç/öz kaynak yapısı ilgili önemli sorunların yanı sıra, bunlarla uzlaştırılması zor bir başka sorun olarak, bazı sermaye sahiplerinin daha başlangıçta gelir elde etme arzuları ortaya çıkmaktadır.

Başlangıç aşamaları, şüphesiz bütün risk sermayedarlarının hayal ettiği kazançların en zengin kaynağıdır. Aynı zamanda, başarısız kalmış projelerinde mezarlığıdır. Çekirdek sermayesi projelerine nazaran, başlangıç aşamasındaki riskler daha büyüktür. Çünkü yatırım miktarı çok yüksektir. Başlangıç aşamaları, risk sermayedarlarının yakından ilgi ve çabasını zorunlu kılar. Elverişli şartlar sonucunda, başlangıç aşamaları tamamlanıncaya kadar, bu işe para yatıranlar, ilk taahhütlerinin birkaç katı büyüklüğünde ek finansman sağlamak zorunda kalabilirler.

Başlangıç aşamasında çok rastlanan bir özellik olarak, risk sermayedarı, yatırım sırasında ikinci bir yönetim kadrosu oluşturma ihtiyacı hissetmesidir. Bu şekilde sermayedar yatırımda ortaya çıkabilecek yönetsel riski minimize etmeyi düşünür ve aktif katılım ile çalışmalarını sürdürür.

1.4.2.3 Erken Aşama ve Geçit Finansmanı

Bu aşamada firma, pazara sürdüğü bir mal ya da hizmete sahiptir. Fakat, bir marka imajı ve önemli bir pazar dilimi yoktur. Bunların oluşması uzun süre alır ve yüksek tutarda yatırım gerektirir. Bu aşama süresince, firma piyasadaki rakipleri ile karşı karşıyadır. Üstelik diğer kaynaklardan fon temininde de güçlük çekmektedir. Firma bu aşamada yönetsel bazı zorlukları da göze almıştır. Bu zorlukların üstesinden, genellikle risk sermayedarlarının maddi ve yönetsel destekleri ile gelinebilmektedir.

Geçit finansmanı aynı zamanda ikinci aşama finansmanı olarak da ifade bulur. Bu aşamada, daha önce alınmış bulunan sermaye tükenmiş durumdadır. Ancak üretim veya hizmetin devamı için ek sermaye ihtiyacı baş göstermiştir. Bu aşamada kullanılan sermaye erken aşama risk sermayesidir.

1.4.2.4 Büyüme-Gelişme Sermayesi

Faaliyetini devam ettiren bir firmanın gelişmesi “organik büyüme” veya “ele geçirme” şeklinde olabilir⁽⁸¹⁾. Risk sermayesi yatırımlarında, her iki büyüme şekli farklılıklar arz eder. Organik büyüme; yeni veya daha büyük fabrika ve depolar, yeni ürünler, yeni pazar ve uluslararası gelişme anlamı taşır. Ele geçirmede ise aynı amaçlara mevcut işletmenin satın alınması ile ulaşılmaktadır.

Her iki büyüme alternatifinde de yatırımcı için, mevcut aktiviteler ve gelişmenin getireceği yenilikler hakkında detaylı bilgi içeren bir planın hazırlanması gerekir. Ele geçirmenin söz konusu olduğu hallerde, yatırımcı satıcının ihtiyaçlarına cevap vermeli ve kendisi ile alıcı arasındaki çıkar ilişkisi korunarak devam ettirilmelidir.

Birçok durumda alıcı, mevcut bir yatırım firması olmaktadır. Çünkü; yatırımcı, yatırım yapılacak olan firmayı tanımakta ve yatırım prosedürü hakkında bilgi sahibi olmamaktadır. Böyle bir durumda ise yatırımcı, herhangi bir yatırım şirketi kanalıyla gerçekleştirmek istemektedir. Yapılan anlaşma ve sözleşmeler yatırımcı, satıcı ve alıcı arasında imzalanmaktadır.

Ele geçirme amacıyla yapılan finansman yatırımları bazen risk sermayedarlarının henüz yatırım yaptığı firmalara uygulanmaktadır. Alıcı, ele geçirme amacıyla gerekli olan finansman ihtiyacının sağlanabilmesi için risk sermayedarına yardım teklifinde bulunabilmektedir. Eğer risk

⁽⁸¹⁾ Tony LORENZ: a.g.e., s.60.

sermayedarı yatırımdan gerekli performansı sağlayabilmiş ise, aynı firmaya daha fazla yatırım yapma riskine girmek yerine veya yatırımı tasfiye etmek yerine, yeni bir alıcı arayabilmektedir.

1.4.2.5 Köprü Finansmanı ve Ara Finansman

Köprü finansmanı, bir şirketin daha fazla risk sermayesi sağlayana ya da borsada satış yapılıncaya kadar finanse edilmesine yardım eder. Genellikle varantlı tahviller aracılığıyla sağlanan bu sermaye, genelde daha önceden bazı yatırımcıların yatırım yaptığı firmalara yatırılmaktadır.

Ara finansman ise, aslında bir köprü finansmanı biçimi olup, iki yıldan daha az bir vade yapısına sahip olması beklenir. Bu finansman, getiri açısından özsermaye ve borç arasında bir yerde olup, bir özel şirkete devir ve satış, yada halka arza dek sağlanan son finanse etmedir. Genellikle yüksek faizli tahviller yada ayrıcalıklı pay senetleri aracılığıyla yapılan bu finansman biçimi şirketin yöneticileri tarafından satın alınması içinde kullanılabilir.

Belirtildiği üzere ara finansman; banka borcu ile öz kaynaklar arasındaki bir finansman biçimidir. Her iki finansman türünün özelliklerine haizdir. Orta derece bir getiriyi sağlayabilmek için orta derecede bir riske girmeyi gerektiren satın alma kapitalizasyonu şeklinde düşünülebilir.

Tipik bir finansmanın geri ödemeleri, banka borçlarının geri ödemelerinin bitmesini takiben yapılır. Genelde, geri ödemeler 5 yıl sonra başlamakta vade ise 10 yıla kadar uzayabilmektedir.

1.4.2.6 Diğer Geç Aşama Yatırımları

Temel aşamaların yanı sıra diğer geç aşama yatırımlar yerine koyma sermayesi, şirket kurtarma finansmanı ve şirket paylarının satın alınması olarak bilinir.

Yerine Koyma Sermayesi: Bu tür yatırımlar, hissedarların ellerindeki mevcut payların bir kısmının satın alınması şeklinde yapılmaktadır. Bazı büyük fonlar, yatırımlarının yarısını bu aşama yatırımlar için tahsis etmişlerdir. Girişimcinin borsaya kote olmayı arzu etmemesi veya ortaklar ile aile bireyleri arasındaki anlaşmazlıklar bu yönetime başvurulmasını gerekli kılabilir.

Yerine koyma sermayesine dayalı yatırımlar sadece mevcut payların satın alınması şeklinde görülmekte ise de yatırımı yapan taraf, firmanın gelişmesi için daha sonra finansman desteği vermektedir. Günümüzde daha az tercih edilen bir risk sermayesi yatırım şeklidir.

Şirket Kurtarma Finansmanı: Geç aşama yatırımlarından birisi olan şirket kurtarma finansmanı günümüzde çok az tercih edilmektedir. Borsaya kote edilmeyen bir firma için şirket kurtarma operasyonu erken aşamada veya geç aşamada yapılabilmektedir⁽⁸²⁾. Çeşitli nedenlerden ötürü başarısızlığa uğrayan firmalar çoğunlukla ilk destekleyicileri tarafından (orijinal backers) erken aşamada kurtarılmaya çalışılmaktadır.

Şirket kurtarma finansmanları önemli bir çabayı gerektirmektedir. Öncelikle bankalarla yapılan anlaşmaların yenilenerek kredi alma olanakları araştırılmalıdır. Her şeyden önce yönetim ekibinin değişmesi istenmektedir. Böyle bir durumda ilk yatırımcının sadece danışman rolünü üstlenmesi veya firmayı tamamen bırakması talep edilir. Şirket kurtarma operasyonlarının çoğunda, risk sermayedarı tarafından sağlanacak olan fon tutarının büyük olması gerekmektedir. Bu husus da risk sermayedarlarının şirket kontrolünde çoğunluğu sağlamasına ve bir dışardan satınalma operasyonuna yol açmaktadır. Kriz dönemlerinde aktif yönetim, en ideal risk sermayesi yönetim şeklidir. Risk sermayedarı tek başına veya dışarıdan atanacak olan bir yönetim kurulu başkanı ile günlük alınacak kararlarda, kriz dönemi boyunca aktif rol almalıdır. Kriz dönemi 6 ay sürebileceği gibi yıllarca da devamlılık gösterebilir. Risk sermayedarının vereceği en önemli karar, firmanın eski haline dönmesi ile birlikte kârlılığının artıp artmayacağıdır. Bu durumda risk/getiri analizleri de çok önem taşıyacaktır. Çünkü yatırım çok zor durumda olan bir firmayı yeniden kaldırmak gayesi ile gerçekleşmektedir. Bu da riskin getiriden daha fazla belirleyici faktör olması sonucunu doğuracaktır.

Şirketi kurtaran risk sermayedarı söz konusu firmayı, başarıya ulaşması halinde, çoğunlukla aynı sektördeki büyük bir şirkete satmaktadır. Böylece orta düzeyde bir sermaye kazancı sağlanmaktadır. Bu kazanç yatırım tutarının 2-3 katından daha fazla olmaktadır. Ancak bir çok şirket kurtarma operasyonu başarısızlıkla sonuçlanmaktadır. Bu nedenledir ki çok az sayıda risk sermayesi şirketi bu tür yatırımların finansmanına risk sermayesi aktarmaktadır.

Şirket Paylarının Satın Alınması: Bazen geç aşama finansmanı, bazen de çıkış aşaması olarak ele alınabilecek bir uygulama şirket paylarının birilerince satın alınmasıdır. Bu kişiler;

- Şirketin yöneticileri olabilir (Management buy-out:MBO)
- Üçüncü kişiler olabilir (Leveraged buy-out:LBO)
- Başka bir şirketin yöneticileri olabilir (Management buy-in:MBI)

⁽⁸²⁾ Tülay ZAIMOĞLU: a.g.e., s.81.

- MBO ve MBI'nin bir kombinasyonu olabilir (Buy-in management buy-out:BIMBO)
- Şirketin Çalışanları olabilir (Employee Stock Ownership Plan:ESOP)

Şirket paylarının satın alınması işlemleri ekonomideki devrelere bağlı olarak artıp azalabilmektedir. Ancak risk sermayesi şirketlerinin, bu işlemlere yoğunlaştığı ve bunun artarak devam ettiği söylenebilir.

1.4.2.7 Yatırımdan Çıkış

Yatırımdan çıkış, risk sermayesinin işleyiş sürecinin son aşamasıdır. Yatırım yapılan girişimci teknolojik ve ekonomik gelişmesini tamamlayıp, belirli bir büyüklüğe ulaşmasından sonra, risk sermayesi yatırımcısı yatırımdan çıkar. Çünkü bu aşamada yatırım yapılan işletmenin hisse senetleri piyasada değer kazanmaya başlamıştır. Bu zaten risk sermayesi yatırımının yıllardan beri beklenen temel amacıdır. Hisse satışı ile beraber diğer önemli çıkış mekanizmaları 5 şekilde görülmektedir. Bunlar;

- Şirketin başka bir şirkete satılması,
- Payların şirketin kendisi tarafından geri alınması,
- Şirketin bir başka yatırımcıya satılması,
- Şirketin yeniden organize edilmesi,
- Şirketin tasfiye edilmesi.

Yapılan bir araştırmaya göre risk sermayesi yatırımlarının büyük bir bölümü halka açılmayı tercih etmiştir⁽⁸³⁾. Bunun yanı sıra ele geçirme operasyonları da sıklıkla tercih edilmektedir. Yatırımdan çıkış aşamasına, yatırımın likidasyonu da denilmektedir.

⁽⁸³⁾ Tony LORENZ: a.g.e., s.48.

BÖLÜM II

RİSK SERMAYESİNİN DÜNYA VE TÜRKİYE UYGULAMARI

2.1 RİSK SERMAYESİNİN DÜNYA EKONOMİSİNE ETKİSİ

Avrupa’da risk sermayesi yatırımları rekor seviyeye 2004 yılında ulaşarak yaklaşık 36,6 milyar Euro’ya ulaşmıştır. İngiltere ve Amerika’da ise bu rakam daha yukarılardadır. Sektör günümüzde 13.000.000 kişiye iş imkânı sağlayacak düzeye ulaşmıştır. Son araştırmalara göre ABD’de, “Business Angels” adı verilen görülmez bireysel yatırımcıların başlangıç ve büyüme aşamasındaki girişimcilere sağladıkları küçük tutarlı risk sermayesi destekleri tutarının toplam risk sermayesi portföyünün içerisinde en az 25 milyar Dolar’lık bir pay haline geldiği görülmektedir. Bu girişimcilerin sayı itibarı ile 250.000 oldukları tahmin edilmektedir. Verilerden de görüleceği üzere sektör sürekli gelişme göstermektedir. Bu amaçla sektörün ekonomik değeri incelenmiştir.

2.1.1 Risk Sermayesinin Ekonomik Hacmi

Dünya üzerinde risk sermayesi sektöründe faaliyet gösteren kurumların büyük bölümü Avrupa ve Amerika merkezli konumlanmıştır. Avrupa’da faaliyet gösteren kuruluşların çoğu bu konuda en yetkin kuruluşlardan olan Avrupa Risk Sermayesi Birliği EVCA üyesidir. Amerika’da ise bu alanda en önemli kurum Kuzey Amerika Risk Sermayesi Birliği NVCA’dır.

Risk Sermayesi son 15 yılda büyük bir atılım içerisinde. Risk sermayesinin potansiyel önemini dikkatle izleyen Avrupa Birliği düzenlediği çerçeve programlarla risk sermayesi sektörünün gelişmesini desteklemektedir.

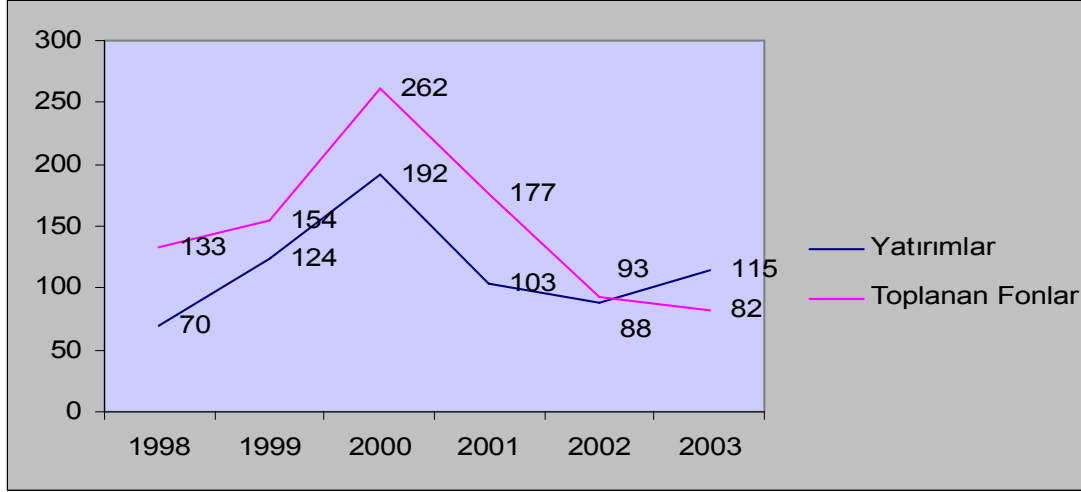
Risk Sermayesi endüstrisinin dünya üzerinde en geliştiği ülke Amerika Birleşik Devletleri’dir. Dünya üzerinde en yüksek yatırım ve fon rakamları bu ülkede görülmektedir. Risk Sermayesi Endüstrisinin hacmini göstermesi açısından bazı bilgiler aşağıda verilmiştir⁽⁸⁷⁾.

Risk Sermayesi yatırımlarının 2002 yılındaki toplam tutarı 86 milyar Dolar’dır. Bu rakam 2003 yılı için ise, %33 artış kaydederek 115 milyar Dolar’a ulaşmıştır. Bu rakam 2003 yılında tüm Dünya’da ortaya çıkan milli gelirin %0,36’sına denk gelmektedir. Ancak toplanan fonların tutarında 2003 yılında

⁽⁸⁷⁾ [Http://www.pwvmoneytree.com/exhibits/GPE_2004_Final_Presentation.pdf](http://www.pwvmoneytree.com/exhibits/GPE_2004_Final_Presentation.pdf).18.11.2005.

2002 yılına göre %12 azalma olmuş ve 93 milyar Dolar'dan 82 milyar Dolar'a gerilemiştir. Bu rakamlar risk sermayesi endüstrisinin hacmini göstermektedir. Toplanan fonlar ve gerçekleşen yatırımların yıllar itibarı ile izlemiş olduğu trend Şekil 2.1'de grafiksel olarak görülmektedir.

Şekil 2.1: Dünya'da Yıllar İtibarı İle Toplanan Fonlar ve Gerçekleşen Risk Sermayesi Yatırımları



Kaynak: http://www.pwvmoneytree.com/exhibits/GPE_2004_Final_Presentation.pdf.18.11.2005

2000 yılında hem toplanan fonlarda, hem de gerçekleşen yatırımlarda zirve görülmektedir. 2001 yılından itibaren ise düzenli bir düşüş yaşanmaktadır. Aynı dönemde teknoloji yatırımlarının tutarı 38 milyar Dolar olmuş ve toplam yatırımların %33'ünü teşkil etmiştir. 21 milyar Dolar civarında da büyüme yatırımı olmuştur. 2003 yılında 73 milyar Dolar satın alma düzeyinde yatırım projesi risk sermayedarlarınca hayata geçirilmiştir. 5 yıllık periyotta 2000 yılının risk sermayesi için altın yıl olduğu görülür.

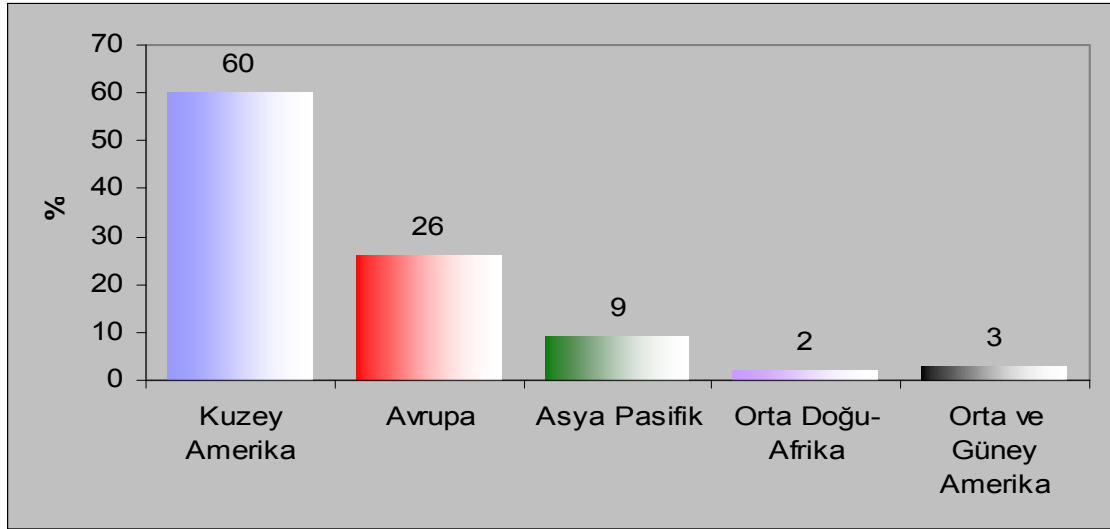
Bu fonların dünya üzerindeki toplamına baktığımız da ise; 901,45 milyar Dolar'a ulaşmış olduğunu görmekteyiz. Kıtalar itibarı ile dağılımında ise 444,93 milyar Dolar ile Kuzey Amerika, 182,96 milyar Dolar ile de Avrupa Kıtası'nın risk sermayesi yatırımlarının ve fonlarının en çok gerçekleştiği bölüm olduğu anlaşılır (bkz. Tablo 2.1). Bu durumun grafiksel açılımı ise Şekil 2.2'de verilmiştir

Tablo 2.1: Dünya’da Kümülatif Yatırımlar ve Toplanan Risk Sermayesi Fonları (1998-2003)-Milyar \$

	Yatırım Değeri	Toplanan Fonlar
Dünya	690.63	901.45
Kuzey Amerika	411.93	600.32
Avrupa	182.96	221.62
Asya Pasifik	64.23	58.15
Orta Doğu-Afrika	13.25	11.86
Orta-Güney Amerika	18.26	9.50

Kaynak: http://www.pwvmoneytree.com/exhibits/GPE_2004_Final_Presentation.pdf 18.11.2005.

Şekil 2.2: Risk Sermayesi Fonlarının Kıtalaraya Göre Dağılımı (1998-2003)



Kaynak: [Http://www.pwvmoneytree.com/exhibits/GPE_2004_Final_Presentation.pdf](http://www.pwvmoneytree.com/exhibits/GPE_2004_Final_Presentation.pdf) 18.11.2005.

Bölgelerdeki mevcut durum böyle iken ülkeler bazındaki durum Tablo 2.2’de verilmiştir.

Tablo 2.2: Dünya’da Risk Sermayesi Endüstrisinde Ülke Sıralamaları (Milyar Dolar) 2003

Ülke Sıralaması	Yatırım Değeri	Toplanan Fonlar	Ülke Sıralaması	Yatırım Değeri	Toplanan Fonlar
1.ABD	59.20	43.94	11.Hollanda	1.28	2.40
2.İngiltere	15.86	17.56	12.İsveç	1.19	2.52
3.Japonya	7.19	1.36	13.Kanada	1.00	1.35
4.Fransa	4.98	2.39	14.Hindistan	0.86	0.26
5.İtalya	3.56	2.27	15.G.Afrika	0.82	1.11
6.Avustralya	2.93	0.20	16.İsrail	0.77	-
7.Almanya	2.91	1.40	17.Endonezya	0.65	-
8.G.Kore	2.84	0.27	18.Singapur	0.54	0.10
9.Çin	1.67	0.34	19.Finlandiya	0.52	0.18
10.İspanya	1.57	1.03	20.Danimarka	0.48	0.25

Kaynak: [Http://www.pwvmoneytree.com/exhibits/GPE_2004_Final_Presentation.pdf](http://www.pwvmoneytree.com/exhibits/GPE_2004_Final_Presentation.pdf) 18.11.2005.

Amerika Birleşik Devletleri yaklaşık olarak dünyadaki risk sermayesi fonlarının yarısını tek başına oluşturmaktadır. Bir diğer netice ise son yıllarda ekonomisinde büyük gelişme gözlenen ve serbest piyasa ekonomisine doğru harekete geçen Çin Halk Cumhuriyeti’nin aslında risk sermayesi pazarında çok da güçlü olmadığıdır. Ancak ekonomisi yeni yeni liberalleşen bir ülke için hiç de

azımsanacak bir seviyede olmadığı da belirtilmelidir. Kıta bazında olduğu gibi ülke bazında da Güney Amerika ve Afrika ülkeleri, risk sermayesinin zayıf konumda olduğu ülkelerdir. Ancak Afrika Kıtası'nda İsrail'in son birkaç yılda büyük bir atılım içinde olduğunu söylemek gerekir. İsrail pazarında büyük bir risk sermayesi akımı da mevcuttur. Tablodan elde edebileceğimiz bir diğer husus ise gelişmemiş veya az gelişmiş olarak ifade edebileceğimiz hiçbir ülkenin yer almamasıdır. Gelişmekte olan ülkelerden ise özellikle Asya ve Okyanusya ülkelerini görmekteyiz (Hindistan, Endonezya, Güney Afrika Cumhuriyeti). Türkiye ise aynı dönemde yaklaşık 200 milyon Dolar risk sermayesi fonu temin etmiştir.

2003 yılı itibari ile dünyamızda gerçekleşen 115 milyar Dolar tutarındaki risk sermayesi yatırımının 38 milyar Dolar'lık kısmı ileri teknoloji yatırımlarından oluşmuştur. Bir başka ifade ile yatırımları yaklaşık olarak %33'ü bu türdedir.

İleri teknoloji yatırımların 2000 yılındaki oranı %61 iken bu oranda bir azalma görülmeye başlamıştır (2001 yılında:%56, 2002 yılında:%43, 2003 yılında:%33). Bu durumun temel açıklaması ise risk sermayesi yatırımlarının sektörel bazda daha fazla sektöre hitap eder konuma gelmesidir. Bir başka önemli neden ise ileri teknoloji yatırımlarının diğer yatırım türlerinden daha yüksek risk taşımasıdır. Rasyonel davranış sergilemesi beklenen yatırımcılar bu nedenle, başlangıç aşamasında zarar etme riski yüksek olan yatırım projelerinin yerine daha az kar marjı ve daha az risk taşıyan projelere doğru yönelim göstermiştir. Genişleme düzeyindeki yatırımlarda da ileri teknoloji yatırımlarına benzer bir eğilim görülmektedir. Genişleme ve büyüme yatırımları bir ülkenin bir endüstrinin ayakta durabilmesini sağlaması yönüyle önemlidir.

2003 yılında gerçekleşen risk sermayesi yatırımlarının 73 milyar Dolarlık Kısmı satın alma ve çıkış düzeyindeki yatırım projelerinin hayata geçmesi ile gerçekleşmiştir. Bu düzey yatırımların 2000 yılındaki payı %20 iken bu oran 2003 yılında %63 olarak değişmiştir. Bu oranın daha önce verilen iki düzey yatırımdan (ileri teknoloji ve büyüme) farklı bir trend çizmesinde söz konusu yatırım türlerinin ilk aşama olmaları ve bunların 2003 yılı itibari ile yüksek oranda tamamlanır hale gelmeleridir. Bu düzey yatırımların 41 milyar Dolar'ı ABD'de gerçekleşirken, 11,09 milyar Dolar'ı İngiltere'de ve 2,86 milyar Dolar'ı Fransa'da gerçekleşmiştir.

Görüldüğü üzere risk sermayesinin makro düzeyde olumlu etki yaptığı açıktır. Bu etkileri iki alt başlıkta incelenmektedir.

2.1.1.1 Tam İstihdam, Dış Ticarete Denge ve Ekonomik Gelişme

Risk sermayesinin yatırımların finansmanında kullanılması sonucunda, elde edilen finansal olanaklar yeni teknoloji ve girişimcilik yetenekleri dahilinde de birleştirilir. Bunun sonucunda ekonomik gelişme görülür. Risk sermayesi ekonomik piyasada küçük girişimcilere destek sağlayarak piyasayı olumlu biçimde etkiler. Yeni teknolojilerin, üretim tekniklerinin gelişimi, araştırma ve geliştirmede vasıflı personel gerekliliği ile yeni iş alanları tahsis edilir. Yeni iş alanlarının açılması yolu ile istihdam artışı gerçekleşir ve ekonomilerin işsizlik problemlerine çözüm üretilir. Risk sermayesi geleceğin yüksek teknoloji ve bilgi merkezli uzmanlaşma ve iş alanlarını oluşturur. Bu değişim ekonominin makro rekabet gücünü artırır. Rekabet gücü yükselen bir ülkenin uluslararası ticaret dengeleri açısından dış ticaret dengelerinde fazla verir hale gelmesi beklenir. Risk sermayesi öz sermaye olarak kabul edilir. Bu açıdan KOBİ'lerin yatırım finansmanında ihtiyaç duyulan kaynağı temin etmede katkı sağlar.

2.1.1.2 Yapısal Değişim ve Teknoloji Alışverişi

Ekonominin yapısal olarak sağlam bir kimliğe ulaşmasında rolü yadsınamaz olan risk sermayesi, ekonomik yapının gelişmesinde de etkindir. Bir ekonominin taşıyıcı gücü olan KOBİ'lerin özendirilmesinde ve desteklenmesinde, uluslararası arenada rekabet gücü kazanmasında risk sermayesi önemli bir aktördür. Rekabet edebilmenin temel faktörü ürün üstünlüğüdür. Bir ürünün üstün olabilmesi için ise benzerlerinden veya ikame edileceği diğer ürünlerden ayrımlaşması gerekir. Ürünün ayırm kazanabilmesi ve tüketici tarafından talep edilebilmesi müşterilerin beklentilerine diğer ürünlerden daha çok olumlu cevap verebilmesi, yenilikler ve kullanım kolaylığı sunabilmesi ile ilişkidir. Bir ürüne yukarıda belirtilen özelliklerin kazandırılması ise ancak yüksek araştırma geliştirme çalışmaları ile mümkündür. Araştırma geliştirme faaliyetleri ile tasarlanacak ürünün üretilmesi için ise ileri teknoloji gerekir. Bu teknolojiye ulaşmada risk sermayesi aracılık rolü üstlenir. Ülke açısından yenilenme teknolojinin gelişmesi ile eş anlam olacaktır. Teknolojik yenilik ülkenin ekonomik olarak satabileceği bir değer olduğundan teknoloji transferi yolu ile ülke ekonomisinin gelişeceği muhakkaktır.

2.1.2 Risk Sermayesinin Uluslararası Düzeye Ulaşması

1990'lı yıllar öncesine kadar “elmalı kek” büyüklüğünde olan Amerikan risk sermayesi konsepti, artan bir şekilde global temelde sermaye ve fikir akışının olduğu bir durum olarak, 1990'lı

yıllarda tamamen bir Amerikan fenomeni olmaktan çıkmış bulunmaktadır⁽⁸⁸⁾. Bu değişim şu şekilde özetlenebilir:

Risk sermayesi sektörü, ulusal sınırları aşarak ülkeler arasında çapraz bir ağ şeklindeki yapılanma ile global bir hal almış bulunmaktadır. Amerikan risk sermayesi şirketleri, Japon yatırımcılardan topladıkları fonları yalnızca ABD içinde kullanmayıp, aynı zamanda Avrupa ve diğer bölgelerde de kullanmaktadır. Japonya dünya çapında önemli bir risk sermayesi fon sağlayıcısı konumundadır. Bu durum risk sermayesini 1990'lı yıllar itibarı ile uluslar arası iş konsepti haline getirmiştir.

1970'lerden bu tarafa, sanayileşmiş ülkelerde, risk sermayesi fonlarının sürekli artış eğiliminde olduğu bilinmektedir. Risk sermayesi şirketleri artan bir şekilde uluslararası temelde çalışmalarını geliştirmektedir. Çok sayıda Amerikan risk sermayesi şirketinin Asya'da, Avrupa'da ve İsrail'de faaliyetleri bulunmaktadır. Amerikan risk sermayesi şirketlerinin %75'lik bir bölümü Amerika dışında en az bir büro ile temsil edilmektedir. Amerikan şirketleri Avrupa merkezli operasyonlarının büyük bir bölümünü İngiltere üzerinden gerçekleştirmektedir. Bu durumun bir sonucu olarak Amerika'dan sonra en gelişmiş endüstri İngiltere'de görülmektedir. İngiliz şirketleri Avrupa Kıtası dışında sadece Amerikan piyasasına ilgi duymuşlardır. Avrupa'daki risk sermayesi şirketlerinin yaklaşık üçte biri kendi ülkeleri dışında en az bir büroya sahiptir. Bu göstergelerin ışığında risk sermayesinin hızla globalleştiğini ifade edebiliriz. Günümüzde bu olgunun dışında kalan ve teknolojik yeniliği yakalamayanların rekabet gücünün olamayacağı da açıktır. Globalleşme beraberinde teknolojik alışverişi ve teknolojik farklılığı da beraberinde getirmiştir. Şekil 2.3'de teknolojik ayırım gösterilmiştir.

Şekil 2.3: Dünya Teknoloji Dağılım Haritası



Kaynak: http://www.bilgehanyazici.com/pdf/Kurumsalyatirimci_yazici.pdf.20.01.2006.

⁽⁸⁸⁾ Halil İbrahim BULUT: Uluslararası...,(2005), s.78

Şekle göre, ülkeler arası teknolojik ayırım giderek derinleşmektedir. Teknoloji, başta Amerika ve Batı Avrupa tarafından çoğunlukla üretilirken, diğer bölgeler teknolojik dışlanmış içerindedir. Bu türdeki ülkelerin oranı gittikçe artmaktadır.

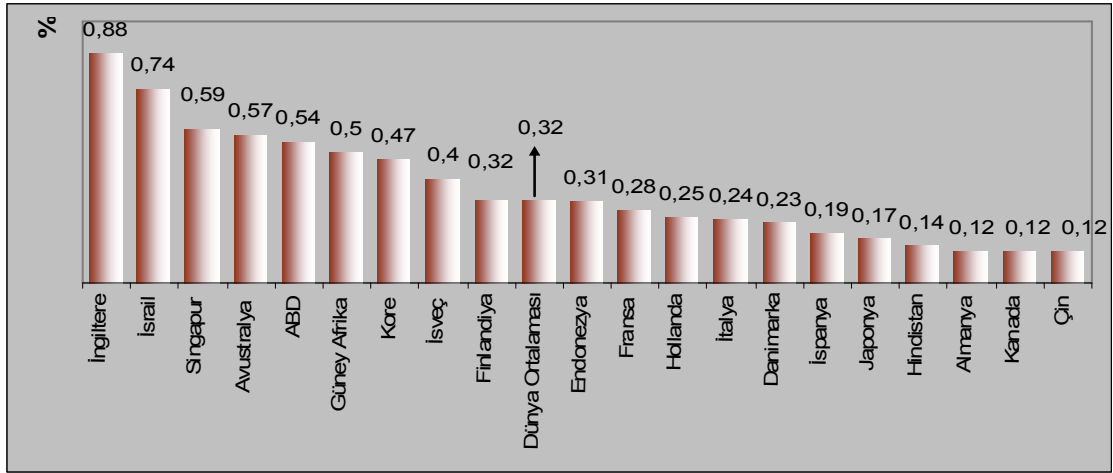
2.2 DÜNYADA RİSK SERMAYESİ UYGULAMARI

Son üç yüzyılda dünyanın liderliği rolünü üstlenen ülkeler ve ekonomiler, o dönem için sosyal ve stratejik her bakımdan üstün olmuştur. Ekonomik olarak hızlı büyüme göstermişlerdir. ABD, Ford'un "T" tipi otomobil üretimi ile birlikte 2.sanayi devrimi ile dünya liderliğini Birleşik Krallıktan alarak uluslararası siyaseti ve ekonomiyi belirlemiştir. Amerika'nın ve takipçisi Avrupa'nın güçlenmesi ve yaşadığımız döneme öncülük etmesinde hiç şüphesiz finansman imkânlarının çokluğu ve yaygınlığı büyük rol oynamaktadır. Bu finansman imkanlarından birisi olan risk sermayesinin dünya ve ülkemiz uygulamaları hakkında betimleme yapabilmek ve modelin mevcut seyrini göstermek açısından konunun bu boyutunda risk sermayesi endüstrisinin uluslararası boyuta ulaşması ve yerel bazdaki hareketlerinin açılımı yapılmıştır.

Kuzey Amerika, risk sermayesinin en geliştiği yerler arasında Avrupa ile beraber başta gelir. Bölgenin iki büyük ülkesi ABD ve Kanada sektörde başı çekmektedirler. Bu bölge daha önce de verildiği üzere Dünya risk sermayesinin kalbi konumundadır. Risk sermayesi fonlarının %60 ve yatırım projelerinin %52'si bölgede gerçekleşir. 2003 yılında 60,2 milyar Dolar risk sermayesi yatırımı bu bölgede yapılmıştır. Bu 2002 yılına göre %43 artış demektir. Bu yatırımların milli gelir içindeki payı ise %0,54 ile dünya düzeyindeki en yüksek rakamlardandır. Bu, söz konusu bölgede yer alan ABD ve Kanada'nın ülke bütçeleri içerisinde yatırıma ayırdıkları payın ve ülke vatandaşlarının tasarruf etme becerilerinin birer sonucudur. Bölgenin ve dünyanın, risk sermayesi endüstrisinde lider ülkesi Amerika Birleşik Devletleri'dir.

Avrupa Kıtası, Kuzey Amerika'dan sonra risk sermayesinin hacim olarak en yüksek değerlere ulaştığı bölgedir. Dünya'da toplanan risk sermayesi fonlarının %30'u bölgede oluşmaktadır. 2003'te 34,1 milyar Dolar tutarında risk sermayesi yatırımı yapılmıştır. Yatırımların Avrupa ülkeleri arasındaki milli gelire oranı ise %0,36'dır. Şekil 2.4'de risk sermayesi yatırımlarının Avrupa ülkelerinde milli gelire oranı yer almaktadır.

Şekil 2.4: Risk Sermayesi Yatırımlarının Avrupa Ülkelerinde Milli Gelire Oranı

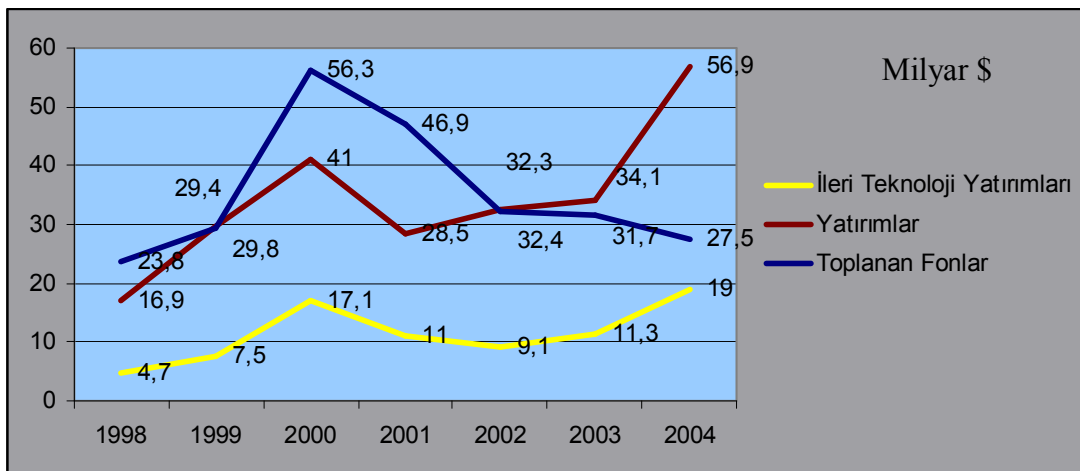


Kaynak: http://www.pwvmoneytree.com/exhibits/GPE_2004_Final_Presentation.pdf.18.11.2005.

İngiltere risk sermayesi endüstrisinin Avrupa’da en çok kullanıldığı ülkelerin başında gelir. Şekilden de görüleceği gibi risk sermayesinin milli gelire oranı en yüksek ülke İngiltere’dir.

Teknoloji yatırımlarının toplam yatırımlar içindeki yüzdesi 2002 yılına oranla %24 artış kaydederek 11,3 milyar Dolar olmuştur. 2004 yılının ilk yarısında ise 15,6 milyar Dolar’lık yatırım yapılmış ve 8,3 milyar Dolar risk sermayesi fonu toplanmıştır. Avrupa’da yıllar itibarı ile toplanan fonlar ve gerçekleşen yatırımların izlediği trend Şekil 2.5’de görülmektedir.

Şekil 2.5: Avrupa’da Toplanan Fonlar ve Gerçekleşen Yatırımların İzlediği Trend (1998-2003)



Kaynak: http://www.pwvmoneytree.com/exhibits/GPE_2004_Final_Presentation.pdf.18.11.2005.

Yatırımların, en yüksek olduğu dönem 2000 yılıdır (41 milyar Dolar). Bu dönemde yatırımların toplanan fonlara oranı %73’tür. Bu oran 2003 yılında %107 olmuştur. 2004 yılının ilk

yarısı için ise aynı oran %187 olarak gerçekleşmiştir.

Ancak şu husus da belirtmeli ki; Avrupa bugün için sahip olduğu %30'luk payı 20 yıl gibi kısa sayılacak bir sürede elde etmiştir. Bunda Avrupa'nın risk sermayesi alanında faaliyet gösteren kuruluşlarının verimli çalışması oldukça önemlidir. Bu kuruluşların başında da Avrupa Risk Sermayesi Birliği (European Private Equity and Venture Capital Association-EVCA) gelmektedir⁽⁸⁹⁾.

EVCA özel bir kanun ile kurulmuştur. Buna göre kuruluş; Avrupa Kıtasında risk sermayesi endüstrisi ile ilgili her türlü desteği sağlamakta, uluslararası girişimleri organize etmekte, piyasada yer alan üyeler hakkında bilgi bankası oluşturmakta, üyelerine yönetim ve organizasyon, iş kurma ve iş tasarımı vb. birçok konuda bilgi aktarmaktadır. EVCA bu işlevlerini, profesyonel standartlar dahilinde oluşturduğu özel kurullarca gerçekleştirmekte ve risk sermayesi endüstrisine yön vermektedir⁽⁹⁰⁾.

EVCA'nın işlevine kısaca baktıktan sonra hukuki sistemine de değinebiliriz. EVCA 1954 tarihli bir kanun ile Belçika-Brüksel'de faaliyete geçmiştir. Ancak günümüzde ki kurumsal kişiliğini ve risk sermayesi endüstrisindeki görevini kazanması 1983 yılına denk gelmektedir. Dikkat edilirse söz edilen yıllar ile risk sermayesi endüstrisinin dünyada büyük bir ilerleme kaydettiği tarihler arasında paralellik görülecektir. Öz kaynak ve öz kaynak finansmanı benzeri yollarla yeni kurulan küçük ve orta boy işletmelere kaynak aktarmak, yatırımlarını finanse etmek için kurulan EVCA, sadece Avrupa merkezli faaliyet göstermez. Üyelerinin Avrupa dışında gerçekleştirecekleri operasyonlarında danışmanlık ve finansal konularda destek olmaktadır. Avrupa'da risk sermayesi endüstrisinin gelişiminden etkilenen bankalar, danışmanlar, emekli fonları, sigorta şirketleri vb. kuruluş ve kişilerden oluşan gruplar ise özel üye statüsü ile üye kabul edilirler. EVCA olağan ve olağan üstü kurullar halinde toplanabilir. Kuruluşun faaliyetleri; üyelerinin sermaye tutarları baz alınarak hesaplanan bir ücret ile finanse edilir. Elde edilen kaynaklar ve üyelerden alınan ücretler, planlı bir biçimde hazırlanmış olan bütçeler dahilinde kullanılır⁽⁹¹⁾.

Kıta Avrupa'sı son 10 yıl içinde büyük ilerleme kaydederek risk sermayesi endüstrisinin de büyük ilerleme göstermiştir. Toplanan fonların en çok kullanıldığı bölüm risk sermayesi şirketinin, girişimcinin yatırımından hisse senedi olarak çıktığı aşamadır (%65). Bunu sırasıyla gelişme aşaması ve diğer aşamalar izlemektedir. 2004 yılının ilk yarısı itibarı ile; 48,1 milyar Dolar değerinde risk

⁽⁸⁹⁾ [Http://www.evca.org](http://www.evca.org). 15.11.2005.

⁽⁹⁰⁾ EVCA, **Annual Report 2004**, s.5.

⁽⁹¹⁾ [Http://www.evca.org](http://www.evca.org). 15.11.2005.

sermayesi yatırımı hayata geçirilmiştir. Yaklaşık olarak 38 milyar tutarında da risk sermayesi fonu yatırımcılar tarafından girişimcilere iletmek üzere toplanmıştır.

Risk Sermayesi Yatırımları 2004 yılında rekor kırarak tarihinin en yüksek düzeyine çıkmış ve yıllık 36,9 milyar Euro'ya ulaşmıştır. Bu oran 2003 yılına göre %27'lik bir artışa denk gelmektedir. 2003 yılında ise yatırım tutarı 29,1 milyar Euro'dur. 2004 yılında en büyük genişlemeyi İngiltere yaşamıştır. Bu ülkedeki artış oranı %52'dir. Bunu sırasıyla Fransa %14, Almanya %10 ve İspanya %5 ile takip etmiştir. Avrupa risk sermayesi portföyü 2003 yılında 139 milyar Euro iken bu tutar 2004 yılında 156,1 milyar Euro'ya ulaşmıştır.

Toplam yatırım tutarları 2004 yılında artarken sektör ortalamalarında düşüş yaşanmıştır. Buna göre sektör başına ortalama yatırım tutarı 2003 yılında 3,6 milyar Euro iken 2004 yılında 2,8 milyar Euro'ya gerilemiştir. Satın alma ve çıkış aşamalarında artış olmuştur. Bu aşamada 2003 yılındaki finansman tutarı 11,7 milyar Euro'dan 2004 yılında 14 milyar Euro'ya ulaşmıştır.

Kuzey Amerika ve Avrupa'dan sonra Asya Kıtası, risk sermayesi endüstrisi gelişmişlik düzeyinde üçüncü sırada yer alır. Bölgenin lokomotif ülkesi ise Japonya'dır. Bölge'de 2002 yılına oranla 2003 yılında %93 artış ile yaklaşık olarak 17.6 milyar Dolar değerinde risk sermayesi yatırımı gerçekleşmiştir. Bu tutar bölgede gerçekleşen milli gelirin yaklaşık olarak %0,24'üne tekabül etmektedir.

Bölgesel analizlerden sonra, dünyada risk sermayesinin en gelişmiş olduğu ülkeler olan ABD, Almanya, İngiltere ve Japonya'nın değerlendirmeleri yapılmıştır.

2.2.1 Amerika Birleşik Devletleri

Çağdaş finansal model olarak risk sermayesinin ilk uygulandığı yer Amerika Birleşik Devletleri'dir. Değişik zamanlarda ABD'ye göç edenlerin iş kurabilmek amacıyla bankalardan uzun vadeli aldıkları "girişimcilik sermayesi" ile kendini göstermiştir. 18. ve 19. yüzyıllarda, Avrupa'dan Amerika'ya yoğun göçler yaşanırken, yeni kıtada iş gereksinimi duyan göçmenler, bu yöntemi sıklıkla uygulamıştır.

II. Dünya Savaşı sonrasında Amerikalı iş adamı Laurence Rockefeller'ın asker arkadaşlarına savaştan sağ dönmeleri halinde iş kurmaları için destek sözü vermesi ve bu sözünü tutması Amerika

uygulamalarının başlangıcı sayılabilir. Rockefeller, daha önceden planlamamış olmasına rağmen, bu kaynak aktarımını bir yardım veya borç olarak değerlendirmemiş, aksine arkadaşlarının kuruluşlarına risk sermayesi yöntemi ile hisse alarak ortak almıştır⁽⁹²⁾.

Risk sermayesinin her ülkede olduğu gibi, bu ülkede de gelişmesinde devlet desteği çok önemli olmuştur. 1958 yılında çıkarılan Küçük İşletmeler Yatırım Şirketleri Kanunu çerçevesinde birçok şirket kurulmuştur. 1992’de çıkarılan küçük işletmelerin sermayelerini geliştirme kanunu ile hisse finansmanına öncelik tanınmıştır. Risk sermayesi şirketleri karma fon olduğundan, hem devletten hem de özel sektörden kaynak sağlamaktadır. 15 milyon doların üzerinde kullanılan fonun 1/3’ünü devlet karma fondan karşılar. Büyük ölçekli fon kullanımında bu fon 1/2 olur. Kullanılan fon için devlet %2 masraf talep eder. ABD’de risk sermayesi şirketlerine en büyük kaynağı emeklilik fonları sağlamaktadır. Risk sermayesi şirketlerinden hisse alan kuruluşlar, vergi muafiyetinden yararlanmaktadır.

Amerikan Risk Sermayesi Kuruluşu (NVCA) 450’nin üzerinde girişimciye destek ve danışmanlık sağlamaktadır. Kuruluşun merkezi Amerika’nın Virginia eyaletindedir. NVCA’nın verilerine göre 1999 yılında toplam risk sermayesi destekli satın alma ve şirket evlilikleri 35,3 milyar dolar tutarında gerçekleştiği halde 2000 yılının ilk yarısında bu rakam 37,5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir⁽⁹³⁾. Bu durumun gerçekleşmesinde yazılım sektöründeki gelişmeler etkili olmuştur.

Günümüzde ABD’nin bilgisayar ve elektronik endüstrilerinde lider olmasında, bu ülkedeki risk sermayesi sektörünün takdire şayan bir gayreti vardır. Biyoteknoloji firmalarına bol miktarda sunulan risk sermayesi ile Amerika, Alman ve İsviçreli rakiplerini geride bırakarak ilaç endüstrisinde de dünya liderliğini yakalamayı başarmıştır. Bu başarı da devletin uyguladığı destek mekanizmaları ve internet ekonomisinin katkısı yadsınamaz. ABD risk sermayesi üzerinde devlet etkisi büyüktür ve bu etki birçok kurumun işbirliği ile sistemli biçimde gerçekleştirilmektedir. Amerikan risk sermayesi endüstrisinin sanayi sınıflandırması ise aşağıdaki 12 başlık altında yapılmaktadır.

- Yazılım
- Tıbbi/Sağlık Bakım
- Diğer Elektronik

⁽⁹²⁾ Ali Haydar ARK: a.g.m., s.83.

⁽⁹³⁾ Mustafa KELLEKÇİ: **Risk Sermayesi, Yeni Trendler Uygulamalar** (İstanbul 2002), s.101.

- Telefon ve Veri İletişimi
- Diğer
- Tüketiciye ilişkin
- Biyoteknik
- Ticari İletişim
- Bilgisayar Donanım Hizmetleri
- Sanayi Ürünleri ve Makine
- Sanayi Otomasyonu
- Enerji Ürünleri

Amerika Birleşik Devletleri ulusal şirketlerince 1995-2005 yılları arasında yapılan yatırımları ve yatırım tutarları Tablo 2.3’de verilmiştir.

Tablo 2.3: Yıllara Göre Amerika’da Gerçekleşen Risk Sermayesi Yatırımları

Yıl	Şirket Sayısı	Yatırım Sayısı	Yatırım Tutar(\$M)
1995	1485	1773	7879.3
1996	1997	2471	11014.3
1997	2492	3084	14612.0
1998	2901	3553	20810.6
1999	4343	5396	53475.7
2000	6282	7809	104700.7
2001	3751	4456	40703.5
2002	2595	3057	21697.8
2003	2390	2865	19585.5
2004	2505	2966	21635.3
2005	2508	2939	21680.0

Kaynak: http://www.ventureeconomcs.com/vec/stats/2005q4/nation_us1.html.26.01.2006.

2005 yılında yatırım gerçekleştiren şirket sayısı 2508 olmuş, aynı dönemde yatırım tutarı ise 21680 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

Amerika ve Dünya’da hızla artan e-ticaret uygulamaları bu sektöre yapılacak yatırımların sayısını ve tutarını etkilemektedir. Elektronik ticaret ve risk sermayesi yatırımları arasındaki ilişki dikkate alındığında ABD ilk sıradadır. İnternet üzerinden yapılan ticaretin temelinde internet bağlantılı yatırımlar, bu yatırımların temelinde ise risk sermayesi finansmanı vardır. Tablo 2.4’de risk sermayesi kullanılarak 2005 yılında Amerika’da gerçekleşen internet bağlantılı teknoloji yatırımlarını göstermektedir. Tabloda dikkat çekici olan ise bu alanda faaliyet gösteren firmaların sayısıdır.

Tablo 2.4 : Amerika’da Risk Sermayesi Kullanılarak Gerçekleşen İnternet Teknolojisi Yatırımları (2005)

Endüstri	Şirket Sayısı	Yatırım Sayısı	Yatırım Tutarı(\$M)
İnternet Yazılımları, Hizmetleri Ve Araçları	101	101	639.9
E-Ticaret Ürünleri, Hizmetleri Ve Bağlantıları	97	97	571.3
Online İletişim Ve Yazılım	53	53	404.2
Toplam	251	251	1615.3

Kaynak: http://www.ventureeconomcs.com/vec/stats/2005q4/nation_us1.html.26.01.2006.

Amerikan risk sermayesi pazarının temel kuruluşu olan NVCA kayıtlarına göre 2005 yılında üyelerinin büyük bir bölümü üstün performans göstermiştir⁽⁹⁴⁾. NVCA’nın 2004 yılında yaptığı bir çalışma sonucunda ortaya çıkan bazı veriler şunlardır⁽⁹⁵⁾;

Amerika merkezli risk sermayesi girişimlerinin 2003 yılında yaptıkları toplam satış tutarı 1,8 trilyon Dolar düzeyindedir. Aynı dönemde risk endüstrisinin oluşturduğu istihdam sayısı ise 10 milyon kişinin üzerindedir. Risk Sermayesi şirketlerinin büyüme ortalaması 6,5 iken diğer firmaların büyüme oranı 2,3 olarak gerçekleşmiştir. Amerikan ekonomisi içinde risk sermayesi kuruluşlarının oluşturduğu gelir toplam gelirin %9,4’üne denk gelmektedir.

ABD’de ülke kalkınmasında önemli rol oynayan risk sermayesi şirketlerinin, fon oluşturmaları bankaların öncülüğünde olmaktadır. Bu ülkenin sahip olduğu ekonomik gücün temelinde teknoloji üretimi vardır. Çünkü Exxon, Philips, IBM gibi birçok firma risk sermayesi projelerine çok geniş bir biçimde destek sağlamaktadır. ABD’de risk sermayesi yatırımlarını gerçekleştiren kuruluşlar olan Küçük Yatırım Şirketleri (SBIC); ilk zamanlar yatırımlarını ortaklık yerine faizli kredi şeklinde yaparlarken, bu uygulamanın başarılı sonuçlar vermemesi üzerine risk sermayesi yatırımlarını ortaklık şeklinde şirket sermayesine katılmaya dönüştürmüş ve emeklilik fonlarının da risk sermayesi şirketlerinin hisse senetlerini satın alabilme imkanlarının getirilmesiyle bugünkü duruma gelmiştir⁽⁹⁶⁾.

Gelişmiş ülkelerin dikkat çeken bir özelliği de; yeni fikirlerin ticarileştirilmesi ve piyasalarda karşılanmayan ihtiyaçların üretilmesine yönelik yeni şirketlerin oluşturulması ve bunların büyük şirketler haline dönüştürülebilmesidir. Bu bakımdan yaratıcı ve atak davranmayan ekonomiler hantal ve başarısız olur. ABD bu duruma ilginç bir örnektir. Şöyleki; 25 yıl önce ABD’de en büyük 25 şirketin

⁽⁹⁴⁾ NVCA: **2004-2005 NVCA Year In Review**, 2005:40.

⁽⁹⁵⁾ <http://www.nvca.org/pdf/ventureimpact2004.pdf>. 26.01.2006.

⁽⁹⁶⁾ <http://www.kobinet.org.tr> .10.11.2005.

listesini alıp, bunu günümüzün en büyük 25 şirketi ile karşılaştırdığımızda listedeki çoğu şirketin farklı olduğu veya sıralamanın büyük ölçüde değiştiği görülecektir. Başta işgücü piyasası olmak üzere; yüksek endüstriyel esnekliği⁽⁹⁷⁾ sayesinde ABD sürekli yeni şirketlerin rekabete girebilmesini sağlayabilmiştir. Fakat Türkiye’de ise İSO’nun geleneksel en büyük 500 şirket araştırmasını incelediğimizde ilk 20 şirketin çok uzun yıllar değişmediğini görürüz.

ABD aynı zamanda, küçük veya yeni şirketlerin sermaye temin edebileceği likit piyasaların varlığını da sağlamıştır. Bu piyasaların varlığı risk sermayesinin gelişmesinde belirleyici olmuştur. Risk sermayesi sisteminin başarısı ve bu derecede yaygın olmasının temel sebebi küçük işletmelerin hisselerinin işlem gördüğü borsaları oluşturmalarıdır⁽⁹⁸⁾. Bu tür borsaların Dünya’daki en iyi örneği ise NASDAQ borsasıdır. Tamamen KOBİ’lere yönelik olarak elektronik ortamda işlem yapılmaktadır. Bunun yanı sıra Avrupa’da ESDAQ, Japonya’da JASDAQ. İngiltere’de Alternative Investment Market (AIM), Almanya’da Neue Markt, Fransa’da Nouveau Marche, Kanada’da Vancouver Borsası’da Nasdaq örnek alınarak kurulmuş ve işleyen borsalardır.

2.2.2 Almanya

Almanya’da devlet başlangıç sermayesini temine yönelik işlemlerde bulunmuştur. Bu işlev, fonlar yolu ile 20 yıla kadar vadeli, sabit faizli kredi verme şeklinde yapılmaya çalışılmıştır. Bir diğer programla ise, az işçi çalıştıran küçük işletmeler desteklenmeye çalışılmıştır. Buna göre 6 coğrafi bölgedeki belli bazı sektörlerdeki, risk sermayedarlarınca hali hazırda seçilmiş ve desteklenen yatırımların fizibilite çalışmalarının %90’ı, geliştirme masraflarının %75’i bu fondan karşılanmıştır. Bu program girişimcilerin bankalara olan borçlarının %50 ile %80’i için devlet garantisi içermektedir. Ancak bu çalışmalara rağmen Almanya’da risk sermayesi yatırımları istenen düzeyde değildir. Bunun bazı nedenleri vardır;

- 1.Devletin KOBİ’lere aşırı destek vermesi,
- 2.Bankaların KOBİ’ler üstündeki yoğun hakimiyeti,

⁽⁹⁷⁾ Endüstriyel Esneklik: Hızla yeni şirket oluşturabilme ve bunların yeni teknolojiler kullanarak büyük şirketler haline getirebilme becerisi.

⁽⁹⁸⁾ [Http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGİ/EkimDergi2004/Beytullah.htm](http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGİ/EkimDergi2004/Beytullah.htm).10.01.2006.

3.Kültürel risk çekingenliği⁽⁹⁹⁾,

4.Alman vergi sisteminde faiz geliri lehine, hisse senedi geliri aleyhine hükümler olması (kar payı geliri kaynağında vergilendirilirken, faiz geliri beyana tabi olup büyük bir kısmı vergilendirilmemektedir.).

5. “Bauherren modelle” adı verilen bir tür yüksek risk ortaklıklarının vergiden tamamen, komandit ortakların ise %50 oranında vergiden istisna edilmeleri, (bu nedenle kişiler kendi ortaklıklarını kurmak yerine bu tür ortaklıklara girmeyi tercih etmektedirler).

6. Sermaye piyasasına kotasyon koşullarının ağır oluşu ve küçük işletmelerin halka açılmada karşılaştığı zorluklar,

Yukarıdaki gibi sağlanan devlet destekleri nedeniyle, işletmelerin girişim sermaye şirketlerinin desteğine ihtiyacı olmamaktadır⁽¹⁰⁰⁾. Risk sermayesi yatırımdan çıkışta; toplu satış, geri alım ve ikincil satış esas çıkış yollarıdır. Alman hisse senedi piyasası ise oldukça zayıftır.

Alman Ekonomik Kalkınma Ajansı, risk sermayesi şirketlerinin ticari bankalardan sağlayacakları kredinin %90'ı garanti etmesi finansman kolaylığı sağlar. Ayrıca EVCA'nın da bu ülkedeki yatırımcılara sağladığı destekler vardır. Alman girişimcilerden bazılarının Amerikan risk sermayesi pazarında yer alması ilginç bir durumdur. Bazı Alman girişimciler şirketlerinin şubelerini Amerika'da açarak Amerikan risk sermayesi birikiminden faydalanma yolunu seçmişlerdir. Bu ilginç durumu tanınmış Alman bilim adamı/girişimcisi Volker Dolch kendi ülkesindeki durumu küçümseyerek ve biraz da alaycı bir ifade ile şöyle dile getirmiştir: “Amerikalıların şirketimin bilançosuna bakmak yerine gelecekteki kar potansiyeline göre değerlendirmiş olmaları Alman finans çevrelerini her zaman şaşırtmıştır”.

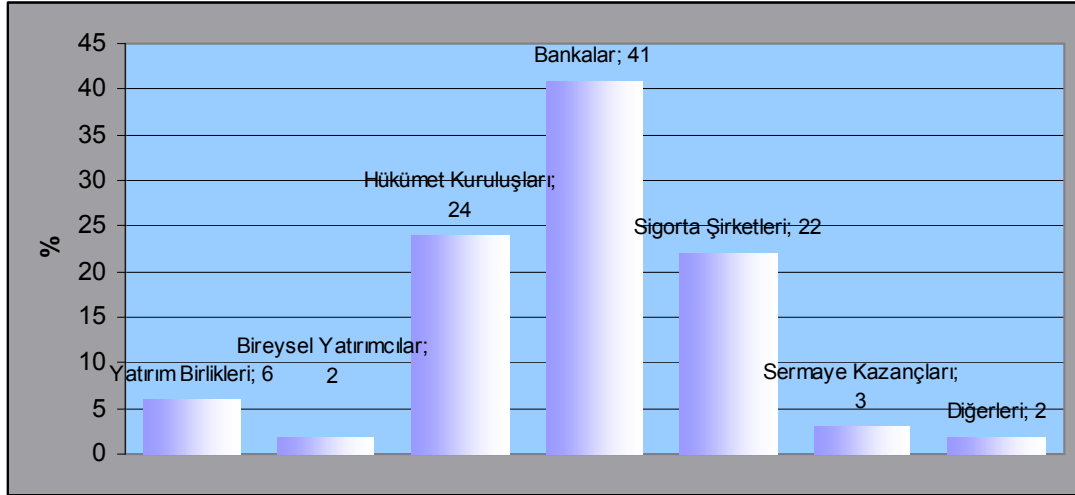
Bu ülkedeki risk sermayesi sektörüne ait son yıllardaki veriler incelendiğinde sektörün büyüme trendinde olduğu görülür. 2002 yılında 2,5 milyar Euro tutarında risk sermayesi yatırımı yapılmıştır. Bu rakam 2003'de %1 azalarak 2,4 milyar Euro düzeyine inmiştir. Toplanan fon miktarı ise 2002 1,64 milyar Euro'dan 2003'de 1,19 milyar Euro'ya inmiştir. Yatırım sayısı 2002'de 1720'dir. 2003'te ise bu sayı %29.4 azalarak 1214 olmuştur. Elde edilen fonların çoğunluğu Alman sermayedarlarca karşılanmaktadır. Fon kaynakları bazında incelediğimizde ise temel kaynağın bankalar olduğunu

⁽⁹⁹⁾ Kültürel Risk Çekingenliği: Bir toplumun çeşitli sosyal ve ekonomik faktörlerin etkisi ile risk kavramına soğuk bakmaları ve kaygı düzeylerinin yüksek olmasını ifade eder. Almanya için II.Dünya Savaşında taraf olmak bunda etkili olabilir.

⁽¹⁰⁰⁾ Halil SARIASLAN: a.g.m., s.10.

görmekteyiz. Şekil 2.6'da Almanya risk sermayesinin kaynakları verilmiştir.

Şekil 2.6 : Almanya Risk Sermayesi Fonlarının Sağlandığı Kaynaklara Göre Dağılımı % (2003)



Kaynak: [Http://www.bkv-ev.de/pdf/special_Europa2003komplette.pdf](http://www.bkv-ev.de/pdf/special_Europa2003komplette.pdf)-20.01.2006.

Almanya, kanımızca OECD ülkeleri içinde devletin küçük işletmeciyeye en fazla destek olduğu ülkelerin başında gelmektedir. Buna rağmen sonuçlar risk sermayesi açısından hiç iç açıcı değildir. Aslında bu aşırı destek belki de rehavete yol açmış olabilir. Nitekim, devlet de böyle düşünmüş olmalı ki, sektörden yavaş yavaş elini çekmeye başlamış ve özel sektörün öncü olduğu risk sermayesi sektörü oluşturmak üzere dikkatini hukuki alt yapıya yönlendirmiş bulunmaktadır.

2.2.3 İngiltere

İngiltere, risk sermayesi sektöründe Amerika'dan sonra dünyanın en gelişmiş ikinci ülkesidir. İngiliz risk sermayesi şirketleri Amerika'daki gelişmeleri çok iyi takip etmiş ve faaliyetlerini daha etkin şekilde devam ettirmişlerdir⁽¹⁰¹⁾.

İngiltere, gerek hukuki açıdan gerekse mali açıdan Avrupa'da risk sermayesi sektörünün gelişebilmesi, yatırımların olması için en uygun ortamın bulunduğu ülkedir. 1980'li yıllarda kurumlar ve gelir vergisinde önemli azalmalar yapılmıştır. Ancak 1980'li yılların ortalarına doğru, sektörde olanlar bir takım problemlerle karşı karşıya kalmıştır. Bu nedenle birçok risk sermayesi şirketinde yönetim değişmiş ve sektörün hızla sistemleşmesi çabalarına girişilmiştir. Bununla birlikte devlette yeni projeleri hayata geçirmiş; düşük faiz oranları ve vergi indirimleri neticesinde küçük firmalar için yatırım ve genişleme imkanı doğmuştur. Git gide daha çok para riski düşük, büyük ölçekli MBO'lara ve

⁽¹⁰¹⁾ Mustafa KELLEKÇİ: a.g.e., s.73.

son aşama yatırımlarına yönelimler görülmüştür. Ayrıca 1990'lı yıllarda risk sermayesi şirketlerinin yasal yapısında bir takım çalışmalar yapılmıştır.

Şirketler yasal yapı olarak limitet şirket halinde kurulmuştur. Bu kuruluşlar “Inland Revenue” adlı kuruluş tarafından onaylanmıştır. Vergide açıklık ilkesi ile çalışan risk sermayesi şirketlerine yatırım türüne göre bir takım vergi muafiyeti verilmiştir. Özellikle, emeklilik fonları vergi muafiyetlerinden yararlanan risk sermayedarları arasındadır. Bu risk sermayedarları kuruluşun risk sermaye yatırımlarından sağladığı gelir vergisinden muaftır. Bu durum büyük avantaj sağlar; çünkü vergi oranı yaklaşık olarak % 40 dolaylarındadır⁽¹⁰²⁾.

Oransal olarak küçük yatırımda bulunan risk sermaye şirketleri ellerinde tuttıkları payı halka arzla satarak ortaklıktan ayrılmayı düşünürken, büyük yatırımlarda genellikle ortaklıktan çıkış yolu ticari satış ile gerçekleşmektedir. Büyük tutarlı son aşama yatırımlarında ortaklıktan çıkış ise yine borsa kanalı ile gerçekleşir.

Mali ve hukuki yukarı da açıklanan İngiltere risk sermayesi pazarının bu kadar güçlü olmasında hiç kuşkusuz, bu organizasyonu sağlayan kuruluşların rolü çok büyüktür. İngiltere ve Avrupa risk sermayesi pazarı için hayati önem arz eden kurumlar ve özellikleri aşağıda ifade edilmiştir.

İngiliz Risk Sermayesi Birliği (British Venture Capital Association-BVCA), 1983 yılında 33 adet kurucu fonun katılımı ile kurulmuştur. Bu kuruluş, 1980 yılında Equity Capital for Industry, Midland Bank Venture Capital ve Citicorp Venture Capital tarafından kurulan resmi olmayan bir kulübün devamıdır. Bu kulübün çalışmaları devam eden ve öğle tatillerinde bir araya gelen üyelerin aktivitelerinden ibarettir. Kulübün başlıca amacı; yapılan düzenli toplantılar ile risk sermayesi konusunda görüş alışverişinde bulunmak ve risk sermayesini düzenleyici kurumlara isteklerini ileterek seslerini duyurmaktır. Daha sonraları kulübün resmiyet taşıması istenmiş ve BVCA kurulmuştur⁽¹⁰³⁾.

BVCA'nın başlıca amaçları aşağıda belirtilmiştir;

i) Üyelerin risk sermayesi konusundaki görüş ve taleplerini hükümete ve diğer finansal ve düzenleyici kurumlara iletmek,

⁽¹⁰²⁾ Ali İhsan ÖZEROĞLU: **Bir Finansman Modeli Olarak Risk ve Türkiye’de Uygulanabilirlik İmkânlarının Değerlendirilmesi** (İstanbul, 1996), s.76.

⁽¹⁰³⁾ <http://www.bvca.co.uk.20.01.2006>.

- ii) Üyeler arasında düzenli forumlar tertipleyerek, projelere ortak yatırımları sağlamak ve risk sermayesinin geleceğine ilişkin kararlar almak,
- iii) Risk Sermayesi uygulamalarında standartları oluşturmak ve geliştirmek.

İngiliz 3i Kuruluşu; 1945 yılında, İngiliz Merkez Bankası olan Bank of England'ın girişimi ile kurulmuştur. Başlangıçtaki ismi ICFC iken son yıllarda “investment in industries” kelimelerinin ilk harflerinden esinlenerek kuruluşun adı (3i) olarak değiştirilmiştir⁽¹⁰⁴⁾. Kuruluşun temel amacı, II.Dünya Savaşı'nı takiben yaygın olan işsizliğe karşı istihdam oluşturmak, teknoloji gelişimini sağlamak ve yenilikleri sanayiye kazandırmaktır. Bank of England (3i)'nin kuruluşuna yardımcı olmuş ve bu kuruluşun özel sektör kimliği taşıması amacıyla şirketin en fazla %20'sine sahip olmuştur.

Kredi Teminat Planı (Long Guarantee Scheme-LGS); Bu plan, 1981 yılında 3 yıllık bir pilot plan olarak yürürlüğe konmuştur. Uygulama alanı olarak kredi borçlusunun yeterli teminatları sağlamadığı durumlar ile bankaların risk oranını kendi vermede kabul ettikleri normal ölçünün üzerinde gördükleri halleri kapsamaya öngörülmüştür. Bugünkü uygulamada ise hükümet, küçük firmalar tarafından alınan her bir krediye maksimum 75 bin sterlinlik bir destek vermektedir. Ancak bu plandan yararlanılarak kredi alan her beş şirketten birinin başarısızlığa uğradığı görülmüştür. Bunun üzerine kredi almanın şartları zorlaştırılmış ve şahsi teminat istenir hale gelmiştir.

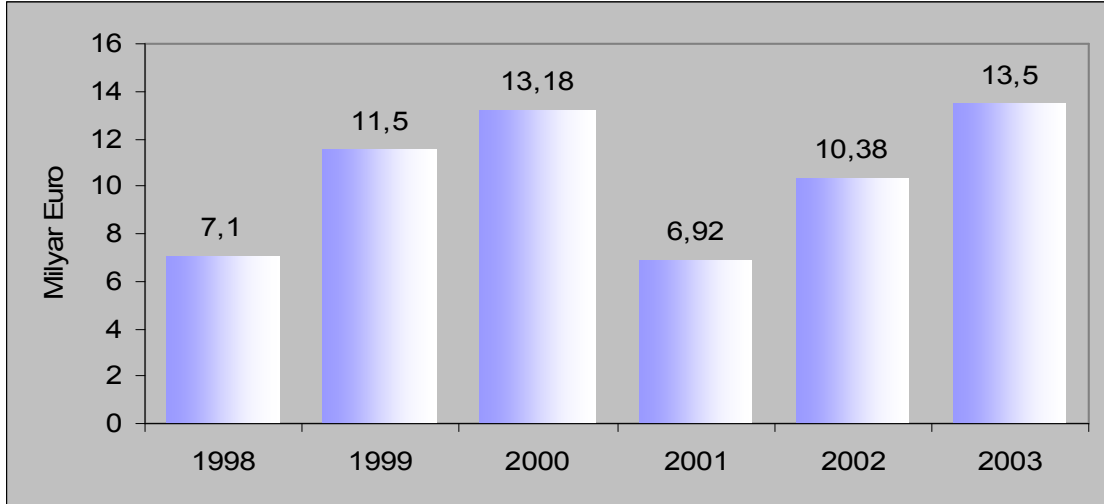
Kurumsal yapısı yukarıda ifade edilen İngiltere risk sermayesi endüstrisinin hacmi ise, diğer Avrupa ülkeleri ve Amerika dışındaki ülkeler ile karşılaştırıldığında etkili sonuçlar vermektedir⁽¹⁰⁵⁾. Risk sermayesi endüstrisi 1980'den beri büyük gelişme göstermiştir. 1984-2004 döneminde 28000 civarında risk sermayesi şirketi tarafından yaklaşık 70 milyar Sterlin yatırım yapılmıştır. İngiltere risk sermayesi pazarı, Avrupa'nın en geniş ve gelişmiş pazarıdır. Avrupa risk sermayesi yatırımlarının %52'si bu ülkede gerçekleşmektedir. En yakın takipçileri ise %14 ile Fransa ve %10 ile Almanya'dır. Risk sermayesinin güçlü kuruluşu BVCA 1983 yılında kurulduğunda 50 üyesiyle 190 milyon Sterlin yatırım yapmıştır. 2004 yılına gelindiğinde ise yaklaşık 1566 üye ile 9.7 milyar Sterlin risk sermayesi yatırımı gerçekleştirmiştir. İngiltere, risk sermayesi yatırımlarının milli gelire en yüksek olduğu Avrupa ülkesidir. 2002 yılında ülkede 10.3 milyar Euro tutarında risk sermayesi yatırımı yapılmıştır. Bu rakam

⁽¹⁰⁴⁾ Okunuşu “three eyes” olup üç göz anlamına gelmektedir. Taşındığı anlam ise, iki göz ve bir de beyin olmak üzere olaylara bu haliyle yani üç gözle bakılacağını ima etmektedir.

⁽¹⁰⁵⁾ [Http://www.bvca.co.uk/pdf/economicimpact2005.17.12.2005](http://www.bvca.co.uk/pdf/economicimpact2005.17.12.2005).

2003 yılında ise %30,4 artış göstererek 13.5 milyar Euro'ya çıkmıştır⁽¹⁰⁶⁾. 2002'de 2502 adet yatırım yapılmışken 2003 yılında 2508 adet risk sermayesi yatırımı gerçekleştirilmiştir.

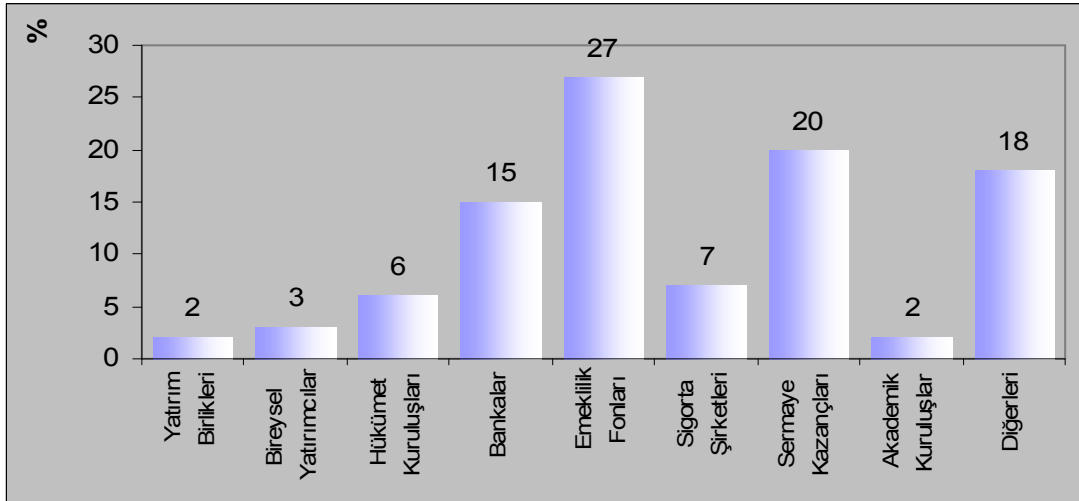
Şekil 2.7: İngiltere'de Risk Sermayesi Yatırımlarının İzlediği Trend (1998-2003)



Kaynak: [Http://www.bkv-ev.de/pdf/special_Europa2003komplette.pdf](http://www.bkv-ev.de/pdf/special_Europa2003komplette.pdf)-20.01.2006.

2002'de 14 milyar Euro, 2003 yılında ise %5,6 oranında risk sermayesi fonu toplanmıştır. Bu fonların sağlandığı kaynaklara bakarsak; emeklilik fonlarının, bankaların, sermaye kazançlarının önde olduğunu görürüz. Fon kaynakları Şekil 2.8'de grafiksel olarak gösterilmiştir.

Şekil 2.8: İngiltere Risk Sermayesi Fonlarının Kaynaklarına Göre Dağılımı (2003)



Kaynak: [Http://www.bkv-ev.de/pdf/special_Europa2003komplette.pdf](http://www.bkv-ev.de/pdf/special_Europa2003komplette.pdf)-20.01.2006.

⁽¹⁰⁶⁾ [Http://www.bkv-ev.de/pdf/special_Europa2003komplette.pdf](http://www.bkv-ev.de/pdf/special_Europa2003komplette.pdf)-20.01.2006.

Ancak, diğer ülkelerde görmeye alışık olmadığımız bir durum; İngiltere’de akademik kuruluşların da önemli düzeyde risk sermayesi fonu (%2) oluşmuştur olmalarıdır.

Risk sermayesinin yöneldiği proje türlerini incelediğimiz ise satın alma düzeyindeki yatırım projelerinin daha çok tercih edildiğini görürüz. Yerine koyma sermayesi ve büyüme yatırımları da sıklıkla sermayedarların finansman sağladığı projelerdir.

2.2.4 Japonya

ABD ile mukayese edildiğinde Japon risk sermayesi pazarının henüz başlangıç aşamasında olduğu söylenebilir.

Japonya da risk sermayesinin gelişmesi için hükümet destekli bir takım çabalar gösterilmiştir. Örneğin, “tezgahüstü piyasa” Tokyo’da faaliyet halindedir. Uluslararası Ticaret ve Sanayi Bakanlığı Maliye Bakanlığı’na başvurarak ikincil piyasa şartlarının daha da geliştirilmesini önermiş ve Maliye Bakanlığı gerekli çalışmaları başlatmıştır. 1984 yılından itibaren Amerikan NASDAQ sisteminin bir benzeri olan SDAJ faaliyete geçmiştir. SDAJ sisteminde (Securities Dealers Association of Japan) borsaya en son durum tüm borsa komisyoncularının bilgisayar terminalleri aracılığıyla iletilir. Günümüzde risk sermayesi şirketlerinin çoğu, dev finans şirketlerinin birer kolu gibi görev görmektedir ve Amerika’nın aksine bağımsız değillerdir⁽¹⁰⁷⁾.

Japonya’daki risk sermayesi sektörünün Amerika’dakinden farklı olmasının temelinde toplumsal ayrımlar yatar. Bu ayrımları aşağıdaki gibi özetleyebiliriz⁽¹⁰⁸⁾.

İmalat sektöründeki büyük şirketlerin Amerika’daki şirketlerin aksine teknolojik yeniliklere kolay adapte olabilmeleridir. Örneğin, Sony, ilk radyoyu sonra televizyonu, kompakt disk ve küçük bilgisayarları yapma başarısı göstermiştir. Japonya’da büyük firmalar küçük firmalar ile rekabet etmezler; onları tampon olarak kullanırlar.

Japonya’ya özgü bir diğer uygulama “ömür boyu istihdam” sistemidir. Büyük şirketler genç insanları doğrudan üniversiteden alıp, emekliliklerine kadar istihdam etmek eğilimindedir. Terfi ve

⁽¹⁰⁷⁾ Tansu ÇİLLER ve Murat ÇİZAKÇA: **Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri** (İstanbul, 1989), s.138.

⁽¹⁰⁸⁾ Nurhan KAUR: **Venture Kapital (Risk Sermayesi) ve Türkiye’ye Getirilmesi**, (Ankara, 1991), s.50-52.

ikramiyelerin miktarı yaş ve hizmet süresine bağlı olarak değişmektedir. Bu sistem doğal olarak potansiyel girişimcileri kendi işlerini kurma konusunda motive olmaktan uzak tutmaktadır.

Bu sistemde çalışan birinin serbest iş yapacak birikimi sağlayıp işini bırakması çok zor olmaktadır. Yeni işinde başarılı olamaz ise başka bir iş bulma şansı yok gibidir. Eğer kurduğu başka işte başarı olursa kazanacağı prestij Amerikalı meslektaşlarından oldukça az, kaybederse utanç duygusu Amerikalı meslektaşlarından daha fazla olacaktır.

Japonların bir diğer toplumsal özelliği ise; Amerikan tipi risk sermayesi sektöründe uygulanan “sözleşmeye dayalı iş ilişkisi”nden nefret etmeleridir. Amerika’da birbirini tanımayan insanlar bir araya gelerek, işin sonunda sağlanacak kazanç için iş kurmaya hazırdır. Bu yaklaşım Japon kültürüne aykırıdır.

Bütün bu engelleyici unsurlara rağmen, mevcut sistemin getirdiği sakıncalar nedeniyle risk sermayesi sistemi Japonya için yinede cazip olmuştur. Nitekim Asya Pasifik ülkeleri içinde Japonya’nın özel bir yeri olduğu önceki bölümlerde yer alan tablolarda da görülmektedir.

Ülkede risk sermayesi organizasyonun temel kurumu 1974 yılında devlet tarafından kurulan Girişim Merkezi’dir. Bu merkezin faaliyet konusu aşağıda belirtilmiştir⁽¹⁰⁹⁾.

1. Küçük ve İleri teknoloji kullanan şirketlere yatırımlarının tamamlamak için bankalarca verilen kredi tutarının %80’i için kefalet vermek. Ancak bu hizmeti için %2 komisyon almaktadır.
2. Uluslararası Ticaret ve Endüstri Bakanlığı’nın desteği ile Japonya risk sermayesi konusunda temel bilgi kaynağı olmaktır.

Girişim merkezi yaptığı yıllık araştırmalarda daha çok normal, küçük ve orta boy işletmelerden önemli farklılık gösteren gelişmiş teknoloji ve hızla büyüyen şirketlerle ilgilenmektedir. Bu kuruluş risk sermayesi konusunda toplantılar ve ziyaretler düzenlemekte ve aylık bir dergi çıkarmaktadır.

Japon risk sermayesi pazarı Asya’nın en büyüğüdür. 2003 yılı verilerine göre Asya Pasifik bölgesinde gerçekleşen 17,6 milyar Dolar’lık yatırımın 7,2 milyar Doları bu ülkede gerçekleşmiştir. Risk sermayesi yatırımlarının milli gelire oranı ise %0,18’dir⁽¹¹⁰⁾. Risk sermayesi hemen hemen bütün

⁽¹⁰⁹⁾ Nurhan KAUR: a.g.e., s.52.

⁽¹¹⁰⁾ [Http://www.pwcmoneytree.com/exhibits/GPE_2004_Final_Presentation.pdf](http://www.pwcmoneytree.com/exhibits/GPE_2004_Final_Presentation.pdf) 20.01.2006.

endüstrilerde kullanılmakla birlikte; Bilgisayar yazılımları ve sistemleri, iletişim ve endüstriyel ürünler başlıca sektörlerdir.

2.3 TÜRKİYE’DE RİSK SERMAYESİ UYGULAMALARI

Ülkemizin, çok genç bir nüfus yapısına sahip olduğu, bu genç nüfusun büyük bir güç kaynağı sağladığı ve bu kaynağın etkin şekilde üretime dönüştürülmesi gerektiği, değişik ortamlarda, çeşitli basın yayın kuruluşlarında ve farklı kişilerce sık aralıklarla vurgulanmaktadır. Ülkemiz gerçekten de Avrupa ülkelerinin yaş ortalamasının altında bir nüfus grubuna sahiptir. Ancak nüfus yapısının genç olması üretimin etkin ve verimli olması ile eş anlam taşımadığı gibi; nüfusun genç olmasının her zaman olumlu neticeler vermeyeceği de unutulmamalıdır. Genç nüfusun çokluğundan ziyade, mevcut nüfusun ne kadar vasıflı olduğu, projeye dönüşebilecek kaç tane fikir ürettiği, bu projelerin hangi oranda yatırıma dönüştüğü ve bu yatırımların ne kadarının karlı olduğu daha çok önem arz eder. Yatırımın karlılığı ise satılan ürünün tüketicilere kattığı yenilik ile doğru orantı gösterir. Yenilik kavramı ise bu yatırımların finansmanında kullanılacak temel yöntemlerden birisi olan risk sermayesi ile ilintilidir. Bu bağlamda genç nüfusun etkin ve verimli çalışacağı yatırımlara, yatırımların da finansmana ihtiyacı vardır. Bu finansmanın da kaynaklarından bir tanesi risk sermayesidir. Dolayısıyla risk sermayesinin Türkiye Uygulamaları konumuz açısından son derece önemlidir.

Bu bağlam çalışmamızda ülkemiz risk sermayesinin gelişimi, kaydettiği veya kaydedemediği aşamalar ile son durumu ortaya konulacak ve böylece risk sermayesi yatırımlarının ülkemiz performansı sergilenecektir.

2.3.1 Türkiye’de Modelin Gelişim Süreci ve Durumu

Dünya’da modern anlamıyla 1930’lu yıllarda ortaya çıkan, sonrasında gelişen ve 1980’lerde patlama gösteren risk sermayesi, ülkemizde ise 1990’lı yıllarda incelenmeye ve uygulanmaya başlamıştır. Bu sürecin başlamasında 1986 yılında açılan Menkul Kıymetler Borsası ile yatırım ufku değişen ekonomimizin, aynı dönemde dışarıya açılması etkili olmuştur.

Teorik çalışmaları incelediğimizde, risk sermayesi ile ilgili ilk eserlerin 1980’lerin ortalarında kaleme alındığını görmekteyiz. Bu eserlerin, yazılış amaçları incelendiğinde ise risk sermayesi sisteminin fikri alt yapısının hazırlanmaya çalışıldığı ve buna bağlı olarak da modelin ithalatının yapılacağı anlaşılmaktadır.

Devlet nezdinde sistemin oluşabilmesi için ilk adımlarda söz konusu tarihlerde yapılmıştır. İlk resmi çalışma 1986 yılında yapılmış ve fikri altyapısına katkı sağlamıştır. Bu çalışmaların ilk somut adımı da 5.1.1988 tarihli bir genelge ile İşsizlikle Mücadele ve İstihdam Geliştirme Yüksek Koordinasyon Kurulu'nun oluşturulmasıdır.. Bu kurulun temel hedeflerinden bir tanesi Teşebbüs Destekleme Ajansı (TDA) ile risk sermayesi sisteminin ülkemize kazandırılması olmuştur. Yatırımların finansmanında girişimciye, teknik, idari, yönetsel vb. konularda destekler sunan TDA %100 hissesi İş Vakfı'na ait ticari şirket olarak çalışmalarına başlamıştır. İş Vakfı ise kamu ve özel kesime ait kuruluşlar ile şahıslar tarafından 1986 yılında istihdamı artırmak, çeşitli projeler üreterek yatırım ortamını geliştirmek vb. hususları gerçekleştirmek için kurulmuştur. Bu misyonun temel unsuru ise TDA'nın çalışmaları olmuştur. TDA çalışmaları sonucunda aşağıdaki destekleri girişimciye ulaştırmayı hedeflemiştir.

- Parasal Destekler
- Pazar Araştırmaları Desteği
- Pazar Güvencesi Desteği
- Eğitim Desteği
- İşyeri Temin Desteği
- Uzman Personel Desteği
- Teknik Destek
- Doğrudan Destek
- Anlaşmalı Destek
- Tavsiye Yolu ile Destek

Aynı süre zarfında hükümet bu konudaki politikasını sürdürmüş; özellikle yeni teknikler alanında Ar-Ge ve üretim yapabilmek isteyen küçük girişimcilere, kurulacak bir risk sermayesi şirketi aracılığıyla doğrudan risk sermayesi desteği vermeyi amaçlamıştır. Ancak; gelişmekte olan diğer ülkelerde olduğu üzere, yaşanan siyasal gelişmeler ekonomik kararlara nüfuz etmiş ve TDA'nın faaliyetleri 1989 yılında durdurulmuştur. Böylece fikri alt yapısı kurulan, kurumsallaşmaya başlayan ve iyi niyetli çalışmalarla güçlenen risk sermayesi, daha tam olarak anlaşılamadan duraklama sürecini yaşamaya başlamıştır.

1990 yılında Dünya Bankası ile birlikte hazırlanan teknoloji geliştirme projesi çerçevesinde,

ileri teknoloji yatırımlarının finansmanı amacıyla bir risk sermayesi şirketinin kurulması gündeme gelmiştir⁽¹¹¹⁾. Bu projenin bir unsuru olarak 1991 yılında Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV) faaliyetlerine başlamıştır. Ayrıca Türk Standartları Enstitüsü (TSE) için 100 milyon Dolar kredi temin edilmiştir. Lakin bu çalışma yerli bir fikir ve organizasyonun sonucu olmadığı için beklenen etkiyi yaratamamıştır.

Duraksama dönemi 1991 yılına kadar devam etmiş, yeni siyasi organizasyon risk sermayesine sıcak bakmıştır. 1992 yılında açıklanan Ekonomik Paket'in "Teşvik Politikası", "Para Banka ve Sermaye Piyasası" ile "Sektörel Gelişmeler" bölümlerinde risk sermayesine özel bir yer ayrılarak sektörün gelişmesi ve güçlenmesi hükümet programına dahil edilmiştir. Risk sermayesi bu programın açılımında KOBİ'ler için öz kaynak finansmanı şeklinde bir alternatif olarak tanımlanmıştır. Buna bağlı olarak da bazı hukuki ve ekonomik düzenlemeler yapılmaya başlamıştır.

Modelin ilk kurumsallaşma adımı, 1993 yılında Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına ilişkin tebliği olmuştur. Bu tebliğ, teorik eserlerden sonra, mevzuatımızda risk sermayesinin ilk kez telaffuz edilmesi açısından önemlidir. Bu açıdan bakıldığında risk sermayesi ülkemizde sağlıklı bir gelişim süreciyle emeklemeye başlamıştır. Önce teorik olarak alt yapısı oluşturulmuş, sonrasında ise hukuki çerçevesi ve organizasyon yapısı şekillenmeye başlamıştır. Ancak bu dönemde işletmelerimiz, özellikle de küçük işletmelerimiz ilgi göstermemiş tam olarak yararlanmamıştır⁽¹¹²⁾.

Aynı süreçte özel sektörde büyük işletmeler konuya ilgi göstermiştir. Türkiye Genç İşadamları Derneği (TÜGİAD)'nin önerisiyle Citibank ve Global Menkul Kıymetler ve bazı yabancı bankalar bir takım çalışmalar yürütmüştür. Fakat sermaye temininde çekilen güçlükten dolayı sektör istenen produktiviteyi sağlayamamıştır.

Özel sektörün konuya ilgisi, istenen neticenin alınamamasına rağmen devam etmiştir. Türk Petrol ve Banker Trust ortaklığı ile kurulan Türk Trust şirketi ülkemizin ilk risk sermayesi örneği

⁽¹¹¹⁾ Kürşat TUNCEL: a.g.e., s.120.

⁽¹¹²⁾ N.Oğuzhan ATAY ve Aydanur GACENER: Küçük ve Orta Boy İşletmelerin Finansman Sorunlarının Çözümünde Banka Dışı Finansal Kurumlar ve Venture Capital Örneği. **Active Bankacılık ve Finans**, 28, (2003), s.20.

olmuştur⁽¹¹³⁾. Bank Trust'un ayrılması ile Türk Trust kimlik değiştirerek faaliyetlerini sürdürmüştür.

Belirtilen örneklerden de anlaşılacağı üzere başlangıç sürecinde özel sektör istediği yararı elde edememiştir. Buna bağlı olarak da devletin daha fazla aktivite gerçekleştirmesi gerektiği sık sık vurgulanmaya başlamıştır. UDİDEM modeli olarak “dönemin başbakanı” tarafından sunulan programda devlet bankaların yeni projelere finansman yaratılmasında öncülük edeceği belirtilmiştir. Modelin asli unsuru Türkiye Halk Bankası (THB) olacağı kararlaştırılmıştır. Ancak, bu proje hayata geçirilememiştir.

Bu dönemde Dünya Bankası Türkiye’de risk sermayesi modelinin yatırımlarda kullanılabilmesine destek vermiştir. Bunun neticesinde risk sermayesinde yeniden canlanma yaşanmaya başlamıştır. Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB) bu süreçte önemli rol oynamış ve etkinliğini giderek artırmıştır.

Risk sermayesi modelinin ülkemizde aşamalar itibarı ile gelişimi ve gerçekleşen olayları incelediğimizde istenen performansın bir türlü elde edilemediği görülür. Bu durumun aşılabilmesi için yeni bir takım düzenlemeler yapılmıştır. Bu amaçla 1998 yılında Sermaye Piyasası Kurulu tarafından daha önce çıkartılan risk sermayesi yatırım ortaklıklarına ilişkin tebliğ iptal edilmiş ve yeni bir tebliğ ile hukuki duruma bir başka bakış açısı kazandırılmaya çalışılmıştır.

1998-2001 döneminde ise yerli ve yabancı bir takım özel girişimlerin Türkiye risk sermayesi piyasasında yer almaya çalıştığını görürüz. Ayrıca bu dönemde TTGV ve TUBİTAK’ın da bir takım çalışmalar yaptığı ve birçok projeyi desteklediklerini görebiliriz. Ancak bu gelişme süreci 2001 yılında çıkan büyük kriz ile sona ermiştir. Zaten temelinde risk olgusu olan ve bu nedenle insanların temkinle yaklaştıkları risk sermayesi ve bu sistemin unsuru olan risk sermayesi şirketleri zor duruma girmiştir.

Bu iniş süreci 2002 yılında siyasi dengelerin değişmesi ile azalma göstermiş ve tekrar yükselişe geçmiştir. Gerçekleştirilen ekonomik reformlar, ekonomideki artan verimlilik ve rekabet ortamı, kuvvetlenen iç talep dinamiği ve Avrupa Birliği ile yaşanan olumlu gelişmeler sayesinde ekonomide son yıllarda artan bir gelişme görülmeye başlamıştır. Türkiye nihayet sürdürülebilir bir büyüme dönemine girmiştir. Bunun neticesinde de doğrudan yabancı yatırımlar ve risk sermayesi yatırımlarında

⁽¹¹³⁾ Esin ÇETİNEL ve Hale KAYACAN: Risk Sermayesi İmdada Yetiştiriyor. **Panorama**, (Şubat 1993), s.12.

artış olacağı beklentiler arasındadır.

Ancak bütün olumlu göstergelere rağmen risk sermayesinin ekonomik performansı istenen seviyeye bir türlü çıkamamaktadır. 1990’larda gelişmekte olan ülkelerde risk sermayesi pazarında büyük artışlar görülürken; Türkiye’deki şirketlerden yüksek oranda sermaye talebinin olmasına rağmen risk sermayesi yatırımlarının hacmi çok sınırlı kalmıştır. 1995-1999 arası toplam yatırım sadece 100 milyon Dolar’dır. Dünya’da zirve yılı olan 2000’de bile ülkemizde yatırım hacmi çok düşük kalmıştır. Daha sonraki yıllarda ise toplam 40 milyon Dolar’lık yatırım yapılabilmektedir. 2004 yılı itibarı ile Türkiye’de yerleşik yönetim kadroları ve gerçekleştirmiş oldukları yatırımları bulan 300 milyon Dolar düzeyinde sermayeye sahip 4 adet risk sermayesi fonu bulunmaktadır⁽¹¹⁴⁾. Ayrıca yurtdışından Türkiye’yi yatırım yapmak amacıyla takip eden, temsilciliği bulunan veya bulunmayan birkaç fon bulunmaktadır. Gerçekleşen yatırımlardan çıkışlar da sınırlıdır. Şu ana kadar stratejik ortağa satış yolu 1 ve halka arz yolu ile 2 çıkış olmuştur. Türkiye’deki risk sermayesi fonları; çekirdek, fikir veya yeni şirket yatırımlarından ziyade orta ölçekli şirketlere yatırım yapma yolunu tercih etmişlerdir. Fonların yaptığı işlemlerde, özellikle son yıllarda, azınlık yerine çoğunluk hisse alımlarında artışlar gözlenmektedir.

Fonların şirketleştigi ülke ve hukuki durum itibarı ile yapısı dikkate alındığında aşağıda belirtilen kategoriler dahilinde Türkiye’de yatırımlar gerçekleşmektedir.

- Türkiye’de kurulmuş ve Sermaye Piyasası Kurulu’nun Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı (RSYO) hükümlerine bağlı olarak bazı vergi indirimlerinden faydalanan RSYO’lar.
- RSYO olmayan Türk firmaları veya holdinglerce gerçekleştirilen projeler veya desteklenen yatırımlar.
- Yabancı risk sermayesi yatırım fonları (bazılarının Türkiye’de ofisleri vardır) tarafından hayata geçirilen projeler ve desteklenen yatırımlar.
- Risk sermayesi faaliyetlerinin çoğu üçüncü gruptaki yatırımcılar tarafından yapılmaktadır. Bu gruptaki yatırımcılar genellikle yurt dışından yatırım yapmakta olup “limited partnership” şeklinde kurulmuştur.

Türkiye’de risk sermayesi sektörünün gelişerek finansman aktivitesinde daha fazla yer alması için çalışan kurumlardan bir tanesi de Türk Risk Sermayesi ve Private Equity Derneği (TurkVCA)’dır.

⁽¹¹⁴⁾ EVCA: **EVCA Year Book 2004** (Bruksel 2005), s.75.

Derneğin çalışmaları Mart 2001’de İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)’nda gerçekleşen tanıtım sunumu ile başlamıştır. Haziran 2002’de başka bir panel ile risk sermayesi sektöründeki zorluklar tartışılmış ve bunu spesifik zorluklarını inceleyen bir dizi seminer izlemiştir. Bu seminerlerde azınlık hisseleri hakkında ve hukuki yaptırımları, proje (deal flow) kalitesi ve sayısı ile risk sermayesi mevzuatındaki konular ele alınmıştır.

TurkVCa’nın bu çalışmalarının yanı sıra aşağıda belirtilen bir takım amaçları da risk sermayesinin gelişim sürecinde etkin olmuştur;

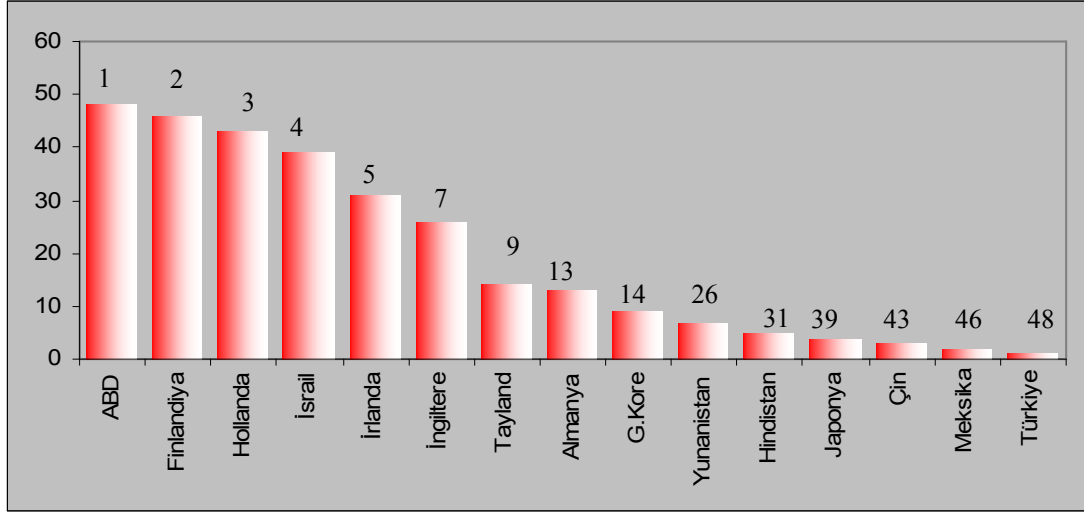
- Türkiye’de girişimcilik ortamının geliştirilmesi noktasında çalışmalar yapılması,
- Risk sermayesi hakkında bilgilendirilme yapılması,
- Kurumsal yönetim ilkelerinin kullanımının öğretilerek daha fazla tercih edilmesi,
- Muhasebe ve bilgi standartlarının geliştirilmesi,
- Yönetim kaynaklarının kullanımının sonucunda yatırım yapılacak projelerde artış sağlanması
- Türk risk sermayesinin imkanlarını yabancı kurumsal yatırımcılara tanıtımını yapmak,
- Yatırımlardan çıkış alternatiflerini iyileştirmek,

TurkVCa ve diğer kurumların çalışmaları ile risk sermayesi ülkemizde belirli bir seviye ulaşmıştır. Ancak bu risk sermayesinin gelişmiş olduğu ülkelerle kıyaslandığında oldukça aşağılarda kalmaktadır. Bu durumda sistemin ülkemizde yeni olduğu ve yeterince tanınmadığının bir kanıtıdır. Borçla büyümenin de pek çok şirket için sıkıntı yaratacağı muhakkaktır⁽¹¹⁵⁾.

Model ülkemizde inişli çıkışlı bir süreç ile varlığını sürdürmektedir. Ancak istenen düzeye asla çıkamamıştır. Birçok girişimcimiz modelin ne olduğunu bilmek bir yana adını dahi duymamış olmaması risk sermayesine erişimi güçleştirmektedir. Şekil 2.9’da dünyada ve Türkiye’de risk sermayesi bulunabilirliği görülmektedir.

⁽¹¹⁵⁾ Ayfer ARSLAN: 300 Milyon Dolarlık Fon Risk Sermayesi Şirketlerinin Elinde Kaldı. **Dünya** (14 Ocak 2003), s.5.

Şekil 2.9 Risk Sermayesi Bulunabilirliği (2002)



Kaynak: <http://www.tusiad.org/turkish/rapor/girişimcilik>. 18.01.2006⁽¹¹⁶⁾.

Bu durumun birçok sebebi olduğu muhakkaktır. Bu sebeplerin neler olduğunu bilmek alınacak önlemlerin de bilinmesine aracılık edecektir.

Risk sermayesinin ülkemiz uygulamalarında başarı şansını daha iyi analiz etmek de sebepleri bilmemize yardımcı olacaktır. Araştırma ve geliştirme çalışmalarının ülkemizdeki durumunu ve risk sermayesi sektörünün gelişmesi için faaliyet gösteren kurumların çalışmalarını analiz etmek; risk sermayesi endüstrisinin içinde bulunduğu durumun anlaşılmasını kolaylaştıracaktır. Bu nedenle konunun bu bölümünde ülkemizde AR-GE faaliyetleri ile risk sermayesi alanında çalışma yapan kuruluşlar incelenecektir.

2.3.2 Türkiye’de Araştırma-Geliştirme ve İleri Teknolojinin Durumu

Ülkemizde bilimsel ve teknolojik ilerlemenin ticarileştirilerek ekonomik hayata katkı sağlaması için yapılan çalışmaların temeli 1960’lı yıllarda Türkiye Bilimsel ve Teknik Araştırma Kurumu’nun (TÜBİTAK) kurulmasıyla atılmıştır. TÜBİTAK, Türkiye’deki bilim ve teknoloji politikalarının hazırlanması ve uygulanmasına ilişkin koordinasyonun sağlanması görevini üstlenmiştir. Bu süre zarfında süreklilik gösteren mali kısıtlamalara rağmen, yenilik öncesi politikalar gerçekleştirilmiştir. AR-GE’nin önemi 1963’ten 1996’ya kadar hazırlanan yedi beş-yıllık kalkınma planlarının hepsinde vurgulanmıştır⁽¹¹⁷⁾. Devletin AR-GE araştırmalarına daha fazla yatırım yapılması

⁽¹¹⁶⁾ Sütunların üstündeki rakamlar ülkelerin 49 ülke içerisindeki sıralamasını göstermektedir.

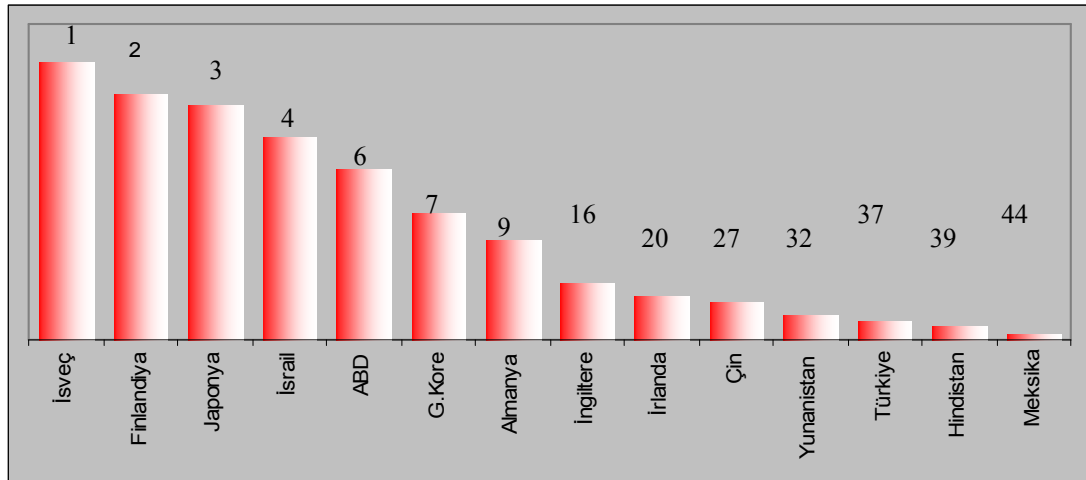
⁽¹¹⁷⁾ Şebnem DÖNMEZ: Teknoloji Zayıf AR-GE Cıvz. **Ekonomik Forum**, 5, (Mayıs 1998), s.16

gerektiğinin altını çizdiği ve bu alanda önceliklerin belirlendiği yıl ise 1983 olmuştur. Aynı yıl Bilim ve Teknoloji Yüksek Kurulu (BTYK) kurulmuş olup, kurula başbakan başkanlık etmiştir. Bu ve buna benzer çalışmalar bütün iyi niyetli yaklaşımlarla devam etmesine rağmen istenen faydayı ve neticeyi bir türlü verememiştir. Kanaatimizce bu durumun ortaya çıkmasında araştırmaya geliştirmeye ayrılan payın çok düşük olması ve teknolojik alt yapının inşa edilememesi etkili olmuştur.

Teknolojik alt yapı, girişimcilerin yenilikler yaratmasına veya yaratılmış yenilikleri ve buluşları bizzat ticari ürünlere taşımasına olanak oluşturduğu için önemlidir. Bu alt yapıyı teknoloji üretiminin göstergeleri ve teknolojinin kullanımına yönelik göstergeler ışığında değerlendirmek gerekir. Teknoloji üretimi ile sadece ve sadece yeni ürün veya üretim süreci yaratılmasında kullanılan ekipmanlardan süreçlere/tekniklere uzanan yelpazede yeni teknolojinin yaratılması ifade edilmektedir. Teknolojinin üretimini sağlayan temel değişkenlerden bir tanesi araştırma geliştirme (AR-GE) faaliyetleridir.

Türkiye’de araştırma geliştirme harcamalarının gayri safi milli hasılaya oranı, sanayileşmiş ülkelerle kıyaslandığında oldukça düşüktür. Gelişmiş Yediler (G7) bilinen ülkelerde bu oran ortalama olarak %2,5 iken, Türkiye’de ortalama %0,5’tir. Bir başka ifade ile 5 katı daha düşük bir oranı sahiptir. Aynı dönemde Türkiye’ye karşılık, İsveç %3,8’ini, Finlandiya %3,3’ünü, Japonya %3,1’ini, İsrail %2,8’ini ve ABD %2,7’sini harcamaktadır. Şekil 2.10’de bazı ülkelerde AR-GE harcamalarının GSMH oranı verilmiştir.

Şekil 2.10: Bazı Ülkelerde Toplam AR-GE Harcamalarının GSMH’ya Oranı (2000)



Kaynak: <http://www.tusiad.org/turkish/rapor/girisimcilik>. 18.01.2006⁽¹¹⁸⁾.

⁽¹¹⁸⁾ Sütunların üstündeki rakamlar ülkelerin 49 ülke içerisindeki sıralamasını göstermektedir.

Şekilden de görüleceği üzere ülkemizin GSMH içindeki AR-GE oranı, gelişmiş ülkelere kıyasla çok düşük bir düzeydedir.

AR-GE faaliyetlerinde dikkati çeken bir diğer husus ise araştırma geliştirme harcamalarının grupsal dağılımıdır. Toplam AR-GE harcaması içinde, yatırım harcaması için çok küçük miktarlar ayrılmaktadır. Bu durum Türkiye'nin AR-GE harcama etkinliğinin ve verimliliğinin olması gerekenin çok altında gerçekleşmesine sebep olmaktadır.

Bilimsel üretimin arkasında finansman ile birlikte insan gücü de çok büyük önem taşır. Genç ve yetişmiş insan gücüne sahip Türkiye bu alanda yeterli performansı bir türlü gösterememektedir. Her 1.000 çalışan işgücü içinde bulunan AR-GE çalışanı sayısı açısından bakıldığında Türkiye'de sadece 0,4 kişi vardır. Buna karşılık Finlandiya'da bu sayı 9,8; İzlanda'da 8,6; İsveç'te 7,5 ve Japonya'da 7,3'tür.

Bilimsel üretim ve teknolojik durum; elde edilen patent sayısı ve bilimsel yayın gibi bazı temel göstergeler ile ölçüleceği daha önce belirtilmiş idi. Türkiye'de 10.000 tam zamanlı toplam AR-GE personeli başına bilimsel atıf endeksine giren yayın sayısı, Gelişmiş Yedilerin üzerindedir⁽¹¹⁹⁾. Aynı araştırmacılar bu durumu “yanıltıcı” bulmaktadırlar ve bu durum 1990'lı yılların başından itibaren bazı üniversiteler ve TÜBİTAK tarafından uluslararası atıf endeksine giren yayın konusunda uygulanan yoğun teşviklerin ve akademik yükseltmelerde aranan koşulların sonucuna bağlanmaktadır. Bilimsel çalışmaların bir sonucu da elde edilen buluşların üretimde kullanılmasıdır. Bunun ölçümü konusunda uluslararası karşılaştırmalar da en çok kullanılan göstergeler ise teknolojiye dayalı ürünlerin toplam ihracat içindeki oranı ve patent sayısıdır.

10.000 tam zamanlı toplam AR-GE personeli başına ülkede yaşayanların patent başvurusu dikkate alındığında Türkiye'nin patent üretmede çok yetersiz kaldığı görülmektedir. Bu sayı ülkemiz için 3,7'dir. En fazla patent alan ülkeler ise sırasıyla Lüksemburg, İsviçre ve İsveç'tir. Bu durum, AR-GE konusunda yapılan çalışmalarda Türkiye'nin hedefine eremediğinin bir başka göstergesidir.

AR-GE faaliyetlerinin bir sonucu olan, imalat sektörü ihracatı içindeki ileri teknoloji ihracatı oranı 2000 yılı itibarı ile %2 gibi çok düşük bir değerdir. Bu sonuç daha önce değinilen AR-GE

⁽¹¹⁹⁾ Ergin ARIÖĞLU ve Canan GİRĞİN: Ar-Ge Göstergeleri Üzerinde Uluslararası Karşılaştırmalı İstatistiksel Bir İnceleme. **İktisat İşletme ve Finans**, 188, (Kasım 2001), s.98.

harcamaları ve patent üretkenliği konusundaki verimsizlikle doğrudan ilişkilendirilebilir.

AR-GE yatırımı yapanlar, şirketler, üniversiteler ve kamu kuruluşları olmak üzere farklılık gösterir. Konumuz risk sermayesi olduğu için yapılan AR-GE'nin kim tarafından gerçekleştirildiği önemlidir. Şirketlerin direkt olarak AR-GE yapması doğal olarak yeniliklerin şirket içinde gerçekleşmesini ve ticari uygulama şanslarının çok daha fazla olmasını gerektirdiğinden bu gösterge daha önem kazanır. Aksi durumda başka kurumlar tarafından üretilen buluşların şirketlere transfer edilmesi gibi ara bir sürecin yaşanması ve organize edilmesi gerekir. Gelişmiş ülkelerde AR-GE harcamalarının büyük bir bölümü şirketlerce karşılanmaktadır. Türkiye'de şirketlerce yapılan AR-GE harcamalarının kişi başına karşılığı 6,9 Dolar iken bu rakam İsviçre'de 808 Dolar, İsveç'te 778 Dolar, Japonya'da 747 Dolar, ve ABD'de 706 Dolar'dır. İsrailli sanayici Türk sanayicinin 38 katı, İrlandalı 32 katı, G.Koreli ise 28 katı AR-GE harcaması yapmaktadır. Türkiye'den daha kötü performans gösteren ülkeler Hindistan ve Meksika'dır. Ülkemiz sanayinin AR-GE harcamalarının tüm AR-GE harcamalarına oranı 16,2'dir. 2002 yılı itibarı ile 528 Milyon YTL AR-GE harcaması gerçekleştirilmiştir⁽¹²⁰⁾. Toplam AR-GE'nin %84'ünü imalat sanayi, %15'ini haberleşme ve telekomünikasyon başta olmak üzere, hizmetler sektörü gerçekleştirmektedir⁽¹²¹⁾. İmalat sanayi içinde en çok AR-GE yapan sektörler sırasıyla aşağıdaki gibidir;

- Makine, teçhizat, cihazlar ve ulaşım araçları %64
- Kimyasal madde, kauçuk ve plastik %7
- Gıda, içecek ve tütün %4
- Tıbbi aletler %0,3

Şirketler tarafından yapılan AR-GE harcamalarının %90'dan fazlası öz kaynak tarafından karşılanmış ve yaklaşık %70'i deneysel geliştirme için kullanılmıştır. Harcama yapan firmaların sektörel yapısı incelendiğinde ise yaklaşık %70'inin mühendislik sektöründe olduğu görülmektedir.

Türkiye'deki AR-GE çalışmalarının yapıldığı kurumları ele aldığımızda ise esas olarak etkinliğin kamuya ait olduğu sonucuna varılır. Kamu kurumları içinde de yükseköğretim kurumlarını öncelikle görev aldığını görmekteyiz. Ancak yükseköğretim AR-GE harcaması içinde; yatırım harcamasının ve makine-teçhizat harcamalarının çok düşük olduğu dikkat çeker.

⁽¹²⁰⁾ [Http://www.arbis.tubitak.gov.tr/pages/bilgipinari/user/index.jsp](http://www.arbis.tubitak.gov.tr/pages/bilgipinari/user/index.jsp). 13.02.2006.

⁽¹²¹⁾ T.C Başbakanlık Devlet İstatistik Enstitüsü: **Türkiye İstatistik Yılı 2004** (Ankara 2005), s.368.

Teknolojik altyapının varlığı ile ilgili son bir gösterge de teknoloji ürünlerinin kullanım yaygınlığı ile ilgili bilgilerdir. Teknoloji yaygınlığı toplumun teknolojik ürünlere olan talebini gösterdiği için teknolojinin üretimi ile ilgili önemli bilgiler içerir. Buna göre her 1.000 kişiye düşen telefon hattı, internet bağlantısı ve bilgisayar sayısı oldukça düşük düzeydedir. Bilişim sektöründe yapılan yatırımlarda diğer ülkelerden daha geri düzeydedir. GSYİH'nın sadece %2,5'ini bilişim sektörüne harcayan Türkiye'ye karşı Meksika 1,7 kat, İrlanda 2,6 kat daha fazla kaynağı bilişime ayırmaktadır. Türkiye son dönemde önemli gelişmeler göstermekle beraber yine de gelişmiş ülke düzeyine ulaşamamıştır.

Bilimsel ve teknolojik gelişmelere yeterince ilgi göstermeyerek gerekli kaynakları aktarmayan bir ekonominin bu sonuçlarla karşılaşması şaşırtıcı değildir. Bu gelişmenin perde arkasında son dönemlere kadar korumacı ve kapalı bir ekonomik sistemin önemli etkileri vardır. Böylesi bir ekonomik sistem içerisinde gelişmeyi amaçlayan bir yapının, sanayi üretim faaliyetlerinin özünde doğrudan teknoloji transferi politikaları hakimdir ve bu gelişmenin ulusal sanayinin kendisi teknoloji üretecek fazlaca bir zorlama hissetmeyecektir. Kapalı bir ekonomi aynı zamanda pazar ve yenilik kaygısı olmayan sanayinin yenileme-geliştirme ihtiyaçlarına gerek bırakmamıştır. AR-GE faaliyetlerinin ihmali yanı sıra bu alanda ihtiyaç hissini de yerleşmesine engel olmuştur.

2.3.3 Türkiye'de Risk Sermayesi Alanında Çalışan Kurumlar

Ülkemizde risk sermayesi endüstrisinin gelişmesini ve girişimciler arasında kullanımının yaygınlaşmasını sağlamak amacıyla bazı kurumların çalışmaları görülmektedir. Aşağıda bu kurumlardan birkaçına yer verilmiştir.

2.3.3.1 Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB)

T.C Sanayi Bakanlığı ile Birleşmiş Milletler Kalkınma Teşkilatı tarafından, Küçük Sanayi Geliştirme Teşkilatı (KÜSGET) kurulmuştur. 1970 yılında pilot bölge seçilen Gaziantep'te çalışmalarına başlayan KÜSGET'in genel müdürlüğü 1983 yılında Ankara'da örgütlenmiştir. Daha sonra Ankara Ostim Sanayi Sitesi içinde kurulan Danışmanlık ve Kalite Geliştirme Merkezi ile Doğu Sanayi Sitesinde 1986 yılında kurulan İstanbul Bölge Müdürlüğü KÜSGET'in faaliyetleri Türkiye

geneline yayılmaya başlamıştır⁽¹²²⁾. KÜSGET ile aynı amaca yönelik KOSGEB, bir başka deyişle KÜSGET'in yeni adı KOSGEB küçük ve orta ölçekli sanayi işletmelerinin teknolojik yeniliklere süratle uyumlarını sağlamak, rekabet güçlerini yükseltmek ve ekonomiye katkılarını ve etkinliklerini artırmak amacıyla Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından 20 Nisan 1990 tarih ve 20498 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan “Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı Kurulması Hakkında Kanun” gereği kurulmuştur.

KOSGEB temel olarak bilgilendirme ve işletmeler arası işbirliği hizmetleri sunmaktadır. Hedefleri arasında ayrıca kuruluş aşamasından üretime, üretimden pazarlamaya kadar hemen her türlü sanayi hizmetlerinin çok yönlü şekilde girişimcilere ulaştırılması vardır. KOSGEB bu amaç ve faaliyetlerine ulaştırabilmek için aşağıda belirtilen hizmet merkezlerini oluşturmuştur.

- Danışmanlık ve Kalite Geliştirme Merkezleri
- İhtisas Merkezleri
- Test ve Analiz Laboratuvarları
- Ortak Kolaylık Atölyeleri
- Teknoloji Geliştirme Merkezleri/Teknoparklar
- Pazar Araştırma Merkezleri
- Bilgi İletişim Merkezleri
- Yatırım Yönlendirme Merkezleri
- Uygulamalı Eğitim Merkezleri
- İrtibat Mühendislikleri

KOSGEB, 1998 yılında hayata geçirdiği Değişim Mühendisliği Projesi ile; amacı, vizyonu ve hizmet politikası paralelinde yapılanma ilkelerini, stratejik hedeflerini ve fonksiyonlarını ortaya koyarak yeni bir kurumsal yapıya kavuşmuştur⁽¹²³⁾. Bu değişim sonucunda da Teknoloji Geliştirme Merkezlerine daha fazla ağırlık verilmiştir. Teknoloji Geliştirme Merkezleri, üniversiteler ile KOSGEB arasında imzalanan işbirliği protokolleri ile üniversite kampuslerinin içerisinde kurulmaktadır. Teknoloji Merkezleri aşağıda belirtilen amaçları ifa etmektedir.

- Teknoloji tabanlı girişimciliğin gelişebilmesi için bilgi kaynaklarına ulaşımı kolaylaştırmak,

⁽¹²²⁾ Ali CEYLAN: **Finansal Teknikler**, s.135.

⁽¹²³⁾ Nevzat AYPEK: a.g.e., s.116.

- Gelişmiş bilgi kaynaklarına sahip üniversitelerin imkanlarından sanayinin yararlandırılmasına olanak vermek,
- AR-GE çalışmalarının ticari ortama aktarımını hızlandırmak,
- Kurulacak yeni işletmeler aracılığıyla istihdam olanaklarının artırılması, yani ülke ekonomisini geliştirmek,
- Katma değeri yüksek ürünlerin üretimini gerçekleştirmek,

Teknoloji Geliştirme Merkezleri (TEKMER), kendilerine müracaat eden firmaların kabulünde üç temel ilkeyi benimsemiştir. Bu ilkeler;

- Girişimcilik: Başvuran firmaların girişimci nitelikte olması gerekmektedir.
- Ekonomik Değer: Başvuran proje, ülke ekonomisi açısından önemli olmalıdır.
- Bilimsel ve Teknolojik Yenilik: Ticari hayata aktarılabilecek bir teknolojik yenilik gerçekleştirilmelidir.

KOSGEB Teknoloji Geliştirme Merkezlerinde firmalar işyeri temini ve danışmanlık hizmetlerden yararlanarak yatırımlarında daha fazla verimlilik elde edebilmektedir;

- İşyeri Temini: Müracaatı kabul edilen firmalara, işyeri olarak gereken büyüklükte kapalı alan sağlanmaktadır. Teknoloji geliştiren firmalara gerekli makine teçhizat alınmakta, sarf malzemesi verilmektedir. Bu hizmetler karşılığında kira, telefon, elektrik, su gibi giderler için katılım payı tahsil edilmektedir.
- Danışmanlık Hizmetleri: Ayrıca KOSGEB tarafından, teknik konularda danışmanlık hizmeti verilmektedir. Danışman olarak, içerisinde bulunan üniversitenin öğretim üyeleri aktif görev almaktadır.
- Ayrıca, Avrupa Bilgi Merkezlerinden yararlanma, üniversite kütüphanelerine on-line erişim, internet hizmetleri, eğitim hizmetleri, büro hizmetleri, sergi ve konferans olanakları ve fuar hizmetleri gibi alanlarda da hizmetler verilmektedir.

Bu hizmetlerden yararlanan firmalara çok uygun koşullarda çekirdek sermayesi sunulmaktadır. Gerekli bilgileri ve projeleri hakkında yeterli açıklamayı bir form içerisinde sunan firmalar çekirdek sermayesine kolaylıkla erişebilmektedir. Dünya’da genellikle risk sermayesi firmaları çekirdek sermaye yatırımlarını fazlaca riskli bulmaktadır. Risk sermayesi gelişme ve büyüme yatırımlarında

kullanılmaktadır. Bu nedenle çekirdek sermaye aşamasındaki firmaların desteklenmesinde devlet birincil alternatif olarak görülmektedir. Ülkemiz açısından değerlendirildiğinde KOSGEB, daha önce ifade edilen görevlerinin yanı sıra bu fonksiyonu da TEKMER’ler aracılığıyla icra etmektedir.

2002 yılı itibarı ile 7 üniversitede (Ankara Ün., Boğaziçi Ün., İTÜ, Yıldız Teknik Ün., ODTÜ, Karadeniz Teknik Ün., ve Gebze Yüksek Teknoloji Enstitüsü) TEKMER vardır. Bugüne değin 200’ü aşkın işletmenin projeleri desteklenmiş, girişimcilerin hem kendi işletmelerini sağlıklı olarak kurmaları hem de ekonomik çarpanı yüksek ürünler geliştirerek ticarileştirmelerine destek sağlanmıştır. TEKMER oluşumunda, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği’ne (TOBB) bağlı sanayi odaları da dahil edilerek “Duvarsız Teknoloji İnkübatörü” kavramı Türkiye koşullarına uygun olarak geliştirilmiş ve bu çerçevede işbirliği protokolleri yapılmıştır. Bu çalışmaların, ülkemizde risk sermayesi kültürünün yerleşmesi ve yatırımların artmasında etkili olacağı muhakkaktır.

2.3.3.2 Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV)

1990 yılında Dünya Bankası ile birlikte hazırlanan Teknoloji Geliştirme Projesi çerçevesinde, ileri teknoloji içeren yeni yatırımların finansmanı amacıyla bir risk sermayesi şirketinin kurulması gündeme gelmiş ve bu projenin bir parçası olarak 1991 yılında Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV) kurulmuştur. Vakfin kuruluşunda kar amacı güdülmemektedir.

Kuruluş sonrası dönemde Türk Standartları Enstitüsü’nün (TSE), meteoroloji hizmetlerinin ve sanayi teknolojik araştırma geliştirme faaliyetlerinin desteklenmesi amacıyla 100 Milyon Dolar’lık kredi sağlamıştır⁽¹²⁴⁾.

Kuruluşunda özel sektörün, Dünya Bankasının ve kamunun önemli roller oynadığı TTGV’nin taahhüt ettiği görev ve amaçları şunlardır;

- Ülkemizin bilimsel ve teknolojik altyapısını güçlendirmek,
- Türk sanayi kuruluşlarının araştırma ve geliştirme faaliyetlerine yatırım yapılmasını teşvik etmek ve desteklemek,
- Ülkemizin uluslararası pazardaki rekabet gücünü artırma potansiyeli taşıyan öncelikli bilimsel ve teknolojik araştırma ve geliştirme alanlarını tespit etme, izlemek ve bu alanlardaki

⁽¹²⁴⁾ Ertuğrul AYDIN: **Risk Sermayesi (Venture Capital) Finansman Modeli ve Türkiye’de Bir Uygulama Modeli Önerisi** (Ankara, 1994), s.118.

çalışmaları teşvik etmek,

- Özel sektör ile üniversite ve kamu araştırma kurumları arasındaki bağları güçlendirmektir.
- Vakfın bu amaçları doğrultusunda yapacağı faaliyetleri ise şu şekilde özetleyebiliriz;

Teknoloji Geliştirme Projeleri: Sonuçları itibarı ile endüstriyel uygulama veya ticari pazar potansiyeli olacak, araştırma ve geliştirme aşamaları ile birlikte teknolojik yenilik sağlaması düşünülen projelerdir.

Alt Sektör Odak Projeleri: Araştırma ve teknoloji geliştirme faaliyetlerinde en yüksek kazancı sağlayacak stratejik odak konularını belirleyecek projelerdir.

Uluslararası Ortak Girişimler: Özellikle uluslararası boyutta Türk ekonomisine katkıda bulunacak proje yaklaşımına uygun fikirlerin desteklenmesidir.

Vakıf, hangi alanlardaki projelerin destekleneceğini ve bu alanlarda önerilen projelerin hangilerinin ne ölçüde destekleneceği konularında alacağı kararlara yardımcı olmak amacıyla; üniversite, kamu araştırma veya uygulama kuruluşları ve özel kuruluşların mensuplarından oluşacak şekilde komiteler oluşturur. Vakfın yönetim kurulu 9 üyeden oluşmaktadır. Bunlardan 6'sı özel sektörden seçim ile gelmekte, diğer 3 üye ise Hazine Müsteşarlığı, TÜBİTAK ve KOSGEB temsilcilerinden oluşmaktadır⁽¹²⁵⁾. Belirli aralıklarla basında ilanlar verilir. Bu ilanlar neticesinde vakfa ulaşan projeler, ifade edilen komitelerce incelenmeye alınır. Olumlu yanıt verilen projelerin sahipleri ile vakıf arasında sözleşme imzalanır. Sonraki aşamalarda proje vakıf tarafından birçok boyutu ile izlemeye alınır.

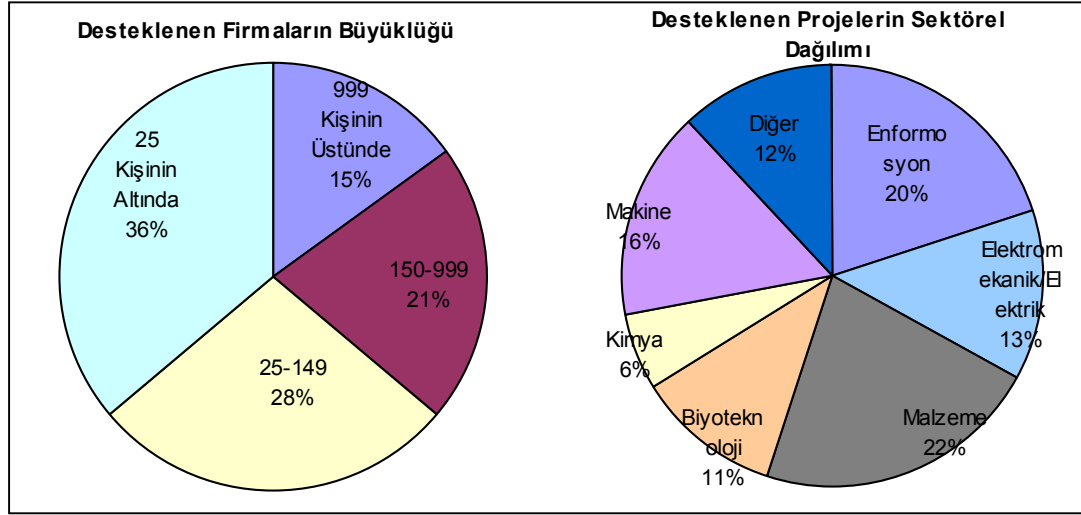
İzlemeye alınan projelere bu amaçla, şu ana kadar kullandırılan kaynak miktarı 90 Milyon Dolar'ın üzerindedir. TTGV'nin toplam proje bedelinin en fazla %50'sine kadar mali destek vermesinin bir neticesi olarak; 1991 yılından bu yana yaklaşık 190 Milyon Dolar tutarında teknoloji geliştirme hacmi yaratılmıştır. TTGV tarafından risk sermayesi aktarılan firmaların çoğu KOBİ olup yarıya yakını 10 yaşındaki genç şirketlerden oluşmaktadır.

TTGV, 1998 yılından itibaren Hazine Müsteşarlığı kanalıyla Dünya Bankası tarafından finanse edilen Endüstriyel Teknoloji Projesi'ni (ETP) yürütmeye başlamıştır. DB/HM tarafından ve 11 Milyon

⁽¹²⁵⁾ Akın ÇAKMAKÇI: Projelere Destek TTGV'den, **Ekonomik Forum**, 5, (Mayıs 1998), s.20.

Dolar'ı da kendi öz kaynaklarından sağlanmak üzere toplam 71 Milyon Dolar değerinde bir projedir. ETP, 1991 yılında başlayan Teknoloji Geliştirme Projesi'nin devamı niteliğindedir ve bu yolla Türk özel sektör kuruluşlarının teknoloji geliştirme yönündeki faaliyetlerinin desteklenmesine devam edilmektedir. ETP kapsamında ayrıca, KOBİ'lerin teknolojik yönden güçlenmelerini sağlayacak danışmanlık alımı projelerine de destek verilmektedir. TTGV, ETP ile birlikte ülkenin teknolojik alt yapısının güçlenmesine katkıda bulunacak risk sermayesi, teknoparklar ve teknoloji hizmet merkezlerinin kurulmasında önemli görevler üstlenmiştir. Bu görevlerinin bir yansıması aşağıda görülmektedir.

Şekil 2.11: TTGV'nin Desteklediği Firmaların Özellikleri



Kaynak: Akın ÇAKMAKÇI: Projelere Destek TTGV'den, Ekonomik Forum, 5, (Mayıs 1998), s.22.

Destek sağlanan firmaların %36'sını küçük boy işletmeler, %28'ini orta boy işletmeler, diğer kısımlarını ise büyük ölçekli işletmeler oluşturmaktadır. Desteklenen sektörleri ele aldığımız da, malzeme, enformasyon ve makine sektörlerinin öne çıktığı görülmektedir.

2.3.3.3 Türkiye Halk Bankası

1938 yılında beri faaliyet gösteren Türkiye Halk Bankası A.Ş., bir taraftan mevduat, kredi ve kambiyo işlemleri gibi tüm bankacılık faaliyetlerini yerine getirirken, diğer taraftan da KOBİ'lere finansman ve finansman dışı (danışmanlık, eğitim) faaliyetlerle destek olma görevini de yürütmektedir⁽¹²⁶⁾. Türkiye'de KOBİ'ler alanında uzmanlaşmış tek banka olarak Halkbank'ın risk sermayesi konusunda belli görevler üstlenmesi doğaldır. Ancak avantajlı duruma rağmen Halk

⁽¹²⁶⁾ [Http://www.halkbank.com.tr](http://www.halkbank.com.tr).23.02.2006.

Bankası'nın bünyesinde risk sermayesi bölümü kurarak risk sermayesi faaliyetinde bulunması yeterli değildir. Çünkü, ileri teknoloji temelinde geliştirilmiş bir yöntem olan risk sermayesi olayında, yatırım yapılacak proje veya firmaların teknik açıdan seçimi ayrı bir uzmanlık gerektirir. Ayrıca, firmalara verilecek profesyonel yönetim desteği de başlı başına bir uzmanlık işidir. Kurulacak risk sermayesi şirketlerine Halkbank'ın sermaye yatırarak ortak olması asıl beklenen girişim olacaktır.

2.3.3.4 Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş

Ülkemizde ilk risk sermayesi yatırımı yapan, Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 1996 yılında Vakıf Bankası'nın bir yan kuruluşu olarak kurulmuştur. Bankadan bağımsız özerk bir yapıda yönetilmektedir. Şirketin kayıtlı sermaye tavanı 2 Milyon YTL ve ödenmiş sermayesi 900 Bin YTL'dir⁽¹²⁷⁾.

Vakıf risk tarafından yatırım yapılan şirketler sektörel, teknik ve finansal analiz sonucunda belirlenmektedir. Bu aşamada yazılım, bio-teknoloji, kompozit malzeme ve makine imalat sektörleri öncelikli sektör olarak tercih edilmektedir. Şirket 2000 yılı içinde borsaya kote olmuştur.

Şirketin ilk yatırımı, ODTÜ-KOSGEB Teknoloji Geliştirme Merkezi'nde faaliyet göstermekte olan Teknoplazma A.Ş. dir. Fiziksel buharlaşma yöntemi ile çalışan bir kaplama reaktörünü Türkiye de ilk kez tasarlamış ve üretmişlerdir. Kalınlıkları 1 ila 5 mikron arasında değişen amorf tıpkı elmas karbon (ATEK), titanyum, carbon ve nitrat bileşenleri ile bunlar gibi aşınmaya dayanıklı, sert seramik kaplamalar üretmekte ve pazarlamaktadır. Vakıf risk A.Ş. sözleşmede yazılı süre sonunda (5 yıl) hisseleri ya firmaya geri satarak yada şirket borsaya kote olursa borsa'da satarak ortaklıktan ayrılacaktır.

İkinci yatırımları ise, Ege Serbest Bölgesinde faaliyete başlayan İnova Biyoteknoloji A.Ş. dir. Hepatit A, hepatit B, HIV, vs. gibi hastalıklar ile hamileliğin hızlı bir şekilde teşhis edilmesinde kullanılan tanı kitleri için gereken nanopartikül, antijen ve antikorların üretilmesi, üretilen nanopartiküller ile antijen ve antikorların konjüksiyon yolu ile birleştirilerek tanı kitleri üretilmesini gerçekleştirecektir.

Üçüncü yatırımları ise, bir İnternet servis sağlayıcısını bünyesinde bulunduran Ortadoğu

⁽¹²⁷⁾ [Http://www.vakifrisk.com](http://www.vakifrisk.com). 11.12.2005.

yazılım Hizmetleri A.Ş. 'dir. ODTÜ yerleşkesi içinde faaliyet gösteren şirket Türkiye'nin ilk İnternet servis sağlayıcısı TR-NET'i kurmuştur.

Şirket 2004 yılını zararla kapatmıştır. Portföyünün %57'si risk sermayesi yatırımlarına ayrılmıştır. 2005 yılında ise ilk çeyrek itibarı ile kâra geçmiştir.

2.3.3.5 İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş

Türkiye'nin ikinci risk sermayesi yatırım ortaklığı olan İş Girişim kurulmuş ve aynı yıl halka arz olmuştur. 2003 yılında SPK tarafından çıkartılan tebliğ ile isim değişikliğine gitmiştir. Şirketin sermayesi 22.5 Milyon YTL'dir. 2001 yılında kadrolar oluşturularak proje değerlemeye başlamıştır. Şirketin yatırım stratejisi ise aşağıdaki gibidir;

1. Yatırım yapılabilecek potansiyeldeki şirketlerden ilk aşamada bir yönetici özeti talep eder.
2. Yönetici özetinin incelenmesinin ardından şirkete yatırım yapılması gündeme gelirse, şirketten detaylı bir iş planı ve finansal veriler istenir.
3. İş planı ve finansal verilerin incelenmesi ve şirket ile ilgili bir değerlendirme çalışmasının yapılmasını takiben, taraflar arasında mutabakata varılması durumunda bir niyet mektubu imzalanır.
4. Niyet mektubunun ardından finansal ve hukuki durum tespit çalışmaları yapılır.
5. Durum tespit çalışmalarının tamamlanmasını takiben taraflar arasında ortaklık sözleşmesi yapılır ve yatırım gerçekleşir.

Prensip olarak tek bir şirkete toplam fon miktarının en fazla %10 ila 15'ini yatırılır. Talep edilen finansman miktarı İş Girişimin yatırabileceği miktarın üzerinde ise ortak yatırımcılar bulunarak projeye yatırım yapılmaktadır⁽¹²⁸⁾.

Ülkemizde risk sermayesi alanında faaliyet gösteren iki tane daha girişim sermayesi yatırım ortaklığı vardır. Bunlar Kobi Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş ve Finans Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş'dir. Kobi A.Ş'nin 2003 yılında kurulmuş olup sermayesi 20 Milyon YTL'dir. Finans Girişim A.Ş ise 2004 yılında kurulmuş olup sermayesi 5 Milyon YTL'dir. Ancak bu iki ortaklıkta kurul izni alınmış olmasına rağmen henüz halka arz olmamıştır.

⁽¹²⁸⁾ <http://www.isrisk.com.tr>.20.03.2006.

2.3.4 Mevzuatımızda Risk Sermayesi

Risk sermayesi sisteminin daha iyi analizi ve bunun yatırımlarda uygulanabilirliği noktasında, risk sermayesi kurumlarının hukuki durumlarını tanımak ve kanunlarımızda risk sermayesi kavramını irdelememek sistemin bir başka boyutunu görmemizi sağlayacaktır. Bu amaçla risk sermayesi yatırımlarının hukuki statülerine yer verilmiştir.

Mevzuatımızda risk sermayesine ilişkin ilk yapılanma, 24.02.1992 tarih ve 3794 sayılı Kanun'la değişik, 28.07.1981 tarih ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda gerçekleştirilmiştir. Kanunun 2.maddesinde belirtilen kapsamı; sermaye piyasası araçları, halka arzı, satışı, bunları ihraç veya halka arzedenler, kanunun 40. maddesi çerçevesinde borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalar, sermaye piyasası faaliyetleri, sermaye piyasası kurumları ve Sermaye Piyasası Kurulu'dur. Yine Kanun'un 22.maddesi uyarınca; risk sermayesi yatırım fonları, risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve risk sermayesi yönetim şirketlerinin denetimi yetkisi kurula tanınmıştır. Bu kanun uyarınca risk sermayesi yatırım ortaklığı-RSYO, risk sermayesi yatırım fonu-RSYF ve risk sermayesi yatırım şirketi-RSYŞ olarak üç tip bir kurumsallaşma öngörülmüştür. Teşkilatlanmış diğer piyasalar tanımı içerisinde ise gelişim evresine bağlı olarak tezgahüstü piyasalara (over the counter-OTC) yer verilmiştir.

Kanun'un 32.maddesi sermaye piyasası kurumları olarak; yatırım fonları ve ortaklıklarını ifade etmiştir. 36. ve 37.maddeler de ise genel yatırım fon ve ortaklıklarına ilişkin hükümler belirtilmiştir. Ancak risk sermayesi ile ilgili kurumların düzenlenmesine ilişkin temel çerçeve bu kanun ışığında hazırlanacak olan tebliğlere bırakılmıştır.

Bu amaçla 06.07.1993 tarih ve 21629 sayılı resmi gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren ilk RSYO Tebliği; bu şirketlerin kuruluş, faaliyet, yönetim ilkeleri ve tasfiyelerine dair esaslara yön vermiştir. Tebliğin 3.maddesinde risk sermayesi yatırımları tanımlanmış ve bu yatırımların şartlarını geniş bir biçimde ifade etmiştir.

Tebliğin en önemli özellikleri olarak şunları ifade edebiliriz⁽¹²⁹⁾,

1.Dünya Geneline olduğu üzere ülkemizde de risk sermayesi sistemi, daha başından itibaren uzun vadeli faizsiz ve vergi teşvikli bir sistem olarak benimsenmiştir.

⁽¹²⁹⁾ Caner ERTUNA: Türkiye'de Risk Sermayesi Sistemi. **Yaklaşım**, 11, (Kasım 1993), s.24.

2.Dünyadaki başarılı risk sermayesi yatırımları teknoloji yoğun sektörlerde, hizmet ve sanayi işletmelerinde görülmüştür. Ülkemiz düzenlemesinde ise bir sınırlama getirilmemiş olup gelişme potansiyeli taşıması yeterli görülmüştür.

3.RSYO yönetiminin oluşturulmasında kamu yada özel sektör açısından sınırlama yoktur. Kamu düzenleyici ve denetleyici olacaktır.

4.RSYO yöneticisi sermayedar karşısında özgür kalacaktır. Ancak SPK gerekli denetim ve gözetim çalışmalarını yürütecektir.

5.Yapılan düzenleme ile fizibilite aşamasından yatırımdan çıkışa kadar her aşamada finansman olanağı tanınmıştır. Sisteme giriş ve çıkış usulleri de serbesttir.

Ancak bu tebliğde bir takım eksikler tespit edilmiştir. Yatırım ortaklıklarına ilişkin; Seri:VI, 14 sayılı tebliğde yatırım ortaklıklarına borçlanma ile ilgili sınırlama getirilirken RSYO ilişkin her hangi bir borçlanma sınırlanması konulmamıştır. Ayrıca yönetim kademelerinde çıkar çatışmalarının önlenmesine yönelik eksiklikler de mevcuttur. Tebliğin bir diğer önemli eksiği ise girişim şirketlerinin Türkiye’de kurulmuş olma şartı taşımasıdır. Bu durum yabancı sermayenin yurt dışına transferi anlamına geleceği için olumsuz neticeler vermiştir.

Bunların yanı sıra bir çok eksik içeren bu tebliğ, menkul kıymet yatırım ortaklıkları baz alınarak hazırlandığı için revize edilme yoluna gidilmiştir. Nitekim 06.11.1998 yılında yayımlanan Seri:VI, No:10 sayılı Tebliğ ile yeniden bir düzenleme yapılmıştır.

Bu tebliğ ile risk sermayesi yatırım ortaklıkları daha da serbestleştirilerek yatırım konuları daha geniş bir yelpazede yorumlanmıştır.

Tebliğin amacı, risk sermayesi yatırım ortaklıklarının kurucularına ve kuruluş hisselerine, hisse senetlerinin kurul kaydına alınması ve halka arzına, yönetimine ve yöneticilerinde aranacak niteliklere, faaliyet konuları ve portföy sınırlamaları ile kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine ilişkin esasları düzenlemektir. Bu tebliğde risk sermayesi yatırımı; girişim şirketlerinin birinci el piyasalarda ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarına yapılan uzun vadeli yatırım olarak tanımlanmıştır. Risk sermayesi yatırımı, girişim şirketlerine ortak olmak suretiyle olunabileceği gibi bu şirketlerin ihraç ettiği borçlanma senetlerinin satın alınması suretiyle de olabilmektedir.

Ancak yayımlanan bu tebliğde zaman içerisinde bir takım eksiklikler taşıdığı için yenilenme yolu ile değiştirilmiştir. Bu revizyonda ülkemizin 2001 yılında yaşadığı ağır ekonomik krizin, risk sermayesi sektörünün bir türlü istenen düzeye ulaşamamasının ve Avrupa Birliği mevzuatı ile sürdürülen uyum çalışmalarının etkisi de ciddi düzeyde görülmektedir.

Sermaye Piyasası Kurulu risk sermayesi kavramını daha sadeleştirmek amacıyla ve risk sermayesi yatırımlarını daha kolay yapılabilir olmasını sağlamak için 20.03.2003 tarih ve 25054 sayılı Resmi Gazete'de Seri:VI, No:15 Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına (GSYO) İlişkin Esaslar Tebliğini yayımlamıştır. Bu tebliğ ile risk sermayesi kavramı yerini girişim sermayesi kavramına bırakmıştır. Bu kavram değişikliğinde risk sermayesi kavramının yeterince anlaşılamaması veya risk kavramının yatırımcılar üzerinde olumsuz etki bırakması belirleyici olmuş olabilir. Yeni tebliğde GSYO kuruluş esasları, hisse senetlerinin kurul kaydına alınması halka arzına, yönetimine ve yöneticilerinde aranacak niteliklere, faaliyet konusuna ve portföy sınırlamaları ile kamuya aydınlatma yükümlülüklerine ilişkin esaslar tekrar düzenlenmiştir. En önemli değişiklikler arasında ani şekilde kurulacak GSYO'nun en az 5 trilyon TL (5.000.0000 YTL) başlangıç sermayesi bulundurması, ticaret unvanında "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı" ibaresi sayılabilir. Girişim sermayesi yatırımlarına da değinerek, yapılacak yatırımların bir sözleşme ile düzenlenmesini, tarafların hak ve görevlerinin daha açık yazılmasını istemiştir. Son düzenleme risk sermayesi kavramını daha basitleştirmek ile beraber henüz beklenen verimliliği sağlayamamıştır.

Kurumsal durumu için yukarıda belirtilen düzenlemeler yapılan risk sermayesi yatırımları ülkemiz vergi yasalarında da yer almıştır. Vergilendirme açısından bakıldığında aşağıdaki esaslara ulaşırız.

Kurumlar Vergisi Açısından Düzenleme: Kurumlar Vergisi Kanun'un 8. maddesinin 4 no'lu bendinin (c) alt bendinde risk sermayesi yatırım ortaklıklarının (girişim sermayesi yatırım ortaklıkları) portföy işletmeciliğinden doğan kazançları vergiden istisnadır. Ayrıca söz konusu kurumlar geçici vergi uygulamasından da istisnadır.

Gelir Vergisi Açısından Düzenleme: Gelir Vergisi Kanunu'nun 75. maddesinin 4 numaralı bendi uyarınca RSYO'larının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları gelir vergisi stopajına tabidir. Ancak, aynı kanunun 94. maddesinin 5. fıkrası ile Bakanlar Kurulu'na verilen yetkiye dayanarak gelir vergisi oranı, %0 olarak belirlenmiştir.

BÖLÜM III

YATIRIMLARIN FİNANSMANINDA RİSK SERMAYESİ KULLANIMI VE RİSK SERMAYESİ EĞİTİMİ

3.1 YATIRIMLARIN FİNANSMAN İHTİYACI

Her yatırım projesi doğası gereği bazı maliyetleri de bünyesinde barındırır. En basit bir makine veya üretim hattı yenileme yatırımında dahi birtakım maliyetler söz konusudur. Dolayısıyla işletmenin finansal yönetim birimi, yatırımın ihtiyaç duyduğu kaynağı, bir başka ifade ile finansman ihtiyacını karşılamak durumundadır.

Günümüzde yatırım projelerinin ihtiyaç duyduğu finansman miktarını belirlemek için birçok teknik geliştirilmiştir. Bu teknikleri kullanarak yatırımın harcama tutarının belirlemek ve buna göre sermaye bütçelemek oldukça kolay bir hal almıştır. Sermaye bütçelemesi ya da finansman tutarının belirlenmesi rasyonel ilkeler ışığında gerçekleşen bir süreçtir. Bu süreçte yatırım veya finansman uzmanı, yatırım projesinin aşamalar itibarı ile gider kalemlerini ve harcama tutarlarını hesaplar. Bu hesaplamada risk faktörü ve diğer değişkenler dikkate alınır. Bilimsel teknikler ışığında ekonomik analiz yapılır. Ekonomik analizin sonucunda da harcama tutarları ve buna bağlı olarak yatırım bütçesi hazırlanır. Ardından finansman kaynağı belirlenir. Fon temin edilir ve proje hayata geçirilir.

Ancak, yeni ürün veya üretim tekniğini geliştirmeyi hedefleyen yatırım projelerinde yukarıdaki işlemleri gerçekleştirmek, yatırım bütçesini hazır hale getirmek ve projeyi uygulamaya geçirmek her zaman kolay değildir. Özellikle yeni ürün yatırımlarında; ürünün ne şekilde üretileceği, hangi üretim tekniğinin kullanılacağı, ürünün imalatı için gerekli olan makine ve ekipmanın hazırlanması, personelin ürüne motive edilmesi, yeni bir üretim tesisinin kurulmasının gerekip gerekmediği gibi birçok problem ortaya çıkar. Uzmanlaşmış finansal yönetici bu problemleri aşarak yatırım bütçesini hazırlasa bile, bütçenin sadece gider tarafını tam anlamıyla inşa etmiş olur. Ancak yatırım harcamalarının nereden sağlanacağı, işletmenin kendi öz kaynaklarını mı kullanacağı, yoksa borçlanma yoluna mı gideceği daha önemli sorunlar olarak ortaya çıkacaktır. Bir başka ifade ile yatırımın gerçekleşmesinde finansman ihtiyacı baş gösterecektir. Yatırımcı bu durumda, projenin özelliklerini de dikkate alarak finansman kaynağını tercih edecektir. Yani projenin hayata geçirilmesi için uygun finansman tutarını

hesapladıktan sonra uygun kaynağı belirleyecektir.

Bu kaynaklar işletmenin öz sermayesi olabileceği gibi, banka kredileri, faktoring, leasing, barter, satıcı kredileri gibi finansman kaynakları olabilir. Daha önemlisi projenin yenilik düzeyine bağlı olarak yatırımcı, finansman ihtiyacını risk sermayesi ile de gidermeye çalışabilir.

Kaynağın hangisi olacağına karar verilirken, birçok kritere göre davranılır. İşletmenin yaşı, yatırımcının riske bakış açısı, projenin türü, üretilecek ürünün özellikleri, piyasa faiz oranları, enflasyon oranları gibi değişkenler bu kararı etkileyecektir.

Ülkemiz gibi faiz oranlarının her an yükselme gösterebileceği ve belirsizliklerin yüksek olduğu ülkelerde yatırımcıların finansman ihtiyacını daha çok hissetmesi muhtemeldir. İşletme sayısı itibarı ile KOBİ'lerin çoğunlukta olduğu ülkemizde yatırımların finansman ihtiyacı her zaman yüksek düzeyde görülmektedir.

3.2 KÜÇÜK VE ORTA BOY İŞLETMELERİN YATIRIM FİNANSMANI

Avrupa'da 1980 yılından itibaren ölçek ekonomileri görüşüne alternatif olarak "küçük güzeldir" görüşü çok kabul görmeye başlamıştır. Dünya'nın birçok ülkesinde küçük ve orta ölçekli işletmelerin korunması için bu kesimin gereksinimi olan finansal ve teknolojik destekler veren kuruluşların mevcut olduğu ve KOBİ'lerin yasal düzenlemelerle korunduğu bilinmektedir⁽¹²⁹⁾. KOBİ'ler finansman desteği sağlanarak güçlendirilmeye çalışılmaktadır. Bu destekleme çalışmalarında risk sermayesi sıklıkla tercih edilmektedir. Bu nedenle KOBİ'ler ayrıca incelenmiştir.

3.2.1 KOBİ'lerin Önemi

Küçük ve orta boy işletmeler ya da kısaca KOBİ'ler ülkemiz ekonomisi içinde önemli yer tutmaktadır. Ülkemizde KOBİ'lerin sayısı hizmet sektörü de dahil olmak üzere, tüm işletmelerin %99,8'ini ve bu işletmeler toplam istihdamın %76,7'sini oluşturmaktadır. KOBİ yatırımlarının toplam yatırımlar içindeki payı %38'e ulaşmakta ve toplam katma değer %26,5'i yine bu işletmelerce

⁽¹²⁹⁾ Ertan OKTAY ve Alptekin GÜNEY: Türkiye'de KOBİ'lerin Finansman Sorunu ve Çözüm Önerileri. **21.Yüzyılda KOBİ'ler: Sorunlar, Fırsatlar ve Çözüm Önerileri Sempozyumu Bildirisi**, 3-4 Ocak 2002 Doğu Akdeniz Üniversitesi, KKTC.

yaratılmaktadır. KOBİ'lerin toplam ihracat içindeki payları, yıllar itibarıyla değişiklik göstermekle beraber ortalama %10 oranında gerçekleşmektedir. Bu kesimin toplam banka kredileri içindeki payı ne yazık ki %5'in altında seyretmektedir⁽¹³⁰⁾.

Bir araştırmaya göre; yatırımların finansmanı için kaynak bulmada mevcut finansman yöntemlerinden yararlanamadıkları, uzun vadeli kredi temin edemedikleri ve leasing, faktoring, ve sermaye piyasası araçlarından yararlanmak bir yana neredeyse bilgilerinin olmadığı sonucu çıkmıştır⁽¹³¹⁾.

Küçük işletmeler, değişen konjonktüre daha kolay adapte olabilmekte ve yenilikleri süratle hayata geçirebilmektedir. Ayrıca KOBİ'ler az yatırım ile çok üretim ve ürün çeşitliliği sağlamakta, düşük yatırım maliyetleri istihdam imkânı yaratmakta, teknolojik yeniliklere yetkinlik ile beraber; bölgeler arasında dengeli kalkınmanın da en önemli araçlarından biri halini almaktadır. Büyük işletmelerin yapamadıkları ya da yapmak istemedikleri yeni fikirlerin, malzemelerin süreçlerin ve hizmetlerin temel kaynağını oluşturmaktadır. Çünkü büyük işletmeler ölçek ekonomisinin maliyet avantajından yararlanmak amacıyla makine, araç-gereç ve işgücüne yaptıkları büyük yatırımlar münasebetiyle aynı ürünü uzun süre üretmek zorunda kalmaktadır. KOBİ'ler ise, büyük ölçekli yatırımlara bağlı kalmak gibi bir sorunları olmadığı için üretim de daha esnek davranabilmektedir.

Tüm ekonomilerin vazgeçilmez unsuru olan KOBİ'ler yalnızca bağımsız ekonomik birimler olarak mal ve hizmet üreten işletmeler değil, aynı zamanda büyük işletmelerin kullandıkları mamul ya da yarı mamul girdileri üreterek büyük işletmelerin gelişimini de tamamlamaktadır. Böylece büyük işletmeler ekonomide bir "yan sanayi" oluşturarak küçük işletmeler ile ortak bir yaşam kurmaktadır. Bu ortak yaşam o kadar gelişmiştir ki, neredeyse ekonomik faaliyetlerin belirleyicisi olmuştur. Dolayısıyla, KOBİ'ler bir yandan büyük işletmeler ile rekabet içinde kendi başlarına nihai ürün ya da hizmet üreterek ekonomiye katkıda bulunurken diğer yandan da büyük işletmeleri yan sanayi biçiminde tamamlayarak onların daha fazla üretken olmalarına ve ekonomiye katkılarının maksimum düzeye ulaşmasına yardımcı olurlar. Bu amaçla birçok ülkede ve ülkemizde küçük işletmeleri koruma amaçlı programlar sürdürülmektedir.

Küçük ve orta ölçekli işletmeler büyük işletmelerin minyatürü değildir. Dolayısıyla farklı

⁽¹³⁰⁾ DPT: **Kobi Stratejisi ve Eylem Planı**, (Ankara, 2004), s.9.

⁽¹³¹⁾ Esin AKBULUT: **KOBİ'lerin Sermaye Piyasası'na Katılımı** (İstanbul, 2000), s.19.

özelliklere sahip bu işletmelerin büyük işletmelerden ayıran noktaları ortaya koymak gerekir. Bu özellikler, küçük ve orta boy işletmeler grubunu büyük işletmelerden ayıran belirgin farklılıkları yansıtabilmeli, tanımlanmasına yardımcı olmalıdır⁽¹³²⁾. Bu açıdan bakıldığında küçük ve orta boy işletmelerin nitel ve nicel yönden sınıflandırılabilceği neticesi çıkar. KOBİ'leri sınıflandırmak için kullanılan başlıca kriterler; işletme sahibi, yönetim fonksiyonu, çalışan kişilere ilişkin özellikler gibi nitel değerler ile çalışan kişi sayısı, öz sermaye, çalışma sermayesi, sabit sermaye, ödenen vergi toplamı ve piyasa payı gibi nicel değerlerdir⁽¹³³⁾.

3.2.2 KOBİ'nin Tanımı

Bugün Dünya literatüründe üzerinde fikir birliğine varılmış bir KOBİ tanımı bulunmamaktadır. Ülkelerin ekonomik yapıları değıştikçe, KOBİ'leri belirleyen ölçütlerde değışmekte ve ülkelerin ekonomik yapılarıyla bağlantılı olarak farklı ölçütler kullanılmaktadır⁽¹³⁴⁾. Araştırmalarda KOBİ tanımları için daha önce de ifade edilen; çalışanların sayısı, üretim hacmi, katma değer, ciro benzeri çok farklı nitelikler dikkate alınmaktadır. Fakat birden fazla kriter kullanılarak yapılan tanımlar çok karmaşık teknik ve idari sorunlara yol açtığından, uygulamada, tanımların çoğunluğu işçi sayısı ve sermaye temeline dayandırılmıştır⁽¹³⁵⁾. Avrupa Birliği içinde karışıklığı engellemek için genel bir çerçeve ilan edilmiştir. Böylece tanımlamanın basitleştirilmesi sağlanmıştır. Söz konusu karışıklık ülkemizde de mevcuttur. Bugün için birçok devlet kurumu arasında farklı KOBİ tanımı mevcuttur. Bu durum Tablo 3.1'de sergilenmektedir⁽¹³⁶⁾.

⁽¹³²⁾ Tamer MÜFTÜOĞLU ve Tülin DURUKAN: **Girişimcilik ve KOBİ'ler**, (Ankara, 2004), s.53.

⁽¹³³⁾ Çağdaş AYAS: **Risk Sermayesi**, (İstanbul 2004), s.43.

⁽¹³⁴⁾ http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGİ/ekim2000/avrupa_birligi.htm.10.01.2006.

⁽¹³⁵⁾ Sabahat BAYRAK ve Muhammet AKDİŞ: KOBİ'lerin Yönetmel Durumu ve Yeni Sanayileşen İllerde Analizi. **Türkiye Sosyal Araştırmalar**, 4, (2001), s.74.

⁽¹³⁶⁾ Çalışmadaki veriler tabloya dönüştürülmüştür.

Tablo 3.1 Türkiye ve Avrupa Birliği'nde Kullanılan KOBİ Tanımları

Kurum	Sektörel Tanımı	Tanım Kriterleri	Mikro Ölçekli İşletme	Küçük Ölçekli İşletme	Orta Ölçekli İşletme
KOSGEB	İmalat Sanayi	Çalışan Sayısı		1-50 çalışan	51-150 çalışan
HALK BANKASI	İmalat Sanayi	Çalışan Sayısı Sabit Yatırım Miktarı, Kobi Teşvik Belgesi	- 550.000 Euro	- 550.000 Euro	1-250 çalışan 550.000 Euro
HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI	İmalat Sanayi, Turizm, ve Diğer Alanlar	Çalışan Sayısı, Sabit Yatırım Miktarı	-	10-49 çalışan 550.000 Euro	50-250 çalışan 550.000 Euro
DIŞ TİCARET MÜSTEŞARLIĞI	İmalat Sanayi	Çalışan Sayısı	- -	- -	1-200 çalışan 1.830.000 Euro
EXİMBANK	İmalat Sanayi	Çalışan Sayısı	-	-	1-200 çalışan
AB	Birincil Olmayan Özel Sektör	Çalışan Sayısı	0-9	10-49	50-249 çalışan
		Yıllık Ciro Yıllık Bilanço	2 milyon Euro 2 milyon Euro	10 milyon Euro 10 milyon Euro	50 milyon Euro 43 milyon Euro

Kaynak: Sabahat BAYRAK ve Muhammet AKDİŞ: KOBİ'lerin Yönetsel Durumu ve Yeni Sanayileşen İllerde Analizi. Türkiye Sosyal Araştırmalar, 4, (2001), s.77.

Göstergeler doğrultusunda KOBİ'leri, işletmenin aynı anda hem sahibi, hemde yöneticisi durumunda olan bir girişimciye ait, çevresinin dışına çıkmamış mahallî faaliyette bulunan, yalnızca öz kaynakları ile finanse edilmiş işletmeler şeklinde tanımlayabiliriz. Buna bağlı olarak da bağımsız bir kişi tarafından işletilen ve sektörde baskın konumda bulunmayan, az sayıda personel barındıran işletmelerdir şeklinde ikinci bir tanıımı yapabiliriz.

3.2.3 KOBİ'lerin Temel Sorunları

Ulusal ekonominin büyük bir bölümünü oluşturan KOBİ'ler küçük olmanın verdiği engel ile birçok sorunla yüzleşmek zorundadır. KOBİ'lerin temel sorunlarını incelemeden önce bu sorunların ortaya çıkmasına yol açan sebeplere bakmak yararlı olacaktır. Bu sebeplerin başlıcaları şunlardır;

- Olumsuz rekabet,
- Genel yönetim yetersizliği,
- Özellikle stratejik kararların işletme sahip veya ortaklarınca alınıp, orta ve/veya alt düzey

görevlilerin tam katılımının sağlanamaması,

- İşletme bünyesinde, mali danışman veya uzman istihdam edememe,
- Uzman bir finansman ekibi veya departmanından yoksunluk,
- Sermaye yetersizliği,
- Finansal planlama yetersizliği,
- Banka ve diğer finansal kurumlardan yeterli desteği görememe,
- Sermaye piyasasından yeterince yararlanamama,
- Ürün geliştirme eksikliği,
- Üretim ve satış arasındaki koordinasyon yetersizliği,
- Modern pazarlama etkinlikleri sergileyememe,
- İşletmelerin küçük veya orta ölçekli olması sonucu ihale vb. etkinlikleri izleyememek,
- İşyerlerinin veya yerleşim alanlarının küçüklüğü,
- Bağımsızlığını kaybetme ve batma riski,
- Kalifiye eleman sağlayamamak,
- Mevzuat ve bürokratik yoğunluk

Bu unsurların çokluğu, işletmelerin çalışma esaslarında ve işlemlerin hızlı ilerlemesinde büyük engeller oluşturmakta, buna bağlı olarak da KOBİ'lerin birçok sorununu ortaya çıkarmaktadır. KOBİ'lerin başlıca sorunları aşağıdaki gibi sıralanabilir⁽¹³⁷⁾.

- Örgütlenme ve yönetim sorunları
- Tedarik sorunları
- Pazarlama ile ilgili sorunları
- Üretim yönetimi ile ilgili sorunları
- İhracat ile ilgili sorunlar
- Muhasebe yönetimi ile ilgili sorunlar
- İnsan kaynakları ve personel ile ilgili sorunlar
- Halkla ilişkiler yönetimi ile ilgili sorunlar
- AR-GE ile ilgili sorunlar
- Karar alma ile ilgili sorunlar

⁽¹³⁷⁾ Tahir AKGEMCİ: **KOBİ'lerin Temel Sorunları ve Sağlanan Destekler**, (Ankara, 2001), s.16.

- Yatırım Finansmanı ile ilgili sorunlar

Bu sorunların, yukarıda belirtilen sebepler de göz önünde bulundurulduğunda finansman kökenli olduğu görülür. Yeterli finansman kaynağına sahip olamayan işletmeler, diğer alanlarda gerekli faaliyetleri tam olarak sürdürememektedir. KOBİ'lerin hemen hemen hepsinde yöneticiler veya sahipler teknik konulara hakim oldukları için finansman konusunda çok az bilgiye sahiptirler. Bu tür bilgileri, uzman kişilerden sağlama istek ve imkânları da sınırlıdır⁽¹³⁸⁾.

KOBİ'lerin yoğun olarak faaliyet gösterdikleri Organize Sanayi Bölgeleri (OSB), yatırım programlarından fazla pay alamamakta, ödeneklerin çoğu tahsis edilememektedir. Faaliyete geçen küçük sanayi sitelerindeki sanayiciler ciddi boyutta işletme kredisi sıkıntısı çekmektedir. Halk Bankası ve KOSGEB gibi kamu kurumları ile yeterli düzeyde ilişki kurulamaması da finansman problemlerini artırmaktadır. Yer seçiminde yanlış bir adım genellikle projelerin belli bir aşamada tıkanmasına, kredinin sağlanamamasına ve dolayısıyla projenin yarım kalmasına neden olmaktadır⁽¹³⁹⁾.

Söz konusu eksiklik birçok sorunun ortaya çıkmasına yol açmaktadır. Bu döngü yatırım finansmanını daha da önemli hale getirecektir. Konumuz ile bağlantısı açısından yatırım finansmanı açısından karşılaşılan sorunlara değinilecektir.

3.2.4 Yatırım Finansmanı ile İlgili Sorunlar

KOBİ'lerin sorunları hakkında yapılan araştırmalar ve düzenlenen seminerlerde, bu işletmelerin yaşadığı en önemli sorunun finansman alanında olduğu savunulmaktadır. Bu görüş devlet politikalarına da yansımakta ve KOBİ'lere sağlanan teşviklerin yoğun olarak finansman alanına toplandığı görülmektedir⁽¹⁴⁰⁾. Küçük ve orta boy işletmeler, faaliyetleri sırasında en çok finansman problemleri ile karşı karşıya gelmektedir. Bu finansman sorunlarının temelinde KOBİ'lerin öz sermaye yapıları yatmaktadır. Aynı zamanda finans kurumlarının KOBİ'lere yaklaşımı, genel piyasa şartları da sorunu tetiklemektedir.

Kuruluş aşamasında yetersiz öz sermaye ile kurulmaları nedeniyle risk payı yüksek ticari

⁽¹³⁸⁾ Hüseyin ÖZGEN ve Selen DAĞ: **Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Uluslar arası Pazarlara Açılmada Karşılaştıkları Yönetim Sorunları ve Çözüm Önerileri**, (Ankara, 1997), s.21.

⁽¹³⁹⁾ İstanbul Ticaret Odası: OSB'lerde Beklenen Verim Alınamadı. **İTO Vizyon**, 27, (Nisan 2005), s.40.

⁽¹⁴⁰⁾ İlhan ULUDAĞ: KOBİ'ler ve Risk Sermayesi. **İstanbul Ticaret Odası** (27 Ocak 1998), s.4.

kredilerle finansman gereksinimlerini karşılamaktadırlar. Yeterli sermaye birikimi olmayan işletmeler bankalardan zor koşullarda kredi almakta veya hiç alamamaktadır. Kredi temini ile ilgili sorunlar ise; kredinin miktarı, maliyeti, vadesi, teminatı ve ödeme koşulları şeklinde belirtilebilir. Kredi yoluyla yatırım finansmanında faiz problemleri (maliyet) başı çekmektedir. İşletmeler teminat göstermekte de güçlük çekmektedir. Kredinin verilmesi için istenen ipoteği veya kefaleti karşılayamamaktadır. Bankalar sıfır risk ile çalışmak istediklerinden, bazen kredinin birkaç katı teminat talep etmektedir. Büyük işletmeler aldıkları kredilere karşılık işletme varlıklarını teminat olarak gösterirken, küçük işletmeler ise genelde kişisel servet unsurlarını teminat olarak göstermektedir. Bu durum küçük işletmeleri kredi yolu ile yatırım finansmanı sağlamada çekimser yapmaktadır⁽¹⁴¹⁾. İstenen ağır teminat koşulları karşılanırsa bile sağlanan kaynakların finansman maliyetleri oldukça yüksektir. Çünkü kredi talep miktarı küçük ve riskleri fazla olduğu için bankalar açısından, kredi işlem maliyeti de yüksek kabul edilmekte ve verilen kredilerin faizi yüksek tutulmaktadır. Bu durum aslında finans literatüründe hiç de yabancı olunmayan bir olgunun tezahürüdür. Bu olgu “Mac Millan Gap Fenomeni” olarak bilinen tezin bir doğrulamasıdır. Buna göre konvansiyonel bir banka sisteminde, krediler kendini ispat etmiş büyük anonim ortaklıklara yöneldiğinden, yeni girişimcilerin iş kuramadıklarını; kredilerden yararlanamadıkları neticesi ortaya çıkar.

Ayrıca bankalar ellerindeki fonların büyük kısmını hazine bonosu, tahvil gibi yatırım araçlarının alınmasına ayırmaktadır. Son bir iki yıldır, ülkemizde bankaların yatırım kredisi yerine, tüketici kredilerine ağırlık vermeleri, KOBİ’lerin kredi bulmalarını daha da zorlaştırmaktadır. İyi bir projeye sahip olunsu bile, projenin devamı ve gelişmesi için gereken araştırma geliştirme harcamaları karşılanmadıkça hiçbir işe yaramamaktadır. Parasal sorunlar diğer sorunlara da kaynaklık etmektedir. Bu döngü sürekli bir hal alınca işletme yatırım yapmak bir yere günlük çalışma sermayesini dahi karşılayamaz hale gelmektedir.

3.3 YATIRIMLARDA RİSK SERMAYESİ KULLANIMI

Risk sermayesi, geleneksel finans sisteminde gerek sermaye piyasasından, gerekse banka ve diğer kurumlardan kaynak sağlama imkânı çok sınırlı veya hiç olmayan küçük ve orta boy işletmelerin

⁽¹⁴¹⁾ Tamer MÜFTÜOĞLU: **Türkiye’de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler**, (Ankara, 2002), s.59.

yatırım finansmanına yönelik bir finansman yöntemidir. Risk sermayesi bu işlevi ile finansal sıkıntı içerisindeki işletmelerin ihtiyaçlarını karşılayarak, yatırımların hayata geçmesine öncülük eder. İşletmelere sağlanan finansal destekler ile yeni fikirler dolu küçük girişimcilerin ekonomiye hareket, rekabet ortamına canlılık getirme etkisinden yararlanılabilir. Daha çok yüksek teknolojiye yönelik fikirleri olan gelişme potansiyeli taşıyan işletmeler risk sermayesini yatırım finansmanında kullanarak ürünlerin ticarileşmesini ve teknolojik ilerlemenin olmasını sağlayabilir. Yeni iş alanları açıldığından istihdama katkı yapmış olur.

Risk sermayesi, öz kaynak benzeri bir finansman kaynağı olduğundan işletmeye, yabancı kaynaklarda olduğu gibi zorunlu bir ödeme gerektirmediği gibi, kâr veya zarara katılmayı göze alan risk sermayedarları da sermaye katkıları karşılığında garanti, kefalet ve ipotek aramazlar. Oysa işletmeler, geleneksel finans sistemi içinde bu zorluktan dolayı kaynak temin edemezler. Teminat verecek varlığı olmayan işletmeler, özellikle KOBİ'ler önemli bir imkân bulmuş olurlar. Risk sermayedarının aradığı garanti, projenin ticarileşebilme yeteneğidir. Bir başka ifade ile vereceği sermayenin kaç katı kazandıracağıdır.

Ayrıca, risk sermayesi ile yatırım finansmanında girişimci işletmenin nakit akımı ve otofinansman mekanizmaları üzerinde kısıtlayıcı ve olumsuz bir etki söz konusu değildir. Çünkü risk sermayesi yatırımı kar payından çok sermaye kazancı beklentisi ile yapılmakta, hiçbir şekilde geri satın alma taahhüdü içermemekte, hisse senetlerinin istenildiğinde satışı ile ortaklığa son verilebilmektedir.

Model sayesinde kaynakları yetersiz küçük işletmelerin yabancı pazarlara girebilmeleri için gerekli olan yatırımlar gerçekleştirilecek ve farklı stratejiler geliştirilebilecektir⁽¹⁴²⁾. Bu açıdan risk sermayesi yatırım finansmanında kullanılabilir; özellikle KOBİ'lerin kuruluş ve gelişme aşamalarındaki yatırımları için uygun ve etkin bir yöntemdir. Bu amaçla bir yatırım projesinin risk sermayesi kullanılarak nasıl gerçekleştirileceği açıklanmıştır.

3.3.1 Risk Sermayesi Kullanılarak Gerçekleşecek Yatırımların İşleyişi

Risk sermayesi şirketleri her yıl yüzlerce finansal öneri almalarına rağmen bunların ancak %2 veya %3'üne yatırım desteği sağlamaktadır. Pek çok öneri kabul edilmezken bazı öneriler de diğer

⁽¹⁴²⁾ Dilber ULAŞ: KOBİ'lerin Yabancı Pazarlara Açılmada Kullandıkları Stratejiler. **Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, 3, (2004), s.181.

finans kuruluşları tarafından değerlendirilmeye tabi tutulur. Bir yatırım projesinin ilk incelemesi ile gerçekleştirilmesi arasındaki süre ise birkaç aydan başlayıp bir yıl veya daha fazla süreye sirayet edebilir.

Risk sermayesi ile gerçekleştirilecek yatırımlarda öncelikle; yatırım stratejileri belirlenmeli ve faaliyet alanları seçilmelidir. Bütün başarılı yatırımlarda olduğu üzere, risk sermayedarı için başlangıç noktası bir faaliyet alanı veya yatırım stratejisi belirlemek olmalıdır. Piyasa koşullarının önemsenmesi ve yatırım kriterlerinin tespiti risk sermayedarlarının çalışmalarında şu açılardan önemlidir.

- Bu çabalar, risk sermayedarına yönetim ve disiplin duygusu kazandırır ve ona, etkin akıllıca faaliyet göstermesi ve yatırım yapması hususunda yardımcı olacaktır.
- Risk sermayedarı, başka yatırımcıların yatırımlarını yöneten biri ise onun, yatırım fırsatlarını nasıl ve neye dayanarak seçtiğini, riske maruz kalmadan, istenen kazancı sağlamada hangi kriterleri kullanacağını bilmek isteyeceklerdir.
- Risk sermayedarları birçok alternatif arasından rasyonel karar mekanizmaları sonucu belirli bir yatırım alanında yoğunlaşmalı ve girişimciyi finanse etmelidir.

Yatırım öncesi, yatırım ile ilgili bir takım yapılabirlik çalışmasının hazırlanması gerekir. Yatırım projesi işletmenin yatırım ile ilgili rasyonel karar almasını ve birtakım teşviklerden yararlanmada kullanılacaktır⁽¹⁴³⁾. Risk sermayesi kullanılarak finanse edilecek yatırımlarda aşağıdaki hususlar dikkate alınarak proje seçilir.

3.3.1.1 İş Kolu Seçimi

Risk sermayedarı önce, yatırım fırsatları yaratmak için hangi sektörlerle ağırlık vereceğini kararlaştırmalıdır. Yatırımcıların bazıları, bütün sektörlerde faaliyet göstermeyi arzu ederken, bazıları daha mikro ölçekli davranırlar. Teorik olarak risk sermayesi örgütlerinin geniş bir alanda faaliyet göstermeleri yararlı olacaktır.

Yatırım alanları arasında ayırım yapmayan (genelleyici) bir yatırımcı, emrinde, belirli sektörler üzerinde uzmanlaştırmış kimseler bulundurmalıdır. Bu tür yatırımlar, bazen faaliyet gösterecek alanları

⁽¹⁴³⁾ Veynel KULA ve Mehmet ERKAN: Yatırım Proje Hazırlanmasında Gerçekleştirdikleri Finansal Etüdler Açısından KOBİ ve Büyük İşletmelerin Karşılaştırılması. Cumhuriyet Üniversitesi İİBF, 1,(2001), s.146.

değil de, faaliyet gösterilmeyecek alanların tespiti açısından önemlidir.

Belirli alanları tercih eden yatırımcılar ise, belli endüstri dallarında veya teknolojilerinde yoğunlaşır. Genel strateji; uzmanlaşma ve yoğunlaşma ortalama yatırım getirilerinden daha yüksek gelir sağlayacaktır. Risk sermayedarlarının çoğunlukla finansal geçmişten öte, imalatçı bir tecrübeye sahip olmaları belirli endüstrilerde yoğunlaşmalarına yardım eder.

Bu iki yaklaşım sonucu yatırım alanı belirlenmiş olur. Yatırımcı karar verdiği alanda yoğunlaşmaya başlar. Risk sermayesi girişimlerinin farklı kurum ve kuruluşların fonlarıyla desteklenmesi hem destekleyiciler için hem de desteklenen proje için karlı bir faaliyet olacaktır⁽¹⁴⁴⁾.

3.3.1.2 Yatırım Hacminin Belirlenmesi

Risk sermayedarı, gerçekleşecek yatırımın finansmanı için asgari ve azami tutarlar belirlemelidir. Her yatırımın büyüklüğü, yatırımcının kaynaklarına ve tercihlerine bağlı olup, aşağıdaki faktörler tarafından belirlenir;

- Kullanılabilir sermaye miktarı ve yatırımcının sermayesini yaymak zorunda olduğu faaliyet sayısı,
- Sermayedarın yatırımlarda sağladığı verimin derecesi. Büyük yatırımlar gibi küçük yatırımlar da emek-yoğun ve zaman tüketici olabilirler bu nedenle risk sermayedarları, yatırımların sayısını, idare edebileceği bir seviyede tutmak isteyecektir.
- Sermayedarın yatırım yapacağı projenin tabi olduğu sektör. Bazı sektörler diğerlerine nazaran daha sermaye yoğundur ve başlangıç için daha büyük sermayeye ihtiyaç duyarlar.

3.3.1.3 Yatırım Stratejisinin Belirlenmesi

Yatırım alanı seçildikten sonra, yatırım stratejisinin tespiti gerekir. Yatırım imkânlarını seçip bir dizi prensip ve kriter geliştirmek gerekir;

- Göze alınmayacak yatırım riskleri,
- Yatırım risklerini dengeleyip yok edecek yatırım kazançları,

⁽¹⁴⁴⁾ Oğuzhan ALTAY: Binlerce Yıllık Finansman Modeli: Risk Sermayesi. **İzmir Ticaret Odası**, (Mart-Nisan 1993), s.46.

- Risk sermayedarına cazip gelecek yatırım tekliflerinin özellikleri,

Öncelikle risk sermayedarı finanse edeceği yatırımın riskini belirlemelidir. Bu, risk faktörü altında proje değerlendirme teknikleri kullanılarak gerçekleştirilecek bir süreçtir. Bir yatırımın riski ne kadar yüksek ise, yatırımcının bundan sağlayacağı kazancın yüksek olacağı evrensel bir gerçektir. Yatırımcı, elindeki fonlarını, devlet tahvili gibi güvenli yatırımlara yatırabilir, ancak o zaman başlangıç riskinin yüksek olduğu riskli yatırımlardan elde edeceği kazançtan daha az bir kazanç elde edeceğini de unutmamalıdır. Risk sermayesi ile gerçekleştirilen yatırımlar belki de en riskli yatırımlardır ve bu sahada başarı kazanmak zayıf bir ihtimaldir. Ancak başlangıç aşamasında projenin başarıyı yakalaması Dijital örneğinde olduğu gibi, her 1YTL'nin 1000'lerce YTL'ye dönüşebileceği de; bir başka ifade ile kazancın yüksek olabilirliği de göz ardı edilmemelidir.

3.3.1.4. Faaliyet Alanın Daraltılması

Yatırım olanakları, çeşitli kaynaklara dayanarak gerçekleşir. Risk sermayedarlarının pazarlama stratejisi ve teknikleri, yatırım ve ticari bankalardakine çok benzemektedir. Yatırım fırsatları yaratmanın başlıca yolları doğrudan pazarlama, dolaylı pazarlama ve haber kaynaklarıdır.

Doğrudan Pazarlama : Risk sermayedarlarının ilişki kuracağı ve başvuracağı kişiler; yeni teşebbüs kurma konusunda fikirleri olan ya da böyle fikirleri olanları risk sermayedarları ile temasa geçirebilecek girişimciler ve sektör temsilciler olabilir. Ayrıca gelişme sermayesine ihtiyaç duyan yeni şirketler de desteklenebilir.

Dolaylı Pazarlama : Risk sermayedarları, finansman ve ticaret gazetelerine gibi kaynaklara ilan verebilirler. Ayrıca risk sermayesi ve endüstri konularındaki konferans ve seminerlere katılarak veya bunları organize ederek; yatırım yapılacak projeleri ve sermaye ihtiyacındaki girişimcileri tespit edebilirler.

Haber Kaynakları : Birçok kişi ve kurumdan alınacak haber ve tavsiyeler yatırım fırsatları yaratan önemli kaynaklardır. Cazip yatırım fırsatları yaratma alanında başarıyla rekabet etmek isteyen risk sermayedarları, geniş ve etkin bir ilişki ağı kurmalıdır. Hem girişimcilerden, hem de onların aracıları ve danışmanlarından, risk sermayesi şirketlerine hiç beklenmedik teklifler gelecektir.

Risk sermayedarının çalışma stratejisi, tercih ettiği sektör ve büyüklük kriterleri, onun

pazarlama faaliyetlerini geniş bir ölçüde belirleyecek ve bir yatırımın finansmanı konusunda karar vermesini sağlayacaktır.

3.3.1.5 Yatırım Projelerinin Taşınması Gereken Şartlar

Risk sermayesi şirketleri genellikle kendilerine başvurulmasını istemektedir. Söz konusu başvurular, belirli bir sistem çerçevesinde yapılmaktadır. Risk sermayesine sunulan projelerin taşınması gereken şartları bu çerçevede inceleyebiliriz.

Risk sermayesi yatırımları yapı itibarıyla yüksek riskler barındırdığından finansman sağlayan kuruluşlar, aldıkları riski karşılayacak düzeyde bir getiri beklemektedir. Bu nedenle son derece detaylı ve dikkatli bir değerlendirme yapılmalıdır. Hatta birçok girişimcinin projesi burada reddedilmektedir. Bundan dolayı, projenin aşağıdaki şartları taşınması gerekir,

- Bir girişimci, kendi girişiminin finansal ihtiyaçları kadar, risk sermayesi şirketinin de yatırım tercihleri ve limitlerini iyice kavramalı ve iyi değerlendirmelidir,
- Girişimci, üretimi düzeyini ve finansal gereksinimlerini belirlemede profesyonel hizmetlerden yararlanmalıdır,
- Girişimci, sermaye gereksinimini projenin bütün dönemlerini göz önüne alarak belirlemeli ve buna göre sermaye talebinde bulunmalıdır,
- Girişimci, yönetim kadrosunu, risk sermayesi şirketine başvurmadan önce oluşturmalıdır,
- Girişimci, proforma finansal tabloların hazırlanmasında, mümkün olduğunca basit bir sermaye yapısı göstererek, karmaşık finansal düzenlemelere yol açmamalıdır,
- Girişimci başlangıçta tek bir ürün üzerine yönelmelidir,
- Girişimcinin faaliyet planlarının tamamıyla anlatması gereklidir. Bu planların incelenmesi ve geliştirilmesi, girişimciye söz konusu girişimin zayıf ve güçlü yönlerini anlama olanağı verecektir,
- Girişimcinin ürününü ya da yatırımını, olduğundan daha başarılı göstermeye çalışması, risk sermayedarı tarafından yapılan değerlemede rasyonellikten uzak, duygusal bir yaklaşım olduğu kanaati uyandırabilir,
- Projenin değerlendirilmesi için, risk sermayesi kuruluşuna yeterli zaman verilmelidir. Kararın bir an önce verilmesi için yapılan zorlamalar, risk sermayedarına, girişimin zamanlamasının iyi

yapılmadığı veya bir sorun çıkmasından korkulduğu izlenimi uyandırabilir.

Risk sermayesi şirketleri, yukarıda özetlenen noktalara önem verdiklerinden, risk sermayesi kullanılarak gerçekleştirilecek yatırımlarda, girişimcinin bu ön koşulları taşıyıp taşımadığına önem vermektedirler. Girişimci ön koşulları yerine getirdiğinden emin olduktan sonra, oldukça detaylı bir iş planı (teklif mektubu) ile risk sermayesi kuruluşuna finansman için başvurabilir.

3.3.1.6 İş Planı (Teklif Mektubu), Hazırlanması ve İncelenmesi

Teklif mektubu, girişimcinin risk sermayedarına yatırıma finansman sağlayarak ortak olmasını davet ettiği bir çalışmadır⁽¹⁴⁵⁾. İş planı amaçları göstermesi, proje ile ilgili düşüncelerin ayrıntılarını göstermesi ve projenin teknik, finansal ve ekonomik boyutlarını sergilemesi yönü ile çok önemlidir. En önemli özelliği yatırımın amacını göstermesidir. İş planında yer alan temel özellikleri aşağıdaki gibi ifade edebiliriz;

- İş Planı; girişimin amaçlarını açıklayan bir mektuptur. Girişimcinin amaçlarını özetlediği mektup, risk sermayesi kuruluşu ile önceki görüşmeleri özetler niteliktedir,
- Planda, yatırımın ihtiyaç duyduğu finansman miktarı açık bir şekilde belirtilir,
- Girişimin faaliyetleri ayrıntılı bir şekilde belirtilir. Girişimci, planlanan ya da sahip olduğu pazar payını, pazar büyüklüğünü ve özelliklerine ilişkin sayısal verileri ile muhtemel pazar payının nasıl elde edeceğini, pazarlama planı içinde ifade eder,
- Planda, girişimciye ait temel bilgiler yer alır,
- Şirketin varsa cari bilançosu, gelir tablosu ve sermaye yapısını gösteren tablolar plana eklenir,
- Önemli pozisyonlarda görev alacak personelin kimlikleri, iş yaşamları ve teknik bilgilerini içeren ayrıntılı birer biyografileri hazırlanır,
- Belli başlı müşteriler ve tedarikçiler açık şekilde adresleri ile beraber belirtilir,
- Patent, halen sonuçlanmamış davalar, vergi problemleri ve buna benzer sorunlar ayrıntılı şekilde ifade edilir,

İkinci maddede belirtilen ve yatırımın gereksinim duyduğu finansman tutarı ve uygun finansman şekli ile söz konusu sermayenin planlanan kullanım şeklinin açıklandığı kısımlar, risk

⁽¹⁴⁵⁾ Ali CEYLAN: **Finansal Teknikler**, s.34.

sermayedarı açısından çok önemlidir. Yatırımın tasviri, girişimcinin mevcut faaliyetleri, planlarını, girişimcinin ya da yönetim grubunun geçmiş deneyimlerini içerir. Yatırım hakkında eksik verilecek bilgiler bir takım yaptırımlar doğurabilir. Bu nedenle plan veya mektup olabildiğince profesyonel bir süreç ile hazırlanır.

Girişimci firmanın bankalarla ilişkileri, kredi limitleri, teminatları, mevcut borçluluk durumu ve şirketin performansını yakından izleyen banka görevlilerinin isimleri de teklif mektubu içinde yer alır.

3.3.1.7 Projenin Değerlendirilmesi

Girişimcinin nitelikleri her ne kadar büyük önem taşısa da, risk sermayesi kuruluşları girişimin kendisini de büyük bir titizlikle değerlendirirler. Çünkü işletmenin değerlendirilmesinde, fiyatlandırılmasında ve pazarlık aşamasında, risk değerlemesi çok büyük önem arz eder. Risk sermayedarı yatırımı finanse etmeden önce getirilerini tahmin etmeye çalışır. Sermayedar şirketin beş yıla ilişkin proforma finansal tablolarını büyük bir dikkatle inceler. Finansal durum değerlendirmesi yanında, ürün pazarının büyüklüğü, pazara giriş ve çıkış kolaylığı, ürünün ileri teknoloji düzeyi, satış fiyatı, kâr getirme potansiyeli, modasının geçme olasılığı, üretim fizibilitesi, üretim teknolojisi, rekabet şartları, ürünün ömrü, faaliyet giderleri ve sabit maliyetlerdeki dönemsel değişimler, endüstrinin büyüme potansiyeli, ekonomik toplu durum, para ve sermaye piyasalarında mevcut durum gibi faktörleri değerlemede dikkate alır.

Sermayedar yatırım yapısının mümkün olduğunca basit olmasını tercih eder. Bu nedenle, firmanın sadece bir tür pay senedi olması önemli bir avantaj kabul edilir. Bugüne kadar olan uygulamalar, küçük işletmelerde karmaşık sermaye yapısının yapılan anlaşmalar için ödenecek borçları önemli ölçüde artırdığını ortaya koymaktadır.

3.3.1.8 Yatırım Sözleşmesi

Risk sermayesi şirketi tarafından belirlenen koşulların, girişimci tarafından da benimsenmesi ve mutabık kalınması halinde, taraflar arasında karşılıklı hak ve yükümlülükleri içeren bir yatırım sözleşmesi düzenlenir. Bundan sonraki birlikteliğin temelini oluşturacak olan bu sözleşmenin

imzalanması ile gerçekleştirme aşamasına geçilir⁽¹⁴⁶⁾.

3.3.1.9 Risk Sermayesi Yatırımının Fiyatlandırılması

Bu aşama, görüşme prosesinin belki en sübjektif konusudur. Fiyat, yatırım öncesi risk / getiri analizi neticesinde firmanın değerlendirilmesiyle oluşur. Risk sermayesi yatırımcısı şirket için en büyük fiyatı isteyecektir. Yatırımın getirisi, alınan riske ve risk sermayesi yatırımsının farklı beklentilerine bağlıdır. Genel kural olarak, çekirdek veya başlangıç aşamasındaki bir yatırımın finansmanını sağlanacaksa, yıllık % 50 gibi yüksek bir getiri beklenmekte, eğer genişleme yatırımı finanse edilecek ise yıllık % 25-30 arası bir getiri beklenmektedir.

Fiyatlandırmada en hassas unsur, kullanılacak olan iskonto oranının tespitidir. Bu konu Türkiye'deki ekonomik koşullar dikkate alındığında daha karmaşık bir hal alır⁽¹⁴⁷⁾.

Girişimci, potansiyel yatırımcı ile görüşmeden önce şirketin değerini hesaplamalıdır. Örneğin risk sermayedarının tahminlerine göre yatırım, 5 yıl sonra 10 milyon YTL değere ulaşacaktır. Sermayedarın hesabına göre, yatırımdan beklediği getiri % 40 ve başlangıç yatırımı 500.000 YTL tahmin edilmiş olsun.

İşletmenin değeri tahmin edildikten sonra yapılacak ikinci işlem gelecekte tahmin edilen değeri bugüne indirgemektir. Bugünkü değer formülü ile hesaplırsak;

$BD = 10.000.000 / (1 + 0,40)^5 = 1.850.000$ YTL bulunur. Buradan yatırımdan beklenen % 40 verimlilik, $500.000 / 1.850.000 = 0,27 = \%27$ olarak bulunur. Beklenen kârlılıktan düşük çıktığı için proje reddedilir. Girişimci bunu göz önünde bulundurarak risk sermayedarına şirketin değerini olabildiğince gerçek değerleri ile sunmalıdır.

Risk sermayesi yatırımının fiyatlandırılmasında kesin bir formül yoktur. Ancak yukarıdaki basit örneği biraz daha açacak olursak; yatırımcı yatırım kararı alırken, yatırım elinden çıktığında yatırıma uygulanacak beklenen sermaye kazancı vergi oranına göre belli bir yatırım çarpanı talebinde bulunur. Ayrıca düşünülen projenin veya işletmenin likiditasyon tarihindeki değerini aşağıdaki formül ile hesaplar:

⁽¹⁴⁶⁾ Nesrin ŞİRVAN: **Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliği** (İstanbul, 2002), s.30.

⁽¹⁴⁷⁾ Halil İbrahim BULUT: Risk Sermayesi Yatırımlarının ..., s.96.

$$\text{Firma Değeri} = F/K \text{ Tahmini Oranı} \times \text{Net Kâr}$$

Yatırımcı bu eşitlik yardımı ile yatırımdan çıkış gerçekleştiğinde elde edeceği geliri hesaplamış olur. Gelir tespitinde yatırım payı sabit tutulur. Bunun nedeni daha sonraki sermaye tedariki için şirketin halka açılmasının yatırımcının payına olan etkisini açık olarak görebilmektir.

Bu değerlemeler sonucunda ise yatırım kararı kabul edilir veya proje ret edilerek vazgeçilir. Yukarıdaki değerlemenin yanında fiyat oluşturulurken ya da yatırım kararı verilirken, tarafların vergi yasaları karşısındaki durumu, nakit akışlarının zamanlaması da göz önünde bulundurulur.

3.3.1.10 Yatırım Kararı

Risk sermayesi yatırımının nasıl gerçekleşeceği kararı, hem yatırımcı hem de girişimci açısından son derece önemlidir. Yatırımcı açısından, yatırımın süresinin belirlenmesi oldukça zordur. Yatırım süresi genellikle tesadüfi bir değişken olarak belirlenir. Karar almada yatırımcının riske bakışı, beklediği asgari getiri gibi önemli faktörler yer alır. Buna göre yatırım uygun bulunursa destek aktarımı başlar. Bu destek, girişimin hisse senetlerinin halka arzına kadar sürer. Yatırım finansmanı halka arza değin aşamalar halinde sürer. Finansmanın aşamalar halinde sürmesinin üç ana nedeni bulunur. Bunlardan ilki, yatırım yapılacak işletmeye her aşamada ihtiyaç duyduğu kadar fon verilmesi, finansman için gerekli fonların bir anda işletmeye aktarılmasını engelleyerek, ihtiyaç duyulan nakit tutarını azaltır. İkincisi, aşamalı finansmanın kısa süreli finansman serisi gibi görünmesi ve her aşama sonunda periyodik olarak risk sermayesi ile girişimci bir araya gelerek durum değerlendirmesi yapması fırsatını vermesidir. Üçüncüsü, aşamalı olarak finanse edilen işletmenin sahip ve yöneticilerinin, sonraki aşamanın finanse edilmesini sağlamak amacıyla, projenin her aşamasını başarılı hale getirmek için çok çalışmalarıdır⁽¹⁴⁸⁾. Aşağıda yatırımı için finansman kararı alınan bir projenin, aşamalı olarak finanse edilmesine bir örnek yer almaktadır.

Bir risk sermayesi şirketi 2.000.000 YTL'ye mal olacak bir yatırım için girişimci işletmeyi desteklemeye karar vermiştir. Bu destek 3 yıllık bir süreyi kapsayacaktır.

Verilecek yatırım finansmanı desteği zamana yayılı olarak, aşamalı şekilde gerçekleşecektir. İlk aşamada risk sermayedarı yönetim biriminin, iş planının, mühendislik şartnamesinin oluşturulması,

⁽¹⁴⁸⁾ Garry W. Frery: Corporate Finance Principles and Practice. Çev. Nurgül R. Chambers, **Muhasebe Finans Araştırma ve Uygulama**, 11, (Aralık 1999), s.78.

pazar araştırmasının tamamlanması ve yatırım fizibilitesinin sınanması amacıyla 100.000 YTL'lik finansman sağlayacaktır. Bu tutar 9 aylık bir süre için verilecektir. Bu sürenin sonunda üretim tesislerinin ilk modelini oluşturmak için 400.000 YTL'lik ek sermaye verilecektir.

Son aşamada ise üretim biriminin tamamen inşası ve piyasaya girmek amacıyla yapılacak harcamaların karşılanması için 1.500.000 YTL'lik finansman sağlanacaktır. Bu durum aşağıdaki gibi gösterilebilir⁽¹⁴⁹⁾.

Finansman Aşamaları	Her Aşamada Yatırılan Tutar (YTL)	Firma Değeri (YTL)
1.Aşama	100.000	200.000
2.Aşama	400.000	1.200.000
3.Aşama	1.500.000	6.000.000

Görüleceği üzere her aşamada işletmeye yeni sermaye girmekte ve işletmenin değeri artmaktadır. Risk sermayedarının girişimciye aşamalı olarak finanse etmedeki en önemli amacı riski zamana yaymaktır. İkinci aşamadaki 400.000 YTL'ye gereksinim duyulduğu sırada, şirketin performansının istenilen düzeyde olmadığı ve piyasadaki rekabetin beklenenden daha yoğun olduğunu düşünelim. Böyle bir durumda risk sermayedarı yatırımı desteklemekten vazgeçip çekilebilir. Risk sermayedarının finansmanı aşamalı hale getirmesinin arkasındaki yönlendirici güç, vazgeçme seçeneğini elde tutulmasıdır. Bu seçenek hem yatırım hem de sermayedar için büyük önem taşımaktadır.

Risk sermayedarı, yatırımı düşünce aşamasından başlayıp sonuna kadar destekleyebileceği gibi, sonraki aşamalarda kendisine başvuru yapılmışsa, o aşamadan itibaren desteklemeye de başlayabilir.

3.3.2 Getiri, Risk ve Finanslama Alternatifleri

Risk sermayesi yatırımları, yatırımcılara sunduğu yüksek getiri olanakları nedeni ile yatırımcılar için oldukça çekicidir. Ancak yüksek getirinin yüksek riskle doğru orantılı olduğu da kuramsal bir gerçekliktir. Risk sermayesi kullanılarak gerçekleşen yatırımları diğer yatırımlardan ayıran en önemli özellik, risk sermayedarlarının yatırım politikalarını kârlarını daha çok sermaye kazançlarından elde etmeye yönelik olmalarıdır. Bu durum, birçok yatırımcının finansman aktardığı

⁽¹⁴⁹⁾ William SAHLMAN: a.g.e., s.499.

şirkete, hisse senedi, değiştirilebilir tahvil ve varant şeklinde değerleri ellerinde tutmaları ile açıklanabilir. Risk sermayedarının hisse senedini likidite etmesinin birçok alternatifi bulunur. Bunlar aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- 1) Şirketin hisselerinin belli bir oranının veya tamamının halka arz edilmesi,
- 2) Sadece risk sermayedarının paylarının halka arz edilmesi,
- 3) Risk sermayedarına ait payların yönetim tarafından satın alınması,
- 4) Başka bir şirket bünyesinde birleşme sonucu payların yeni bünye tarafından satın alınmasıdır.

Risk sermayedarının yatırım politikaları konusunda yapılan bir çalışmada büyük şirketlerin daha çok sermaye kazancı şeklinde getiriye tercih ettikleri, küçük sermaye kuruluşlarının ise, temel finansman tutarı üzerinden sabit bir getiriye, yani faizi tercih ettiklerini göstermektedir. Bunun nedeni yatırımları için finansman aktarılan şirketin faaliyetlerinin değerlendirilmesi için gerekli olan yönetsel ustalık ve deneyimin, ancak büyük risk sermayesi kuruluşlarında olmasıdır. Küçük sermayedarların sınırlı bütçeleri, ileri derece kalifiye eleman çalıştırmalarına engel olmaktadır. Ayrıca risk sermayesi yatırımları uzun vadeli oldukları için kârı elde edebilmek için uzun süre beklemek gerekir.

3.3.3 Yatırım Finansmanı Sağlanan Şirketin Halka Arzı

Risk sermayesi şirketlerinin temel amacı, yatırım yaptıkları girişimin, büyümelerini sağladıktan sonra, işletmedeki hisse senetlerini satarak bekledikleri kârlarını realize etmektir. Bu işlem ya işletmenin bütün olarak satılması ya da hisse senetlerinin halka satılması şeklinde yapılır. Sermaye piyasası ülkemizde yeterli olgunluğa ulaşmadığından özellikle KOBİ'lerin halka açılması zordur. Bu nedenle risk sermayedarı, girişimin halka açılma potansiyelini kapsamlı şekilde incelemek durumundadır. İşletme halka açılarak gereksinim duyduğu finansmanı da sağlar. Öte yandan, bu durum, risk sermayesi finansman modelinin gelişimi ve tamamlanması için gereklidir.

Risk sermayesi şirketleri halka açılma kararı almadan önce ciddi bir çalışma yapmalı ve aracı kuruluşların hizmetlerinden yararlanmalıdır. Halka açılmada dikkat edilecek hususlar ise;

- 1.) Zamanlamanın iyi ayarlanması,
- 2.) Başarılı aracı kurumun seçilmesi,

- 3.) Fiyat/kazanç oranının yüksek olduğu bir zamanın seçilmesi,
- 4.) Piyasada artan bir pazar payına ve iyi bir şöhrete sahip olması,
- 5.) İstikrarlı ve başarılı bir yönetimin varlığıdır.

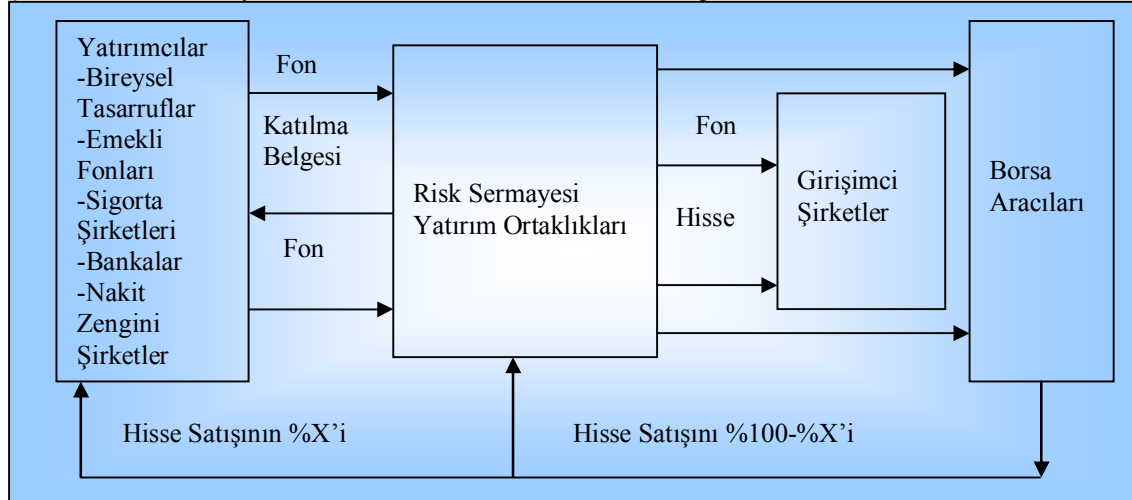
Halka açılan bir yatırımın hisse senetlerinin fiyatı üç kurala göre belirlenir;

- 1) Belirli işletmelerin hisse senedi fiyatlarını esas almak,
- 2) Hisse senetleri fiyatının pazarlanabilir bir seviyede tespiti,
- 3) Belirlenen hisse senetleri fiyatından alıcılara iskonto yapılması.

Yatırım halka arz edilmeden önce, benzer işletmelerin finansal verilerini içeren karşılaştırmalı tablolar hazırlanır. Bu tablolar yardımıyla, yatırıma ait veriler ile piyasa verileri mukayese edilmiş olur. Birincil piyasada işlem görecektir hisse senetlerinin fiyatlama kararında fiyatın pazarlanabilir seviyede olması, hisse senedinin satışına olanak verecektir. Satış gerçekleştiğinde ise proje tamamlanmış olur.

İşleyiş sürecinde ifade edilenler doğrultusunda yatırımların finansmanında risk sermayesi kullanımı, Şekil 3.1’de verilmiştir.

Şekil 3.1: Risk Sermayesi Kullanarak Yatırımlara Finansman Sağlanması



Kaynak: Jülide YILDIRIM: Küçük ve Orta Boy İşletmeler ve Risk Sermayesi, (İstanbul 1991), s.81.

Şekilden de görüleceği üzere öncelikle fon oluşturulmakta, girişimci risk sermayedarına müracaat edilmekte, proje uygun bulunursa yatırıma dönüştürülerek halka arz edilmektedir. Bu şekilde yatırımların finansmanında risk sermayesi kullanılmış olmaktadır.

3.3.4 Risk Sermayesi Yatırımlarında Başarı Koşulları

Risk sermayesi kullanılarak finanse edilecek yatırımların başarı koşulları bazı araştırmacılar tarafından incelenmiştir. Bu araştırmalardan bir bölümü, doğrudan risk sermayedarlarından elde edilen bilgilerin bir araya gelmesiyle gerçekleştirilmiş ve temel başarı faktörünün girişimcinin kişiliği olduğu sonucu çıkmıştır. Bu noktada Türkiye’de yaşanmış bir örneği vermek yararlı olacaktır.

Bilindiği üzere cep telefonlarının ülkemizde kullanmaya başlaması 1994 yılına rastlar. Bu dönemde bir iş adamı cep telefonlarının Türkiye’de kullanılabileceğini savunmuş ve Türk piyasasında yer alması için birçok büyük holdingin yöneticileri ile görüşme yapmıştır. Ancak, söz konusu yöneticiler cep telefonları için yapılacak yatırımları son derece riskli bulduklarını belirterek önerilen projeye sıcak bakmamışlardır. Girişimci de projesini, o dönem için nispeten daha küçük bir sermayedara iletmiştir. Söz konusu sermayedar projeyi uygulanabilir bularak cep telefonlarının Türkiye pazarına girmesinde öncülük etmiştir. Bugün için cep telefonu pazarı en cazip pazarlardan bir tanesidir. 2000’li yıllarda New York Borsasında işlem gören ilk ve tek Türk şirketinin cep telefonu operatörü olması bu cesaretin bir sonucudur. Bu uygulama bir risk sermayesi yatırımdır. Projenin finansmanında risk sermayesi kullanılmıştır. Burada öne çıkan ise girişimcinin kişiliğidir.

Girişimcinin riske karşı önlem alabilmesi, hedef pazarı, pazar büyüme hızı, finansal açıdan büyüme potansiyeli ve yatırım likiditesini kavrayabilme yeteneği girişimci ile ilgili faktörlerdir. Bununla beraber başarılı yatırımın önem arz eden diğer ölçütleri;

- Ürün yapısı-pazar yapısı
- Rekabet yoğunluğu,
- İş ekonomisidir.

Ürün-Pazar yapısı risk sermayesi yatırımının değerlendirilmesinde ve başarısında girişimcilik özellikleri ile beraber temel faktör olarak kabul edilmektedir. Müşterileri açıkça tanımlanmış, büyüme potansiyeli % 40-60 arasında değişen, yasaların az olduğu bir pazarda başarı şansı yüksektir. Ürünün yenilik düzeyi de önemlidir. Örneğin, dijital uydu alıcıları, MP3 oynatıcı cihazlar, flash bellekler, dijital fotoğraf makineleri gibi yenilikçi, teknolojik ürünlerin başarı potansiyeli oldukça yüksektir.

Başarıyı etkileyen faktörlerden birisi de, diğer yatırım türlerinde olduğu üzere rekabet

yoğunluğudur. Teknolojik üstünlüğü olan ürünler, % 20 oranında pazar payı alabilecek girişimler, fiyat öncülüğü yapabilecek ürünler, korumalı pazara dahil olan girişimler; rekabetten daha az etkilenecekleri için başarılı olabilirler.

Başarılı bir girişimin ekonomik değeri üzerine ilişkin bulgular ise aşağıdaki gibi sıralanabilir;

- Artı değeri ifade edilmiş, yüksek ve sürekli katma değere sahip girişimler, düşük katma değere sahip girişimlere göre daha başarılı olmaya adaydır.
- Ortalama kâr marjı % 20 ve üzerinde olan yatırımlar, % 20'nin altında kâr marjına sahip yatırımlara göre daha başarılı olurlar.
- Tedarik ve dağıtım kanalları ile özel, yakın ve iyi ilişkiler için olan bir girişim, bu gruplarla özel ilişki içinde olmayan girişimlere göre daha başarılı olacaktır.

3.4 RİSK SERMAYESİNİN DİĞER FİNANSMAN MODELLERİ İLE KARŞILAŞTIRILMASI

Risk sermayesi modelinin yatırımlardaki avantajlarını veya dezavantajlı yönlerini daha iyi anlamamız için, yatırımların finansmanında kullanılan diğer finansman modelleri ile karşılaştırarak üstünlükleri ve zayıf yönleri belirlenmeye çalışılmıştır.

3.4.1 Risk Sermayesi ve Banka Kredisi

Banka kredileri, işletmelerin yatırım finansmanında çok sık tercih ettiği kaynaklardır. Son yıllarda makine ve tesislere yapılan yatırımların artması banka kredilerinin önemini artırmıştır⁽¹⁵⁰⁾. Özellikle yeterli öz sermaye birikimine sahip olmayan işletmeler bankalara müracaat ederek kredi talebinde bulunurlar. Ancak her kredi talebi bankalarca olumlu yanıtlanmayabilir. Özellikle yatırım kredisi taleplerinde özel sektör bankaları ret cevabını daha çabuk verebilmektedir. Bankalar sermaye kısıtı içinde, işletmelere kullandıracakları kredileri çoğunlukla büyük işletmelere veya kendini ispatlamış kurumlara yönlendirmektedir. Bu durum ekonominin lokomotifi durumunda olan KOBİ'lerin banka kredisi almasını güçlendirmektedir. Bunun yanı sıra kredi talebi birçok maliyet kaleminin de yükselmesine yol açacaktır.

⁽¹⁵⁰⁾ Zeyyat HATİPOĞLU: a.g.e., s.122.

Ülkemizin temel ekonomik sorunlarından biri olan kayıt dışı ekonomi 2003 yılı itibarı ile % 50 düzeylerindedir⁽¹⁵¹⁾. KOBİ'lerin faaliyet alanlarının önemli bir kısmı kayıt dışı çalışan firmalar ile genişlemektedir ve bu durum rekabeti güçleştirmektedir. Gerek bankacılık kesiminden kaynaklanan, gerekse de KOBİ'lerin muhasebe sistemini tam oturtamamış, kayıt dışı satışlarının yüksek olması sebebiyle gerçek performanslarını bilançoya yansıtamamış olmaları, özellikle kredi değerliliklerinin tespitinde, bankacılar açısından sorun yaşanmasına neden olmaktadır. Bunun yanı sıra kendilerini kısa vadeli kaynaklarla fonlayan Bankalar, yatırım finansmanı gibi uzun vadeli kaynak aktarımı gerektiren durumlarda şartları daha da güçleştirmektedir.

İşletmeler yatırım finansmanı için bankacılık sistemine başvurduğu anda;

- Bürokratik engeller,
- Yatırımın getirisi ile bağdaşmayan kısa vadeler,
- Yüksek faiz oranları,
- Ağır ödeme koşulları,
- Teminat unsurlarındaki yetersizlikler,
- Sermaye piyasalarından yararlanamama,
- Finansal araçların eksikliği sorunları ile karşılaşmaktadır.

Bu durum işletmelerin bankalardan kaynak sağlamasını zorlaştırmaktadır. Risk sermayesinde ise teminat, faiz gibi zorlayıcı unsurlar yer almadığı gibi, sermayedarın zararı karşılaması dahi söz konusudur. Bu da risk sermayesini banka kredilerinden daha üstün bir konuma taşımaktadır. Önemli olan girişimcinin ürettiği projenin ekonomik rantabilitesidir. Banka kredilerinde geri ödemeler ve faiz ödemeleri çok sık yapılmaktadır. Oysa risk sermayesinde öncelikle projenin hayata geçmesi gerekir ve halka açılma beklenir. Kaldı ki, borç taksitlerinin zamanında ödenmemesi durumunda borcun tamamının zorunlu hale gelmesi de firmaları sıkıntıya düşüren, iflasa götüren bir neden olmaktadır⁽¹⁵²⁾. Bu da girişimci için risk sermayesini avantajlı konuma getirir.

⁽¹⁵¹⁾ [Http://www.kosgeb.org.tr/bilgi_bankası](http://www.kosgeb.org.tr/bilgi_bankası). 15.03.2006.

⁽¹⁵²⁾ Metin TÜRKO: a.g.e., s.565.

3.4.2 Risk Sermayesi ve Özsermaye

Öz sermaye, bir işletmenin kuruluşunda varlıkların temini için gerekli olan kaynakların işletme sahip veya sahiplerince karşılanması olarak tanımlanır. Öz sermaye ile finanslama ülkemiz işletmelerinde sıkça tercih edilen bir yöntemdir. Özellikle yeni kurulan, ancak banka kredilerinden veya satıcı kredilerinden yararlanma imkânı olmayan genç girişimciler sermaye olarak çoğunlukla birikimlerini veya yakın çevrelerinden temin ettikleri fonları kaynak olarak değerlendirmektedir. Ancak tasarruf saiklerinin zayıf olduğu gelişmekte olan ülkelerde girişimciler öz sermaye ile yatırım yapmakta büyük zorluk çekerler. Buna mukabil, risk sermayesi öz sermayeye benzer bir modeldir. Çünkü sistem girişimcinin beşeri sermayesine ve entelektüel sermaye düzeyine büyük önem verir. Bu da öz sermaye ile benzerlik noktasını oluşturur. Bunu yanı sıra öz sermaye ile finanslamanın en önemli araçlarından birisi menkul kıymet ihraç ederek işletmeyi halka açmaktır. Bu durum risk sermayesi yatırımlarında da görülür. Proje hayata geçirildikten sonra belli bir olgunluğa ulaşıncaya kadar yatırım halka arz edilerek çıkış gerçekleşir. Dolayısıyla öz sermaye ile finansman sağlanmış olur. Sermaye sıkıntısı çeken girişimciler için risk sermayesi öz sermaye benzeri olması açısından büyük önem arz eder.

3.4.3 Risk Sermayesi ve Ticari Borçlanma

Literatürde ticari borçlanma kavramına, ticari kredi veya satıcı kredileri gibi ifadeler ile yaklaşıldığını görmekteyiz. Satıcı kredileri öteden beri bütün işletmeler tarafından kullanılan bir finansman yöntemidir. Satıcılar genellikle peşin ödeme çalışmayıp açık hesap yaklaşımı ile davranarak ticari hayata akışkanlık kazandırmayı tercih eder.

Özellikle batılı ülkelerde ve ABD’de ticari borçlanma çok yaygındır. İşletmeler için önemli fon kaynağı oluşturur. Örneğin imalat işletmelerinde varlıkların finansmanın % 8,8’i, toplam ticaret işletmelerinin % 25’inin bu yolla finansman sağladığı tespit edilmiştir⁽¹⁵³⁾.

Ancak bu pratikliğine rağmen ticari borçlanmanın bazı sakıncaları vardır. Öncelikle, satıcı karşı taraftan teminat olarak senet veya benzeri araçları isteyebilir. Ayrıca, vade bitiminde borcun ödenmemesi durumunda satıcı vade farkı isteyebilir. Bu tür finansmanın bir diğer yönü de iskonto oranının hiç olmaması veya çok düşük tutulmasıdır. Ticari krediler vade itibarı ile kısa vadeli dirler ve yatırım finansmanı için çok uygun değildir. Çünkü yatırım projelerinin hayat bulması kısa süreli bir

⁽¹⁵³⁾ Ali CEYLAN: **İşletmelerde Finansal Yönetim**, s.132.

çalışma olmayıp bazen 1-2 yıl bazen de daha uzun süre gerektirir. Bu amaçla yatırımın finansmanı aşamasında kullanımı oldukça güçtür. Daha çok, büyüme aşamasındaki projelerde kullanılabilir. Oysa risk sermayesi, her aşamada kullanılabilen bir finansman tekniğidir ve vade itibarı ile de uzun vadelidir. Risk sermayesinde vade farkı gibi bir olumsuzluktan da söz edilemez.

3.4.4 Risk Sermayesi ve Hisse İhracı

Hisse ihracı günümüzde büyük işletmelerce çok sık uygulanan bir yöntemdir. Hisse ihracı ile şirketlere ortak alındığı için bir yerde öz sermaye ile finanslama olarak kabul edilir. Hisse satışı ile yatırımın finansmanı için çok büyük tutarlarda fon temin etmek mümkündür. Ancak her işletmenin hisse ihraç edebilecek düzeye gelmesi kolay değildir. Öncelikle ülkemizde hisse ihracı hakkı sadece anonim ortaklıklara tanınmıştır. Bu da küçük işletmelerin bu yolu kullanmalarını güçleştirmektedir. İkinci bir husus, hisse ihraç etmenin maliyeti ve güçlüğüdür. Çünkü bir işletmenin halka arz olması için SPK hükümlerinin taşınması gerekir ki, bu çok zor bir süreci beraberinde getirir. Ancak hisse ihracını risk sermayesinden çok uzak görmek yanlış olacaktır. Çünkü risk sermayedarı finansman sağladığı yatırımı er geç halka arz ederek çıkış gerçekleştirir. Bir başka ifade ile risk sermayesi yatırımından çıkışın aracı hisse senedidir. Ancak iki durum arasında bir fark vardır. Halka arz ile finansman sağlayan kuruluş direkt olarak kendisine ait olan yatırımı veya işletmeyi halka açar. Bunun için aracı kurumlar ile işbirliği yapar ve bu tür işletmeler büyük ölçekli işletmelerdir. Oysa risk sermayesi yatırımında halka açılan işletme, işletmenin sahipleri tarafından değil, yatırıma risk sermayesi aktaran sermayedar tarafından halka arz edilir. Ayrıca arz edilen işletme küçük veya orta ölçeklidir. Girişimci açısından birinci durumda direkt olarak hisse ihracı varken, ikinci durumda dolaylı hisse ihracı vardır. Sonuç itibarı ile iki yöntem hisse senedi kullanmak yolu ile gerçekleştiğinden aralarında kuvvetli bir benzerlik vardır.

3.4.5 Risk Sermayesi ve Finansal Kiralama (Leasing)

Türkiye’de leasing kelimesi, kiralama anlamında kullanılmaktadır. Avrupa Leasing Birliği (European Leasing Association-ELA) tarafından: “finansal kiralama, belirli bir süre için kiralayan (lessor) ve kiracı (lessee) arasında imzalanan ve üreticiden kiracı tarafından seçilip, kiralayan tarafından satın alınan bir malın, mülkiyetini kiralayanda, kullanımını ise kiracıda bırakan bir sözleşme olup, malın kullanımı belirli bir kira ödemesi karşılığında bırakılmaktadır” şeklinde ifade edilmiştir.

Bu yöntem orta vadeli yatırım kredisi, kira, taksitli satış gibi üç değişik işlemin birleşmesinden oluşan ve bunlardan farklı bir nitelik gösteren kendine özgü bir işlem olan finansal kiralama, Türkiye'deki şekli ile orta vadeli kredi kullanımına çok yakın bir finansman yöntemidir. Bu açıdan birçok sabit varlık yatırımında tercih edilmektedir. Ancak leasing, yatırımın her aşamasında değil, belli bölümlerinde kullanılabilir. Örneğin bir işletmenin yeni bir ürün fikri varsa ve bu ürünü geliştirecek teknolojik imkânlara sahip değilse leasing kullanılabilir. Bu durumda üretim teknolojisi için finansal kiralama, ürünün finansmanı için ise risk sermayesi kullanılabilir. Yani leasing risk sermayesinin alternatifi olmaktan çok tamamlayıcısı bir yöntem olarak düşünülebilir. Özellikle KOBİ'ler için uygun bir yöntem olan finansal kiralama yeni projelerin finansmanında tercih edilir. Ayrıca risk sermayesi gibi uzun bir süreci gerektirmez. Bir yatırım projesi hazırlamaya gerek yoktur. Yapılacak yazılı bir anlaşma ile sabit varlığın yatırımı gerçekleşir. Bunlar leasingi cazip kılar. Ancak leasingde kullanılabilecek fon miktarı kısıtlıdır. Girişimci her istediği teknolojiyi değil kiralayanın yönlendirmesine göre hareket durumunda kalabilir. Oysa risk sermayesinde bir proje vardır. Anlaşmaya göre yatırımın her aşamasında finansman sağlanabilir. Yatırıma aktarılan fon tutarları ise oldukça yüksektir. Leasingde belli bir süre sonunda üretimde kullanılan makinenin iadesi söz konusudur. Risk sermayesinde ise böyle bir durum söz konusu değildir.

Leasing, işletme tesislerinden esas yararın, onların mülkiyetinden değil, kullanımlarından doğduğu düşüncesine dayanmaktadır. Bu düşünceye göre kâr üretimden elde edilir⁽¹⁵⁴⁾. Bu açıdan da risk sermayesindeki üretim düşüncesine paralellik göstermektedir. Bir başka deyişle reel ekonomiye dayalıdır. Ancak leasingde kiralayanın kiracının yönetime katılması gibi bir durum yoktur.

3.4.6 Risk Sermayesi ve Özel Finans Kurumları

Özel finans kurumları ülkemizde 1980'lerden bu yana faaliyet gösteren mali kurumlardır. Temeli İslam ekonomisine dayalı olup; klasik faiz kuramını ret etmektedir. Bu çerçevede İslam bankacılığı riba'yı (ödünç paranın faiz geliri doğurması) haram saymaktadır⁽¹⁵⁵⁾. Yatırımların finansman ihtiyacını, halktan kâr paylaşımı esasına göre mevduat toplayarak, faizsiz bankacılık yoluyla sağlamayı amaçlamaktadır. Bu amaçla dini sebeplerle fonlarını atıl tutan kesimin tasarrufları ekonomiye çekilmiş olur. Bu sistemin temel unsurları mudaraba, muşaraka ve murabahadır.

⁽¹⁵⁴⁾ Ümit SEYHAN: Finansal Kiralama, Kalkınma, **Leasing**, Kalkınma, 36, (Mart 1991), s.44.

⁽¹⁵⁵⁾ Kürşat TUNCEL: a.g.e., s.103.

Mudaraba: Emek ve sermayenin birleştirilerek faaliyet sonucu oluşan kâr ve zararı paylaşımlarına dayanan bir faaliyettir. Sermayeyi yatıran aktif değildir. Fon kullanan taraf faaliyetlerin yürütülmesini üstlenmekte ve oluşan kârdan oransal pay almaktadır.

Muşaraka: Ortaklık yanında serbest katılımı da içeren bir mekanizmadır. Esas olarak hem sermayede hem de yönetimde ortaklık söz konusudur. Mudarabadan farkı tarafların tümünün finansmana ve yönetime katılmalarıdır.

Murabaha: Özel finans kurumları, yarı ara mamul ve hammadde alımı işlemlerini müşterileri adına üstlenmektedirler. Bankaların bu malları alım tutarları üstüne belirli bir kâr ekleyerek çoğu zaman taksitli ödeme kolaylığı tanıyarak alıcılara devrettikleri, yani bir tür aracı rolü üstlendikleri faaliyet, murabahadır.

Risk sermayesi ile faizsiz bankacılık arasında fonksiyonel ve kuramsal benzerlikler söz konusudur. Fonksiyonel benzerlik uygulanan “mudaraba” ve “muşaraka” ile risk sermayesi finansmanında kullanılan “emek-sermaye” ve “hem emek-hem sermaye” ortaklık biçimlerinin aynıdır. Ayrıca hem girişimcilik hem de yaratıcılık rolleri üstlenmektedir. Yatırımların süresi de benzerlik gösterir. Genelde 5 ile 10 yıllık dönemleri kapsar. Yönetime katılma veya katılmama gibi iki farklı seçenek vardır. Ortaklıktan çıkış şekli de risk sermayesine benzer. Genel de hisse devri ile ortaklık sona erer. Bütün bu göstergeler ışığında faizsiz bankacılığı veya özel finans kurumlarının icra ettiği finansman fonksiyonu ile risk sermayesini birbirine benzetebiliriz.

3.5 RİSK SERMAYESİ EĞİTİMİ

Ülkemizde gerçekleşecek yatırımlarda risk sermayesi kullanımının yaygınlaşması, risk sermayesinin bir finansman modeli olarak tanınıp, uygulanabilirlik kazanması; girişimcilerin ve genç nüfusun risk sermayesi eğitimi alması ile bir dizi eğitim çalışmalarına bizzat katılımları ile mümkün olacaktır. Risk sermayesi eğitiminin özelliklerini bilmek, konu ile ilgili bir modelin ortaya konması için son derece önemiyet taşımaktadır. Konunun bu bölümünde risk sermayesi eğitimi açıklanmıştır.

3.5.1 Eğitim Kavramı ve Tanımı

İşletme yönetiminin en etkin faaliyetlerinden biri olan eğitim, bireylerin davranışlarında, kendi yaşantıları yoluyla planlı olarak istenilen değişiklikleri oluşturma sürecidir⁽¹⁵⁶⁾. Eğitim iş ile ilgili yetkinliklerin girişimciye öğretilmesini kolaylaştırmada planlanmış çaba olarak ifade bulur. Bu yetkinlikler finansman kavramının anlaşılması, yatırım finansmanı tekniklerinin öğretilmesi ve risk sermayesinin tanıtımı gibi çözümsel olan bilgi, beceri ve davranışları içerir. Eğitimin amacı, eğitim programlarının temelindeki bilgi, beceri ve davranışları kazandırmak ve günlük hayatta bunları kullanılır hale getirmektir. Son zamanlarda rekabet etme avantajı kazanmada, eğitimin temel beceri geliştirmeden daha fazla dikkate alındığı doğrulanmıştır⁽¹⁵⁷⁾.

Eğitim, insanoğlunun bugünkü ve yarınki yaşamına müdahaledir. Eğitim bir uyum sürecidir. Davranış değişikliği yaratmalıdır. Bir toplumun yarısını oluşturan bir süreçtir. Eğitimin genel özellikleri şunlardır;

- Eğitim kişinin kendi davranışlarına kendi yaşantısı yoluyla, amaçlı olarak istenilen değişikliği meydana getirme sürecidir.
- Eğitim önceden belirlenmiş amaçlara göre, insanların davranışlarında belli gelişmeler sağlamaya yarayan planlı faaliyetlerdir.
- Eğitim, her kuşağa, geçmişin bilgi ve deneyimlerini düzenli bir biçimde aktarma ya da kazandırma işidir.
- Eğitim, insanın kalıtımla getirdiği temel ihtiyaçlarını, mevcut kuvvetlerini ve duyularını yönlendiren, bunları kendi sınırları içinde en üst düzeye ulaştırabilen faaliyetler dizisidir.

Eğitim en genel anlamıyla, insanları belli amaçlara göre yetiştirme sürecidir. Bu süreçten geçen insanın kişiliği farklılaşır. Bu farklılaşma, eğitim sürecinde kazanılan bilgi, beceri, tutum ve değerler yolu ile gerçekleşmektedir.

Eğitim konusunda yapılan çeşitli tanımlardan hareket ederek özellikle eğitim sürecini tanımlarken şu dört durum ön plana çıkmaktadır;

⁽¹⁵⁶⁾ Esra ALTAN ve Suzan ÖZGÜN: İşyerinde İşgücü Veriminin Artırılmasında Eğitimin Rolü.

Bankacılar, 22, (1997), s.49.

⁽¹⁵⁷⁾ A.Raymond NOE: **İnsan Kaynaklarının Eğitim ve Gelişimi**, Çev. Çetin CANAN (Beta Basın Yayın Dağıtım, 1999), s.4.

1. Eğitim, eğitilen kişide istenilen davranışı oluşturma işidir.
2. İnsan, bir davranışı ancak yaşayarak kazanabilmektedir.
3. Eğitilende oluşturulacak davranış, önceden saptanan amaçlara uygun olmak zorundadır.
4. İnsanda davranışın oluşturulması, planlanmış eğitim sürecinden geçmesine bağlıdır⁽¹⁵⁸⁾.

Eğitim kavramını açıkladıktan sonra risk sermayesi finansman modelinde eğitimin yerine bakabiliriz.

3.5.2 Risk Sermayesi Eğitiminin Önemi

Günümüzde yaşamın her alanında gereksinim duyulan bilgilerin çeşitlenmesiyle birlikte bireylerin, kurum ve kuruluşların “dışarıdan” başka kişi, kurum ve kuruluşların sağlayabilecekleri bilgiler giderek artmaktadır. Bu gelişmeye koşut olarak bilgi ve deneyim de, diğer mal ve hizmetler gibi alışveriş konusu olabilen bir “mal” durumuna gelmiştir.

Küçük ve orta ölçekli işletmelerin bilgi (enformasyon) eksikliği en önemli darboğazlardan birini oluşturmaktadır. Devletin girişimcilere yönelik bilinçli ve etkin bir bilgilendirme politikası KOBİ’lerin yapısının güçlendirilmesinde katkı açısından büyük önem taşımaktadır. Türkiye’de tüm işletmelerin % 99’unu oluşturan KOBİ’ler için yeniliklerden haberdar olmak oldukça güçtür. Bu nedenle risk sermayesi girişimciler tarafından bilinmemektedir.

Hızla gelişen ekonomik ve teknolojik gelişmelere ayak uydurmak ve yüksek rekabet gücü gereksinimi, bilginin yaratılması, yaygınlaştırılması ve kullanılmasının tüm dünyayı giderek bilgi toplumu haline getirmesi, organizasyonlarda sermaye yatırımının yanı sıra girişimci eğitiminin önemini de her geçen gün artırmaktadır. Eğitiminin içinde yer aldığı yer aldığı organizasyona sayısız yararları vardır. Örneğin bir rekabet avantajı olarak nitelendirebileceğimiz özelliği, kendi organizasyonu içinde bir değerler sistemi yaratmasıdır. Uzun sürede oluşturulan planlar sonucu yapılandırılan ve çalışanları tarafından kurumsallaştırılan bu sistem, başka bir yerden satın alınamayacağı için rakipler tarafından taklit edilmesi zordur.

Günümüzün çağdaş işletmesinde başarıyı artıran faktörlerin en önemlisi belki de girişimcinin almış olduğu eğitimin niteliğidir. Klasik üretim faktörlerinin yanı sıra müteşebbisin eğitim almış olması

⁽¹⁵⁸⁾ Erdoğan TAŞKIN: **İşletme Yönetiminde Eğitim ve Geliştirme** (İstanbul, 1993), s.24.

bir rekabet avantajı sağlayacaktır. Global rekabet ortamında, ülkeler ve hatta bireyler için yeni rekabet şartlarına adapte olabilmek stratejik bir öncelik halini almaktadır. 21. yüzyılın işletmeleri için, kurumların görünmez varlıkları, yani üstün nitelikli insan gücü ve gelişmeye açık örgüt yapısına sahip olmak başarının altın anahtarı olacaktır. Bireyler açısından ise, daha fazla eğitim ve yeni teknolojilerin egemen olduğu iş ortamında ayakta durabilmek için beyin gücüne dayalı yeni iş piyasalarında yer alabilmenin şartı bu eğitim çalışmalarında yer almaktır.

Avrupa ile ekonomik entegrasyon hedefine doğru adım adım yaklaşan ülkemizin en başta gelen sorunlarından bir tanesi dünya pazarlarında rekabet gücünün zayıf olmasıdır. Bu durumun birkaç önemli nedeni vardır. Öncelikle firmalarımızın sahipleri yani girişimciler yeterli eğitim düzeyine sahip değildirler. Birçok araştırma göstermiştir ki, KOBİ düzeyindeki işletmelerimizin sahipleri akademik eğitim almadan, geçmişten gelen bilgi birikimleri ile veya babadan oğula bir bilgi akış sistemi ile işletme yönetmektedir. Bu durumun bir neticesi olarak girişimciler, gerçekleştirmeyi düşündükleri yatırım projelerini çoğunlukla öz sermaye veya banka kredisi olarak hayata geçirmektedir. Ancak söz konusu finansman tekniklerinin gerek maliyet yüksekliği gerekse zor bulunabilirliği girişimcileri sıkıntıya sokmaktadır.

Buna karşın modern finansman araçlarını ve tekniklerini daha iyi bilen daha fazla kullanan gelişmiş ülkelerin girişimcileri finansman darboğazına düşmemektedir. Çünkü bu ülkelerde yer alan girişimci birlikleri veya yatırım birlikleri, yatırımların daha kolay gerçekleşmesi için girişimcilere her türlü eğitim ve danışmanlık faaliyetini çoğunlukla ücretsiz bir biçimde iletmektedir. Doğal olarak bu ülkelerde öz sermaye ile finansman sağlama veya banka kredisi kullanımı azalmakta, yatırımlar daha çok risk sermayesi ve benzeri finansman teknikleri kullanılarak gerçekleşmektedir.

Ülkemizde genç nüfus oranının yüksekliği dikkat çekicidir. Bu kişilerin iyi yetişmesi kendi işlerinin sahibi olmaları da ancak girişimcilik kültürünün yerleşmesi ile mümkündür. Girişimci olabilmek için ise yeterli sermayeye ve projeye sahip olmak gerekir. Risk sermayesi, cesareti olan ancak yeterli sermayesi olmayan girişimcilere kaynak aktardığı için çok önemlidir. Ancak gerek genç nüfus gerekse KOBİ düzeyindeki işletmelerin sahibi girişimciler bu modeli tanımamaktadır. Modelin tanıtımı için planlı ve organize bir biçimde risk sermayesinin hem girişimcilere hem de kendi işini kurmak isteyen genç kişilere öğretilmesi gerekir. Bunun içinde risk sermayesi eğitimi ülkemizde işsizliğin azalmasından, yatırımların daha hızlı gerçekleşmesine kadar birçok olumlu sonucu

doğuracaktır.

Ülkemizde yurt dışına eğitim amacı ile giden akademisyenler veya öğrenciler, çoğunlukla geri dönmeyerek eğitim için gittikleri ülkelerde kalmaktadır. Bir başka ifade ile beyin göçüne tabi olmaktadırlar. Birçok genç bilim adamımız projesi olmasına rağmen finansman sıkıntısı ile bunu hayata geçirememektedir. Bunlardan bazıları projelerini gerçekleştirmek amacıyla yurt dışına çıkmaktadır. Risk sermayesi eğitimi gerçekleştirilmiş olsa belki de yurt dışında kalmayacak, ülkesinde bu projesini hayata geçirecektir. Beyin göçünü engellemesi açısından da risk sermayesi eğitimi çok önemlidir.

Eğitim her kapıyı açabilen sihirli bir anahtar olup alternatifi yoktur. O halde öncelikle yapılması gereken iş, girişimcileri ve genç nüfusu risk sermayesi konusunda eğitmektir.

3.5.3 Risk Sermayesi Eğitiminin Yararları

Girişimcilerin yatırımlarının finansmanında risk sermayesi kullanması için eğitim ve geliştirme çabalarının yapılması zorunludur. Yetişkinlerin bu işi kendiliğinden öğrenmesini beklemek, tutum ve davranışlarını kendiliğinden değiştireceğini beklemek hem zaman alır hem de maliyetlidir. Ayrıca beklemek bir öğrenme yöntemi değildir. Girişimcilere yapılacak risk sermayesi eğitimi sonuca yönelik ve proje tabanlı olmalıdır. Risk sermayesi eğitimi almış bir girişimcinin elde edeceği olası faydaları aktarmadan önce risk sermayesi eğitiminin tanımını yapmak yararlı olacaktır. Buna göre risk sermayesi eğitimi şu şekilde tanımlayabiliriz;

Risk sermayesi eğitimi, girişimcilere ve genç bireylere kendi işlerini kurmaları, geliştirmeleri konusunda daha çok düşünmelerini sağlayan, risk sermayesi sisteminin önemini ve işleyişini örnekler ile gösteren proje merkezli ve uygulamalı bir eğitim sürecidir. Tanıma bağlı olarak risk sermayesi eğitiminin olası yararlarını şu şekilde belirtebiliriz;

1. Risk sermayesi eğitimi müteşebbisin daha önceden hiç bilmediği veya sınırlı bilgi sahibi risk sermayesi modeli hakkında bilgilenmesini sağlar.
2. Eğitim süreci iş başında veya uzaktan da gerçekleştirilebileceği için daha az maliyet ile gerçekleşir.
3. Girişimci yatırım yapmadan önce finansman alternatifleri arasında karşılaştırma olanağı sağlar.

4. Banka kredisi veya öz sermaye sıkıntısı gibi zor bulunur kaynakların yerine daha ucuz bir kaynak sağlandığı için girişimcinin yatırım yapma isteği artar.
5. Eğitim çalışmalarına katılmış bir girişimci, katılmamış bir girişimciye göre daha ucuz kaynak bulma konusunda avantajlı olur. Buna bağlı olarak da maliyetlerinde azalma olur. Satmayı düşündüğü ürünün fiyatında istediği düzeyde indirim yaparak rekabet avantajı sağlar.
6. Girişimci risk sermayedarları ile birebir görüşme ve etkileşim sağlayacağı için finansman sağlama olanağı artar.
7. Özellikle üniversite ve lise öğrencilerinin kendi işlerini kurmaları konusunda cesaret kazanmalarına kolaylık sağlar.
8. Beyin göçü ile yurt dışına gitmek zorunda kalan mucit karakterli kişilerin yurt içinde kalarak kendi ülkelerinde projelerini hayata geçirmelerine olanak verir.
9. Finansman sıkıntısına çözüm olduğundan, gerçekleşen yatırım sayısı artar. Buna bağlı olarak da işsizlik oranında düşüş olur.
10. Girişimcilerin, profesyoneller veya uzmanlar tarafından yönlendirmesine olanak vererek, girişimcinin planlama ve organizasyon yapma becerisini artırır.

Bunların yanı sıra, toplumu oluşturan katmanlar arasında sermaye transferi yoluyla, sermayenin tabana yayılmasını sağlayacağı için sosyal yardımlaşma ve dayanışma olgusuna ve sosyal adalet kavramlarına destek sağlar. Ayrıca girişimcilerin risk sermayesi kullanımı sağlanarak halka açılmalarına kolaylık verir. Dolayısıyla sermaye piyasasının gelişmesine katkı sağlar.

3.5.4 Risk Sermayesi Eğitiminin Diğer Eğitim Çalışmalarından Farklılıkları

Risk sermayesi eğitimi modelinin anlaşılabilmesi için bu sürecin diğer eğitim çalışmaları ile karşılaştırılması gerekir. Öncelikle risk sermayesi eğitimi yetişkinlere ve genç bireylere uygulanan bir eğitim sürecidir. Bu yönüyle uygulandığı kitle sınırlıdır.

Risk sermayesi eğitiminde amaç bir projenin hayata nasıl geçirileceğini göstermektir. Dolayısıyla klasik eğitim çalışmalarındaki, teori ağırlıklı öğrenme ve öğretmeden çok, proje tabanlı eğitimi benimser.

Klasik eğitim anlayışında eğitim çoğunlukla okulda gerçekleşir. Risk sermayesi eğitiminde ise çalışmalar, okulda öğrencilere yapılacağı gibi iş yerlerinde,

meslek odalarında, hatta internet üzerinden bilgisayarlar aracılığıyla uzaktan eğitim yolu ile yapılabilir. Yani belli bir mekân ihtiyacı yoktur.

Risk sermayesi eğitime katılan girişimcilerin çoğunlukla bilgi düzeyleri yetersizdir. Dolayısıyla eğitimin özünde konu hakkında bilgilendirme vardır. Ancak bu bilgilendirme örnekler yardımı ile basitleştirilmiştir. İş çözümleri ve başarıya ulaşmış örnekler sıklıkla verilir. Klasik eğitimde genelde tek eğitmen yer alır. Ancak risk sermayesi eğitiminde alanında bilgi sahibi uzmanlar yer alabileceği gibi, başarıya ulaşmış girişimciler, sektör temsilcileri, ticaret odalarının temsilcileri, üniversite öğretim üyeleri gibi sosyal statüleri farklı kişiler eğitmen olarak görev yapabilir.

Klasik eğitim çok küçük yaşlardan başlayıp ileri yaşlara kadar devam eden ve her türlü bilgiyi, beceriyi ve davranışı kazandırmaya çalışan uzun zaman alan bir süreçtir. Oysa risk sermayesi eğitiminde, eğitilenler çoğunlukla yetişkindir. Dolayısıyla işten zaman ayırarak eğitim çalışmalarına katılmaları zordur. Bu nedenle de eğitimin süresi oldukça kısa olmalıdır.

Klasik eğitimde öğretilenleri uygulamaya kazandırmak oldukça zordur. Risk sermayesi eğitiminde ise öğretilenler hayata daha rahat geçirilebilir.

Risk sermayesi eğitiminin yöntemi de klasik eğitim çalışmalarından farklıdır. Risk sermayesi eğitimi; son zamanlarda ortaya çıkan bire bir yönlendirme (coaching) metodunun uygulanmasına elverişlidir. Bire bir yönlendirme yöntemi ile öğrenme; yoğun, etkili ve verimli olmaktadır. Maliyetin çok önemli olduğu günümüz şirketlerinde, bu bireysel eğitim yöntemi, eğitim harcamalarının gerçek verime dönüşmesine sağlayan bir tedbirdir. Klasik eğitimde ise çok büyük gruplara aynı anda bilgi verilmeye çalışılmakta bu da verimi düşürmektedir.

BÖLÜM IV

İŞLETMELERDE RİSK SERMAYESİ KULLANIMI VE EĞİTİMİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA (İMES ÖRNEĞİ)

4.1 ARAŞTIRMA PROBLEMİ

Küçük ve orta boy işletmeler ekonominin kalbi konumundadır. Bu işletmelerin kuruluş sermayesini, çoğunlukla işletme sahibinin bireysel tasarrufları ve yakın çevresinden aldığı mali destekler oluşturmaktadır. KOBİ'lerin büyüme yönlü çalışmalar gerçekleştirebilmeleri için yeni yatırımlar gerçekleştirmeleri gerekir. Yatırımlar ise yeterli finansman temin edilmeden gerçekleşemez. Dolayısıyla, işletmelerin yatırım finansmanı problemi vardır. Ayrıca KOBİ yöneticilerinin çoğu finansman teknikleri konusunda yeterli eğitimi de almamıştır. Yatırım finansmanında kullanılabilecek finansman kaynaklarından birisi risk sermayesidir. Araştırma ile risk sermayesinin yatırım finansmanında kullanıp kullanılamayacağı ve risk sermayesinin gelişmesi için eğitimin gerekli olup olmadığı sorularına cevap aranmıştır.

4.1.1 Araştırmanın Amacı

Türkiye ekonomisine; gerek sayı, gerek istihdam olanakları ve gerekse de milli gelire katkıları bakımından KOBİ'lerin önemli bir yararı vardır. Günümüzde, Dünya ekonomisinde yaşanan gelişmeler coğrafik sınırların önemini azaltırken, rekabetin şeklini ve boyutunu da değiştirmiştir. Dünya pazarlarında görülen bu değişime Türk işletmelerinin de ayak uydurması gerekir. Bu uyumun temel hareket noktası ise araştırma geliştirmeye dayalı yeni teknikler ve ürünler geliştirerek pazarlamaktır. Yeni ürünler ve ileri teknolojinin olabilmesi ise katma değeri yüksek yatırımların yapılması ile doğru orantılıdır. Bu nedenle başta finansal desteğe ihtiyaç duyan işletmelerin yeni teknolojik değişiklikleri yakalamaları için, araştırma ve geliştirme imkanlarından yararlanmalarını sağlayan finansal teknikleri bilmeleri ve uygulamaları zorunluluk haline gelmiştir.

Bu çalışma İstanbul Madeni Eşya Sanayicileri Organize Sanayi (İMES) Bölgesinde bulunan küçük ve orta boyuttaki işletmelerin yatırımlarının finansmanında risk sermayesi finansman modelinin kullanılması yolu ile finansman problemlerinin aşılp aşılamayacağını araştırmayı amaçlamaktadır. Ayrıca ikinci bir ana amaç olarak da, burada yer alan girişimcilerin risk sermayesini tanımlarını

sağlamak amacıyla eğitim verilip verilemeyeceğini ve eğitimin nasıl olması gerektiğini göstermektir. Bunların sonucunda ise, girişimcilerde risk sermayesine olan ilginin artacağı ve böylece daha ucuz kaynak temininin gerçekleşeceği umulmaktadır. Bu araştırma ile işletmelerin risk sermayesi finansman modeli hakkındaki bilgi düzeylerini ve ihtiyaçlarını tespit etmek ve tekniği eğitim yolu ile tanıtımı için yapılacak çalışmaların organizasyonu hakkında özgün bir model önerisi getirmek amaçlanmıştır.

4.1.2 Araştırmanın Önemi

Ülkemizde son yıllarda alternatif finansman modelleri arasında yer alan ancak, girişimcilerimiz tarafından yeterince tanınmayan bir model olan risk sermayesi birçok sektörde olduğu gibi madeni eşya sektörü için de önemli bir kaynak niteliği taşımaktadır. Bu model sayesinde işletmeler daha ucuz ve uzun vadeli kaynak temin etmekte böylece banka kredisi ve diğer birçok kaynağın ortaya çıkardığı faiz yükü, teminat yükü gibi zorunluluklardan kurtulmuş olmaktadır. Model hakkında yapılmış birçok araştırma olmasına rağmen modelin gelişebilmesi için işletmelerde ve girişimcilerde risk sermayesi kültürünün artmasını sağlayacak olan risk sermayesi eğitime yönelik araştırma bulunmamaktadır. Bu araştırma ile işletmelerde risk sermayesi eğitiminin nasıl olması gerektiği ortaya konacağı için risk sermayesinin tanınması ve gelişmesi kolaylaşacaktır.

Araştırmanın işletmeler açısından önemi ise, risk sermayesi konusundaki bilgi düzeylerini ve davranış tarzlarını ortaya koyarak bu konuda kendilerine bilgi kaynağı oluşturacak olmasıdır. Konunun teorik içeriği ile işletmelere yönelik uygulanması arasındaki bağlantının kurulmasına yönelik bir anket uygulaması yapılarak, anket sonucunda yapılan yorum ve değerlendirmeler ile gerçek durum ve sahip olunan bakış açısı tespit edilmeye çalışılmıştır.

4.1.3 Araştırma İle İlgili Sınırlılıklar

Araştırma İstanbul il sınırları içerisindeki, İMES Sanayi Sitesinde faaliyet gösteren işletmeleri kapsamaktadır. Söz konusu işletmeler arasında çalışan sayısı bakımından herhangi bir sınırlamaya gidilememiştir. Araştırma sadece işletme yöneticileri ve sahipleri ile anket uygulanmasını içermektedir. Diğer çalışanlar kapsam dışında tutulmuştur.

Araştırma zaman ve maliyet kısıtlarından dolayı sadece İstanbul Madeni Eşya Sanayicileri (İMES) Sanayi Sitesi bünyesinde yer alan işletmeler üzerinde gerçekleştirilmiştir. Bu yüzden İMES Sanayi Sitesinde yer alan işletmelerin diğer işletmeleri temsil ettiği varsayılmaktadır. Bununla birlikte

işletmelerin farklı faaliyet alanlarında çalışmalarına rağmen araştırmanın konusu bakımından farklılık göstermedikleri varsayılmaktadır.

4.1.4 Araştırmanın Hipotezleri

Araştırmanın amacına uygun olarak geliştirilen hipotezler aşağıda belirtilmiştir.

1. H₁:İşletmelerin banka kredisi kullanmada karşılaştıkları en önemli sorun, yatırımlarının finansmanı için bankalardan yeterli tutarda krediyi alamamalarıdır.
2. H₂:İşletmelerin en önemli sorunu, finansman yetersizliğidir.
3. H₃:Eğitim düzeyi yükseldikçe risk sermayesi hakkındaki bilgi ve yeterlilik de artar.
4. H₄:Risk sermayesi eğitimine girişimcilerin büyük bir bölümü katılmak ister.
5. H₅: Risk sermayesi kullanıldığında yatırımların karlılığı ve firma karlılığı artar
6. H₆:Risk sermayesi banka kredisine göre daha ucuz bir kaynaktır.
7. H₇:Risk sermayesinin gelişmesi için yapılan çalışmalar girişimciler tarafından yeterli görülmemektedir.
8. H₈:Ülkemizde risk sermayesi eğitimi yeterli düzeyde değildir.
9. H₉:İşletmelerin risk sermayesini yeterince kullanmamasındaki en önemli sebep, sistemi yeterince tanımamalarıdır.
10. H₁₀:Girişimcilerin çoğu, risk sermayesini en çok gelişme ve büyüme aşamasındaki yatırımların finansmanı için uygun görmektedir.
11. H₁₁:Girişimciler, risk sermayesini yatırımlarının finansmanında kullanmak isterler.
12. H₁₂:Risk sermayesi finansman modeli ülkemizde başarılı olacaktır.

4.1.5 Araştırmanın Yöntemi

Veri toplama amacıyla anket uygulamasından faydalanılmıştır. Bu amaçla geliştirilen anket formu başlıca iki bölümden oluşmuştur. İlk bölümde araştırma kapsamındaki kuruluşların kimlik bilgilerini ve çalışan sayılarını ve finansal durumlarını tespit etmeye yönelik sorular yer almakta, ikinci bölümde ise işletmelerin risk sermayesi hakkındaki bilgi düzeylerini, eğitim çalışmalarına yaklaşımlarını ve risk sermayesi eğitiminin model yapısı hakkındaki görüşlerini ortaya koymaya çalışan sorular yer almaktadır.

Ankette Likert, çift ve üç şıklı (evet, hayır, fikrim yok), çok seçenekli, açık uçlu ve sıralamalı

sorulardan oluşan beş çeşit soru tipi kullanılmıştır.

4.1.6 Araştırmanın Evren ve Örneklemi

Araştırmada ana kütle, İstanbul İMES Sanayi Sitesi'nde yer alan 1200 civarında işletmedir. Kota örnekleme kullanılarak araştırma evreni üzerinde % 20 oranında örnek tesadüfi olarak seçilmiştir. Anketler % 20 oranına denk gelen 240 işletmeye yüz yüze görüşme usulü ile uygulanmıştır. Çünkü yüz yüze görüşme yönteminde anketi cevaplandırma oranı, mektupla veya telefon yolu ile cevaplayanlardan daha doğru ve gerçekçi yanıtlar vermektedir.

4.1.7 Verilerin Toplanması ve Değerlendirilmesi

Anketten elde edilen bulgular, SPSS 11.5 istatistik programı ile bilgisayar ortamına aktarılmıştır. Buna bağlı olarak elde edilen sonuçların, istatistiki ölçüm araçları ile tablo ve grafiklere yansıtılması yapılmıştır. Hipotezler, tablo ve şekillerden elde edilen sonuçlar dikkate alınarak kabul veya red edilmiştir. Böylece risk sermayesi ve eğitimi konusuna ilişkin çeşitli unsurların birbirleriyle ilgileri ortaya konmuştur.

4.2 ARAŞTIRMANIN BULGULARI VE YORUMLARI

Araştırmadan elde edilen bulgular, örneklemin özellikleri de dikkate alınarak tablo ve şekiller yardımıyla sunulmuştur.

4.2.1 Örneklemin Özellikleri

Anket formunun ilk bölümünde örneklemin özelliklerini gösteren bazı bulgular elde edilmiştir. Örneklemin genel özelliklerini gösteren bulgulara tablolar yardımıyla aşağıda verilmiştir.

Tablo 4.1: Katılımcıların Görevleri

Göreviniz	Sayı (n)	(%)
Genel Müdür	13	5,4
Müdür	51	21,3
Muhasebe Müdürü	53	22,1
Şef	32	13,3
İşletme Sahibi	66	27,5
Diğer	25	10,4
Toplam	240	100,0

Tablo 4.1'e göre ankete cevap verenlerin % 27,5 işletme sahibidir. Bunu % 22,1 ile muhasebe müdürleri ve % 21,3 ile şirket müdürleri izlemektedir. Diğer başlığı altında cevap verenlerin içinde ise finansman müdürleri veya finans sorumluları yer almakta olup %3 oranındadır. Bu da işletmelerde ayrı bir finans departmanının teşkil edilmediğini gösterir. Finans ile ilgili konular çoğunlukla muhasebe bölümünün içinde kararlaştırılıp uygulanmaktadır.

Tablo 4.2: Katılımcıların Öğrenim Durumları

Öğrenim Durumu	Sayı (n)	%
İlköğretim	64	26,7
Lise	92	38,3
Üniversite	46	19,2
Yüksek Lisans	10	4,2
Yüksek Okul	24	10,0
Doktora	2	,8
Yanıtsız	2	,8

Tablo 4.2'de ankete katılanların öğrenim durumları belirtilmiştir. Öğrenim durumuna bakıldığında % 38,3 ile lise ve % 26,7 ile ilköğretim mezunlarının ilk iki sırada olduğu görülmektedir. Ankete cevap verenlerin % 19,2'si üniversite, % 10 yüksek okul mezunudur.

Tablo 4.3: Katılımcıların Cinsiyete Göre Dağılımı

Cinsiyet	Sayı (n)	%
Bay	168	70,0
Bayan	72	30,0

Ankete cevap verenler cinsiyetine göre değerlendirildiğinde ise % 70 oranında bay ve %30 oranında bayan ile karşılaşmaktayız. Erkek katılımcıların bayan katılımcılara göre çoğunlukta olduğu görülmektedir.

Tablo 4.4: İşletmelerin Kuruluş Tarihleri

İşletmenin Kuruluş Tarihi	Sayı (n)	%
1980-Öncesi	19	7,9
1981-1990	44	18,3
1991-2000	117	48,8
2001-Sonrası	60	25,0

İşletmelerin kuruluş tarihi veya bir başka ifade ile faaliyet süresi incelendiğinde ise yaklaşık olarak % 75'inin 1990 sonrasında çalışmaya başladığı görülmektedir. Bu %75'lik oran içinde, 2000 yılı sonrası kurulanların % 25, öncesinde kurulanların ise % 48,8 oranında ağırlığı vardır. 1990 öncesi kurulan işletmelerin toplam değeri ise yaklaşık % 25'tir. Dolayısıyla ankete cevap verenlerin büyük bir bölümünün genç işletme olduğunu ifade edebiliriz. Daha yaşlı işletmeler olarak belirtebileceğimiz 20 yılın üzerindeki işletmelerin oranı ise sadece % 7,9'dur.

Tablo 4.5: İşletmelerin Çalışan Sayılarına Göre Dağılımı

Çalışan Sayısı	Sayı (n)	%
1-25	153	63,8
26-50	65	27,1
51-75	13	5,4
76-100	4	1,7
101 ve Üzeri	4	1,7

Örneklemede, konu ile ilgisi açısından belki de en önemli sonuç çalışan sayılarına ilişkindir. İşletmelerin % 63,8'i 1-25 kişi arasında, %27,1'i 25-50 kişi arasında personel çalıştırmaktadır. Bu iki oran birleştirildiğinde ise %90 oranında bir değere ulaşılmaktadır. Buna bağlı olarak da araştırmaya katılan işletmelerin çok büyük bir oranda KOBİ tanımına uygun olduğu görülmektedir. Söz konusu sanayi bölgesi çok büyük bir coğrafyanın üzerinde inşa edilmiş olmasına rağmen büyük ölçekli olarak ifade edilen işletme sayısı çok düşüktür. Özellikle karşılaştırmalı tabloların hazırlanmasında çalışan sayısı dikkate alınacak ve buna bağlı analizlere yer verilecektir.

Tablo 4.6: Firmaların Faaliyet Alanları

Endüstri Kolu	Sayı (n)	%
Metal	34	14,2
Madeni Eşya	41	17,1
Makine ⁽¹⁵⁹⁾	47	19,6
Otomotiv Yedek Parça	32	13,3
Kimyasal Ürün	27	11,3
Plastik Eşya	27	11,3
Alimünyum	21	8,8
Diğer	11	4,6

İşletmelerin faaliyet alanlarını incelediğinde, bir çeşitlilik görmekle beraber, ortak özelliğin yeni üretim teknikleri ve ürünlerin geliştirilmesine uygun işletmeler olduğudur.

⁽¹⁵⁹⁾ Tablo'da makine sektörü içerisinde endüstri kolları; elektronik, soğutma ve ısıtma sistemleri olup, madeni eşya sektöründe ise çok geniş bir dağılım bulunmaktadır.

Tablo 4.7: İşletmelerin Sermaye Tutarlarına Göre Dağılımı (Bin YTL)

Sermaye Tutarı	Sayı (n)	%
1-250	106	44,2
250-500	84	35,0
500-750	34	14,2
750-1000	9	3,8
1001-Üzeri	7	2,9

Araştırma örnekleminin özelliklerine ilişkin bir diğer veri ise işletmelerin sermaye tutarlarıdır. Söz konusu işletmelerin % 44,2'si 1-250.000 YTL sermayeye sahiptir. Sermaye tavanını 500.000 YTL'ye çekildiğinde ise bu oran % 79'a tekabül eder. Bir başka ifade ile katılımcı işletmelerin çoğunluğu öz kaynak açısından yetersiz bir düzeydedir. Sermaye tutarındaki düşüklük işletmelerin çalışan sayısındaki oranlar ile benzerlik göstermektedir. Gerek çalışan sayısı gerekse sermaye faktörü dikkate alındığında işletmelerin büyük bir bölümünün daha önce de ifade edilen KOBİ tanımına uygun olduğu bir daha görülür. Dolayısıyla KOBİ'ler için varsayılan problemler, burada yer alan işletmeler için de geçerlidir. Diğer bir deyişle öz kaynak temel finansman kaynağıdır. Ancak sermayenin tek başına, bilançonun pasif bölümünü yansıtmadığını da belirtmek gerekir.

4.2.2 İşletmelerin Finansal Yapısı ve Tercihleri

Araştırmanın bu bölümünde işletmelerin finansal durumları incelenmiş ve olası finansal kararları hakkında tespitler yapılmaya çalışılmıştır. Bu amaçla yöneltile sorulara ilişkin bulgular ve tespitler aşağıda yer almaktadır.

1.Firmanın Amaçları

Katılımcılara, işletmelerinin amaçları sorulmuş ve durumlarına uygun seçenekleri işaretlemeleri istenmiştir. İşletmelerin amacını gösteren veriler Tablo 5.8'de görülmektedir.

Tablo 4.8: Firmanın Amaçları

Firmanızın Amaçları		
	Sayı(n)	%
Satışları Artırarak Kar Elde Etmek	134	23,9
Yeni Yatırımlar Gerçekleştirme Yolu İle Büyümek	95	17,0
Yeni Teknik ve Teknolojiler Geliştirmek	69	12,3
Yeni Ürünler Üretmek Yolu ile Marka Değerini Artırmak	79	14,1
Sektörde Öncü Bir Konuma Gelmek	47	8,4
İstihdam Olanaklarını Artırmak	38	6,8
Mevcut Ekonomik ve Mali Durumunu Korumak	60	10,7
Diğer	38	6,8
Toplam	560	100,0

İşletmelerin büyük bölümünün temel amacı satışları artırarak kar sağlamaktır. Bu amacı, % 17 oranında, yeni yatırımlar yapmak yolu ile büyüme amacı izlemiştir. Yeni teknik ve teknolojiler geliştirmek de önemli oranda tercih edilen bir seçenektir. Yatırım, ürün ve yeni teknik seçeneklerini birleştirildiğinde ise yaklaşık olarak % 43 oranına ulaşılır ki, işletmelerin asıl amacının yenilik yolu ile büyüme olduğu sonucu elde edilir. Buna karşın daha muhafazakar olarak mevcut ekonomik ve mali durumunu koruma yönlü olan işletmelerin oranı % 10'dur. Buradan yola çıkarak işletmelerin yarıya yakınının yatırım yapma potansiyeline sahip olduğu ifade edilebilir. Bu ifadeleri çalışan sayılarına göre incelediğimizde ise karşımıza Tablo 4.9 çıkmaktadır.

Tablo 4.9: Çalışan Sayılarına Göre Firmaların Amaçları

	Çalışan Sayısı									
	1-25		26-50		51-75		76-100		101 ve Üzeri	
	Sayı	%	Sayı	%	Sayı	%	Sayı	%	Sayı	%
Satışları Artırarak Kar Elde Etmek	46	30,1	11	16,9	7	53,8			2	50,0
Yeni Yatırımlar Gerçekleştirme Yolu İle Büyümek	27	17,6	9	13,8	3	23,1	2	50,0	1	25,0
Yeni Teknik ve Teknolojiler Geliştirmek	20	13,1	12	18,5			1	25,0		
Yeni Ürünler Üretmek Yolu ile Marka Değerini Artırmak	23	15,0	9	13,8	1	7,7	1	25,0		
Sektörde Öncü Bir Konuma Gelmek	11	7,2	6	9,2	1	7,7				
İstihdam Olanaklarını Artırmak	9	5,9	8	12,3						
Mevcut Ekonomik ve Mali Durumunu Korumak	13	8,5	10	15,4	1	7,7				
Diğer	4	2,6							1	25,0
Toplam	153	100	65	100	13	100	4	100	4	100

Küçük işletmelerde temel amaç satışları artırmak iken daha büyük işletmelerde temel amacın %50 oranında, yeni yatırımlar yaparak büyüme sağlamak olduğu tespit edilmektedir.

2. Yatırımların Gerçekleşmesinde Kullanılacak Finansman Kaynakları

Bu soruda katılımcılara olası bir yatırımda hangi finansal kaynak veya kaynakları kullanmak istedikleri sorulmuştur. Buradan elde edilen sonuçlar işletmelerin çalışan sayısı dikkate alınarak hazırlanan Tablo 4.10'de yer almaktadır.

Tablo 4.10: İşletmelerin Çalışan Sayısına Göre Finansman Kaynaklarını Tercihleri

Finansman Kaynakları	Çalışan Sayısı									
	1-25		26-50		51-75		76-100		101 ve Üzeri	
	Sayı	%	Sayı	%	Sayı	%	Sayı	%	Sayı	%
Banka Kredisi	27	17,6	14	21,5	1	7,7			1	25,0
Ticari Borçlanma/Satıcı Kredisi	7	4,6	1	1,5	1	7,7				
Özel Finans Kurumlarından Alınan Krediler	16	10,5	4	6,2	3	23,1				
İşletmeye Yeni Bir Ortak Alma	14	9,2	6	9,2						
Yurt Dışından Borç Alma	12	7,8	6	9,2						
Devlet Teşvikleri	10	6,5	5	7,7	1	7,7	1	25,0	1	25,0
Ev, Araba, Menkul Kıymet Vb. Varlıkların Satışı Yolu İle Para Elde Etme	35	22,9	16	24,6	1	7,7	1	25,0	1	25,0
Leasing ve Kiralama	10	6,5	4	6,2	1	7,7	1	25,0	1	25,0
Risk Sermayesi Kullanma	22	14,4	9	13,8	5	38,5	1	25,0		
Toplam	153	100,0	65	100,0	13	100,0	4	100,0	4	100,0

Araştırmaya göre, çalışan sayısı 1-25 arasında olan işletmelerin (küçük işletmeler) en çok tercih edecekleri kaynak, sahip oldukları varlıkların satılması yolu ile elde edecekleri paradır. Bu tercihin oranı % 22'dir. Yatırımların gerçekleşmesinde, tasarrufların paraya çevrilerek finansman sağlamak en çok tercih edilen seçenektir. Buradan öz kaynak yolu ile finansmanın en çok tercih edilen yöntem olduğu sonucu elde edilir. Buna karşın banka kredisi kullanmayı tercih edenlerin sayısı 27 veya % 17'dir. Bu iki yöntemi %14 ile risk sermayesi izlemektedir. Çalışan sayısı 26-50 arası işletmeler dikkate alındığında ise öz kaynak ile finansmanı tercih edenlerin % 24,7'e yükseldiği tespit edilir. Aslında birinci düzey işletmelerden çok farklı sonuçlar elde edilmemiştir. 51-75 arasında çalışan olan işletmeler incelediğinde ise risk sermayesinin temel yöntem olarak karşımıza çıktığını görürüz. Bunun iki sebebi vardır. Birincisi ölçek olarak büyük işletmelerin daha fazla profesyonel yönetici ile çalışmaları, ikincisi ise devlet kurumlarının risk sermayesi çalışmalarını ve teşviklerini bu tür kurumlara yönlendirmiş olmalarıdır. Bu durumda risk sermayesinin yatırımlarda kullanılma tercihi % 38'dir. Risk sermayesinin toplam tercih oranı ise % 15,3'tür. Bu oran banka kredileri için % 17,8 öz kaynak ile finansman için %18'dir. Buradan risk sermayesinin banka kredilerine ve öz kaynak kullanmaya, bir alternatif olduğu görülmektedir.

3. Bankalardan Kredi Almada Karşılaşılan Güçlükler

Katılımcılardan bankalardan kredi talep ederken karşılaştıkları sorunları belirtmeleri istenmiştir. Sorunlar işletme yapısı değişikçe farklılık göstermiştir. İşletmelerin kredi almada karşılaştıkları güçlükler Tablo 4.11’de verilmiştir.

Tablo 4.11: Bankalardan Kredi Talebinde Karşılaşılan Zorluklar

Bankalardan Kredi Alımında Karşılaşılan Zorluklar	Sayı(n)	%
Kredi Tutarının Düşüklüğü	78	25,6
Kredi Maliyetinin Yüksekliği, Faizlerin Bankaca Belirlenmesi	59	19,3
Kredi Vadesi ile İlgili Sorunlar, Kısa Sürede Ödeme Zorunluluğu	46	15,1
Kredi Sağlamada Teminat Sorunu, Bankaların Teminat İstemeleri	45	14,8
Kredi Ödemelerine İlişkin Sorunlar, Kredi Taksitlerinin Yüks	27	8,9
Banka Çalışanlarının Yeterli İlgiyi Göstermemeleri, Gerekli Bilgiyi Vermemeleri	26	8,5
Diğer	24	7,9
Toplam	305	100,0

Katılımcıların % 25,6’sı kredi almada temel sorun olarak “kredi tutarının düşüklüğü”nü belirtmiştir. Bu durum işletmelerin en basit yatırım harcamalarını dahi finanse etmelerini güçleştirmektedir. Bu sorunun yansıması olarak da özellikle küçük ve orta ölçekli işletmeler yatırım yapamamaktadırlar. Ortaya çıkan netice, Hipotez 1’de belirtilen “işletmelerin banka kredisi kullanmada karşılaştıkları en önemli sorun, yatırım finansmanı için bankalardan yeterli tutarda krediyi alamamaktadır” görüşünü doğrulamaktadır. Diğer önemli bir sorun % 19,3 oranı ile kredi maliyetinin yüksekliği ve faizlerin bankaca belirlenmesi olarak görülmektedir. Bankaların özellikle mali tablolara yoğunlaşmaları, işletmelerin olası projeleri üzerinde durmamaları kredi almayı güçleştirmektedir. Diğer önemli sorunlar ise kredinin vadesi ve teminat ile ilgilidir. İşletmeler banka kredilerini çoğunlukla kısa vadelerle alabilmekte ve cari harcamalarını finanse etmektedir. Daha uzun vade gerektiren yatırım harcamaları için ise özellikle küçük ve orta boy işletmeler istenilen krediyi alamamaktadır. Ayrıca kredi talebinde teminat istenmesi de bir diğer zorluktur.

4. İşletmenin Kuruluşunda Sermaye Olarak Kullanılan Kaynaklar

Burada temel amaç ankete katılanların kuruluş anında sermaye yapılarını görmektir. Buna göre

işletmelerin kuruluş sermayeleri Tablo 4.12’de ki kaynaklar kullanılarak oluşturulmuştur.

Tablo 4.12: İşletmelerin Kuruluşunda Sermaye Yapıları

Sermaye Kaynakları	Sermaye Yapıları	
	Sayı(n)	%
Kendi Öz sermayem	155	38,2
Yakınlarımdan Aldığım Borç ve Hibeler	66	16,3
Banka Kredileri	60	14,8
Tüccar Kredileri	59	14,5
Kefalet ve İpotek Yolu ile Borçlanma	32	7,9
Ortak Kabul Etme	23	5,7
Diğer	11	2,7
Toplam	406	100,0

İşletmeler % 38,2 oranında öz sermaye kullanılarak kurulmuşlardır. Sermaye yapılarında %16,3 oranı ile yakınlardan alınan borç ve hibeler ikinci durumdur. Bu sonuç % 55 oranında işletmelerin iç kaynaklar kullanılarak kurulduğunu gösterir. Kuruluş anında banka kredisi alabilen işletme oranı %14,8’dir. Ancak buradaki banka kredileri çoğunlukla kısa vadeli. Daha çok çalışma sermayesi olarak kullanılan kısa vadeli satıcı kredileri ise %14,5 oranında tercih edilmiştir. Uzun vadeli kredi kullanımı ise söz konusu sayının çok altındadır.

5. Ürünlerin Hazırlanmasında Giderlerin Dağılımı

İşletmeler için ürünlerin hazırlanması ve pazarlanabilmesi için bir takım giderlerin mutlaka yapılması gerektiği bir gerçektir. Küçük ve orta boy işletmeler ile büyük ölçekli işletmelerin gider kalemlerinin önem derecesi arasında bir farklılık olması ise kaçınılmazdır. İşletmeler için ürünlerin hazırlanmasında öncelikli giderlerin dağılımı Tablo 4.13’de yer almaktadır.

Tablo 4.13.: Ürünlerin Hazırlanmasında Giderlerin Dağılımı

	Ürünlerin Hazırlanmasında Giderlerin Dağılımı	
	Sayı(n)	%
Malzeme ve Hammadde Giderleri	67	20,2
İşçilik Giderleri	84	25,4
Genel Üretim Giderleri	70	21,1
Teknoloji Giderleri	79	23,9
Diğer	31	9,4
Toplam	331	100,0

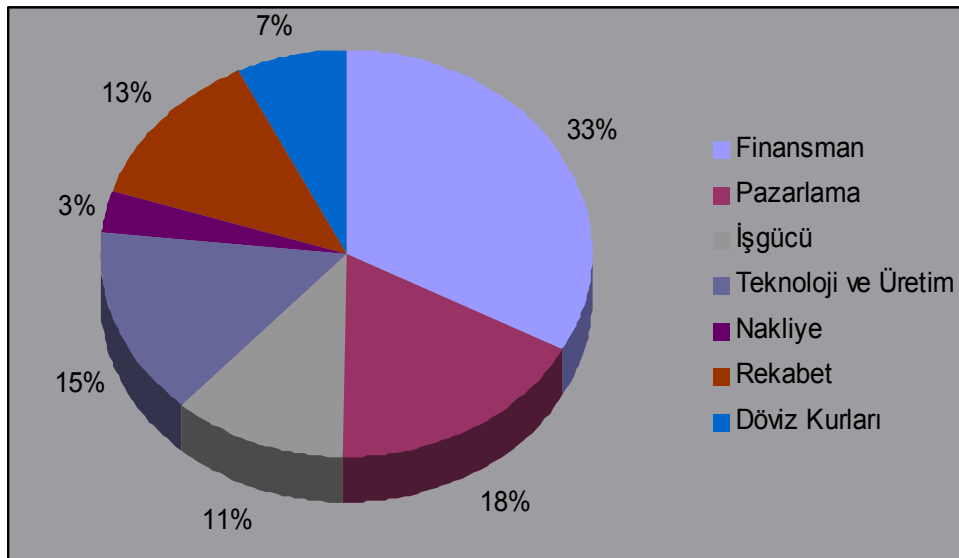
Araştırmaya göre gider kalemleri içinde en önemli pay %25,4 oranı ile işçilik giderleri ve %23,9 oranı ile teknoloji giderlerine aittir. Özellikle yeni ürünler için yeni makinelerin gerekliliği ve

ülkemizde işçilik masraflarının yüksekliği bu tablonun şekillenmesinde etkin olmuştur. Hammadde giderleri ve diğer giderler de önemli oranlara sahiptir. Bir diğer bulgu ise sonuçların birbirine yakın olmasıdır. Ancak teknolojik giderlerin yüksekliği beraberinde yatırım yapmayı güçleştirmekte ve işletmelerin büyümesini engellemektedir. Risk sermayesi teknoloji merkezli bir model olduğuna göre, teknoloji giderlerinin finansmanında başarılar elde edilebilir ve işletmelerin yatırım potansiyeli artırılabilir.

6. İşletmelerin Önem Derecesine Göre Sorunları

Firmaların yapısına göre karşılaştıkları sorunlar birbirinden farklı olmak ile birlikte bu sorunları belirli başlıklar altında toplamak özellikle küçük ve orta boy işletmeler için mümkündür. İşletmelerin belli başlı sorunları Şekil 4.1’de görülmektedir.

Şekil 4.1: İşletmelerin Önem Derecesine Göre Sorunları



İşletmelerin en önemli sorunu %33 ile finansmandır. Ortaya çıkan sonuç Hipotez 2’de ifade edilen “işletmelerin en önemli sorunu finansman yetersizliğidir” düşüncesini doğrulamaktadır. Bu sorunun yansıması olarak bir diğer önemli sorun ise teknoloji ve üretimdir (%15), bu iki sorunun yanı sıra pazarlama ve işgücü ile rekabet de diğer önemli sorunlardır. Döviz kurlarındaki sabit seyir ise önemli bir sorun olmakla birlikte, diğer sorunlara oranla daha alt sıralardadır. Finansman sorununa en önemli sorun gözüyle bakan işletme sayısı 56’dır. Finansman sorunu beraberinde teknoloji ve üretim problemlerini de getirmiştir.

4.2.3 Risk Sermayesine İlişkin Değerlendirmeler

Anketin bu bölümünde katılımcıların risk sermayesi modeli ve eğitimi hakkındaki görüşleri tespit edilmiştir. Bu tespitler neticesinde ortaya çıkan değerlendirmeler aşağıda yer almaktadır.

1. Risk Sermayesi Finansman Modeli Hakkında İşletmelerin Bilgi Düzeyi

İşletme sahip ve yöneticilerinin risk sermayesi hakkındaki bilgi düzeyleri, eğitim durumları ile karşılaştırılarak Tablo 4.14’de yer almaktadır.

Tablo 4.14: Öğrenim Durumuna Göre Risk Sermayesi Hakkındaki Bilgi Düzeyi

Öğrenim Durumu	Risk Sermayesi Hakkındaki Bilgi Düzeyi									
	Çok Yeterli		Yeterli		Fikrim Yok		Yetersiz		Çok Yetersiz	
	Sayı	%	Sayı	%	Sayı	%	Sayı	%	Sayı	%
İlköğretim			2	2,8	16	39,0	26	33,8	20	48,8
Lise			22	31,0	17	41,5	36	46,8	17	41,5
Üniversite	4	40,0	32	45,1	4	9,8	5	6,5	1	2,4
Yüksek Lisans	1	10,0	6	8,5	1	2,4	2	2,6		
Yüksek Okul	4	40,0	7	9,9	2	4,9	8	10,4	3	7,3
Doktora	1	10,0	1	1,4						
Yanıtsız			1	1,4	1	2,4				
Toplam	10	100,0	71	100,0	41	100,0	77	100,0	41	100,0

Örneklem içinde risk sermayesi hakkında bilgi düzeyi çok yeterli olanların oranı % 4,2’dir. Bilgi düzeyini yeterli bulanların oranı ise %29,6’dır. Bu iki veri bir bütün olarak değerlendirildiğinde ise %33,8 oranına ulaşılmaktadır. Sonuç olarak ankete cevap veren her üç kişiden birinin risk sermayesi hakkında bilgi sahibi olduğu görülmektedir. Bir diğer sonuç ise, her üç kişiden ikisinin bilgi sahibi olmadığı veya bilgisinin yetersiz olduğudur. Bu sonuçta risk sermayesi eğitiminin önemini vurgular niteliktedir. Katılımcıların eğitim durumları dikkate alınarak değerlendirme yapıldığında, risk sermayesi hakkında bilgisi olanların büyük bir bölümünün üniversite mezunu olduğu görülmektedir. Eğitim düzeyi düştükçe risk sermayesi hakkındaki bilgi seviyesi de aşağılara inmektedir. Durumun daha netlik kazanması için ki-kare testi uygulanmış ve aşağıdaki sonuç elde edilmiştir.

Ki-Kare Testi

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	108,145(a)	24	,000
Likelihood Ratio	113,406	24	,000
Linear-by-Linear Association	41,847	1	,000
N of Valid Cases	240		

Person Ki-Kare değeri 108,145 ve $p < 0,05$ olduğundan p değerine bakıldığında eğitim durumu ile risk sermayesi bilgi düzeyi arasında ilişkinin olduğu söylenebilir. Dolayısıyla eğitim düzeyi yükseldikçe risk sermayesi hakkında bilgi düzeyi de yükselmektedir. Ortaya çıkan sonuç Hipotez 3'te belirtilen “eğitim düzeyi yükseldikçe, risk sermayesi hakkındaki bilgi ve yeterlilik artar” görüşünü doğrulamıştır.

2. Risk Sermayesi Hakkındaki Bilginin Kaynağı

Risk sermayesine ilişkin bilgilerin kaynağı kişiden kişiye farklılık göstermekle beraber görsel öğelerde yoğunlaşmaktadır. Tablo 4.15’de bu bilginin kaynaklara göre dağılımı verilmiştir.

Tablo 4.15: Girişimcilerin, Risk Sermayesi Hakkındaki Bilgilerinin Kaynakları

Risk Sermayesi Hakkındaki Bilgilerinizin Kaynağı		
	Sayı(n)	%
Gazete ve Dergiler	68	34,7
Televizyon ve Radyolar	34	17,3
İş Çevresi	23	11,7
Risk Sermayesi Kuruluşlarının Çalışmaları	23	11,7
Üniversiteler	19	9,7
Konu Hakkındaki Kitaplar	20	10,2
Diğer	9	4,6
Toplam	196	100,0

Bilgilerin temel kaynağı %34,7 ile gazete ve dergiler olarak görülmektedir. Bunu %17,3 ile televizyon ve radyolar takip etmektedir. Diğer kaynaklar ise birbirlerine yakın değerlere sahiptir.

3. Risk Sermayesi Kullanılarak Gerçekleştirilen Projeler.

Ankete katılan işletme yöneticilerinin, risk sermayesi kullanmak yolu ile finanse edilmiş bir projelerinin olup olmadığına dair soruya cevapları Tablo 4.16’da verilmiştir.

Tablo 4.16: Projelerin Finansmanında Risk Sermayesi Kullanma

	Risk sermayesi Kullanılarak Gerçekleşen Projeler	
	Sayı(n)	%
Evet	80	33,3
Hayır	160	66,7
Toplam	240	100,0

İşletmelerin %33,3’ü daha önce risk sermayesi kullandığını belirtmiştir. Buna karşın %66,7’si

risk sermayesi kullanarak hayata geçirdiği bir projesinin bulunmadığını ifade etmiştir. Ayrıca, işletmelerin çalışan sayılarına göre büyüklüklerini dikkate alarak değerlendirme yaptığımızda ise risk sermayesi kullanan işletmelerin çoğunlukla büyük işletmeler olduğu Tablo 4.17’den görülmektedir.

Tablo 4.17: Risk Sermayesi Kullanan İşletmelerin Çalışan Sayısına Göre Dağılımı

Risk Sermayesi Kullanma	Çalışan Sayısı				
	1-25	26-50	51-75	76-100	101ve Üzeri
	%				
Evet		25,0	36,4	38,5	32,7
Hayır	100,0	75,0	63,6	61,5	67,3
Toplam	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Çalışan sayısı 1-25 arasında olan işletme yöneticilerinin hiçbiri risk sermayesi kullanmadığını belirtmiştir. Orta ölçekli olarak ifade edebileceğimiz 26-50 arası çalışana sahip işletme yöneticilerinin ise % 25 risk sermayesi kullanarak gerçekleştirmiş olduğu bir projenin varlığını ifade ederken %75’i risk sermayesi kullanmadığını belirtmiştir. Personel sayısı 51 ilâ 75 arası olan işletmelerde ise risk sermayesi kullanım oranı %38,5’tir. Risk sermayesi kullanma oranı, 100’ün üzerinde personele sahip işletmelerde ise %32,7’dir. Bu sonuçlara bağlı olarak, işletme büyüklüğü arttıkça risk sermayesi kullanma oranının yükseldiği yargısı elde edilir. Ancak risk sermayesi, modelin gelişmiş olduğu ülkelerde daha çok küçük ölçekli işletmeler için tercih edilir. Çünkü finansman problemi küçük işletmeleri, büyük işletmelere göre daha fazla etkilemektedir.

4. Kullanılan Risk Sermayesi Tutarı

Ankete katılan işletmelerin 80 tanesinde risk sermayesi kullanıldığı Tablo 5.10’dan görülmektedir. Bu 80 işletmenin gerçekleştirmiş olduğu projelerin finansmanında kullandığı risk sermayesi tutarları ise Tablo 4.18’de verilmiştir.

Tablo 4.18: Projelerin Finansmanında Kullanılan Risk Sermayesi Tutarları (Bin YTL)

	Risk Sermayesi Kullandıysanız Bunun Tutarı	
	Sayı(n)	%
0-250	28	35,0
251-500	19	23,8
501-750	16	20,0
751-1000	11	13,8
1001-üzeri	6	7,5
Toplam	80	100,0

Risk sermayesi kullanan işletmelerin %35'i üst sınır olarak 250.000 YTL tutarında risk sermayesi kullanmıştır. İşletmelerin %23'ü 251.000 YTL ile 500.000 YTL arası, %20'si 501.000 YTL ile 750.000 YTL arası, %13'ü 751.000 YTL ile 1.000.000 YTL arası ve %7,5 ise 1.000.000 YTL'nin üzerinde risk sermayesi kullanarak projelerini gerçekleştirmiştir.

5. Yatırımlarda Risk Sermayesi Kullanma Sebepleri

Projelerinin finansmanında risk sermayesinden yararlanan işletme yöneticileri, “risk sermayesi kullanmanızda etkili olan sebepler” sorusuna çoğunlukla birden fazla cevap vermiştir. Bu cevapların dağılımı Tablo 4.19’de yer almaktadır.

Tablo 4.19: Risk Sermayesi Kullanmada Etkili Olan Sebepler

Risk Sermayesi Kullanmanızın Sebepleri	Sayı(n)	%
Risk Sermayesinin Çok Ucuz Bir Kaynak Olması	23	28,8
Diğer Para Kaynaklarının Yüksek Maliyetli Olması	18	22,5
Banka Kredisi Kullanmanın Zorluğu ve Riskleri	13	16,3
Risk Sermayesinin Teşvik Edilmesi	5	6,3
Risk Sermayesinin Vade Bakımından Çok Uygun Olması	6	7,5
Projenin ve Ürünün Risk Sermayesi Kullanmaya Uygun Olması	13	16,3
Risk Sermayesi Kuruluşlarının Tanıtım Çalışmaları	2	2,5
Toplam	80	100,0

İşletmelerin, yatırımlarının finansmanının da risk sermayesini tercih etmelerinin en önemli sebebi olarak %28,8 ile risk sermayesinin ucuz bir kaynak olması görülmektedir. Diğer finansman kaynaklarının yüksek maliyetler taşımasını önemli bir sebep olarak görenlerin oranı %22,5’tir. Banka kredisinin kullanımını zor veya riskli bulanların oranı ise %16,3’tür. Ancak, en az bunlar kadar önemli bir sebep de projenin ve üretimi düşünülen ürünün risk sermayesi kullanmaya elverişli olmasıdır. Bu şekilde bir görüşe sahip olanların oranı ise %16,3’tür. Bu sonuçlara karşın, risk sermayesi kuruluşlarının tanıtım çalışmalarından etkilenecek risk sermayesini yatırım finansmanında tercih ettiğini belirtenlerin oranı sadece %2,5’tir. Bir başka ifade ile tanıtım çalışmaları ile girişimcilerin kararları üzerinde yeterli etki gerçekleşmemektedir.

6. Risk Sermayesi Kullanımında İşbirliği Yapılan Kuruluşlar

Projelerini risk sermayesi kullanarak gerçekleştiren işletmelerin, işbirliği içinde bulunduğu kurumların dağılımı Tablo 4.20’de verilmiştir.

Tablo 4.20: Risk Sermayesi Kullanımında İşbirliği Yapılan Kuruluşlar

Risk Sermayesi İçin İşbirliği Yapılan Kuruluşlar	Sayı(n)	%
TTGV	6	7,5
KOSGEB	41	51,3
THB	31	38,8
Diğer	2	2,5
Toplam	80	100,0

Risk sermayesi kullanan işletmelerin işbirliği içinde bulunduğu kuruluşlar incelendiğinde birinci sırada %51,3 oranı ile KOSGEB'in yer aldığı görülür. Araştırmanın yapıldığı bölgede, KOSGEB'in hizmet birimi yer almaktadır. KOSGEB'in ardından, risk sermayesi kullanımında işbirliği yapılan ikinci kurum %38,8 oranı ile Türkiye Halk Bankası'dır. İşletmelerin çoğunluğunun KOBİ düzeyinde olması Halk Bankası'nın işletmelerle işbirliği yapması sonucunu doğurmuştur. Risk sermayesi kullanımında iş birliği yapılan bir diğer kurum ise %7,5 ile TTGV'dir. Ancak TTGV tarafından desteklenen firma sayısı KOSGEB ve THB tarafından desteklenen firma sayısına göre çok düşüktür.

7. Girişimcilerin Risk Sermayesi Kullanmamasında Etkili Faktörler

Araştırmaya katılan firmaları yaklaşık %33 risk sermayesini kullanmıştır. Buna karşın firmaların %67'si risk sermayesi kullanmadığını belirtmiştir. Bu firmaların risk sermayesini tercih etmemelerindeki sebepler incelendiğinde Tablo 4.21'de yer alan sonuçlar elde edilmektedir.

Tablo 4.21: Girişimcilerin Risk Sermayesi Kullanmamasında Etkili Faktörler

Risk Sermayesi Kullanmamadaki Etkili Faktörler	Sayı	%
Risk Sermayesini Yeterince Tanımamak	90	28,2%
Risk Sermayesi Modeline Güvenmemek	57	17,9%
Diğer Kaynakların Daha Uygun Olması	62	19,4%
Kaynak ve Kredi Kullanmaya İhtiyaç Duymamak	50	15,7%
Banka Kredilerinin Cazipleşmesi	30	9,4%
İş Çevresi ve Yakınlardan Mali Destek Alınması	20	6,3%
Diğer	10	3,1%
Toplam	319	100,0%

Risk sermayesinin tercih edilmeyişinin temel faktörü olarak %28,2 oranı ile modelin yeterince tanınmaması belirtilmiştir. Bu sonuç, Hipotez 9'da belirtilen "işletmelerin risk sermayesini yeterince kullanmamasındaki en önemli sebep, sistemi yeterince tanımamalarıdır" görüşünü doğrular niteliktedir. Modele güven duymadığı için kullanmayanların oranı ise %17,9'dur. Diğer kaynakları daha uygun

bulduğu için risk sermayesini tercih etmeyenlerin oranı %19,4'tür. Kaynak ihtiyacı hissetmediği için dolayısıyla risk sermayesine gerek duymayanların oranı ise %15,7'dir. Banka kredilerinin geçmişe göre daha cazip hale geldiğini düşünenlerin oranı %9,4'tür. Bu duruma bağlı olarak risk sermayesinin yeterince tanınmamasının, yatırımların finansmanında kullanımını engellediği sonucu ortaya çıkmaktadır.

8. Banka Kredilerinin Maliyeti ile Risk Sermayesi Maliyetinin Karşılaştırılması

Katılımcıların, banka kredisi ile risk sermayesinden hangisinin daha düşük maliyetli bir kaynak olduğuna dair görüşleri Tablo 4.22'de görülmektedir.

Tablo 4.22: Banka Kredisi ve Risk Sermayesi Maliyetlerinin Karşılaştırılması

Hangisi Daha Ucuz Finansman Kaynağıdır	Sayı	%
Banka Kredisi	117	37,6
Risk Sermayesi	123	62,4
Toplam	240	100,0

İşletme yöneticilerinin %62,4'ü banka kredisini daha ucuz maliyetli bir kaynak olarak değerlendirmektedir. Risk sermayesini daha ucuz bir kaynak olarak değerlendirenlerin oranı ise %37,6'dır. Bu sonuçlar, Hipotez 6'de öne sürülen "risk sermayesi, banka kredisine göre daha ucuz bir kaynaktır" görüşünün doğruluğunu göstermektedir. Aynı soruya işletmelerin daha önce risk sermayesinden yararlanıp yararlanmadıkları yönünden yaklaşıldığında ise ortaya çıkan sonuçlar Tablo 4.23'de yer almaktadır.

Tablo 4.23: Risk Sermayesi Kullanma Durumlarına Göre Maliyet Karşılaştırması

Hangisi Daha Ucuz Finansman Kaynağıdır	Risk sermayesi Kullanılarak Gerçekleşen Projeler	
	Evet	Hayır
	%	%
Banka Kredisi	12,5	71,9
Risk Sermayesi	87,5	28,1
Toplam	100,0	100,0

Risk sermayesi kullanarak projelerine finansman sağlayanların %87,5'i risk sermayesini banka kredisine göre daha düşük maliyetli bir kaynak olarak değerlendirmektedir. Yatırımlarının finansmanında risk sermayesinden yararlanmamış yöneticiler ise %71,9 oranı ile banka kredisini, risk sermayesinden daha düşük maliyetli bir finansman yöntemi olarak değerlendirmektedir. Bu tablodan elde edilen bir başka sonuç ise; risk sermayesini tanıyanların veya konu hakkında bilgi sahibi olanların,

risk sermayesini tanımayanlardan çok daha yüksek oranda risk sermayesini seçmiş olmalarıdır. Bir başka ifade ile risk sermayesi tanındıkça, model hakkındaki olumlu yaklaşımların oranı da artmaktadır.

9. Yatırımların Finansmanında Risk Sermayesi Kullanmanın Olası Avantajları

İşletmeler için, yatırımların finansmanında risk sermayesi kullanmanın sağlayacağı olası faydalar Tablo 4.24’de verilmiştir.

Tablo 4.24: Risk Sermayesi Kullanmanın İşletmelere Sağlayacağı Olası Avantajlar

Risk Sermayesinin Avantajları	Sayı	%
Yatırım Harcamalarını Tutarı Azalır	57	17,4
İşletmenin Gelişmesini Kolaylaştırır	59	28,0
Yatırımlar Esneklik Kazanır	56	12,1
Daha Geniş Pazarlara Açılabilir	48	9,6
Borç Miktarı Azalır	59	18,0
Ucuz ve Daha Az Riskli Kaynak Sağlamak	41	12,5
Diğer	8	2,4
Toplam	328	100,0

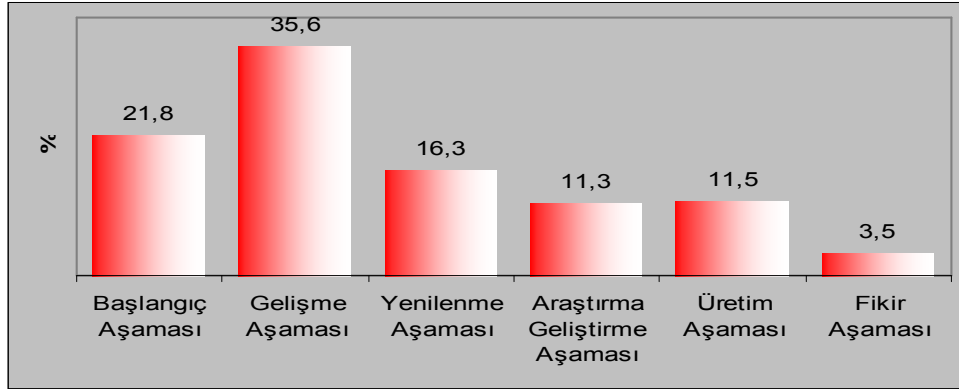
Katılımcılara göre, risk sermayesinin işletmeye sağlayacağı en önemli fayda %28 oranı ile işletmenin gelişmesini kolaylaştırmasıdır. Risk sermayesinin büyüme yönünde önemli etki yapacağı düşünülmektedir. Bir diğer avantaj ise %18 ile borç miktarının azalacağıdır. Dolayısıyla risk sermayesinin, işletme sermaye yapısı üzerinde olumlu etki yapacağı beklenmektedir. Önemli bir başka beklenti ise % 17,4 ile yatırım harcamalarının tutarında bir azalma olmasıdır. Ucuz ve riskli kaynak sağlayacağını düşünenlerin oranı ise %12,5’tir. Risk sermayesi kullanılarak daha geniş pazar imkanları elde edeceğini düşünen işletme yöneticisi oranı %9,6’dır.

Risk sermayesinin, işletmenin gelişmesi ve kaynak yapısı üzerine olumlu etkisi beklenmekle beraber, pazar payında bir büyümeye direkt etkisinin olacağı öngörülmemektedir.

10. Yatırım Aşamalarına Göre Risk Sermayesi Kullanımı

Risk sermayesi finansman modeli, yatırımların farklı aşamalarında kullanılabilir. İşletmenin büyüklüğü, faaliyet süresi, yapılan yatırımın türü vb. nedenler bu farklılığın temelini oluşturmaktadır. Şekil 4.2’de yatırımcıların risk sermayesini, yatırımın hangi aşamasında kullanmak istedikleri görülmektedir.

Şekil 4.2: Girişimcilerin Yatırım Aşamalarına Göre Risk Sermayesi Kullanma İsteği



Risk sermayesi, katılımcılar tarafından %35,7 oranı ile gelişme ve büyüme aşamasındaki yatırımların finansmanında kullanılmak istenmektedir. Bu netice, Hipotez 10'de ifade edilen “girişimcilerin çoğu, risk sermayesini en çok gelişme ve büyüme aşamasındaki yatırımların finansmanı için uygun görmektedir” düşüncesini doğrulamaktadır. Başlangıç aşamasında risk sermayesi kullanmak isteyen katılımcıların oranı %21,8'dir. Yenileme aşamasında risk sermayesi talep edenlerin oranı %16,3, üretim aşamasında %11,5 ve Ar-Ge aşamasında ise %11,3'tür.

İşletmelerde çalışan sayısını dikkate alarak değerlendirme yapıldığında ise Tablo 4.25'de yer alan sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 4.25: Girişimcilerin Yatırım Aşamalarına Göre Risk Sermayesi Kullanma İsteği

Risk Sermayesini Yatırımların Hangi Boyutunda Kullanmak İstersiniz	Çalışan Sayısı				
	1-25	26-50	51-75	76-100	101 ve Üzeri
	%				
Başlangıç Aşaması	69,4	18,4	6,1	6,1	
Gelişme Aşaması	59,4	31,9	7,2		1,4
Yenilenme Aşaması	63,3	30,6	6,1		
Araştırma Geliştirme Aşaması	67,7	25,8	3,2		3,2
Üretim Aşaması	61,3	32,3	3,2		3,2
Fikir Aşaması	63,6	18,2		9,1	9,1

Başlangıç aşamasında risk sermayesi kullanmak isteyenlerin %69,4'ü 1-25 arası personele sahip işletmelerdir. Bir başka ifade ile başlangıç aşamasında risk sermayesini kullanmak isteyenlerin çoğunluğunu küçük ölçekli işletmeler oluşturmaktadır. Çalışan sayısı 26-50 arası işletmeler, risk sermayesini %32,3 oranı ile en çok üretim aşamasında, %31,9 oranı ile gelişme veya büyüme

aşamasında, %30,6 oranı ile yenilenme aşamasında kullanmak istemektedir. Başlangıç aşamasında risk sermayesi kullanmak isteyenlerin %6,1'ini 51-75 arası personel çalıştıran işletmeler, yine aynı oranda 76-100 arası personel çalıştıran işletmeler oluşturmaktadır.

Bu veriler ışığında risk sermayesinin özellikle gelişme ve başlangıç aşamasında daha fazla tercih edildiği sonucuna ulaşılmaktadır.

11. İşletmelerin Risk Sermayesi Kullanma İsteği

Katılımcıların, “risk sermayesini mevcut veya potansiyel projelerinizin hayata geçirilmesinde kullanmak ister misiniz” şeklinde yöneltilen soruya verdiği cevaplar Tablo 4.26’da görülmektedir.

Tablo 4.26:İşletmelerin Projelerin Finansmanında Risk Sermayesi Kullanma İstekleri

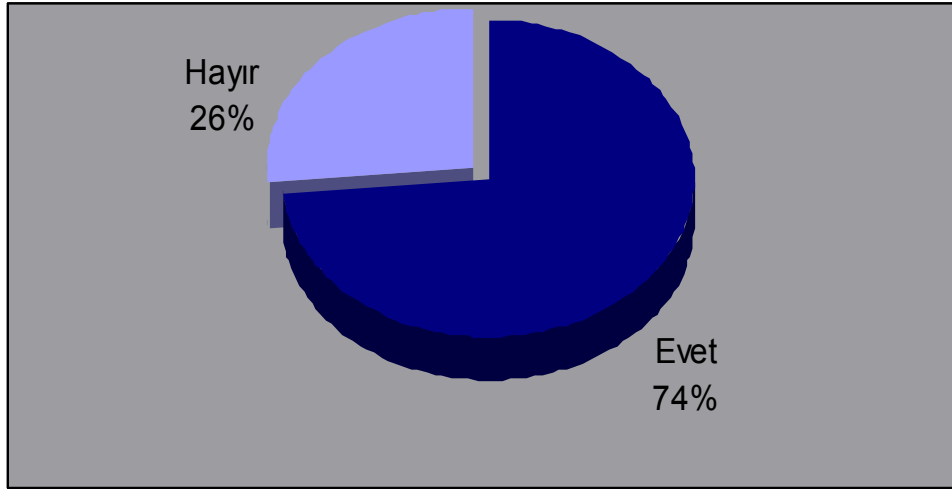
Risk Sermayesi Kullanma İsteği	Sayı	%
Evet	169	70,4
Hayır	71	29,6
Toplam	240	100,0

Katılımcıların %70,4’ü risk sermayesini projelerin finansmanında kullanmak istemektedir. Projelerin finansmanında risk sermayesi kullanmak istemeyenlerin oranı ise%29,6’dır. Bu sonuçlara göre, Hipotez 11’de ileri sürülen “girişimciler, risk sermayesini yatırımlarının finansmanında kullanmak isterler” görüşü doğrulanmış olmaktadır. Girişimciler, büyük oranda, risk sermayesini projelerin finansmanında kullanmayı uygun bulmaktadır.

12. İşletmelerin Yer Aldığı Sanayi Bölgesinde Risk Sermayesi Eğitimi İlgili Bir Kurumun Açılması İsteği

Sanayi bölgelerinde, risk sermayesi eğitimi veren bir kurumun açılması talep eden ve etmeyen katılımcıların dağılımı Şekil 4.3’de verilmiştir.

Şekil 4.3: Girişimcilerin Risk Sermayesi Eğitimi Düzenleyen Bir Kurumun Açılması İsteği



Katılımcıların %74'ü risk sermayesi eğitimi veren bir kurumun bölgelerinde açılmasını uygun görmektedir. %24'ü ise bölgelerinde risk sermayesi eğitimi ile ilgili bir kurumun açılmasına gerek görmemektedir.

13. Risk Sermayesi Kullanılarak Gerçekleşecek Yatırımların Firma Kârlılığına Katkısı

Katılımcıların, risk sermayesi kullanmanın firma kârlılığına katkı yapıp yapmayacağına dair görüşleri Tablo 4.27'de yer almaktadır.

Tablo 4.27: Risk Sermayesinin Firma Kârlılığına Etkisi

Risk Sermayesinin Firma Kârlılığına Etkisi	Sayı	%
Evet	95	39,6
Hayır	72	30,0
Fikrim Yok	73	30,4
Toplam	240	100,0

Yatırım finansmanında risk sermayesi kullanmanın, firma kârlılığına katkı sağlayacağını düşünenlerin oranı %39,6'dır. Firma kârlılığı ile risk sermayesi kullanmanın direkt ilgisi olmadığını, dolayısıyla kârlılığa etki etmeyeceğini düşünenlerin oranı ise %30'dur. Bu hususta olumlu veya olumsuz görüş belirtmeyenlerin oranı ise %30,4'tür. Ortaya çıkan netice Hipotez 5'de ifade edilen "risk sermayesi kullanıldığında yatırımların karlılığı ve firma karlılığı artar" görüşünün doğrulanmaktadır. Çok açık bir farkla olmasa da risk sermayesi kullanmanın firma kârına etki edeceğini düşünenlerin sayısı, bu şekilde düşünmeyenlerin sayısından daha fazladır. Bu netice de yatırımlarda risk sermayesi kullanmak için yeterli bir sebep olarak görülebilir.

14. Risk Sermayesi Finansman Modeli ile İlgili Olarak Ülkemizde Gerçekleştirilen Çalışmaların Yeterliliği

Ülkemizde risk sermayesinin gelişmesi için çeşitli kurumlarca sürdürülen bir takım çalışmalar bulunmaktadır. Katılımcıların, risk sermayesi modelinin gelişmesi için yapılan çalışmaların yeterliliği hakkındaki düşünceleri Tablo 4.28’de verilmiştir.

Tablo 4.28: Risk Sermayesi Çalışmalarının Yeterliliği

Risk Sermayesi İle İlgili Çalışmalar Yeterliliği	Sayı	%
Evet	17	7,1
Hayır	171	71,3
Fikrim Yok	52	21,7
Toplam	240	100,0

Risk sermayesi modelinin gelişmesi ve yaygınlaşması amacıyla yapılan çalışmaları yeterli bulanların oranı %7,1’dir. Yapılan çalışmaları yetersiz bulanların oranı ise %71,3’tür. Bu konuda fikir beyan etmeyenlerin oranı ise %21,7’dir. Bu sonuçlara göre, Hipotez 7’de ifade edilen “risk sermayesinin gelişmesi için yapılan çalışmalar girişimciler tarafından yeterli görülmemektedir” düşüncesi doğrulanmaktadır.

15. Ülkemizde Risk Sermayesi Eğitiminin Yeterliliği

Ülkemizde risk sermayesi eğitimi ile ilgili bir takım çalışmalar başta üniversiteler olmak üzere bazı kuruluşlar tarafından sürdürülmektedir. Risk sermayesi eğitimi çalışmalarının yeterliliği hakkındaki görüşler Tablo 4.29’da görülmektedir.

Tablo 4.29: Risk Sermayesi Eğitiminin Yeterliliği

Risk Sermayesi Eğitimi Yeterlimidir	Sayı	%
Evet	6	2,5
Hayır	194	80,8
Fikrim Yok	40	16,7
Toplam	240	100,0

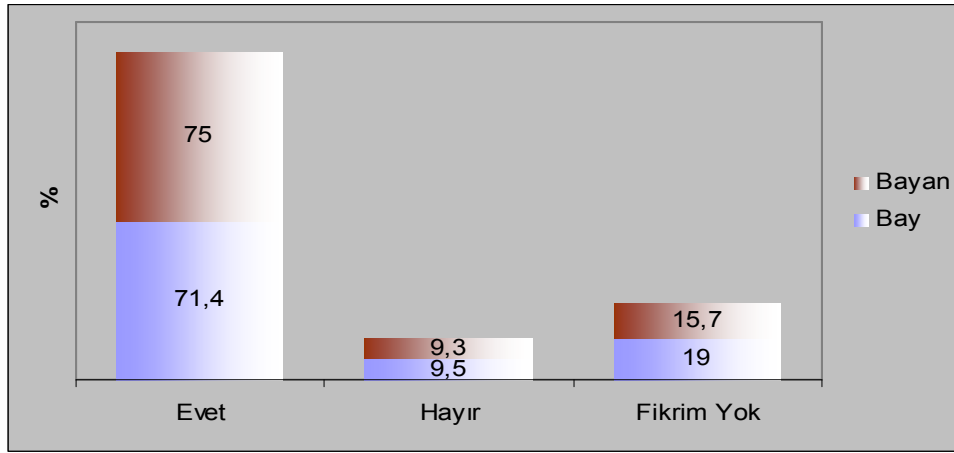
Katılımcıların %2,5 ülkemizde gerçekleştirilen risk sermayesi eğitimini yeterli bulmaktadır. Buna karşın %80,8’i risk sermayesi eğitiminin yeterli olduğu düşünmemektedir. Bu konuda net bir fikir beyan etmeyenlerin oranı ise %16,7’dir. Bu oranları dikkate alarak yapılan değerlendirme de Hipotez 8’de ifade edilen “ülkemizde risk sermayesi eğitimi yeterli düzeyde değildir” görüşü doğrulanmış olmaktadır. Dolayısıyla ülkemizde risk sermayesi eğitimi, girişimciler tarafından büyük bir çoğunlukla

yeterli görülmemektedir.

16. Risk Sermayesi Eğitim Çalışmalarına Katılım İsteği

Katılımcıların, cinsiyet değişkenine göre risk sermayesi eğitim çalışmalarına katılım istekleri Şekil 4.4’de verilmiştir.

Şekil 4.4: Cinsiyete Göre Risk Sermayesi Eğitime Katılmak İsteyenler



Bayan katılımcıların %75’i düzenlenecek bir risk sermayesi eğitime katılmak istemektedir. Bayların oranı ise %71,4’tür. Risk sermayesi eğitime katılmak istemeyen bayanların oranı %9,3 iken bayların oranı %9,5’tir. Eğitim çalışmalarına katılmak veya katılmamak konusunda bir fikir belirtmeyen bayanların oranı %15,7, bayların oranı %19’dur. Ortaya çıkan sonuçların hem bayanlar hem de baylar için birbirine yakın değerler taşıması cinsiyet ile risk sermayesi eğitimi çalışmalarına katılma isteği arasında, doğrudan bir ilişkinin bulunmadığını göstermektedir.

Risk sermayesi eğitimi çalışmalarına katılım isteğine, katılımcıların eğitim durumlarını göz önünde bulundurularak değerlendirme yapıldığında ise Tablo 4.30’deki sonuçlar ortaya çıkmaktadır.

Tablo 4.30: Öğrenim Durumuna Göre Risk Sermayesi Çalışmalarına Katılma İsteği

Öğrenim Durumu	Risk Sermayesi Eğitim Çalışmalarına Katılma İsteği		
	Evet	Hayır	Fikrim Yok
	%		
İlköğretim	20,7	17,4	55,8
Lise	43,7	47,8	11,6
Üniversite	18,4	21,7	20,9
Yüksek Lisans	4,6		4,7
Yüksek Okul	10,9	8,7	7,0
Doktora	,6	4,3	
Yanıtsız	1,1		

Tablo 4.30'a göre risk sermayesi eğitimine katılmak isteyenlerin çoğunluğu %43,7 oranı ile lise mezunu oluşturmaktadır. Katılmak isteyenler arasında minimum değer ise doktora eğitimi almış kişilere aittir. Eğitim çalışmalarına katılmak istemeyenlerinde çoğunluğunu %47,8 ile lise mezunları teşkil etmektedir. Bunu %21,7 ile üniversite mezunları %17,4 ile ilköğretim mezunları takip etmektedir. Bu hususta fikir beyan etmeyenlerin ise %55,8'ini ilköğretim mezunları oluşturmaktadır. Hem Şekil 4.4'te ki hem de Tablo 4.30'da ki sonuçlar Hipotez 4'te öne sürülen "risk sermayesi eğitime girişimcilerin büyük bir bölümü katılmak ister" görüşünü doğrular niteliktedir. Hipotez 4, kabul edilmiştir.

17. Risk Sermayesi Eğitimi İhtiyacı

Girişimcilerin, risk sermayesi eğitimini bir ihtiyaç olarak düşünüp düşünmedikleri Tablo 4.31'de verilmiştir.

Tablo 4.31: Risk Sermayesi Eğitimi İhtiyacı

	Risk Sermayesi Eğitimi Bir İhtiyaçtır	
	Sayı	%
Evet	180	75,0
Hayır	26	10,8
Fikrim Yok	34	14,2
Toplam	240	100,0

Tablo 4.31'e göre, girişimcilerin %75'i risk sermayesi eğitiminin bir ihtiyaç olduğu konusunda hemfikiridir. Buna karşın, girişimcilerin %10,8 hayır cevabını verirken, %14,2'si si fikir belirtmemiştir. Bu verilere bağlı olarak da risk sermayesi eğitiminin, bir ihtiyaç olduğu sonucu elde edilmiştir.

18. Risk Sermayesi Eğitiminin Kapsamı

Katılımcıların, risk sermayesi eğitim çalışmalarının kapsamına dair görüşleri Tablo 4.32’de verilmektedir

Tablo 4.32: Risk Sermayesi Eğitiminin Kapsamı

Risk Sermayesi Eğitiminin Kapsamı Ne Olmalıdır	Sayı	% Yüzde
Sistemin Nasıl Çalıştığını Göstermelidir	118	17,2
Risk Sermayesi Kullanmanın Girişimciye Sağlayacağı Faydayı Göstermelidir	116	16,9
Risk Sermayesi Kullanmış Kuruluşların Çalışmalarını Göstermelidir	89	15,0
Risk Sermayesinin Diğer Kaynaklarla Karşılaştırmasını Yapmalıdır	89	11,0
Sistemin avantajlı ve dezavantajlı yönlerini açıkça belirtmelidir	125	18,2
Risk Sermayesi Kullanmak İsteyenlerin Nerele Başvurması Gerektiğini Göstermelidir	104	15,2
Diğer	44	6,4
Toplam	685	100,0

Katılımcılar tarafından, risk sermayesi eğitiminin kapsamında, %17,2 oranında sistemin nasıl işlediği, %18,2 oranında sistemin avantajlı ve dezavantajlı yönleri, %16,9 oranında sistemin girişimciye sağlayacağı faydanın gösterilmesi gerektiği ifade edilmiştir. Ayrıca diğer seçenekler olan, risk sermayesi kullanmış işletmelerin çalışmaları %15 oranında, risk sermayesi kullanmak için nerele başvurmak gerektiği %15,2 oranında seçilmiştir. Bu kategoride minimum değer ise %6,4 oranı ile diğer seçeneğine aittir. Bu veriler ışığında risk sermayesi eğitiminin kapsamında, sistemin işleyişi, sağlayacağı faydalar, avantajlı ve dezavantajlı yönleri, risk sermayesi kullanmak isteyenlerin hangi kurumlara başvurması gerektiği ve risk sermayesi kullanmış kurumların çalışmalarına yer verilmesi gerektiği tespit edilmiştir.

19. Risk Sermayesi Eğitiminin Düzenleneceği Ortam

Katılımcıların risk sermayesi eğitiminin sürdürülmesinde en uygun gördükleri ortam Tablo 4.33’de görülmektedir.

Tablo 4.33: Risk Sermayesi Eğitiminin Düzenleneceği Ortam

Risk Sermayesi Eğitiminin Düzenleneceği Ortam		
	Sayı	%
Sanayi Bölgelerinde	105	43,8
Üniversitelerde	50	20,8
Esnaf Odalarında	37	15,4
Tatil Yörelerinde	18	7,5
Diğer	30	12,5
Toplam	240	100,0

Girişimcilerin %43,8'i, risk sermayesi eğitiminin kendi sanayi bölgelerinde düzenlenmesini istemişlerdir. Bu istekte iş saatlerinin kısıtlı olması, ulaşım ve maliyet gibi faktörlerin etkili olduğu düşünülmektedir. Girişimcilerin %20,8'i üniversite, %15,4'ü esnaf ve sanayi odalarını tercih etmiştir. Tatil yörelerinde düzenlenecek eğitim programlarını tercih edenlerin oranı ise %7,5'tir. Diğer seçeneğinde ise girişimciler, internet üzerinden eğitim veya uzaktan eğitim şeklinde bir organizasyonu ifade etmişlerdir. Bu veriler ışığında risk sermayesi eğitimi çalışmalarının sürdürülmesi için en uygun ortamın sanayi bölgeleri olduğu görülmektedir.

20. Risk Sermayesi Eğitimi Düzenleyecek Kişiler (Eğitimciler)

Risk sermayesi eğitiminin düzenlenmesi kadar, bu eğitimi sürdüren kişinin veya eğitimcinin kim olduğu da girişimciler açısından önemlidir. Tablo 4.34'de girişimcilerin risk sermayesi eğitimini, kendilerine kimin tarafından verilmesi gerektiğine dair görüşleri yer almaktadır.

Tablo 4.34: Risk Sermayesi Eğitimi Düzenleyecek Kişiler (Eğitimci)

Risk Sermayesi Eğitimi Gerçekleştirecek Kişiler		
	Sayı	%
Üniversite Öğretim Üyeleri	96	32,8
Meslek Odalarının Temsilcileri	55	3,1
Risk Sermayesi Kuruluşlarının Yetkilileri	53	12,6
Risk Sermayesi Kullanarak Başarıya Ulaşmış İşletmelerin Yetkilileri	89	21,1
Risk Sermayedarları	31	7,4
Konu Uzmanları	97	23,0
Toplam	421	100,0

Risk sermayesi eğitimi düzenleyecek kişi veya kişiler olarak, katılımcılar tarafından %22,8 oranında üniversite öğretim üyeleri ilk sırada yer almıştır. Bir başka ifade ile girişimciler, üniversite öğretim üyelerinden eğitim alma isteğindedirler. Bunun yanı sıra, risk sermayesi kullanarak başarıya ulaşmış işletmelerin yetkilileri %21,6 ve konu uzmanları %23 oranında tercih edilmiştir. Buna bağlı

olarak eğitim çalışmalarının sürdürülmesinde öncelikle üniversite mensuplarının, daha sonra ise konu uzmanları ile risk sermayesi kullanarak başarı elde etmiş işletmelerin yetkililerinin yer alması gerektiği sonucu elde edilmektedir.

21. Risk Sermayesi Eğitiminin Süresi

Katılımcılar açısından risk sermayesi eğitimi çalışmalarının düzenlenmesinde en uygun görülen zaman dilimleri Tablo 4.35’de yer almaktadır.

Tablo 4.35: Risk Sermayesi Eğitiminin Süresi

	Risk Sermayesi Eğitiminin Süresi	
	Sayı	%
1-6 Ay	215	89,6
6-12 Ay	21	8,8
12-18 Ay	4	1,7
Toplam	240	100,0

Tablo 4.35’e göre girişimciler açısından, risk sermayesi eğitiminin yapılması için gerekli olan zaman dilimi %89,6 oranı ile 1 ilâ 6 ay arasındır. 6 ilâ 12 ay arası bir süreyi uygun görenlerin oranı ise %8,8’dir. Buna bağlı olarak risk sermayesi eğitiminin 1 ilâ 6 ay arasını kapsayan bir zaman diliminde düzenlenmesi gerektiği anlaşılmaktadır.

22. Risk Sermayesi Eğitiminde Üniversitelerin Rolü

Katılımcılara göre, risk sermayesi eğitimi çalışmalarında üniversitelerin yapması gereken çalışmalar ve görevleri Tablo 4.36’da gösterilmiştir.

Tablo 4.36: Risk Sermayesi Eğitiminde Üniversitelerin Rolü

	Risk Sermayesi Eğitiminde Üniversitelerin Rolü	
	Sayı	% Yüzde
Öğretici Olarak Ders ve Bilgi Vermelidir	137	29,9
Konu ile İlgili Projelerini Aktarmalıdır	98	21,4
Yapılmış Çalışmaları Aktarmalıdır	75	16,4
Danışmanlık Görevi Görmelidir	35	7,6
İşletmelerle İşbirliği Yaparak Ürünler ve Buluşlar Yapmalıdır	51	11,1
Risk Sermayesi Projelerinin Geliştirilmesinde Yardımcı Olmalıdır	36	7,9
Teknoparkların Kurulmasına Yardımcı Olmalıdır	26	5,7
Toplam	458	100,0

Tablo 4.36'a göre üniversitelerden risk sermayesi eğitiminde beklenen temel görev, %29,9 oranında eğitim çalışmalarında öğretici veya eğitimci olarak yer almalarıdır. Ayrıca konu ile ilgili projelerini aktarmalarını isteyenlerin de %21,9 olduğu görülmektedir. Üniversitelerden beklenen diğer önemli görevler ise %16,4 oranı ile yapılmış çalışmaların aktarılması ve %11,1 oranında işletmelerle işbirliği yaparak yeni ürünler geliştirebilmeleri ve buluşlar yapmaları şeklindedir.

23. Risk Sermayesi Sisteminin Başarı Şansı

Girişimcilere yöneltilen son soru, risk sermayesi sisteminin geleceğine dair öngörülerinin ne olduğudur. Katılımcıların risk sermayesi sisteminin başarı şansına dair görüşleri Tablo 4.37'de yer almaktadır.

Tablo 4.37: Girişimcilere Göre Risk Sermayesi Sisteminin Başarı Şansı

	Risk Sermayesi Sisteminin Başarı Şansına Dair Görüş	
	Sayı	%
Sistem Başarılı Olarak Devam Edecektir	77	32,1
Sistem Başarısız Olacak ve Devam Etmeyecektir	50	20,8
Sistem Kısmen Başarılı Olacak ve Çok Fazla Tercih Edilmeyecektir	65	27,1
Fikrim Yok	48	20,0
Toplam	240	100,0

Katılımcıların %32,1'i tarafından sistemin başarı ile devam edeceği düşünülmektedir. Buna karşın sistemin başarısız olacağını ve ülkemizde sona ereceğini düşünenlerin oranı ise %20,8'dir. Sistemin kısmen başarılar elde edeceğini, ancak çok fazla tercih edilmeyeceğini düşünenlerin oranı %27,1 ve bu konuda fikir belirtmeyenlerin oranı %20,0'dir. Bu sonuçlar ışığında sistemden kısmen de olsa başarı bekleyenlerin toplam oranının %59,2 olduğu görülmektedir. Ortaya çıkan bu sonuca göre, Hipotez 12'de ifade edilen "risk sermayesi finansman modeli ülkemizde başarılı olacaktır" görüşünün doğruluğu küçük bir farkla kabul edilmiştir. Girişimcilerin çoğu tarafından risk sermayesi sisteminin başarılı olacağı düşünülmektedir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

ABD’de ortaya atılan risk sermayesi kavramı önce bu ülkede daha sonra İngiltere ve Japonya’da uygulama imkanları kazanmıştır. Gelişmesi son yıllarda hızlanan model, ülkemiz için ise yeni sayılabilecek bir aşamadır. Risk sermayesi, gelişme potansiyeli olan riskli yatırımlara, özellikle hisse senedi yoluyla finansman sağlamaktadır. Sistemin iyi işlemesi halinde o ülkenin teknolojik kapasitesinin ve uluslararası piyasalardaki rekabet gücünün artacağı tartışılmazdır. Çünkü ekonomik büyüme, bir ülkenin uluslararası pazarlarda rekabet gücünü artmasına ve yeni pazarlara girmesine bağlıdır. Teknolojilerini yenileyen ve yeni ürünler geliştirebilen ülkeler diğerlerine oranla daha hızlı büyümektedir. Bu nedenle, girişimcilğe gereksinim duyulan böyle bir yapıda, söz konusu girişimcilerin yatırım finansmanı zorunlu bir unsur olarak görülmektedir.

Dünya’da bu güne kadar 900 milyar Dolar’ın üzerinde bir büyüklüğe oluşan risk sermayesi fonları, ülkemizde ise ancak 300 milyon Dolar ulaşabilmiştir. Bu tutarın düşüklüğünde girişimcilerin risk sermayesi sistemini tanımamaları, bu konuda faaliyet gösteren eğitim kurumlarının bulunmayışı büyük rol oynamaktadır. Ülkemizde risk sermayesi ile ilgili çalışmalar yapan kuruluşlar, bu konuda yeterli çalışma yapmamaktadır. Risk sermayesi eğitimi adı altında ise hemen hemen hiç çalışma yapılmamıştır. Ayrıca, ders kitaplarının içerisinde, çok sınırlı olarak risk sermayesinden bahsedilmesi ise yeterli olmamaktadır.

Modelin, ülkemizde uygulanabilirlik kazanması ve yatırımların finansmanında kullanılması ise özellikle KOBİ’ler için büyük önem arz etmektedir. Bu amaçla yapılan araştırma da aynı önemi vurgular niteliktedir.

Araştırma sonucunda genel olarak işletmelerin; çoğunlukla 50 kişiden az personel çalıştıran KOBİ’ler olduğu görülmektedir. İşletmelerin, kuruluş sermayesi olarak temel finansman kaynakları bireysel tasarruflar yolu ile sağladıkları öz kaynaklardır. İşletmelerin, sermaye tutarları ise oldukça düşük kalmaktadır. Sermaye tutarlarının düşüklüğü ise, işletmelerin yeni yatırımlar yapmasının önündeki en önemli engeldir. Firmaların çoğunluğunda temel amaç, satışları artırarak kar etmek şeklindedir. Yeni yatırımlar yapmayı veya yeni ürün ve teknolojiler geliştirmeyi isteyen işletmelerin oranı ise daha azdır. Bu sonucun ortaya çıkmasında sermayenin kısıtlı olması ve bankaların istenen tutarda kredi vermemeleri etkili olmuştur. Bankaların, istenilen tutarda kredi vermemesinin yanı sıra, kredi faizlerinin yüksekliği, kredinin vadesi ve geri ödemede yaşanan zorluklar da işletmelerin yatırım

yapmasını güçleştirmektedir. Banka çalışanlarının yeterli ilgiyi göstermemeleri ve işletmelerin mali tablolarına bakarak değerlendirme yapmaları da finansman sorununu derinleştirmektedir.

Yeni bir yatırım yapmayı düşünen işletmelerin, finansman kaynağı olarak düşündükleri ilk çözüm mevcut birikimlerini satarak paraya çevirmektir. Bir başka ifade ile öz kaynak kullanmaktır. Risk sermayesi, finansal kiralama ve benzeri yöntemleri kullanmak isteyen girişimci sayısı çok yetersizdir. Bu sonucun ortaya çıkmasında, girişimcilerin yeterli finansman bilgisine sahip olmamaları yatmaktadır.

İşletmelerin bir diğer önemli sorunu ise, gider kalemlerinin yüksekliğidir. İşletmeler, işçilik giderleri, hammadde giderleri gibi temel kalemlerdeki artışlardan dolayı, yatırımlarının finansmanı için birikim yapamamaktadır. Gider kalemleri içinde, teknoloji giderlerinin artış gösterdiği görülmektedir. Bu durum işletmelerin, finansman sıkıntılarını daha da artırmaktadır.

Girişimcilerin en önemli sorunu finansman yetersizliğidir. Tüm girişimcilerin %33'ü bu sorunu öncelikli olarak ifade etmiştir. Bu sorunun birer yansıması olarak, pazarlama, teknoloji ve üretim, işgücü sorunları da artış göstermiştir. Finansman sorunu yatırım yapmanın ve büyüme sağlamanın önündeki en ciddi problemdir.

Girişimcilerin ve işletme yöneticilerinin çoğu, risk sermayesi hakkında yeterli bilgi düzeyine sahip değildir. Model hakkında bilgi sahibi olanların oranı ise çok düşüktür. Bilgi sahibi olanların çoğunluğunu eğitim düzeyi yüksek kişiler oluşturmaktadır. Ancak, ilköğretim ve lise mezunu girişimcilerin bilgi düzeyi çok yetersiz kalmaktadır. Buna bağlı olarak; risk sermayesi, girişimcilerin çok azı tarafından yatırımlarının finansmanında kullanılmıştır.

Yatırımlarının finansmanında risk sermayesi kullananların büyük bir bölümü, büyük ölçekli işletmelerdir. Küçük ve orta boy işletmelerin risk sermayesi kullanma oranı daha düşüktür. Bununla birlikte, risk sermayesi kullanan işletmelerin, yatırımlarına aktarılan risk sermayesi fonlarının tutarı çoğunlukla 500.000 YTL'yi geçmemektedir. Yani, oldukça düşük bir tutardadır.

Yatırımlarda risk sermayesi kullanan işletmeler tarafından sebep olarak, risk sermayesinin çok ucuz bir kaynak olması gösterilmiştir. Ayrıca, diğer finansman kaynaklarının yüksek maliyetler taşıması da etkili olmuştur.

Risk sermayesi kullanan işletmelerin çoğunluğu, KOSGEB ve Türkiye Halk Bankası ile işbirliği yapmıştır. Diğer kurumlar ile fazla işbirliği yapılmamıştır.

Risk sermayesi hakkında, girişimcilerin temel bilgi kaynağı gazete ve dergilerdir. Bu sonuç olası eğitim çalışmalarının planlanmasında ve yürütülmesinde dikkate alınmalıdır. Gazete ve dergiler tanıtım aracı olarak düşünülmelidir.

Risk sermayesi kullanmayan girişimcilerin çoğunluğu, “risk sermayesini yeterince tanımadığı için” tercih etmediğini ifade etmiştir. Bu sonuç da göstermektedir ki, risk sermayesinin bir tanınma sorunu vardır. Girişimciler tarafından yeterli oranda tanınmamaktadır. Bu nedenle risk sermayesi tanıtım çalışmalarının önem taşıdığı görülmektedir. Modele güvenmeyen girişimci sayısı ise hiç azımsanacak bir düzeyde değildir. Bu durum da, yine tanıtım çalışmalarının önemini göstermektedir.

Girişimciler genellikle, risk sermayesi banka kredilerine göre daha ucuz ve uygun bir kaynak olduğunu düşünmektedir. Risk sermayesini kullanma durumu dikkate alınarak yapılan bir değerlendirmede ise, risk sermayesini kullanmış olanların, risk sermayesini kullanmamış olanlardan daha yüksek oranda risk sermayesini ucuz bir kaynak olarak gördükleridir.

Girişimcilerin büyük bir bölümü, yatırımlarının finansmanında risk sermayesi kullandıktan sonra, işletmenin gelişeceğini ve büyüyeceğini düşünmektedir. Dolayısıyla risk sermayesi hakkındaki kanaatler çoğunlukla olumludur. Yatırım harcamalarının tutar olarak azalacağı ve borç miktarının düşeceği de beklentiler arasındadır. Yatırımcılar, risk sermayesini çoğunlukla yatırımlarının gelişme ve büyüme aşamalarında kullanmak istemektedir. Risk sermayesi, başlangıç düzeyindeki yatırımların finansmanı için de çok uygun bulunmaktadır.

İşletmelerin büyük bir bölümü, yatırımlarının finansmanında risk sermayesini kullanmak istemektedir. Dolayısıyla risk sermayesi kullanarak yatırım gerçekleştirmek uygun görülmektedir. Risk sermayesi kullandıktan sonra ise, firma karlılığının artacağı düşünülmektedir.

Ancak, ülkemizde risk sermayesi modelinin gelişmesi ve kullanımının yaygınlaşması için yapılan çalışmalar çoğunlukla yetersiz görülmektedir. Dolayısıyla modelin gelişmesi için yeterli çalışmalar yapılmadığı anlaşılmaktadır.

Çalışmaların yanı sıra, risk sermayesinin gelişmesi için çok gerekli olan eğitim çalışmaları da

girişimciler tarafından yeterli bulunmamaktadır. Buna bağlı olarak risk sermayesi eğitimi girişimciler tarafından büyük bir çoğunlukla bir ihtiyaç olarak hissedilmektedir.

KOBİ'ler sanayi bölgelerinde, risk sermayesi eğitimi veren bir kurumun açılmasını istemektedir. Böyle bir kurumun açılması halinde, eğitim çalışmalarına katılmak isteyen girişimcilerin oranı ise oldukça yüksektir. Girişimciler, risk sermayesi eğitimine katılmak istemektedir. Çünkü bunu bir ihtiyaç olarak değerlendirmekte ve alanda bir eğitim kurumu talep etmektedirler.

Girişimcilerin büyük çoğunluğu risk sermayesi eğitiminin kapsamında konu başlıkları olarak; sistemin işleyişini, sistemin sağlayacağı faydayı, risk sermayesi kullanarak başarı sağlamış işletme örneklerini ve en önemlisi, sistemin üstün ve sakıncalı yönlerini görmek istemektedir. Bu eğitim çalışmalarının yürütüleceği en uygun ortam ise işletmelerin bulunduğu sanayi bölgesi olarak ifade edilmiştir. Ayrıca, uzaktan eğitim veya internet üzerinden eğitim de talep edilmektedir. Girişimciler eğitim çalışmalarının sürdürülmesinde, üniversitelerden bir takım beklentiler içindedir. Öncelikle, niversite ğretim üyelerinin, eğitim çalışmalarına bir fiil katılımları istenmektedir. Ayrıca, proje hazırlanmasında, işletmeler ile niversiteler arasında işbirliği de gerekli görülmektedir. Üniversitelerin zerine düşen bir diğer görev ise, işletmelere özellikle eğitim konularında danışmanlık yapmalarıdır.

Risk sermayesi eğitimi için, en uygun zaman dilimi, çalışmaların 1 ilâ 6 ay arasında dağıtılmasıdır. Bu durum, eğitim çalışmalarının sürdürülmesi ve amacına ulaşması için yeterli bulunmaktadır.

Girişimcilerin risk sermayesi sisteminin geleceğine dair görüşleri ise olumludur. Büyük bir çoğunlukla, sistemin başarılı olacağı ve devam edileceği düşünülmektedir.

Bu değerlendirmeler ışığında risk sermayesinin yatırımların finansmanında uygun bir model olduğu sonucuna ulaşırız. Bir diğer önemli sonuç ise işletmelerin çoğu tarafından risk sermayesi eğitimin bir ihtiyaç olarak değerlendirildiğidir. Girişimcilerin büyük bir bölümü risk sermayesi eğitimine katılmak istemektedir.

Bu bağlamda, yatırımların finansmanında risk sermayesi kullanımı yaygınlaştırmak ve KOBİ'lerin risk sermayesi eğitimi alanında yapılacak çalışmalara katılımını sağlamak amacıyla şu öneriler yapılmıştır;

1.) Ülkemizde yatırımların finansmanında, banka kredisi kullanmak KOBİ'ler için oldukça güçtür. Bunun yerine hem vade hem de maliyet yönünden üstün olan risk sermayesi kullanmak daha uygundur. Bu amaçla KOBİ'lere risk sermayesi sisteminin işleyişi anlatılmalıdır.

2.) Ülkemizde risk sermayesi sisteminin yaygınlaşması için bazı tedbirlerin alınması gereklidir. Bu çalışmaların başında, risk sermayesi yatırımı yapan işletmelere vergisel avantajlar sağlamak ve teşviklerden yararlanma önceliği vermek gelmelidir.

3.) Modelin yaygınlaşmasında eğitim çalışmalarının rolü büyüktür. Bu amaçla KOBİ düzeyinde işletmelerin yoğun olarak faaliyet gösterdiği sanayi bölgelerinde risk sermayesi eğitimi düzenleyen kurumlar açılmalıdır. Risk sermayesi eğitimi düzenleyecek kurumların çalışmalarına, katılımı sağlamak için tanıtım çalışmalarına ağırlık verilmelidir. Bu amaçla, KOSGEB, TTGV, THB gibi kurumların daha fazla tanıtıcı çalışma yapması gerekir.

4.) Risk Sermayesi eğitiminin sürdürülmesinde bir model hazırlanmalıdır. Bu eğitim modeli, girişimcilere risk sermayesinin üstünlüklerini ve sakıncalarını, işleyişini, risk sermayesi kullanmak için hangi kurum veya kuruluşlara başvurulması gerektiğini, modelin başarıya ulaşmış örneklerini göstermelidir. Eğitim çalışmalarında, risk sermayesinin neden üstün bir yöntem olduğu, yatırımların finansmanında kullanmanın sağlayacağı faydalar ve diğer finansman modelleri ile kıyaslanması da yapılmalıdır. Eğitim çalışmalarının sürdürülmesinde tanıtım çalışmalarına ağırlık verilmeli, girişimcilerden iş çevrelerine ve yakınlarına öğrendiklerini aktarmaları istenmelidir.

5.) Düzenlenecek risk sermayesi eğitiminin süresi 1 ilâ 6 ay arasında olmalıdır. Mümkünse bu süreyi geçmemelidir. Çünkü, girişimcilerin çoğu, işlerinin aksamamasından çekinmektedir. Modelin gösterimi ise sanayi bölgelerinin bulundukları yerlerde yapılmalıdır. Girişimcilerin yoğun iş temposu göz önünde bulundurularak uzaktan eğitim veya internet üzerinden eğitim çalışmaları da hazırlanmalıdır.

6.) Risk sermayesi eğitimi çalışmalarının yürütülmesinde üniversitelerle işbirliği içinde olunmalı, mümkünse üniversite öğretim üyeleri eğitici ve uzman olarak ders vermelidir. Üniversiteler hazırlayacakları yatırım projeleri ve geliştirecekleri ürünler ile işletmelere rehberlik etmelidir.

Hem yapılan araştırma, hem de diğer göstergeler ışığında, risk sermayesi modelinin Türk insanının yapısına çok uygun olduğu görülmektedir. Türkiye'nin uzun dönemli yatırım gerektiren,

yenilikler yapan girişimcilere yönelik finansman sağlayabilmesi ve teknolojiye dayalı bir sanayi oluşturabilmesi için kurumsal yapıların “ciddi dönüşümler” geçirmesi gerekmektedir. Bu ise Türkiye’de sağlıklı işleyen ve birbirini tamamlayan girişimci finansman mekanizmalarının oluşması ile mümkündür. Risk sermayesi modeli ile yeni ve yaratıcı fikirler gün ışığına çıkarılarak, bu fikirlerin gerçekleşmesi sağlanacak; aynı zamanda ekonomide atıl duran fonlara işlerlik kazandırılacaktır. Hem mali piyasalara dinamizm kazandırılmış olacak, hem de toplumun eğitim yolu ile bilişim çağındaki yeniliklere daha hızlı uyumu sağlanacaktır. Ancak, bunun yapılabilmesi için düzenli bir şekilde sürdürülecek risk sermayesi eğitime ve tanıtım çalışmalarına ihtiyaç vardır. Bu noktada üniversitelerden, devletin değişik kurumlarına ve gençlere görev düşmektedir. Mevcut şekli ile risk sermayesinin ülkemizde çok fazla kullanılmadığı artık kabul edilmeli ve bir an önce eğitim çalışmalarına başlanmalıdır. Bu eğitim çalışmalarına girişimcilerden başlanmalı, öğrenciler ve toplumun diğer katmanları da dahil edilerek sürdürülmelidir.

EK 2:

SERMayE PİYASASI KURULU TeBLİĞLERİ
GİRİŞİM SERMayESİ YATIRIM ORTAKLIKLARINA İLİŞKİN
ESASLAR TeBLİĞİ

(20/3/2003 tarih ve 25054 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.)

1- (7.01.2004 tarihli ve 25339 sayılı Resmi Gazete’de “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ” Seri: VI, No: 16 yayımlanmıştır.)

Yürürlükten Kaldırılan Tebliğ:

(6/11/1988 tarihli ve 23515 sayılı R.G.’de yayımlanan Seri: VI, No: 10 sayılı “Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” aşağıda metni yer alan Seri: VI, No: 15 sayılı Tebliğ ile yürürlükten kaldırılmıştır.)

Seri : VI
 No : 15

BİRİNCİ BÖLÜM**Amaç, Kapsam, Dayanak ve Tanımlar****Amaç ve kapsam**

Madde 1 - Bu Tebliğin amacı, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının kurucularına ve kuruluş usullerine, hisse senetlerinin Kurul kaydına alınması ve halka arzına, yönetimine ve yöneticilerinde aranacak niteliklere, faaliyet konuları ve portföy sınırlamaları ile kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine ilişkin esasları düzenlemektir.

Dayanak

Madde 2 - Bu Tebliğ, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 22 nci maddesinin birinci fıkrasının (o) bendine, 36 ncı maddesine ve 39 uncu maddesine dayanılarak hazırlanmıştır.

Tanımlar

Madde 3 - Bu Tebliğde geçen;

- a) Kurul: Sermaye Piyasası Kurulunu,
- b) Bakanlık: Sanayi ve Ticaret Bakanlığını,
- c) Kanun : 28/7/1981 tarihli ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununu,
- d) TTK: Türk Ticaret Kanunu,
- e) TTSG: Türkiye Ticaret Sicili Gazetesini,
- f) Ortaklık : Girişim sermayesi yatırım ortaklığını,
- g) Girişim Sermayesi Yatırımı : Bu Tebliğin 20 nci maddesindeki esaslar çerçevesinde yapılan yatırımı,
- h) Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı : Kayıtlı sermayeli olarak kurulan ve çıkarılmış sermayelerini esas olarak girişim sermayesi yatırımlarına yöneten ve Kanunda risk sermayesi yatırım ortaklığı olarak ifade edilen ortaklıkları,
- i) Girişim Şirketi : Türkiye’de kurulmuş veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı

olan şirketleri,

4.BI.-137

2003/6

j)Portföy Değeri : Ortaklığın aktifinde bulunan, girişim sermayesi yatırımları ile ikincil piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçları ve ters repo işlemlerinin rayiç değerleri toplamını,

k) Lider Sermayedar : Ortaklık hisse senetlerinin halka arz edilmesi sonrasındaki pay edinimleri hariç olmak üzere, ortaklıkta tek başına veya bir araya gelmek suretiyle sermayenin asgari % 25'i oranında pay sahibi olan ve bu Tebliğin 5 ve 6 ncı maddelerinde yazılı şartları taşıyan ortak ya da ortakları,

ı) Nitelikli yatırımcı : Yatırım fonları, emeklilik fonları, menkul kıymetler yatırım ortaklıkları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, özel finans kurumları, portföy yönetim şirketleri, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20 nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibariyle bu kurumlara benzer olduğu Kurulca belirlenecek diğer yatırımcılar ve halka arz tarihi itibariyle en az 1 trilyon Türk Lirası tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişileri, ifade eder.

İKİNCİ BÖLÜM

Kuruluş ve Dönüşüme İlişkin Esaslar

Kuruluş şartları

Madde 4 - Ortaklıklar ani usulde kurulabilirler. Ayrıca faaliyet konuları farklı olan şirketler esas sözleşmelerini Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun olarak değiştirerek girişim sermayesi yatırım ortaklığına dönüşebilirler. Ortaklıkların kuruluşunun ya da faaliyet konusu farklı olan şirketlerin girişim sermayesi yatırım ortaklığına dönüşümlerinin Kurulca uygun görülebilmesi için;

a)Ani usulde kurulacak ise,

1)Kayıtlı sermayeli anonim şirket şeklinde kurulması,

2)Başlangıç sermayesinin 5 trilyon Türk Lirasından az olmaması,

3)Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması,

4)Ticaret ünvanında “ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı” ibaresinin bulunması,

4.BI.-138

5) Esas sözleşmesinin TTK, Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine göre düzenlenmesi,

6) Ortaklıkta % 10'dan fazla paya sahip tüzel kişi ortakların yönetim kurulu üyelerinin 5 inci maddede sayılan şartları taşıması,

7) Kanunun 30 uncu maddesinin birinci fıkrasının (f) bendinde belirtilen portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere Kurula başvurusu,

8) Kurucu ortaklardan en az birisinin lider sermayedar olması,

b) Dönüşecek ise,

1) Kayıtlı sermaye sistemi içinde yer alması veya bu amaçla Kurula başvurmuş olması,

- 2) Başlangıç veya ödenmiş sermayesinin 5 trilyon Türk Lirasından az olmaması,
- 3) Ticaret ünvanını “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı” ibaresini içerecek şekilde değiştirmek üzere Kurula başvuruda bulunması,
- 4) Esas sözleşmesinin TTK, Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine göre düzenlenmesi için Kurula başvurmuş olması,
- 5) Ortaklıkta % 10’dan fazla paya sahip tüzel kişi ortakların yönetim kurulu üyelerinin 5 inci maddede sayılan şartları taşıması,
- 6) Kanunun 30 uncu maddesinin birinci fıkrasının (f) bendinde belirtilen portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere Kurula başvurması,
- 7) Mevcut ortaklardan en az birisinin lider sermayedar olması, şarttır.

(Ek fıkra: Seri: VI, No: 16 sayılı Tebliğ ile) Birinci fıkranın; (a) bendinin (6) numaralı alt bendi ile (b) bendinin (5) numaralı alt bendinde yer alan şartlar kamu kurumları ve kamu kurumu niteliğindeki tüzel kişiler için aranmaz.

Ortaklıkların kuruluş veya dönüşümden sonraki tüm esas sözleşme değişiklikleride Kurulun iznine tabidir.

Kurucuların nitelikleri

Madde 5 - Ortaklıklarda;

a)Kurucular ile sermayedeki doğrudan veya dolaylı pay sahipliği % 10 veya daha fazla olan gerçek veya tüzel kişilerin muaccel vergi ve prim borcu bulunmaması,

b)Sermayede % 10 ve daha fazla paya sahip olacak kurucuların, gerekli kaynağı kendi ticari, sınai ve sair yasal faaliyetleri sonucunda her türlü muvazaadan arı olarak sağlamaları ,

4.BI.-139

2003/6c)

Gerçek kişi ortakların;

1-Kendileri veya sınırsız sorumlu ortak oldukları kuruluşlar hakkında iflas kararı verilmemiş ve konkordato ilan edilmemiş olması,

2-7/9/2000 tarihli ve 24163 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Seri: V, No: 46 sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara ilişkin Esaslar Hakkında Tebliğin 9 uncu maddesinin birinci fıkrasının (d) bendinde belirtilen şartları taşıması,

şarttır.

Lider sermayedara ilişkin özel şartlar

Madde 6 - Ortaklıkta lider sermayedar olacak gerçek ve tüzel kişilerin girişim sermayesi yatırım ortaklığı kurucusu ve ortağı olmanın gerektirdiği mali güç, itibar ve yeterli tecrübeye sahip olmaları zorunludur.

Ortaklığın ticaret ünvanında doğrudan ismi veya ünvanı kullanılan veya doğrudan olmasa da ortaklığın ticaret ünvanında kendisi ile bağlantılı olduğu izlenimini uyandıran bir ibareye yer verilen gerçek veya tüzel kişilerin bu Tebliğ kapsamında lider sermayedar olması zorunludur.

Ortaklıkta lider sermayedarın asgari % 25 sermaye payını temsil eden hisse senetlerine sahip olması ve bu hisse senetlerinin nama yazılı olması zorunludur.

Kuruluş ve dönüşüm işlemleri

Madde 7- Ani usulde kurulacak veya dönüşecek olan ortaklıkların, kuruluş/dönüşüm başvuru formu ve bu formda belirtilen belgelerle birlikte Kurula başvurmaları zorunludur.

Kurula yapılacak başvuruda, ortaklığın yatırım yapmayı planladığı sektörler, yatırımların, sermaye artırımlarının ve halka arzın gerçekleştirilmesinin planlandığı dönemler, planlanan sermaye artırımlarının tutarları, alınacak veya verilecek danışmanlık hizmetlerinin kapsamı ve halka arzda hisse senetlerinin satılması planlanan yatırımcı kitlesine ilişkin bilgileri de içerecek şekilde hazırlanmış ayrıntılı fizibilite etüdüne de yer verilir.

Kurul, başvuruyu Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygunluk yönünden inceler ve herhangi bir aykırı husus bulunmaması halinde kuruluş veya dönüşüm talebini uygun görür .

4.BI.-140

Kurulca başvurunun uygun görülmesi halinde, ani usulde kuruluşta kuruluşun, dönüşümde ise esas sözleşme değişikliklerinin onaylanması talebi ve sermayenin bu Tebliğ hükümlerine uygun olarak ödenmiş olduğunu gösterir belgeler ve gerekli diğer belgelerle birlikte bakanlığa başvurulur.

Ani usulde kurulan ortaklıklar, Bakanlığın kuruluş izni vermesinin ardından, TTK'nın ilgili hükümlerine uygun olarak ortaklığın ticaret siciline tescili ile tüzel kişilik kazanırlar.

Dönüşecek ortaklıklar ise, Bakanlığın onay vermesinin ardından, esas sözleşme değişikliklerinin genel kurul tarafından onaylanması amacıyla ortaklık genel kurulunu ve gerekiyorsa, TTK'nın 389 uncu maddesi hükmü uyarınca imtiyazlı pay sahipleri genel kurulunu toplantıya çağırırlar. Değişikliklerin onaylanması ve ticaret siciline tescili ile birlikte dönüşüm işlemleri tamamlanmış olur.

Portföy işletmeciliği faaliyet izni

Madde 8- Kurul, portföy işletmeciliği faaliyet izni verilmesinde, ortaklığın faaliyetlerini yürütmeye elverişli bir mekana, donanımına, personele, organizasyona, yöneticilere sahip olup olmadığını inceler ve inceleme sonucunda ortaklığın portföy işletmeciliği faaliyetini yürütebileceği sonucuna varırsa bu konuda yetki belgesi verir.

Yetki belgelerinin, verildiği tarihi izleyen 15 gün içinde ticaret siciline tescili ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde ilanı zorunludur. Bu belgeye ilişkin her türlü değişiklik aynı şekilde tescil ve ilan olunur.

Kuruluşların veya dönüşüme ilişkin esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takip eden altı ay içinde portföy işletmeciliği faaliyet izni başvuru formu ve formda belirtilen belgeleri tamamlayarak Kurula göndermeyen veya başvurusunun sonucunda kendilerine faaliyet izni verilmesi uygun görülmeyen ortaklıkların, girişim sermayesi yatırım ortaklığı olarak faaliyette bulunma hakları ortadan kalkar. Ortaklıklar, 6 aylık sürenin bitiminden veya Kurulun olumsuz görüşünün kendilerine bildirildiği tarihten itibaren en geç 3 ay içinde esas sözleşme hükümlerini girişim sermayesi yatırım ortaklığı faaliyetini kapsayacak şekilde değiştirmek ve kayıtlı sermaye sisteminden çıkmak üzere Kurula

başvurmakla yükümlüdürler. Ortaklıklar bu değişiklikleri yapmadığı takdirde, TTK'nın 434 üncü maddesinin birinci fıkrasının (2) ve (6) numaralı bentleri hükümleri gereğince münfesh addolunur.

4.BI.-141

2003/2

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar

Kayda alınma başvurusu

Madde 9 - Ani usulde kurulan veya esas sözleşme tadili yoluyla girişim sermayesi yatırım ortaklığına dönüşen ortaklıkların portföy işletmeciliği faaliyet yetki belgesinin ticaret siciline tescilini takip eden üç yıl içinde, yatırım portföyünü oluşturarak, halka arz edilecek hisse senetlerinin kayda alınması talebiyle Kurula başvurmaları zorunludur.

Portföy işletmeciliği faaliyet yetki belgesinin ticaret siciline tescilini takip eden 3 yıl içinde, hisse senetlerinin kayda alınması başvurusunda bulunmayan veya gerekli şartları sağlamadığı için başvurusu Kurulca uygun görülmeyen ortaklıkların girişim sermayesi yatırım ortaklığı olarak faaliyette bulunma hakları ortadan kalkar. Ortaklıklar, sürenin bitiminden veya Kurulun olumsuz görüşünün kendilerine bildirildiği tarihten itibaren en geç 3 ay içinde esas sözleşme hükümlerini girişim sermayesi yatırım ortaklığı faaliyetini kapsamayacak şekilde değiştirmek ve kayıtlı sermaye sisteminden çıkmak üzere Kurula başvurmakla yükümlüdürler. Ortaklıklar bu değişiklikleri yapmadığı takdirde, TTK'nın 434 üncü maddesinin birinci fıkrasının (2) ve (6) numaralı bentleri hükümleri gereğince münfesh addolunur. Ancak kurul, hisse senetlerinin ihraç edileceği piyasalarda önemli olumsuzlukların ortaya çıkması halinde ortaklığın başvurusu üzerine kayda alma başvurusunun yapılmasına ilişkin süreyi bir yıl uzatabilir.

Halka arz

Madde 10 - Ortaklık hisse senetlerinin halka arzında, bu Tebliğde düzenlenen hususlar dışında, Kurulun hisse senetlerinin halka arzına ve satış yöntemlerine ilişkin düzenlemelerine uyulur.

Kurul kaydına alınma

Madde 11 - Kurul, kayda alma başvurularını izahname ve sirkülerin ortaklık ve halka arz olunacak hisse senetlerine ilişkin mevzuatta öngörülen bilgileri içerip içermediğini dikkate alarak kamunun aydınlatılması esasları çerçevesinde inceler.

Kurul, incelemeleri sonucunda açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı sonucuna varırsa, başvuru konusu hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasından imtina edilebilir. Kurul kaydına alınma, resmi teminat verilmesi şeklinde yorumlanamaz ve reklam amacıyla kullanılamaz .

4.BI.-142

Borsaya kotasyon

Madde 12 - Ortaklıklar, satış süresinin bitimini takip eden 15 gün içinde çıkardıkları hisse senetlerinin Borsa kotuna alınması için gerekli belgenin verilmesi istemiyle Kurula başvururlar. Bu belgenin alınmasını takiben 15 gün içinde de hisse senetlerinin kote edilmesi isteği ile borsaya müracaat edilmesi zorunludur.

Kurula bildirim

Madde 13 - Ortaklıklar;

- a) Kuruluş esas sözleşmesinin ilan edildiği TTSG'nin bir nüshasını, ilan tarihini,
 - b) Halka arza ilişkin izahname, sirkülerler, satışa ilişkin ilan ve reklamların yayımlandığı gazetelerin birer nüshasını, yayın tarihlerini,
 - c) Halka arz sonrasında oluşan yeni ortaklık yapısı ve satış sonuçları hakkındaki bilgileri, satış süresinin bitimini,
 - d) Girişim şirketlerine yatırım yapılmasına ilişkin sözleşmelerin bir örneğini, sözleşmenin imzalanmasını,
 - e) Ortaklık portföyünde yer alan yatırımları kapsayan 3 aylık portföy tablosunu, ilgili dönemi,
- takip eden 6 iş günü içinde Kurula gönderir.

Girişim şirketlerine yatırım yapılması konusunda alınmış yönetim kurulu kararlarının en seri haberleşme vasıtasıyla en geç izleyen iş günü saat 9.00'a kadar Kurula ve hisse senetlerinin işlem gördüğü Borsaya bildirilmesi zorunludur.

Hisse senetlerinin devri

Madde 14 - Halka arzdan önce ortaklık hisse senetlerinin devri herhangi bir orana bakılmaksızın Kurul iznine tabidir. Bu madde kapsamındaki pay devirlerinde, ortaklıkta pay edinecek yeni ortaklar için de kurucularda aranan şartlar aranır.

İmtiyazlı pay ihracı

Madde 15 - Ortaklıklar, yönetim kurulu üyelerinin en fazla üçte ikisinin seçiminde aday gösterme imtiyazı veya kâr payında imtiyaz tanıyan hisse seneti dışında imtiyaz veren herhangi bir menkul kıymet ihraç edemezler. Yönetim kurulu üye sayısının üçte ikisi küsuratlı bir sayı olduğu takdirde, en yakın tam sayı esas alınır.

Halka açılma sonrasında hiç bir şekilde yönetim kurulu üyeliğine aday gösterme ve kâr payında imtiyaz da dahil olmak üzere imtiyaz yaratılamaz .

4.BI.-143

2003/2

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

Ortaklığın Yönetimine ilişkin Esaslar

Yönetim kurulu üyeleri ve genel müdür

Madde 16 - ortaklıkta görev alacak yönetim kurulu üyelerinin ve ortaklıkta genel müdür olarak görev alacak

kişilerin 5 inci maddenin (a) ve (c) bentlerinde yer alan şartları taşıması zorunludur.

Faaliyet kapsamı

Madde 17 - Ortaklıklar;

- a) Bu Tebliğde belirtilen esaslar çerçevesinde girişim şirketlerine yatırım yapabilir,
- b) Girişim şirketlerinin yönetimine katılabilir, bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir,
- c) Portföylerini çeşitlendirmek amacıyla ikinci el piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilir,
- d) Bir yıldan kısa vadeli olanlar için özsermayelerinin yarısını, bir yıl ve daha uzun vadeli olanlar için özsermayelerinin iki katını aşmamak kaydıyla borçlanabilirler.

Yatırım sınırlamaları

Madde 18 - Ortaklıklar;

- a) Ortaklık sermayesinin ya da tüm oy haklarının %10'dan fazlasına sahip olan ortakların, yönetim kurulu üyelerinin ve genel müdürün ayrı ayrı ya da birlikte sermayelerinin ya da tüm oy haklarının %10'undan fazlasına sahip oldukları şirketlere yatırım yapamazlar,
 - b) Girişim sermayesi yatırımları dışında kalan ve ikincil piyasalarda işlem gören menkul kıymetlere yatırım yapabilirler, ancak bu bent kapsamında yapılan yatırımlar toplamı portföy değerinin %50 sini aşamaz, herhangi bir girişim şirketine yatırım yapılmasını takip eden onuncu yılın sonundan itibaren, söz konusu şirkete yapılan yatırımların tamamı bu bent kapsamında değerlendirilir,
 - c) (b) bendi kapsamında tek bir şirketin ihraç etmiş olduğu menkul kıymetlere portföy değerinin %10'undan fazlasını yatıramazlar,
 - d) (b) bendi kapsamındaki tek bir şirketin sermayesi veya oy haklarının %5'inden fazlasına sahip olamazlar ,
- 4.BI.-144
- e) Döviz, faiz ve piyasa riskleri gibi risklere karşı korunması amacıyla, esas sözleşmede ve izahnamede hüküm bulunmak ve Kurulca uygun görülmek koşuluyla, yatırım amacına uygun portföy yönetim teknikleri ile para ve sermaye piyasası araçlarını kullanabilirler, bu amaçla Kurulca belirlenecek esaslar çerçevesinde opsiyon sözleşmeleri, forward, finansal vadeli işlemler ve vadeli işlemlere dayalı opsiyon işlemlerine taraf olabilirler.

Danışmanlık hizmeti alınması

Madde 19 - Ortaklıklar, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak ve yönetim kurulunca karar alınmak kaydıyla, faaliyetleri ile ilgili konularda kullanılmak üzere girişim şirketlerinin seçimine ve yatırımların yönetimine ilişkin olarak uzmanlaşmış kişi ve kuruluşlardan danışmanlık hizmeti alabilirler.

Danışmanlık hizmeti alınan kişi ve kuruluşlarla yapılan sözleşmelerin bir örneği sözleşmelerin imzalanmasını takip eden 6 iş günü içerisinde Kurula gönderilir.

Danışmanlık hizmeti kapsamında sağlanacak hizmetlerin yürütülmesi için gerekli birimlere, hizmet alımı süresince atama yapılmayabilir. Bu durumda, imzalanacak sözleşme koşullarının Kurul tarafından onaylanması şarttır.

Girişim sermayesi yatırım

Madde 20 - Ortaklıkların, girişim şirketlerine yapacağı girişim sermayesi yatırımları taraflar arasında

imzalanacak bir sözleşme çerçevesinde yapılır. Söz konusu sözleşmede girişim şirketinin yönetimi hususu başta olmak üzere ortaklığın ve girişim şirketinin hak ve yükümlülüklerine yer verilmesi zorunludur.

Girişim şirketlerinin, sınai, zirai uygulama ve ticari pazar potansiyeli olan araç, gereç, malzeme, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesini veya geliştirilmesinin amaçlamaları ya da yönetim, teknik veya sermaye desteği ile bu amaçları gerçekleştirebilecek durumda olmaları gereklidir.

Ortaklıklar, girişim şirketlerine ortak olabilir ve girişim şirketlerinin ihraç ettiği borçlanma senetlerini satın alabilirler.

Ortaklıklar, diğer girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarına da bu madde kapsamında yatırım yapabilirler .

4.BI.-145

2003/2

Ayrıca;

a) Ortaklıkların sahip oldukları girişim şirketlerinin hisse senetlerinin, yatırım yapılan girişim şirketlerinin ortaklarına veya çalışanlarına satış opsiyonu veren sözleşmeler,

b) Girişim şirketi ortaklarına veya çalışanlarına şirketlerinin hisse senetlerini alım opsiyonu veren sözleşmeler,

c) Ortaklara girişimci şirketlerin hisse senetlerini alım opsiyonu veren opsiyon sözleşmeleri ile,

d) Ortaklıkların sahip oldukları girişim şirketlerinin hisse senetlerinin, yatırım yapılan girişim şirketlerinin ortaklarına veya çalışanlarına satışına ilişkin vadeli işlem sözleşmeleri,

e) Girişim şirketi ortaklarının veya çalışanlarının, şirket hisse senetlerini ortaklıklarına satışına ilişkin vadeli işlem sözleşmeleri,

ve doğrudan ortaklıkların yatırım faaliyetlerine ilişkin diğer opsiyon ve vadeli işlem sözleşmeleri düzenlenebilir.

Bu sözleşmeler girişim sermayesi yatırımı olarak değerlendirilir.

Belirtilen nitelikteki vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinde, tarafların yükümlülükleri, girişim şirketlerine yapılan toplam yatırım tutarlarının portföy tablolarında hangi esaslara göre izleneceği, yatırımcılara yapılacak açıklamaların kapsamı, yapılan yatırım tutarları ve benzeri konularda Kurulca belirlenen düzenlemelere uyulur.

Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile ilgili asgari bilgilerin ortaklığın halka arza ilişkin izahname ve sirkülerlerinde yer verilmesi zorunludur.

BEŞİNCİ BÖLÜM

Diğer Hükümler

Hisse senetlerini sadece nitelikli yatırımcılara arzeden ortaklıklara ilişkin esaslar

Madde 21 - Esas sözleşmede hüküm bulunmak kaydıyla izahname ve sirkülerde belirtilerek halka arzın sadece nitelikli yatırımcılara yapılmak üzere sınırlandırılması halinde;

a) Ortaklıklar, satış yapılan yatırımcıların bu Tebliğde belirlenen nitelikli yatırımcı vasıflarını haiz olduklarına dair bilgi ve belgeleri temin etmek ve düzenli olarak tutmakla yükümlüdürler .

4.BI.-146

b) Hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması şarttır. Söz konusu hisse senetleri, halka arzdan sonrada sadece nitelikli yatırımcılara devredilebilir. Ortaklıklar, devralan yatırımcıların nitelikli yatırımcı vasıflarını haiz olduklarına dair bilgi ve belgeleri zemin etmek zorundadırlar. Nitelikli yatırımcı vasıflarını haiz olmayanlara yapılan pay devirleri, pay defterine kaydolunmaz.

c) kuruluş ve dönüşüm için asgari başlangıç veya ödenmiş sermayenin 1 trilyon Türk lirasından az olmaması şarttır.

d) Lider sermayedar olması zorunluluğu yoktur ve bu Tebliğde yer alan lider sermayedara ilişkin hükümler uygulanmaz.

e) Halka arzdan önce yatırım portföyünün oluşturulmuş olması şartı aranmaz, ancak halka arzı takip eden birinci yılın sonundan itibaren 18 inci maddenin (b) bendinde yer alan şartı sağlayamayan ortaklıkların girişim sermayesi yatırım ortaklığı olarak faaliyette bulunma hakları ortadan kalkar. Ortaklıklar, bir yıllık sürenin bitiminden itibaren en geç üç ay içinde esas sözleşme hükümlerini girişim sermayesi yatırım ortaklığı faaliyetini kapsamayacak şekilde değiştirmek üzere Kurula başvurmakla yükümlüdürler. Ortaklıklar bu değişiklikleri yapmadığı takdirde, TTK'nın 434 üncü maddesinin birinci fıkrasının (2) ve (6) numaralı bentleri hükümleri gereğince münfesi addolunur.

f) 12 inci madde ile 13 üncü maddenin son fıkrası uygulanmaz.

g) Hisse senetlerinin halka arzında, 15/11/1998 tarihli ve 23524 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: I, No:26 sayılı Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına ilişkin Esaslar Tebliğinin 5 inci maddesinin (b) bendi ve 6 ncı maddesinin üçüncü fıkrası hükümleri ve 27/10/1993 tarihli ve 21741 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VIII, No: 22 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliğinin 3 üncü maddesinin 1 numaralı bendinin 2 numaralı altbendi hükümleri uygulanmaz.

h) Ara mali tabloların bağımsız denetimden geçirilmesi, Kurula gönderilmesi ve ilanı gerekmez. Ancak yıllık bilanço ve gelir tablosu ayrıntılı bağımsız denetim raporunun yıllık olağan genel kurul toplantı tarihini izleyen bir ay içinde Kurula gönderilmesi ve TTSG'de ilanı zorunludur.

Kurul bu ortaklıklar için izahname ve sirküler düzenleme yükümlülüklerine de farklılaştırma yapabilir .

4.BI.-147

2003/2

İlgili mevzuata tabiyet

Madde 22 - Ortaklıklar, mali tablo ve raporlar, kâr dağıtımı, ilan ve reklamlar gibi hususlarda Kurul düzenlemelerine uyarlar. Bu Tebliğde hüküm bulunmayan hallerde Kurulan halka açık şirketlere ilişkin düzenlemelerine ve ilgili diğer mevzuat hükümlerine uyulur.

Fona yatırılacak ücret

Madde 23 - Ortaklık hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasından önce Kanunun 28 inci maddesi uyarınca kayda alma ücreti Kurul hesabına peşin olarak yatırılır.

Kurulca esasları belirlenen belgeler

Madde 24 - Kurul, bu Tebliğde belirtilen izahnamenin, esas sözleşmenin, başvuru formlarının, portföy tablolarının şekil şartlarını, içeriklerini ve bu belgelerin Kurula iletilmesine ilişkin usul ve esasları belirlemeye yetkilidir.

Kurulca belirlenecek tutarlar

Madde 26 - Kurul, 3 üncü, 4 üncü ve 21 inci maddelerde belirtilen tutarları belirlemeye yetkilidir.

Başvuruların Kurulca değerlendirilmesi

Madde 26 - Başvurular ile ilgili belgelerin tam olarak Kurula iletilmesi ile Kurulca incelemeye başlanır. Başvurulara ilişkin olarak talep edilebilecek ilave belge ve bilgilerin Kurulca belirlenen sürede tamamlanması zorunludur.

Kaldırılan hükümler

Madde 27 - 6/11/1998 tarihli ve 23515 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Seri: VI, No: 10 sayılı Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği yürürlükten kaldırılmıştır.

Geçici Madde - Bu Tebliğin yayımından önce kurulmuş risk sermayesi yatırım ortaklıkları için, lider sermayedara ve asgari ödenmiş sermayeye ilişkin hükümler uygulanmaz.

Yürürlük

Madde 28 - Bu Tebliğ yayımı tarihinde yürürlüğe girer.

Yürütme

Madde 29 - Bu Tebliğ hükümlerini Kurul yürütür.

4.BI.-(148-148/2)

EK 1: Anket Formu

GAZİ ÜNİVERSİTESİ
EĞİTİM BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ
İŞLETME EĞİTİMİ BİLİM DALI

İŞLETMELERİN YATIRIM FİNANSMANINDA RİSK SERMAYESİ KULLANIMI VE EĞİTİMİ ÜZERİNE BİR
ARAŞTIRMA

Sayın yönetici,

Bu anket formu ile, girişimcilerin ve işletme yöneticilerinin, ülkemizde para bulmanın yeni bir yöntemi olan risk sermayesi hakkındaki görüşlerini tespit etmek amaçlanmıştır. Elde edilecek bilgiler tamamen bilimsel amaçlarla kullanılacaktır. Sonuçlar, Gazi Üniversitesi Eğitim Bilimleri Enstitüsü, İşletme Eğitimi Bilim Dalı'nda hazırlanan yüksek lisans tezinin hazırlanmasında kullanılacaktır. Çalışmanın amacına ulaşması, vereceğiniz cevapların doğruluğu ve samimiyetine bağlıdır.

Sektörde faaliyet gösteren firmanızın ve diğer firmaların büyüme ve gelişimine yönelik yapılan bu çalışmaya katkılarınızdan dolayı teşekkür ederiz.

Metin UYAR

BÖLÜM 1:GENEL SORULAR

- | |
|---|
| 1. Göreviniz (.....)
2. Öğrenim Durumunuz (.....mezunu)
3. Cinsiyet () Bay () Bayan
4. İşletmenizin kuruluş tarihi (.....yılı)
5. İşletmenizde çalışan sayısı (.....) |
|---|
6. İşletmenizin faaliyet gösterdiği endüstri kolu aşağıdakilerden hangisidir? (x) işareti koyunuz.
 () Metal () Madeni Eşya () Makine () Otomotiv Yedek Parça
 () Kimyasal Ürün () Plastik Eşya () Alüminyum () Diğer.....
7. İşletmenizin sermaye tutarı nedir ? (.....)
8. Firmanızın amaç\amaçları nelerdir? (Birden fazla seçeneği (x) işareti ile seçebilirsiniz)
 () Satışları artırarak kar sağlamak
 () Yeni yatırımlar gerçekleştirmek yolu ile büyümek
 () Yeni teknik ve teknolojiler geliştirmek
 () Yeni ürünler üretmek yolu ile marka değerini artırmak
 () Sektörde öncü bir konuma gelmek
 () İstihdam olanaklarını artırmak
 () Mevcut ekonomik ve mali durumunu korumak
 () Diğer.....
9. İşletmenizin gerçekleştireceği yatırımların finansmanında (sermayesinde) hangilerini kullandınız? (Birden fazla seçeneği (x) işareti ile seçebilirsiniz.
 () Banka kredisi
 () Ticari borçlanma\satıcı kredileri
 () Özel finans kurumlarından alınan krediler
 () İşletmeye yeni bir ortak alma
 () Yurt dışından borç alma
 () Ev, araba, menkul kıymet vb. varlıkların satışı yolu ile kaynak oluşturma
 () Leasing ve kiralama
 () Risk (girişim) Sermayesi kullanma
10. Sizce işletmelerin bankalardan kredi almak isterken karşılaştıkları zorluklar nelerdir? Uygun olanları (x) işareti ile belirtiniz.
 () Kredi tutarının düşüklüğü, istenilen tutarın verilmemesi
 () Kredi maliyetlerinin yüksekliği, faiz oranlarının bankalar tarafından belirlenmesi
 () Kredi vadesi ile ilgili sorunlar, kredilerin kısa sürede geri ödeme zorunluluğu
 () Kredi sağlamada teminat sorunu, bankaların teminat istemeleri
 () Kredi ödemelerine ilişkin sorunlar, kredi taksitlerinin yüksekliği
 () Banka çalışanlarının yeterli ilgiyi göstermemeleri
 () Diğer.....
11. İşletmenizin kuruluş aşamasında sermaye olarak hangi kaynakları kullandınız?
 () Kendi öz sermayem
 () Yakınlarımdan aldığım borç ve hibeler
 () Banka kredileri
 () Tüccar kredileri (Ticari borçlanma)
 () Kefalet veya ipotek yolu ile borçlanma
 () Ortak kabul etme
 () Diğer.....
12. Ürünlerin (malların) hazırlanmasında size göre en fazla yer tutan gider hangisidir? (1numaradan başlayarak 5'e kadar sıralayınız)
 () Malzeme Giderleri () İşçilik Giderleri () Genele Üretim Giderleri () Teknoloji Giderleri () Diğer.....

13. Aşağıdaki sorunları işletmenizdeki önem sırasına göre belirtiniz. (En önemli soruna 1 yazarak 1’den 7’e kadar sıralayınız)

Finansman	Pazarlama	İşgücü	Teknoloji ve Üretim	Nakliye	Rekabet	Döviz Kurları

BÖLÜM 2: RİSK SERMAYESİ SORULARI

14. Risk sermayesi finansman modeli hakkında bilgi düzeyiniz nedir? (x) işareti ile belirtiniz.

Çok yeterli ☐ Yeterli ☐ Fikrim Yok ☐ Yetersiz ☐ Çok Yetersiz ☐

15. Risk Sermayesi ile ilgili bilgilerinizin kaynağını (x) işareti ile belirtiniz.

- () Gazete ve Dergiler
 () Televizyon ve Radyolar
 () İş çevresi
 () Risk Sermayesi Kuruluşlarının Çalışmaları
 () Üniversiteler
 () Konu hakkındaki kitaplar
 () Diğer.....

16. Daha önce risk sermayesi kullanarak gerçekleştirdiğiniz bir projeniz var mı?

(Cevabınız hayır ise 20. soruya geçiniz.)

- () Evet () Hayır

17. Kullandığınız risk sermayesinin miktarı ne kadardır? (.....)

18. Yatırımlarınızın herhangi bir yerinde risk sermayesi kullanmanızda etkili olan sebepler nelerdir?

- () Risk sermayesinin çok ucuz bir kaynak olması
 () Diğer kaynakların yüksek maliyetler taşıması
 () Banka kredisi kullanmanın zorluğu ve riskleri
 () Risk sermayesinin teşvik edilmesi
 () Risk sermayesinin vade bakımından çok uygun olması
 () Projenin ve ürünün risk sermayesi kullanmaya uygun olması
 () Risk Sermayesi kuruluşlarının tanıtım çalışmaları

19. Risk sermayesi kullanmak için hangi kurumu ile işbirliği içinde bulundunuz? (x) işareti ile belirtiniz.

- () Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV)
 () Küçük ve Orta Boy Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB)
 () Türkiye Halk Bankası (THB)
 () Türkiye Bilimsel ve Teknik Araştırmalar Kurumu (TUBİTAK)
 () Teknoparklar
 () Bankaların risk sermayesi kuruluşları
 () Avrupa Birliği Kredileri
 () Diğer.....

20. Risk sermayesi kullanmamanızda etkili olan faktörler nelerdir?

- () Risk sermayesini yeterince tanımamak
 () Risk sermayesi modeline güvenmemek
 () Diğer kaynakların daha uygun olması
 () Kaynak veya kredi kullanmaya ihtiyaç duymamak
 () Banka kredilerinin cazipleşmesi
 () İş çevresi ve yakınlardan mali destek alınması
 () Diğer.....

20. Yatırımların finansmanında risk sermayesi maliyetleri ile banka kredisi maliyetlerini karşılaştırırsanız, size göre hangisi daha ucuzdur?
☐ Banka Kredisi ☐ Risk Sermayesi
21. Yatırımlarınızın finansmanın da risk sermayesi kullanmak size ne tür avantajlar sağlayabilir?
☐ Yatırımların harcama tutarı azalır
☐ İşletmenin gelişmesi kolaylaşır
☐ Yatırımlar esneklik kazanır
☐ Daha geniş pazarlara açılma olanağı elde edilir
☐ Borç miktarı azalır
☐ Ucuz ve daha az riskli kaynak sağlamak
☐ Diğer.....
22. Risk sermayesini yatırımlarınızın hangi boyutlarında kullanmak istersiniz? (Tercihlerinizi (x) işareti ile belirtiniz.
☐ Başlangıç aşamasında ☐ Gelişme Aşamasında ☐ Yenileme aşamasında
☐ Araştırma geliştirme aşamasında ☐ Üretim aşamasında ☐ Fikir aşamasında
23. Risk sermayesini mevcut veya potansiyel projelerinizin hayata geçirilmesinde kullanmak istermisiniz?
☐ Evet ☐ Hayır
24. Bulunduğunuz sanayi bölgesinde risk sermayesi eğitimi düzenleyen bir kurumun açılmasını istermisiniz?
☐ Evet ☐ Hayır
25. Aşağıdaki tabloda yer alan soruların karşılıklarına sizin için uygun olan tercihi, (x) işareti ile belirtiniz.

	Evet	Hayır	Fikrim Yok
Risk sermayesi kullanılarak gerçekleştirilecek yatırımların firma karlılığınıza katkısı olur mu?			
Risk sermayesi finansman modeli ile ilgili olarak ülkemizde yeterli çalışma yapılmakta mıdır?			
Risk sermayesi ile ilgili yeterli eğitim verilmekte midir?			
Risk sermayesi ile ilgili eğitim çalışmalarına katılırmısınız?			
Risk sermayesi eğitimine ihtiyaç var mıdır?			

26. Risk Sermayesi eğitiminin kapsamında neler olmalıdır? Uygun olanları (x) işareti ile seçiniz.
☐ Sistemin nasıl çalıştığını göstermelidir
☐ Risk sermayesi kullanmanın girişimciye sağlayacağı faydayı göstermelidir.
☐ Risk sermayesi kullanmış kuruluşların çalışmaları gösterilmelidir
☐ Risk sermayesinin diğer kaynaklarla karşılaştırması yapılmalıdır
☐ Sistemin avantajlı ve dezavantajlı yönleri açıkça belirtilmelidir
☐ Risk sermayesi kullanmak isteyenlerin, nerelere başvurması gerektiğini göstermelidir
☐ Diğer.....
27. Risk sermayesi eğitimi hangi ortamda düzenlenmelidir?
☐ Sanayi bölgelerinde
☐ Üniversitelerde
☐ Esnaf ve sanayi odalarında
☐ Tatil yörelerinde
☐ Diğer
28. Risk sermayesi eğitiminin süresi ne kadar olmalıdır?
1-6 ay ☐ 6-12 ay ☐ 12-18 ay ☐ 18-24 ay ☐

29. Ülkemiz üniversitelerinin risk sermayesi eğitimindeki rolü ne olmalıdır? Uygun olanları (x) işareti ile belirtiniz.

- ☐ Öğretici olarak ders ve bilgi vermelidir
- ☐ Konu ile ilgili projelerini aktarmalıdır
- ☐ Yapılmış çalışmaları aktarmalıdır
- ☐ Danışmanlık görevi görmelidir
- ☐ İşletmelerle işbirliği yaparak ürünler ve buluşlar yapmalıdır
- ☐ Risk sermayesi projelerinin geliştirilmesine yardımcı olmalıdır
- ☐ Teknoparkların kurulmasında yardımcı olmalıdır

30. Risk sermayesi sisteminin başarı şansını nasıl değerlendiriyorsunuz?

- ☐ Sistem başarılı olacak ve devam edecektir
- ☐ Sistem kısmen başarılı olacak ve çok fazla tercih edilmeyecektir
- ☐ Sistem başarısız olacak ve devam etmeyecektir
- ☐ Fikrim yok

TEŞEKKÜR EDERİM.