

41.05

T.C.  
AFYON KOCATEPE ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
MUHASEBE FİNANSMAN ANA BİLİM DALI

\* 43556

**KÜÇÜK VE ORTA ÖLÇEKLİ İŞLETMELERİN FİNANSAL  
SORUNLARI VE BİR ÇÖZÜM YÖNTEMİ OLARAK RİSK  
SERMAYESİ MODELİ**

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

**YILMAZ AKYÜZ**

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU  
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

**DANIŞMAN**  
Yrd.Doç.Dr.Mehmet ERKAN

**AFYON - 1995**



**KUÇUK VE ORTA ÖLÇEKLİ İŞLETMELERİN  
FİNANSAL SORUNLARI VE BİR ÇÖZÜM YÖNTEMİ OLARAK  
RİSK SERMAYESİ MODELİ**

**(YÜKSEK LİSANS TEZİ)**

**YILMAZ AKYÜZ**

**DANIŞMAN Yrd. Doç. Dr. Mehmet ERKAN**

**AFYON - 1995**

## İÇİNDEKİLER

Giriş.....	1
------------	---

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### KÜÇÜK VE ORTA ÖLÇEKLİ İŞLETMELERİN GENEL

#### DURUMU

1.Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Tanımı.....	3
2.Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Üstün ve Zayıf Yönleri .....	4
2.1.Üstünlükleri.....	4
2.2.Zayıf Yönleri .....	5
3.Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Türkiye Ekonomisindeki Yeri ve Önemi.....	6
3.1.Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin İktisadi Kalkınmadaki Rolü.....	6
3.2.Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Türkiye Ekonomisindeki Yeri .....	8
4.Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Finansman Kaynakları.....	12
4.1.İç Kaynaklar .....	12
4.1.1.Kooperatif Kredileri .....	13
4.1.2.Sanayi kredileri .....	13
4.1.3.Fon Kredileri.....	14
4.1.4.Ticari Krediler.....	14
4.2.Dış Kaynaklar.....	15
4.2.1.Dünya Bankası kredisi .....	16
4.2.2.KSF-I Özel Kredi Fonu .....	16
4.2.3.KFW Teşvik Fonu.....	16
4.2.4.Sanayileşme Fonu Kredisi .....	17

5.Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Yapısı ve Finansal Sorunları.....	17
5.1.Genel Yapısal Özellikleri.....	17
5.2.Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Finansal Sorunları .....	19
5.2.1.Özkaynakların Yetersizliği .....	20
5.2.2.Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler ile Bankaların Örgütlenme Sorunu .....	21
5.2.3.Kredi Maliyetlerinin Yüksek Olması .....	22
5.2.4.Türkiye'de Mali Piyasaların Gelişmemişliği .....	23
5.2.5.Teminat Sorunu.....	23
5.2.6.Finansman Yönetiminden Kaynaklanan Sorunlar .....	24

## İKİNCİ BÖLÜM

### FİNANSMAN MODEL OLARAK RİSK SERMAYESİ

1.Risk Sermayesi Kavramı.....	27
1.1. Risk Sermayesinin Tanımı.....	27
1.2.Risk Sermayesinin Ortaya Çıkışı.....	28
1.3.Risk Sermayesinin Tarihsel Gelişimi.....	29
1.4. Risk Sermayesinin Özellikleri .....	31
1.5.Teknolojik Yenilik Süreci .....	32
2.Risk Sermayesinin Finansman Kaynakları ve Kullanıcıları .....	33
2.1.Risk Sermayesinin Finansman Kaynakları.....	33
2.1.1.Özel Risk Sermayesi Şirketleri.....	34
2.1.2.Ticari Bankalar .....	35
2.1.3.Risk Sermayesi Yatırım Fonları.....	35
2.1.4. Yatırım Bankaları.....	35
2.1.5. Vakıflar.....	35
2.1.6.Üniversiteler .....	35
2.1.7.Özel Sermaye Kaynakları.....	36
2.1.8.Büyük Sermayeli Girişimciler.....	36
2.2. Risk Sermayesinin Kullanıcıları .....	37
3.Risk Sermayesi Finansman Modelinin Yapısı ve İşleyişi .....	37
3.1.Risk Sermayesinin Çalışma Yöntemleri.....	37
3.2.Risk Sermayesinin İşleyişi .....	40
4. Risk Sermayesi Yatırımlarının Sektörel Dağılımı .....	45
5.Yabancı Ülkelerde Risk Sermayesi Uygulamaları .....	47
5.1.Amerika Birleşik Devletleri.....	47

5.2. İngiltere .....	48
5.3. Japonya .....	48
5.4. Almanya .....	49
5.5. Yunanistan.....	50
5.6. Kanada .....	51
5.7. Hollanda .....	51

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### KÜÇÜK VE ORTA ÖLÇEKLİ İŞLETMELERİN FİNANSMANINDA RİSK SERMAYESİNİN YERİ VE ÜLKEMİZDEKİ DURUMU

1. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Finansmanında Risk Sermayesi.....	53
2. Risk Sermayesinin Finansman Aşamaları .....	56
2.1. Tohum Ekme (Seeding) Aşaması .....	56
2.2. Filizlenme, Başlatma (Start-up) Aşaması.....	57
2.3. Serpilme (Expansion) Aşaması.....	57
2.4. Büyüme (Acquisition) Aşaması.....	57
2.5. Olgunlaşma ve Hasat (Realization) Aşaması .....	57
3. Risk Sermayesinin Kaynakları .....	58
4. Türkiye'de Bilimsel Araştırma-Geliştirme ve Teknolojik Yenilik.....	60
5. Risk Sermayesinin Beklenen Faydaları .....	61
6. Türkiye'de Risk Sermayesinin Durumu.....	63
SONUÇ VE ÖNERİLER .....	69
YARARLANILAN KAYNAKLAR .....	73

## TABLO VE ŐEKİLLER

Sayfa

TABLO 1- Türkiye İmalat Sanayiinde Yeralan İşletmelerin 1980-1985 Dönemi Gelişimi.....	10
TABLO 2- Risk Sermayesi Fon Kaynakları.....	36
TABLO 3- Risk Sermayesi Yatırımlarının Sektörel Dağılımı.....	46
TABLO 4- Küçük Girişimcinin Fon Kaynakları.....	55
ŞEKİL 1- Risk Sermayesinin İşleyişi.....	41
ŞEKİL 2- Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Finansman Őekli.....	59

## KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
a.g.e	: Adı geçen eser
a.g.m.	: Adı geçen makale
ARDC	: American Research and Development
AB	: Avrupa Birliği
CDC	: Canadian Development Corporation
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
EVCA	: European Venture Capital Association
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İSO	: İstanbul Sanayi Odası
İTAŞ	: İzmir Teknopark Anonim Şirketi
İTO	: İstanbul Ticaret Odası
İTÜ	: İstanbul Teknik Üniversitesi
KİT	: Kami İktisadi Teşebbüsü
KOSGEB	: Küçük ve Orta Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
KÜSGET	: Küçük Sanayi Geliştirme Teşkilatı
MPM	: Milli Produktivite Merkezi
RSYO	: Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı
SBA	: Small Business Administration
SBIC	: Small Business Investment Companies
SEGEM	: Sınai Eğitimi Geliştirme Merkezi
SPK	: Sermaye piyasası Kurulu
TESK	: Türkiye Esnaf ve Sanatkarlar Konfederasyonu
TDA	: Teşebbüsü Destekleme Ajansı
TKB	: Türkiye Kalkınma Bankası
TOBB	: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TTK	: Türk Ticaret Kanunu

## ABSTRACT

The main problems that threaten small and medium scale firms are largely financial ones. During 1950s, due to the inadequate support provided by traditional financial techniques to small and medium scale firms, venture capital system has emerged in USA. Since the 1980s, it has gained popularity among the European countries. Venture Capital is in fact a system of collectivity. This system brings together young entrepreneurs who have prospective and promising projects and ideas in their minds, and venture capitalists who would finance these projects.

Throughout our survey, we will deal with the financial problems of small and medium scale firms and the current situation of the venture capital both in Turkey and abroad.



## GİRİŞ

Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler, ülkelerin ekonomik sistemlerinde, önemli bir yere sahiptir. Büyük işletmelere göre, esnek ve dinamik bir yapıya sahip olmaları, pazardaki dalgalanmalara karşı; kısa sürede uyum göstermedeki üstünlükleri ve yeniliklere açık olmaları, küçük ve orta ölçekli işletmelere özel önem verilmesinin gerekliliğini ortaya koymaktadır.

Ülkemiz imalât sanayiindeki işletmelerin % 98'ini, istihdamın % 58.9'unu sağlayan Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler, kendilerinden beklenilene tam olarak verdiklerini söylemek oldukça güçtür. Ülke içerisinde önemli bir yer tutan bu işletmelerin, beklenen işlevini yerine getirememesinin çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Bu nedenlerin başında, ucuz ve yeterli finansman kaynaklarının bulunmaması gelmektedir.

Yeniliklere açık oldukları bilinen, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin, mevcut finansman sistemi içerisinde kaynak temin etmeleri, ağır şartların yerine getirilememesi nedeni ile oldukça zordur. Çeşitli finansal zorluklar içinde yaşayan bu işletmeler, büyük sıçramaların temelini oluşturacak yeni fikir ve projelerini hayata geçirememektedirler. İşte bu noktada Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin finansman sorunlarına; bir çözüm yöntemi olarak risk sermayesi finansman modeli gündeme gelmektedir.

Bu çalışmamızda; Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin finansal sorunlarının çözümünde önemli katkı sağlayabilecek olan risk sermayesi modeli önerilmiştir.

Üç bölümden oluşan tez çalışmasının, birinci bölümünde; Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin genel durumu, finansman kaynakları ve sorunları ele alınmıştır.

İkinci bölümde; risk sermayesi yabancı ülke uygulamaları ile birlikte tanıtılmaya çalışılmıştır.

Son bölümde ise; risk sermayesinin Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin finansmanındaki yeri ve ülkemizdeki durumu ele alınarak, muhtemel çözüm önerileri sunulmuştur.



## BİRİNCİ BÖLÜM

### KÜÇÜK VE ORTA ÖLÇEKLİ İŞLETMELERİN GENEL DURUMU

#### 1. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Tanımı

Günümüzde, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler denince; başarısız oldukları için küçük ölçeklerde kalmaya mahkum, ekonominin kamburu, sürekli yardıma muhtaç işletmeler kastedilmemektedir. Tam aksine bu işletmeler; esnek, dinamik ve bürokrasiden uzak yapılarıyla değişen koşullara çabuk uyum sağlayan ve fırsatları zamanında değerlendirebilen işletmelerdir<sup>1</sup>.

Yakın zamana kadar, çarpık bir ekonomik yapının göstergesi olarak kabul edilen bu işletmeler, bugün, dinamikliğin ve esnekliğin garantisi olarak değerlendirilmektedir<sup>2</sup>. Hızlı bir değişimin yaşandığı günümüzde, bu özellikler; ekonomik başarı açısından da büyük önem taşımaktadır.

Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin değişik açılardan ele alınarak incelenmesinin ekonomik yönden yararları olacağı söylenebilir. Bunun en önemli nedenlerinden birisi, ekonomik yaşamda çalışmalarını sürdüren işletmelerin çoğunluğunu bu işletmelerin oluşturmasıdır. Diğer taraftan, bu işletmelerde istihdam edilen bireylerin sayısı da küçümsenmeyecek kadar büyük rakamlara ulaşmaktadır<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Tamer MÜFTÜOĞLU; Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi İşletmeleri, Konrad Adenauer Vakfı Yayını, Ankara, 1989, s.16.

<sup>2</sup> A.g.e., s.17.

<sup>3</sup> Oktay ALPAGU, Küçük İşletmeler Kavramı Kuruluşu ve Yönetimi; KTÜ; İİBF Yayını Trabzon;1988, s.1.

Ekonomik ve sosyal açıdan bu kadar önemli olan Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin tanımı nedir veya hangi işletmeler bu guruba dahil edilmektedir?

Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri belirlemek amacıyla kullanılan tanım ve ölçütler konusunda, tüm dünyada olduğu gibi, ülkemizde de farklılıklar mevcuttur. Bu ölçütler, genellikle ülkenin ekonomik yapısına, gelişmişlik düzeyine, kullanılan üretim tekniklerine göre değişiklik göstermektedir. Bazen aynı ülke içinde, bölgeden bölgeye, hatta sektörden sektöre farklılık gösterdiği görülebilmektedir <sup>4</sup>.

Ülkemizdeki Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin tanımlanmasında standart bir ölçü bulunmadığından; çeşitli kurum ve kuruluşlarca, kendi amaçları doğrultusunda değişik tanımlamalar gerçekleştirilmiştir. Çalışmamızda da esas aldığımız DİE'nin yapmış olduğu tanımlamaya göre;

1-49 arası işçi çalıştıran işyerleri küçük,  
50-199 arası işçi çalıştıran işyerleri orta,  
200'den fazla işçi çalıştıran işyerleri büyük,

işletmeler olarak sınıflandırmaya tabi tutulmaktadır.

## **2.Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Üstün ve Zayıf Yönleri**

### **2.1.Üstünlükleri**

Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin üstün yönlerini, şu şekilde sıralamak mümkündür <sup>5</sup>.

1-Değişen pazar koşullarına çabuk uyum gösterirler. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin, her düzeyde tüketiciye yakın olarak çalışmalarını sayesinde; tüketici tercih ve sorunlarının değerlendirilerek üretim mekanizmalarında ihtiyaç duyulan değişikliklerin yapılması sağlanmaktadır.

<sup>4</sup> ALPAGU, a.g.e., s.5.

<sup>5</sup> İlhan ULUDAĞ, Vildan SERİN, Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Yapısal ve Finansal Sorunlar Çözümler, İTO Yayınları, Yayın No:1991-25, s.20.

-2-Daha ucuz ve daha çok sayıda istihdam sağlarlar.

3-Kişisel yeteneklerin ortaya çıkmasında rol oynadıkları gibi; istihdam yaratmadaki payları da büyüktür.

4-Sosyal ve ekonomik açıdan, kullanılmayan işgücü, hammadde, ve finansman kaynaklarının daha küçük yatırımlarla işletilmesine olanak sağladıkları gibi, hayat standardının yükselmesine de yardımcı olurlar.

5-Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler, uzun dönemde büyük sanayinin girdi ve ara malların üreticisi durumundadırlar. Çeşitli faaliyetleri, farklı üretim tekniklerini kullanmalarıyla büyük işletmelere rakip olmaktan çok, birbirlerini tamamlamaktadırlar. Dolayısıyla Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin, büyük firmaların yan sanayii durumunda oldukları görülmektedir.

6-Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin, kaynak temininde, yabancı kaynak yerine, daha çok öz sermayeye başvurmaları, bu işletmelerin üretim sonucu elde edilen net kârlarında, tüketim yerine yatırım harcamalarına gitmelerine yol açmaktadır. Yine bu işletmelerin faaliyet gösterdikleri yörede bölgenin ihtiyacını ve girdilerini dikkate alarak modern teknolojiler yerine, ara teknolojileri kullanmaları hem bölgenin, hem çevrenin korunmasına yardımcı olmaktadır <sup>6</sup>.

## 2.2.Zayıf Yönleri

1-Pek çok Küçük ve Orta Ölçekli İşletme sahibi veya yöneticisinin piyasa şartlarını değerlendirmesinde, mesleki ve teknik bilgileri yetersiz kalmaktadır. Ayrıca problemlerin çözümü için, uzman eleman istihdam etmemeleri; ve kendilerinden başka yönetici istememeleri, yanlış kararlar alınmasına ve zamanla başarısızlığa uğramalarına neden olmaktadır.

2-Mali açıdan, yetersiz sermayesi bulunan Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler, sürekli sermaye sıkıntısı içinde olduklarından; bu nedenle zaman zaman üretime ara vermek zorunda kalmaktadırlar.

<sup>6</sup> İTO, Küçük Sanayicinin Sorunları Semineri, Yayın No:1988-34, İstanbul, 1987, s.5.

3-Yeterli pazar gücüne sahip değildirler. Benzer işletmelerle beraber hareket edemediklerinden, piyasadaki monopolcu kamu ve özel kesim firmalarından, yüksek fiyatla, hammadde temin etmeleri sonucu maliyetleri yükselmektedir. Böylece işletme kârlılığı düşük düzeyde kaldığından, sermaye birikimi çok yavaş gerçekleşmektedir.

4-Yabancı kaynak sağlamadaki güçlükler yanında, özsermayenin iş hacmine göre yetersizliği sebebiyle firmanın yeterli stok bulduramaması, üretimin zamanında yapılamamasına bu da malın alıcıya geç teslim edilmesine yol açmaktadır.

5-Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin bir başka zayıf yanı da; bağımlı olmalarıdır. Örneğin Türkiye'de bir çok küçük ve orta ölçekli işletme KİT'lerin girdilerine bağımlıdır. Ayrıca, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerde, mal varlığının sınırlı olmasından kredi bulmada banka sisteminin istediği teminatı göstermede zorlanmaktadır.

6-Gelişmiş ülkelerde olduğu gibi, gelişmekte olan ülkelerde geçerli olan, bu işletmelerin ömürlerinin kısa olması da, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin temel zayıflıklarından birini teşkil eder<sup>7</sup>.

### **3.Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Türkiye Ekonomisindeki Yeri ve Önemi**

#### **3.1.Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin İktisadi Kalkınmadaki Rolü**

Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelere yönelik yaklaşımlar dikkate alındığında, sanayi devriminden 1970'li yıllara kadar bir büyüklük tutkusu hakimdir. Büyük ölçeklerde işletme kurulması ve büyüklüğün sağladığı maliyet tasarruflarından yararlanmak; genel kabul gören bir yaklaşım niteliğindedir. Dolayısıyla Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin piyasada tutunamayacakları ve istikbalin büyük işletmelere ait olduğu düşünülüyordu. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin lehine gelişmelerin 1960'lı yıllarda kısmen, 1970'lerde ise daha gür bir şekilde başladığı

<sup>7</sup> BİAR, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Performansı ve Finans Güçlüğü, (Teksir) Şubat 1988, s.5.

görülmektedir. Hatta günümüzde bir "Küçük İşletme" ideolojisinden bahsetmek bile mümkündür <sup>8</sup>.

Yaşadığımız yüzyılda tüm ülkelerin temel hedefi kalkınmak ve gelişmek olmuştur. Bu amaçla, fertlerin hayat standartlarının yükseltilmesi, istihdam olanaklarının artırılması, dengeli bir gelir dağılımının sağlanması ve teknolojinin yenilenip, modernleştirilmesi için ülkeler, lokomotif olarak sanayii seçmişlerdir. Diğer taraftan, 1970'lerde ortaya çıkan ekonomik krizle, büyük sanayi kuruluşları esnek olmayan yapılarıyla, durgunluga girmiş ve işsizliğin başlıca nedeni olmuşlardır <sup>9</sup>.

Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin önemi, bu dönemde daha iyi alnaşmıştır. Bu işletmeler ekonomik koşullara daha çabuk uyum sağladıklarından ekonomik krizlerden az etkilenmişlerdir. Böylece ekonomilerin vazgeçilmez bir unsuru olduklarını göstermişlerdir<sup>10</sup>. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin ülke ekonomisi açısından öneminin sayısal bazı kıyaslamalarla da daha iyi görülmesi mümkündür.

Ülkemizde küçük ve orta ölçekli sanayi sektörünün; toplam işletme sayısı içinde % 98.6'sını, istihdam açısından ise, toplam işgücünün % 70'inin istihdam edildiği bilinmektedir. Bu oran japonya'da % 99, İngiltere'de % 94, Fransa'da % 88, İtalya'da % 59.8 paya sahiptir <sup>11</sup>.

Dünya genelinde, belirli zamanlarda şiddetli ekonomik krizler ve dalgalanmalar yaşanmaktadır. Bu ekonomik kriz ve olumsuz şartlara karşı, büyüyen ve kalkınan ekonomiler için teklif edilen çözümlerden birisi, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin desteklenerek güçlendirilmelerinin sağlanmasıdır.

Çünkü, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler <sup>12</sup>;

<sup>8</sup> MÜFTÜOĞLU, a.g.e., s. 15.

<sup>9</sup> Güler YALIM, Küçük ve Orta Boy Sanayi Teşebbüslerinin Sorunları ve Geliştirilmesi Semineri, MPM Yayını, Yayın No: 358, Ankara, 1987. s.26-28; İsmail BULMUŞ, Ertan OKTAY, Mete TÖRÜNER, Küçük Sanayi İşletmelerimizin Konumu Önemi ve AT'a Girerken Karşılaşılabilecek Sorunlar, MPM yayını, Yayın No: 426, Ankara, 1990, s.6.

<sup>10</sup> YALIM, s.28-29.

<sup>11</sup> Rifat KABUKÇU, "Küçük Sanayi İşletmelerinin Önemi Giderek Artıyor", Dünya Gazetesi, 10 Kasım 1994, EK, s.7.

<sup>12</sup> YALIM, a.g.e., s.27.



-Daha az yatırımla daha çok kişiye istihdam olanağı sağlamaktadırlar.

-Teknolojik yeniliklere daha yatkındırlar.

-Daha çok kişiye mesleki ve teknik eğitim vermektedirler.

-Büyük sanayi işletmelerinin tamamlayıcısıdırlar.

-Yapıları itibariyle ekonomik dalgalanmalardan daha az etkilenirler.

-Talep değişikliklerine daha kolay uyum sağlarlar.

-Daha esnek bir yapıya sahiptirler.

-Ekonomik ve sosyal sistemlerin denge ve istikrar unsurudurlar.

Görüldüğü gibi bu avantajlar, küçük ve orta ölçekli işletmelerin kalkınmanın başarılmasında önemli işlevleri olacağını göstermektedir.

### 3.2. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Türkiye Ekonomisindeki Yeri

Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler, bir ülkenin sosyo-ekonomik yapısı çerçevesinde; endüstrileşmenin, optimum dağıtım ve ticaret uygulamalarının itici gücü ve vazgeçilmez bir unsurudurlar<sup>13</sup>. Planlı dönemlerle birlikte başlayan hızlı sanayileşme çabaları içinde Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin yüklendikleri fonksiyonlara karşı, ekonomi içindeki ağırlıklarına paralel olarak destekleme politikalarının uygulandığını söylemek hayli güçtür. Buna rağmen Türk Sanayisinin bugün ulaştığı düzey dikkate alındığında bu başarının sağlanmasında Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin önemli pay sahibi oldukları da bir gerçektir<sup>14</sup>.

Türkiye'de, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerle ilgili istatistiki bilgiler Devlet İstatistik Enstitüsü (DİE) tarafından toplanmaktadır. DİE, her beş yılda bir yapılan Genel Sanayi ve İşyerleri sayımının sadece İmalat Sanayii anketlerinde istihdam edilen kişi sayısına göre, işletmeleri ölçek ayırımına tabi tutmaktadır. Çalışmamızın hedefi doğrultusunda DİE tarafından yapılan çalışmalardan yararlanılarak Türkiye'deki Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin durumu irdelenmeye çalışılacaktır.

<sup>13</sup> Mete OKTAV ve Diğerleri, Orta ve Küçük İşletmelerde İhracata Yönelik Pazarlama Sorunları ve Çözüm Önerileri, TOBB Yayınları, Yayın No: 176, Ankara, 1990, s.12.

<sup>14</sup> A.g.e., s.12-13



Tablo 1'de Türkiye'de İmalat Sanayiinde yer alan işletmelerin 1980-1985 dönemi gelişimi gösterilmiştir.



TABLO-1

Türkiye İmalat Sanayiinde Yeralan İşletmelerin  
Büyükliklerine Göre 1980-1985 Dönemi Gelişimi

GRUPLAR	1980				1985				1985-1980	
	İŞYERİ		İŞÇİ		İŞYERİ		İŞÇİ		İŞYERİ	İŞÇİ
	Adet	%	Adet	%	Adet	%	Adet	%	%	%
Küçük ölçekli işletmeler (1-49 işçi)	183.748	98.86	628.480	48.75	191.026	98.65	695.741	47.56	3.96	10.5
Orta ölçekli işletmeler (50-199 işçi)	1.437	0.77	135.550	10.51	1.750	0.90	165.759	11.33	21.78	22.2
Büyük ölçekli işletmeler (200'den fazla)	684	0.37	525.286	40.74	861	0.44	601.339	41.11	25.88	14.4
TOPLAM	185.869	100	1.289.316	100	193.637	100	1.462.839	100	4.18	13.4

Kaynak: DIE 1985

Tablo 1'de görülebileceği gibi küçük ve orta ölçekli sanayi işletmeleri ile, büyük ölçekli işletmelerin 1980-1985 dönemi ile ilgili bilgileri karşılaştırmalı olarak yer almaktadır. İmalat sanayiinde yer alan 193.637 işyerinin % 98.65'ini 1-49 arası işçi çalıştıran küçük ölçekli sanayi işletmeleri oluşturmuştur. 50-199 arası işçi çalıştıran orta ölçekli işletmelerin oranı % 0.9 'dur. 200'den fazla işçi çalıştıran büyük ölçekli işletmelerin toplam içerisindeki payı yalnızca % 0.44'tür. Toplam işyeri sayılarının 1980-1985 verileri itibariyle karşılaştırıldığında, 1985 yılında % 4.18 oranında bir artış olduğu gözlenmektedir.

Yine bu işletmelerde çalışan personel sayısına baktığımızda, 1985 yılında 1.462.839 işçi çalıştığı görülmektedir. Bunun 47.56'sı 1-49 işçi çalıştıran küçük ölçekli işletmelerde, % 11.33'ü 50-199 işçi çalıştıran orta ölçekli işletmelerde, % 41.11'inin 200 den fazla işçi çalıştıran büyük ölçekli işletmelerde istihdam edildiği görülmektedir.

DİE 1985 verilerine göre, imalat sanayiindeki, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin toplam içindeki payı % 99.55, yarattıkları istihdam olanakları ise % 58.89'dur. Ayrıca imalat sanayinde toplam üretimin % 37.7'sini, toplam ihracatın % 8'ini, toplam yatırımların % 26.5'ini, toplam katma değer % 31.7'sini ülkemizdeki Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler gerçekleştirmişlerdir.

Ekonomik sürecin her döneminde olduğu gibi, bugün de ekonomik gelişmenin istenilen düzeyde sağlanabilmesi için küçük ve orta ölçekli işletmelerin geliştirilmesi ve desteklenmesi gereği açıkça görülmektedir. Gerçekten de küçük ve orta ölçekli işletmeler, sayı, üretim, istihdam ve yarattıkları katma değer itibariyle ülkemiz ekonomisinde önemli yer tutmaktadır.

Burada, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin, işyeri sayısına oranla katma değer payının düşük olması, bu işletmelerin verimsiz oldukları sonucunu vermez. Çünkü teknolojik alandaki gelişmeleri takip eden büyüklüğün sağladığı avantajlarla, daha düşük maliyet ile üretimi

gerçekleştiren büyük işletmelerin, yarattıkları katma değerın yüksek olması normaldir <sup>15</sup>.

Bütün bu oran ve değerlendirmeler, sözkonusu kesimin ülkemiz ekonomisinde önemli bir potansiyel olduğunu açık şekilde ortaya koymaktadır. Ancak, ülkemizde Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin, yıllar itibariyle ithalat, ihracaat ve diğer ekonomik göstergelerle ilgili düzenli bilgileri bulunmamaktadır. Bu nedenle, bu işletmelerin ülke ekonomisi içindeki yerini ve önemini net olarak ortaya koymak ve sağlıklı bilgiler sunmak pek mümkün olamamaktadır. Dolayısıyla işyeri sayısı ve istihdam yaratma güçleri ile katma değerleri üzerinde görüş bildirilmektedir.

#### **4. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Finansman Kaynakları**

Ekonomimizde bu derece önemli yeri bulunan, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelere genel olarak finansal destek kamu kaynaklarından sağlanmaktadır. Kamu kaynakları içerisinde ise Halk Bankası en önemli bir kuruluştur. Bunun yanında, Türkiye Kalkınma Bankası, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı, KOSGEB, Bağ-Kur, Esnaf ve Sanatkarlar Odaları, MPM, Ticaret ve Sanayi Odaları eğitim, yönlendirme ve danışmanlık hizmeti yanında, sınırlı da olsa bir finansal destek sağlamaktadırlar. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin, modern teknoloji ve ekipmanlardan yararlanmaları, gelişmeleri ve gelişen ekonomiye ayak uydurabilmeleri için iç ve dış kaynaklardan finansman sağlanmaktadır.

Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin, finansal sorunlarının daha iyi anlaşılabilmesi için bu işletmelerin finansal kaynaklarının incelenmesi yerinde olacaktır.

##### **4.1. İç Kaynaklar**

Ülkemizdeki Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin finansman bankası olarak kurulan Türkiye Halk Bankası, bu işlevinin yanında orta ve uzun vadeli proje kredileri vererek, bu işletmelerin gelişmesini ve büyük sanayiye geçişini teminen, danışmanlık hizmeti vermek, proje ve teknik bilgi akışı ile destekleme işlevleri ile de görevlendirilmiştir. Bir devlet

<sup>15</sup> Mehmet ERKAN, "Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerde Finansman Sorunu ve Dış Kaynaklı Krediler", A.Ü. Afyon İİBF Yıllığı, Afyon, 1990, s.27.

bankası olan Türkiye Halk Bankasını devletin küçük ve orta ölçekli sanayi politikasının uygulayıcısı olarak kabul edebiliriz. Banka, bunun için esnaf sanatkar ve küçük ve orta büyüklükteki işletmelere mali destek sağlayan tek ihtisas bankası durumundadır. Banka toplam kredilerinin % 70'ini ihtisas kredisi şeklinde kullanılmaktadır. Kooperatif sanayi ve fon kredilerininin % 90'ı orta ve uzun vadeli.

Türkiye Halk Bankası ayrıca kaynağı genel bütçeden sağlanan Bakanlık fonları ile dış kaynaklı fonlardan oluşan fon kredileri de vermektedir. Dış kaynaklı fonların en önemlileri KSF özel kredi fonu ve Türk-Alman hükümetleri arasında imzalanan "Teknik İşbirliği Anlaşması" çerçevesinde sağlanan KFW fonudur. Ancak, banka kullandığı tüm kredilerde, kredinin % 100 fazlasıyla gayrimenkul ipotek tesisini zorunlu kılmaktadır. Bankanın Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerle ilişkisi yalnızca kredi ilişkisi ile sınırlı kalmaktadır. Bu kredilerin bazılarını şu şekilde sıralayabiliriz <sup>16</sup>.

#### **4.1.1.Kooperatif Kredileri**

Banka, kooperatif kredisi sistemi içinde Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin gerekli makina, araç gereçler satın almasını teminen, gerek doğrudan gerekse Esnaf ve Sanatkarlar Kefalet Kooperatifleri vasıtasıyla tesis, işyeri açma ve işletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılamak üzere düşük faizli işletme kredileri vermektedir.

#### **4.1.2.Sanayi kredileri**

Banka yürüttüğü sanayi kredisi sistemiyle, küçük ve orta ölçekli sanayi işletmelerine orta ve uzun vadeli, yatırım ve işletme kredisi açmaktadır. Krediyle bu işletmelere dönük olarak; yeni teknolojilerin kullanılması, kapasite kullanım oranının ve üretimin artırılması, maliyetlerin azaltılması ve istihdamın artırılmasına yardımcı olmaktadır. Kredi limiti küçük işletmelere 1.5 milyar, orta ölçeklilere ise 15 milyar TL dir.

<sup>16</sup> Ali TİGREL, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelere Sağlanan Finansal Destekler, (TOSYÖV Semineri Konuşma Metni), 1990, s.13.

### 4.1.3.Fon Kredileri

Yurt içi ve dışı kaynaklardan sağlanan fonlardan oluşur. Yurt içi kaynaklı fonlar esas itibariyle, Küçük Sanayi Siteleri ve Organize Sanayi Bölgelerinin yapımına yöneliktir. Genel bütçeden ayrılan ödenekler ve Sanayi ve Ticaret Bakanlığı ile yapılan protokoller çerçevesinde kullanılan fon kredilerini Halk Bankası aracılık etmektedir. Bu amaçla küçük ve orta ölçekli sanayi siteleri fonu oluşturulmuştur.

### 4.1.4.Ticari Krediler

İşletmelere kullanılan kısa vadeli reeskont kredisi, işletme kredileri, teminat mektubu, spot kredi gibi krediler, ithalatçı ve ihracatçı işletmelere kullanılan krediler "Ticari Krediler" genel adı altında toplanmaktadır.

Türkiye Halk Bankasının bu kredileri yanında Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelere ve teşvik belgesiz yatırımlara yönelik 14.01.1993 tarih ve 93/4000 sayılı yatırımların, döviz kazandırıcı hizmetlerin ve işletmelerin teşviki ve yönlendirilmesine ilişkin esasların belirlendiği, Bakanlar Kurulu kararı uyarınca, verilecek fon kaynaklı teşvik belgesiz krediler uygulaması şu şekilde açıklanmaktadır <sup>17</sup>.

#### a-Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelere Verilecek Krediler

Teşvik Belgesiz Yatırımları bulunan, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerden yararlanabilecek işletmelere, yatırımcıların ihtiyacı olan kredilere göre:

- 1-Tamamlanmış yatırımların üretime geçirilmesi
- 2-Yarım kalmış yatırımların tamamlanması
- 3-En az 5 en fazla 50 kişi çalıştıran Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin makina ve teçizat alımları,
- 4-Küçük ve orta ölçekli tekstil işletmelerinin teknolojiyi yenilemeye yönelik yatırımlar şeklinde sıralayabiliriz.

<sup>17</sup> Rüştü BOZKURT ve Diğerleri , Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi İşletmelerinin Finansal Yapısı Finansal Sorunları ve Teşvik Sistemi Çerçevesinde Uygulanabilir Çözüm Önerilerinin Geliştirilmesi, KOSGEB Yayını, Ankara, 1992, s.75-80.

Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin krediden faydalanabilmeleri için, Ticaret Sicili, Ticaret ve Sanayi Odası, Esnaf ve Sanatkarlar Odası'na kayıtlı olmaları; yatırımı tamamlamış olanlar Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB) veya Türkiye Esnaf ve Sanatkarlar Konfederasyonu (TESK) tarafından onaylı kapasite raporları almaları gerekmektedir. Kredi Türkiye Halk Bankası aracılığıyla kullanılacaktır.

#### b-Organize Sanayi Bölgelerine Yapılan Yatırımlar

Organize sanayi bölgesindeki Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelere verilecek kredilerin işletme ve donanım ihtiyaçlarını ve tamamlanmamış teşvik belgesiz yatırımların tamamlanmasına yönelik ,Türkiye Kalkınma Bankası ve Türkiye Halk Bankası aracılığı ile % 10 faiz ve 3 yıl vadeli kredi verilmektedir.

Genel olarak bakıldığında Türkiye Halk Bankası'nca küçük ve orta büyüklükteki işletmelere sağlanan krediler sınırlı kalmaktadır. Bankanın kullandığı ihtisas kredilerinin genel kredi hacmi içindeki payı % 5'i bulmamaktadır. Kredilerin sınırlı olmasının yanısıra "gayrimenkul ipoteği" istenmesi birçok küçük ve orta büyüklükteki işletmenin T.Halk Bankası aracılığıyla finansman gereksinimlerini karşılaması mümkün olmamaktadır<sup>18</sup>.

Türkiye Halk Bankasının desteğinin bu işletmelerin gelişmelerin sağlamaktan çok, mevcut durumlarıyla ayakta kalmalarını sağlamaya yönelik finansal destek niteliğinde olduğu söylenebilir<sup>19</sup>

#### 4.2.Dış Kaynaklar

Dünya Bankası ve diğer dış finansman kuruluşlarından sağlanan fonları, dış krediler kur farkı fonu (FERİS) sistemi içinde aracı bankalar vasıtasıyla kullanılmaktadır. Dış krediler kur farkı fonu, özellikle kur

<sup>18</sup> Serdar ESER, Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Sermaye Piyasasından Finansmanı ve Risk Sermayesi, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 1990, s.17.

<sup>19</sup> Kemalettin CONKAR, "Kalkınmanın Gerçekleştirilmesinde Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Önemi ve Sözkonusu İşletmelerin Büyük işletmelere Dönüştürülmesine Yönelik Bazı Kamusal Destekler", A.Ü. Afyon İİBF Yıllığı, Afyon, 1990, s.54.



riskini karşılamak açısından önemli bir rol üstlenmiştir <sup>20</sup>. Söz konusu dış kaynakları şu şekilde sıralayabiliriz.

#### **4.2.1.Dünya Bankası kredisi**

Dünya Bankasından sağlanan fon ile Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin güçlendirilmesi ve yeni iş sahalarının açılması amaçlanmaktadır. Kredi, yurt içi veya yurt dışından makina ve teçhizat alımı için açılmaktadır. Girişimcilerin kredilendirilebilmeleri için, tatmin edici finansman durumu projeksiyonu, krediyi geri ödeyebilme yeteneği, uygun ekipman ve teknolojinin bulunması dikkate alınmaktadır.

#### **4.2.2.KSF-I Özel Kredi Fonu**

Krediden, kendi istekleriyle Almanya'dan kesin dönüş yapmış, yeterli birikime sahip oldukları alanda işyeri kurmuş veya kuracak; başvuru tarihinde arsa ve bina hariç, sabit değerleri 2 milyon DM'yi aşmayan, istihdam edilen işçi sayısı 50'den fazla olmayan küçük ve orta ölçekli sanayiciler yararlanabilir.

Kredi, toplam yatırım tutarının en çok % 50'sine kadar projeye bağlı olarak yatırım ve işletme kredisi şeklinde kullanılmaktadır.

#### **4.2.3.KFW Teşvik Fonu**

Küçük ve orta ölçekli sanayi işletmelerinin geliştirilmesi, teşvik edilmesi ve desteklenmesi amacıyla toplam yatırım tutarının en çok % 50'sine kadar, makina araç gereç ve demirbaş alımı için yatırım kredisi, diğer işletme girdilerinin temini için işletme kredisi şeklinde kullanılabilir.

Fondan, başvuru tarihinde arsa ve bina hariç, sabit değerleri 1 milyon DM'yi aşmayan, belirlenen illerde faaliyet gösteren Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler yararlanabilmektedir.

---

<sup>20</sup> Süleyman KARATAŞ, Sanayileşme Sürecinde Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler, Veli Yayınları, İstanbul, 1991.s.428.



#### 4.2.4.Sanayileşme Fonu Kredisi

Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin modernleştirilmesi ve kapasite kullanımını arttırmak amacıyla, toplam yatırımın % 50'sine kadar, yatırım ve işletme kredisi şeklinde kullanılmaktadır. Krediden başvuru tarihinde arsa ve bina hariç, sabit değerleri 4 milyon \$'ı aşmayan küçük ve orta ölçekli sanayi işletmesi sahibi birinci sınıf tacirler yararlanabilir <sup>21</sup>.

### 5.Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Yapısı ve Finansal Sorunları

#### 5.1.Genel Yapısal Özellikleri

Ülkemizdeki küçük ve orta ölçekli işletmelerin genel olarak kuruluşu ve idare edilişi incelendiğinde son yıllarda bir değişme eğilimi olan babadan oğula geçen ve yönetim anlayışında geleneksel kuralların hakim olduğu bir yapı göze çarpmaktadır. Doğal olarak bu yapı içinde işletmelerin sürekliliğini sağlayacak finansal kaynakların seçimi klasik yöntemler ve çevresel faktörler gözönüne alınarak yapılmaktadır.

Geleneksel kuralların hakim olduğu bu işletmelerin en önemli özelliği ise işlerinin teknik yönlerini çok iyi belmelerine rağmen yapısal özelliklerinden dolayı sık sık finansal darboğazlarla karşı karşıya kalmalarıdır.

İstanbul Sanayi Odası (İSO) ve İstanbul Ticaret Odası (İTO), değişik zaman aralıklarında üyeleri bulunan Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler üzerinde kapsamlı anket düzenlemektedirler. Elde edilen anket sonuçlarının İSO ve İTO üyeleri arasında yapılması ve tanımlarında farklılıklar bulunmasına rağmen sonuçların Türkiye açısından genelleştirilerek bir değerlendirme yapmak mümkündür.

İTO tarafından, 1986 yılında odaya kayıtlı 4761 şirketi kapsayan bir anket çalışması gerçekleştirilmiştir. Ankete katılan üyelerin İstanbul ya da Marmara Bölgesi dışından katılmaları bulunan sonuçların Türkiye açısından genelleştirilmesine imkan tanımaktadır. Ankete katılan Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin % 78.23'ü ticaret, % 15.73'ü küçük sanayi, %

<sup>21</sup> Halk Bankası, Kredi Market Tanıtım Kitapçığı, Eylül 1994, s.65.

6.04'ü hizmetler sektöründe faaliyet göstermektedir. Anket sonuçlarını dikkate alarak, Türkiye'deki küçük ve orta ölçekli işletmelerin yapısal özellikleri şu şekilde sıralanabilir <sup>22</sup>:

-Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin % 48.88'i şahıs, % 21.49'u kolektif, % 21'i limited, % 18.26'sı anonim, % 11.46'sı komandit şirkettir

-Kullanılan sermayenin kaynağına bakıldığında, % 78.56'sı önceden yapılan tasarruflar, % 7.71'ini banka kredileri % 5.35'ini miras, % 4.65'ini gayri menkul satışı, % 2.71'ini altın satışı % 1.02'sini hisse satışı oluşturmaktadır. Görüldüğü gibi kullanılan sermayenin ana kaynağını, yapılan tasarruflar oluşturmaktadır. Banka kredilerinden yararlanma oranı çok düşüktür.

-Öz sermaye dışında kullanılan kaynakların yapısına bakıldığında, % 19.37'si oranında banka kredisi, % 17.35'i vadeli alımlar yoluyla ticari borç, % 7.59 borç senedi, % 2.04 sigorta ve vergi borcu yoluyla dış kaynak sağlanmıştır .

-Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin kapasite kullanım oranı % 70' in altındadır. İşletmelerin düşük kapasite ile çalışmalarının nedeni olarak finansman güçlükleri gösterilmektedir

-Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri ekonomik ve finansal yönden değerlendiren bir çalışma da İstanbul Sanayi Odası (İSO) tarafından 1993 yılında gerçekleştirilmiştir <sup>23</sup>. Anket kapsamına imalat sanayinde yer alan İSO üyesi 6500'ü aşkın (1-100) arası işçi çalıştıran işyerleri girmiştir. Bu çalışmanın genel bulguları aşağıdaki gibidir.

-1993 yılında kredi kullananların Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler içindeki payı % 51.45'dir. % 48.55'i finansman için kredi kullanmadıklarını bildirmiştir. Finansman maliyetine bakıldığında bu işletmelerin % 71.6'sı maliyetlerimiz arttı derken; % 25.2'si aynı kaldı, % 3.1'i azaldı şeklinde cevap vermişlerdir.

<sup>22</sup> Atilla BAĞRIAÇIK, Dışa Açılma Sürecinde Küçük ve Orta Boy Firmalar, Dünya Yayınları, İstanbul, 1989, s.97.

<sup>23</sup> İSO, 1993 Yılında Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Kuruluşları, Yayın No: 1993-10, s.72-80.

-İş yerlerinin kullandıkları kredinin, kredi kaynakları arasında dağılımı;

- % 75.96 Ticari Bankalar,
- % 7.12 Diğer Bankalar,
- % 3.56 Yurt Dışı Finans Kurumları,
- % 3.86 Üçüncü kişiler,
- % 8.31 Diğerleri, şeklinde gerçekleşmiştir.

-Finanman konusundaki sorunları arasında ise kredi maliyetlerinin yüksekliği % 27.89 ile birinci sırada yer alırken; işletme sermayesinin hızlı artışı % 21.05 ile ikinci, özkaynak yaratamamak % 16.32 ile üçüncü sırada yer almıştır.

## 5.2.Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Finansal Sorunları

Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomik sistemlerinde önemli bir paya sahiptirler. Ekonomik yapının gelişmesiyle birlikte sermaye piyasasının gelişmesine ve istihdama büyük katkıları olan bu işletmelerin başta finansman olmak üzere, yönetim, üretim, tedarik, pazarlama alanlarında karşı karşıya kaldıkları bir takım sorunlarla karşılaşmaktadırlar. Bu sorunların hepsinin bir anda çözümlenmesi elbette mümkün değildir. Bu nedenle öncelikle yapılması gereken sorunların doğru olarak tesbit edilip, yetkili kurumlara gerekli bilgileri iletmek olacaktır. Bu bölümde Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin finansal sorunlarına değinilerek, risk sermayesi finansman modeli önerilmiştir. Modelin işleyişi üzerine ileriki konularda bilgi verilecektir.

Türkiye'de konunun üzerinde durmasını gerektiren iki önemli temel unsurdan söz edilebilir. Bunlardan birincisi, Türkiye'deki toplam işyeri sayısının büyük çoğunluğunun Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler görünümünde olması. İkincisi, ülkemizde uygulanmakta olan serbest piyasa ekonomisi deneyiminin başarılı olabilmesi için büyük ölçüde yine bu işletmelerin geliştirilmesine bağlı olmasıdır <sup>24</sup>.

<sup>24</sup> Halit ŞARLAK, "Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli Finansman Sorunu", Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Temmuz 1988, Sayı. 113.

Gelişen ülkelerde kalkınma hızını sınırlayan en önemli faktörlerden birisi de, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin, ekonomik büyümeye paralel olarak büyük işletme haline dönüşmesinde karşılaştığı sorunlar olduğu bilinmektedir.

Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin bu sorunlarının başında finansman sorunu gelmektedir. Bu sorun küçük ve orta ölçekli işletmeler için çoğu kez daha kuruluş aşamasında başlamakta ve yaşamları boyunca faaliyetlerini ve gelişmelerini olumsuz yönde etkilemektedirler. Bu sorunların bir kısmı işletme yöneticilerinin yönetimsel yeteneklerinin, özellikle finansal yönetim konusundaki bilgi ve deneyimlerinin eksikliğinden kaynaklanmakta, bir bölümü ise izlenen ekonomik politikalarından kaynaklanmaktadır. Bu işletmelerde ayrı bir finansman bölümlerinin bulunmayışı finansal alternatiflerin ve kredi şartlarının yeterince değerlendirilememesine sebep olmaktadır. Bu durum optimal finansal kararların verilmesini ve uygulamasını, sonuçların değerlendirilmesini ve gelecekte daha etkin bir finansal düzenlemeye gidilmesini güçleştirmektedir. Bu nedenle esasen sınırlı olan finansal imkanlar yeterince değerlendirilememektedir<sup>25</sup>.

Bu işletmelerde yıllardan beri üzerinde durulan sorunların başında özkaynak ve kredilerin yetersizliği, faizin yüksek ve vadenin kısa olmasıdır<sup>26</sup>.

Aşağıda, ülkemizdeki Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler için önemli bulduğumuz finansman sorunlarından bazıları ortaya konmaya çalışılmıştır.

### 5.2.1.Özkaynakların Yetersizliği

Özkaynak sağlamada karşılaşılan güçlüklerin başında ülkemizdeki küçük girişimcilerin ortak çalışma konusunda pek istekli davranmamaları gelmektedir. Bunun sonucu olarak gerçekleştirmeyi düşündükleri yatırımlar için sağladıkları kaynaklarda genellikle kişisel birikimler ve

<sup>25</sup> Targan ÜNAL, Sadi UZUNOĞLU, Kerem ALKİN, Enflasyonist Ortamda Faiz Politikaları ve İşletmeler Üzerindeki Etkileri, İTO Yayını, Yayın No: 1990-10, İstanbul, 1990, s.130.

<sup>26</sup> CONKAR, a.g.m., s.56.

aile çevresinin olanaklarıyla sınırlı kalmaktadır <sup>27</sup>. Kurumsallaşmanın teşvik edilmesi ve desteklenmesi bu sorunun çözümüne önemli katkılar sağlayabilir.

Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin değişen pazar talepleriyle birlikte, teknolojik gelişmelere ayak uydurabilmeleri, yüksek enflasyonla paranın değer kaybetmesi sonucu girdi maliyetlerinin de sürekli artması, bu işletmelerin sermaye ihtiyaçlarını daha da arttırmaktadır. Diğer taraftan bu işletmelerde iş hacminin sınırlı olması nedeniyle elde edilen kazanç çoğu kez yalnızca işletme sahiplerinin emeğinin karşılığını oluşturmaktadır <sup>28</sup>. Dolayısıyla büyümek için ihtiyaç duyulan uzun süreli fonların otofinansman yoluyla sağlanması oldukça zordur. Ülkemizde sermaye piyasasının yeterince gelişmemiş olması da küçük girişimcilerin buradan uzun vadeli finansal kaynak sağlamalarına fırsat vermemektedir<sup>29</sup>.

Bu ekonomik yapı içerisinde; sınırlı sermayeye sahip olan Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler için finansman ihtiyacından kaynaklanan sorunların ne derece önemli ve güncel olduğunu açık bir şekilde göstermektedir.

### **5.2.2. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler ile Bankaların Örgütlenme Sorunu**

Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin bünyelerinde finansman konularında uzman bulundurmaları ekonomik değildir. Aynı zamanda bankalarda bu işletmelere danışmanlık hizmeti verecek bir yapıda örgütlenmeye gidilmediğinden Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin bankalardan yararlanma olanakları azalmaktadır. Oysa gelişmiş mali piyasaların bulunduğu ülkelerde bankaların, finansal konularda önemli mali danışmanlık hizmeti sunduğu bilinmektedir<sup>30</sup>. Ülkemizde Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler bankalardan ticari kredi konusunda gerekli ilgiyi

<sup>27</sup> Oktay ALPUGAN, Türkiye'de Esnaf Sanatkar ve Küçük Sanayicinin Gelişimi İçin Sosyo-Ekonomik ve Yasal Şartların Değerlendirilmesi, Tes-Ar Yayınları, Yayın No: 1, Ankara, 1991, s.6-7.

<sup>28</sup> Ankara Sanayi Odası Dergisi "Küçük ve Orta Boy İşletmelerin Sorunları", Sayı. 95, Kasım-Aralık 1989, s.26; Ali CEYLAN, "Küçük İşletmelerin Finansman Sorunları ve Çözüm Yolları", KÜSGET DPT OECD İstihdam Yaratıcı Girişimler Teknolojik Yenilikler ve Bölgesel Gelişme Uluslararası Semineri, Gaziantep, 1986, s.64-67.

<sup>29</sup> BAGRIAÇIK, a.g.e., s.13-15.

<sup>30</sup> MÜFTÜOĞLU, a.g.e., s.268.

görememektedirler. Bunun çeşitli sebepleri vardır. Herşeyden önce küçük girişimciler bankalara nasıl yaklaşacaklarını bilmemektedirler. Diğer taraftan bankalar yüzlerce küçük işletmeye kredi açmak yerine birkaç büyük işletmeye kredi vermeyi tercih etmektedirler <sup>31</sup>.

Bu şartlar altında çalışan Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler, borçlanmaktan çekinmekte, zaten kısıtlı olan özkaynaklarıyla faaliyetlerini sürdürmeyi tercih etmektedirler. Bu tutum ise büyüme sürecinde olan Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin finansal sorunlarının artmasına neden olmakta ve fırsatlar yeterince değerlendirilememektedir.

### 5.2.3.Kredi Maliyetlerinin Yüksek Olması

Küçük ve orta ölçekli işletmelerin yıllardan beri üzerinde durulan klasik finansal sorunlarından birisi de, banka kredilerinden yararlanma durumunda ortaya çıkmaktadır. Bu sorun genellikle, kredi faizlerinin yüksek, kredi miktarının yetersiz, vadenin ve ödeme sürelerinin kısa oluşu şeklindedir.

Kredi temininde Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler, büyük işletmelere göre daha olumsuz şartlarla karşı karşıyadırlar. Genellikle bankalar kredi vermek için büyük işletmeleri tercih ederler. Çünkü daha büyük hacimde kredi isteyen büyük işletmelerin kredilendirilme maliyeti daha düşük oranda gerçekleşmektedir. Sonuç olarak büyük işletmeler kredi temin edilmesinde bir üstünlük sağlamış olmaktadırlar. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler kredi alsalar bile, işletmeye büyük maliyetle girmektedir <sup>32</sup>.

Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin genel yapısal özellikleri bölümünde sonuçlarını aktardığımız İstanbul Sanayi Odası (İSO)'nun yapmış olduğu bir araştırması bu durumu doğrulamakta olup, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin finansal sorunlarının birinci sırasında % 27.89 oranıyla kredi maliyetlerinin yüksek olması geldiği görülmektedir<sup>33</sup>. Bu işletmelerin kârlılık durumu da faiz yükünü kaldıracak düzeyde değildir. Bu ve benzer durumlar Küçük ve Orta Ölçekli İşletme sahiplerini banka

<sup>31</sup> Özer ERTUNA, "Küçük ve Orta Boy İşletmeler Kredi Bulmada Zorlanıyor", İSO Dergisi, Mart 1987, s.8.

<sup>32</sup> MÜFTÜOĞLU, a.g.e., s.48.

<sup>33</sup> İSO, 1993 Yılında Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Kuruluşları, , s.80-81.



sistemi dışında, gayri resmi para piyasalarından fon temin etmeye itmektedir.

#### 5.2.4. Türkiye'de Mali Piyasaların Gelişmemişliği

Mali piyasalarının gelişmemiş durumda olması, küçük, büyük bütün işletmeleri etkilediği gibi, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler bu durumdan daha çok etkilenmektedirler. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin mali piyasalardan yararlanabilme olanakları büyük işletmelere oranla daha kısıtlı olmaktadır.

Türkiye'de mali piyasaların gelişmemiş olması nedeniyle hem tasarruf hacmi ve bu sayede işletmelere aktarılabilir kaynaklar yetersiz kalmakta, hem de işletmelere kaynak maliyeti aşırı derecede yüksek olmaktadır<sup>34</sup>. Mali piyasaların yeterince gelişmemiş oluşu bankaları hakim kuruluş haline getirmiştir. Bankaların da kullandığı en yaygın finansal araç, tasarruf sahipleri için mevduat, para kullananlar için kredilerdir. Sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde bile menkul kıymet ihracıyla fon sağlanmasında büyük sorunlar ortaya çıktığı görülmektedir. Yani menkul kıymet ihracı mümkün olsa bile, işletmeye maliyeti çok yüksek olmaktadır. Gerek sermaye piyasası araçları gerekse en son menkul kıymet alıcıları küçük işletmelerin menkul kıymetlere yatırımı çok riskli bulmaktadır Bu sebepten mali piyasaların geliştirilmesi için alternatiflerin aranması yerinde bir karar olacaktır<sup>35</sup>.

#### 5.2.5. Teminat Sorunu

Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler, kaynak sorununun çözümü için kredi maliyetlerinin yüksek olmasına rağmen, bankalardan kredi almak üzere müracaat ettiklerinde teminat sorunuyla karşılaşmaktadırlar.

Bankalar bu işletmeleri daha riskli gördüklerinden kredi taleplerini incelemede titizlik gösterirler. Özellikle, yeni kurulan ve üretimin artırılarak pazara sürülmesi dönemlerine rastlayan küçük işletmelerdeki bu kredi isteklerinin teminat gösterilemediğinden karsılanmaması, bu

<sup>34</sup> ERTUNA, a.g.m., s.7-8.

<sup>35</sup> ERTUNA, a.g.m., s.7.

işletmeleri kendi kaynakları ile başbaşa bırakmaktadır<sup>36</sup>. Bankaların büyük holdinglerin kontrolünde bulunması ve küçük orta ölçekli işletmelerin teminat olarak gösterebilecek mal varlıklarının yetersiz olması gibi nedenlerle bankalar bu işletmelere fazla ilgi göstermemektedirler<sup>37</sup>.

Devlet tarafından Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelere sağlanması gereken önemli desteklerden biri; teminat sorununa bir çözüm getirmesi olacaktır. Bu destek devlet güvencesi olabileceği gibi; kredi sigortalaması şeklinde de olabilir. Burada esas hedefin gayri menkul veya başka bir ipateğin değil, kredi vasıtasıyla finanse edilecek projenin ekonomik ölçütlere göre finanse edilmesidir. Burada teminatın sağlanması kredi veren kuruluşun zararını karşılamakta ancak ekonomide kaynak israfına yol açmaktadır <sup>38</sup>. Bu nedenle; bankacılık sistemimizde düzenlemelerin yapılması ve özellikle ileriki bölümlerde ayrıntılarıyla inceleyeceğimiz risk sermayesi finansman modeli bu yönde büyük önem taşımaktadır.

#### **5.2.6.Finansman Yönetiminden Kaynaklanan Sorunlar**

Finans uzmanından yoksunluk da küçük ve orta ölçekli işletmeler için bir başka önemli sorunu oluşturmaktadır. işletme yöneticilerinin büyük bir kısmının finansman konusunda yeteri kadar bilgi sahibi olmamaları; finansmanla ilgili sorunlara yeteri kadar zaman ayıramamaları borçların ödenmeme durumuna gelmesinde en büyük etkindir.

Bu durum finansal plan, stok kontrolü gibi finansman tekniklerinden yararlanma olanaklarını sınırlandırmaktadır <sup>39</sup>. Böylece mevcut kaynakların etkin kullanılması engellenmekte, ve bunun bir sonucu olarak işletmelerin finansman ihtiyacı artmaktadır.

Ekonomik hayattaki gelişmelere paralel olarak finansman tekniklerindeki yenilikler, finans yöneticisinin işletme içindeki fonksiyonlarının ve öneminin artmasına sebep olmuştur. Bu gelişmeler

<sup>36</sup> MÜFTÜOĞLU, a.g.e., s.307.

<sup>37</sup> ÜNAL, UZUNOĞLU, ALKİN, a.g.e., s.134.

<sup>38</sup> Tamer MÜFTÜOĞLU, *Küçük İşletmelere Yönelik Devlet Politikaları*, Tes-Ar Tartışma Notları, Yayın No: 3, Ankara, 1993, s.4.

<sup>39</sup> Ahmet DEMİRBAŞ, "Küçük ve Orta Boy Teşebbüslerin Kredi ve Finansman Sorunları" *Küçük ve Orta Boy Sanayi Teşebbüslerinin Sorunları ve Çözüm Yolları Geliştirilmesi Semineri*, MPM Yayını, Yayın No: 358, Ankara, 1987, s.198.



işletme içerisinde çağdaş bir finans yöneticisinin bulundurulması ihtiyacını ortaya koymaktadır.

Buraya kadar yaptığımız çalışmalarda, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin finansman sorunları üzerinde durmaya çalıştık. Bilindiği gibi Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin yeni proje ve buluşlarını kendi kaynaklarıyla gerçekleştirmeleri, diğer taraftan kredi piyasalarında kaynak aktarımı yapmaları oldukça güçtür. Diğer taraftan büyük işletmelerle kıyaslanmayacak derecede özellikle konjonktürel dalgalanmaların olduğu dönemlerde kaynakları gittikçe azalmaktadır. Bu sorunların çözümüne ilişkin AB'de yapılan çalışmalar iki noktada toplanmaktadır <sup>40</sup>.

1-Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin özkayanaklarının artırılması,

2-Bu işletmelere sağlanan uzun vadeli kredi imkanlarının artırılması ve yaygınlaştırılması.

Özkayanakların artırılması yolunda yapılacak en önemli çalışma Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelere sermaye iştirakinin sağlanmasıdır. Bu amaçla, AB ülkelerinde özsermaye yatırımı yapılacak kamu veya yarı kamu kurumlarının kurulması konusunda çalışmalar mevcuttur.

Ülkemizde uzun vadeli kredi kaynaklarının yetersiz olması, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin kuruluş veya gelişip büyüme dönemlerinde ihtiyaç duyulan fonların kısa vadeli kredilerle finanse edilmesine neden olmaktadır. Hatta kimi zaman da kredi temin edilemediğinden yatırıma gidilememektedir. Özellikle ülkemizin Gümrük Birliği sürecinde uzun mesafeler katettiği bu dönemde, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin finansal sorunlarına bir çözüm olacak ve sermaye piyasasının gelişmesine katkıda bulunacak yeni kurumların oluşturulması yerinde olacaktır. Bu amaç doğrultusunda özellikle yeni projelerin desteklenmesi veya mevcut yatırımların ülke ekonomisine daha etkin katkı sağlar hale getirilmesi için, ortaklık şeklinde yatırıma gidilerek; özsermaye sağlayacak olan "Risk Sermayesi Finansman Modeli"nin hayata geçirilmesi yerinde olacaktır. Bu sistem Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelere orta ve uzun vadeli fon sağlayacağı gibi; sermaye piyasasının gelişmesine de katkı sağlayacaktır. Risk sermayesi finansman modeli çalışmamızın ikinci bölümünde

<sup>40</sup> DPT, Küçük Sanayi VI. Beş Yıllık Kalkınma Planı, Ö.İ.K. Raporu, Ankara, 1989, s. 193.

incelenecektir. Üçüncü bölümde ise risk sermayesinin ülkemizdeki durumu ve uygulama olanaklarına değinilecektir.



## İKİNCİ BÖLÜM

### FİNANSMAN MODEL OLARAK RİSK SERMAYESİ

#### 1.Risk Sermayesi Kavramı

##### 1.1. Risk Sermayesinin Tanımı

Risk Sermayesi Batı dünyasında "Venture Capital" olarak isimlendirilmektedir. Ülkemizde ise bu kavramın, Küçük Girişimci Sermayesi<sup>41</sup>, Cesaret Sermayesi<sup>42</sup>, Riziko Sermayesi<sup>43</sup>, gibi değişik şekillerde kullanıldığı görülmektedir. İngilizce sözlükler "Venture" terimini; şans, risk veya tehlike taşıyan bir eylem; özellikle spekülatif bir iş girişimi şeklinde tanımlanmaktadır. Aynı kaynaklar, Venture Capital terimini de, özellikle yeni veya spekülatif girişimlerin sermayelerine yatırılan veya bu yatırımların finansmanında kullanılabilen para şeklinde tanımlamaktadırlar <sup>44</sup>.

Risk sermayesi ülkemizde değişik kaynaklarda "İyibir iş kurma fikri, girişimcilik yeteneği ve bilgisine sahip olan ancak yeterli ya da hiç parası olmayan bir kişiye ya da kişilere fikirlerini gerçeğe dönüştürmek için, gerekli finansmanı bulma olanağı sağlayan bir model "<sup>45</sup> şeklinde ifade edilmektedir.

<sup>41</sup> Ergün TÜRKCAN, "Küçük Girişimci Sermayesi (Venture Capital) Hakkında", Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Sayı 93, Kasım 1986, s.12.

<sup>42</sup> Ayhan ŞENYUVA, Cesaret Sermayesi, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Yayın No: 311, 1990, s.1

<sup>43</sup> Abdurrahman FETTAHOĞLU, Riziko Sermayesi Finansı Koşulları ve İşleyişi, KOSGEB Yayınları, Trabzon, 1992, s.4-5.

<sup>44</sup> TÜRKCAN, a.g.m., s.12;

<sup>45</sup> Halil SARIASLAN, "Venture Caapital (Risk Sermayesi) Finansman Modeli ve Türkiye'de Uygula-ma Olanakları", ASO Dergisi, Sayı 113, Ocak-Şubat 1992 Eki, s.2. Benzer Tanımlar için bakınız : M.Berra ALTINTAŞ, "Bir Finans Tekniği Olarak Risk Sermayesi", Sermaye Piyasası Dergisi, Sayı: 94, Aralık 1986, s.32; Serpil CANBAŞ, Küçük İşletmeciliği ve Girişimciliği Teşvik Aracı Olarak Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama Olanakları, Tes-Ar Yayınları, No:6, Ankara, 1992,s.72.

Ancak geçerli olan ve ülkemizde 6.7.1993 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan, Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları'na ilişkin Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği, (\*) amaç ve tanıtım kapsamında yer alan tanımlamaya göre:

**"Türkiye'de kurulmuş veya kurulacak olan, yüksek gelişme potansiyeli bulunan ve menkul kıymetlerinin likiditesi düşük olan girişim şirketlerince, birinci el piyasalarda ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılarak gerçekleştirilen, uzun vadeli kaynak aktarımı şekline Risk Sermayesi Yatırımı" denir şeklinde bir açıklama getirilmiştir.**

Ülkemiz için yeni bir kavram olan risk sermayesi, bugünkü anlamı ile 1950'li yıllarda ABD'de ortaya çıkan ve kuramsal gelişimini tamamlayarak, somut nitelik kazanan bir finansman modelidir. Ayrıca her ülkenin sosyal, ekonomik ve yasal özelliklerine bağlı olarak farklı tanım ve uygulamaların bulunduğu görülmektedir. Yüksek büyüme potansiyeli ve finansman ihtiyacı olan Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelere; yatırımın farklı aşamalarında finansman sağlanması ve bundan kâr beklentisi risk sermayesinin amacını oluşturur.

## **1.2.Risk Sermayesinin Ortaya Çıkışı**

İktisadi kalkınmanın temelinde, yüksek teknolojiye dayalı yeni üretim sahalarının faaliyete geçirilmesi yatmaktadır. Teknik ilerleme ise, yeni buluşların başarılı bir şekilde üretime geçirilerek yenilik haline getirilmesi ile gerçekleşmektedir <sup>46</sup>.

Günümüzde Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin daha yenilikçi oldukları yönünde yaygın olan bir görüş mevcuttur. Ancak böyle bir buluşa sahip olan ve bunu ticari hayata geçirmek isteyen girişimcilerin mevcut finansman sistemi içerisinde kaynak bulmalarının oldukça zor olduğu bilinmektedir. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin özkaynakları,

(\*) Tebliğ VIII-21, RG. 6.7.1993/21629 mük.

<sup>46</sup> Sadi UZUNOĞLU, "Yeniliğin Finansmanı Risk Sermayesi", Busiad'dan Bakış Dergisi, Sayı 48, Eylül 1994, s.28-29.

sermaye piyasasından kaynak temin etmeye ve banka kredilerinden yararlanmada gerekli teminatı göstermeye yetmemektedir<sup>47</sup>.

Ayrıca bankalar, küçük çapta kredi isteyen çok sayıda müşteri yerine; büyük çapta kredi kullanan az sayıda müşteriyle ilişki kurmayı tercih etmektedirler. Bu şartlarda daha önce de belirttiğimiz gibi, küçük işletmelerin banka sistemi dışına itilerek, gayriresmi piyasalardan daha ağır şartlarda borçlanmak zorunda kalmaktadırlar<sup>48</sup>. Bunun yanında yeni girişimciler Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler, üretimin yanında araştırma geliştirme çalışmalarında bulunmak için, finansal destekle birlikte yönetim desteğine de ihtiyaç duymaktadır. Geleneksel finansman araçlarının yeni girişimcilerin değişen destek ihtiyaçlarına cevap vermekte yetersiz kalması, Risk Sermayesi finansman modelinin gündeme gelmesini sağlamıştır.

Hızla gelişmeye ve uluslararası bir piyasaya dönüşmeye başlayan risk sermayesi finansman modelinin ortaya çıkışını ve gelişme nedenlerini ana çizgileriyle şu şekilde sıralamak mümkündür<sup>49</sup>.

1-Alışılabilir mal ve hizmetleri üreten endüstrilere ve işletmelere yapılan yatırımların çekiciliğini kaybetmesi.

2-Yeni üretilen ve ticareti daha kârlı bulunan mal ve hizmetlerin varlığı

3-Sermaye piyasalarının gelişmişliği,

4-Sermaye gelirlerinin vergilendirilmesinde risk sermayesi lehine sağlanan avantajlar.

### 1.3.Risk Sermayesinin Tarihsel Gelişimi

Onbeşinci yüzyıldan beri İtalyan şehir devletlerinden, İngiltere'de endüstri devrimi sonucu endüstriyel kapitalizme dönüşen dünya kapitalizmi içinde sermayedarlar, devamlı risk alan bir girişimci

<sup>47</sup> F.Esra İŞERİ, Risk Sermayesi, BİAR & Konrad Adenauer Stiftung Yayını, Ankara, 1993, s.3.

<sup>48</sup> ÜNAL, UZUNOĞLU, ALKİN, a.g.e., s.134.

<sup>49</sup> Venture Capital in InformationTechnology, OECD, 1985, s.9.

olagelmıştır. Nerede olursa olsun, ekonomik faaliyette bulunan her sermayedar bir risk veya şans karşısında bulunmuşlardır. Bu anlamda Venture Capitalizm'in yeni bir olgu olmadığı ifade edilebilir <sup>50</sup>.

Risk sermayesinin ilk fikir olarak ortaya çıkışı hakkında farklı görüşler ortaya atılmaktadır. Kimilerine göre; bugünkü çağdaş risk sermayesi finansman modelinin kaynağı, İslam dinindeki "Mudaraba ve Muşaraka" ortaklık biçimleridir.<sup>51</sup> Mudaraba ortaklığında sermaye sahibi, sermayesini güvendiği birisine işletmek ve kâr sağlamak amacı ile verir. Elde edilen kâr anlaşmaya göre aralarında paylaşılır. Muşaraka ortaklığında ise sermayeyi işletende, kullanılan sermayeye katılımda bulunmaktadır (\*).

Risk Sermayesi finansman modelinin tarihsel gelişimine bakıldığında risk sermayesine benzer tarihi örnekler bulmak mümkündür. Ancak bugünkü anlamda kurumsal yapısı, işleyişi dikkate alındığında modelin doğuşu, II.Dünya Savaşı sonrası döneme rastlamaktadır. Bu yöntem, savaş sonrası durgunluktan fazlaca etkilenmeyen ve yeni endüstri alanlarına girmek isteyen varlıklı bazı aileler tarafından kullanılmıştır.

Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin finansman sorunları, risk sermayesi modelinin gelişmesinde etkin rol oynamıştır. Bu konudaki ilk araştırmalar 1931 yılında İngiltere'de Harold Mac Millan başkanlığında yapılmış ve bu işletmelerde uzun vadeli finansman sağlamada güçlükler yaşandığı ispatlanmıştır<sup>52</sup>. "Mac Millan Gap" adı verilen bu olay, konvansiyonel banka sisteminde, kredilerin, kendini ispatlamış büyük anonim şirketlere yöneldiğini; dolayısıyla yeni girişimci ve küçük işletmelerin banka kredilerinden faydalanamadıklarını ortaya koymaktadır <sup>53</sup>.

<sup>50</sup> TÜRKCAN, a.g.m., s.12.

<sup>51</sup> Hakan KARALAR, *Ülkemizde Girişimcilik ve Risk Sermayesi*, Ankara Genç İş Adamları Derneği Yayını, Ankara, 1990, s.24.

(\*) Geniş bilgi için bkz: İsmail ÖZSOY, *Faiz ve Problemleri*, Nil Yayınları, Yayın No:79, İzmir, 1993, s.169.

<sup>52</sup> Tansu ÇİLLER; Murat ÇİZAKÇA, *Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri*, İSO Yayınları, Yayın No:1989/7, İstanbul, s.144.

<sup>53</sup> ÇİLLER; ÇİZAKÇA, a.g.e., s.144.

1935-1940 yılları arasında ABD Ticaret Bakanlığı'nca yapılan araştırmalarla da aynı sonuca ulaşılması üzerine, küçük işletmelere finansman sağlamak üzere bir kuruluş oluşturulmasına karar verilmiştir. Böylece ilk risk sermayesi yatırımları 1946 yılında ABD'de American Research and Development (ARDC) adlı risk sermayesi kuruluşu ile başladı.

1950'li yıllarda çıkarılan bir yasa tasarısı ile Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelere uzun dönemli finansman sağlanmasında yardımcı olmak üzere Teşebbüs Destekleme Ajansı diyebileceğimiz Small Business Administration (SBA) kurulmuştur. 1958 yılında da Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin büyüme ve modernizasyonu için gerekli fonları temin etmek üzere, Küçük İşletme Yatırım İşletmeleri Small Business Investment Companies (SBIC)'ler kurulmuştur<sup>54</sup>.

Özellikle 1980'li yılların başından itibaren risk sermayesi finansman modeli hızla gelişmiştir. Bütün gelişmiş ülkelerdeki büyük sermaye sahipleri yeni fikir ve teknolojilere sahip olan ancak, finansman kaynaklarından yoksun Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin hisse senetlerini satın alarak yeni ürün ve teknolojilerin piyasaya çıkmasına olanak tanımışlardır. Avrupa ülkelerinde risk sermayesi sektörünün gelişmesi için 1983 yılında Avrupa Risk Sermayesi Birliği (EVCA) kurulmuştur. Bugün 15 milyar dolara yakın bir fon kullanımına sahip, yaklaşık 500 Risk Sermayesi Şirketi A.B. ülkelerinde faaliyet göstermektedir<sup>55</sup>.

#### 1.4. Risk Sermayesinin Özellikleri

Risk sermayesi yatırımlarının genel özelliklerin şu şekilde sıralamak mümkündür <sup>56</sup>.

1-Hisse Senedi Yatırımı : Risk sermayesi yatırımları hisse senedi ve/veya benzeri araçlar karşılığında gerçekleşir. Risk sermayedarı için

<sup>54</sup> İŞERİ, a.g.e., s.10-11.

<sup>55</sup> İŞERİ, a.g.e., s.12.

<sup>56</sup> Cahit YILMAZ, "Venture Capital (Risk Sermayesi)", İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı 90, Eylül 1993, s.37-38; Mete BİLGİÇ, Müteşebbisi Desteklemeye Yönelik Krediler, KOSGEB Klavuzu-7, Ankara, 1993, s.32.



hisse senedi ortaklığını içermektedir. Bu doğrudan doğruya hisse senedi ve ya derhal paraya çevrilebilen menkul kıymetler yoluyla gerçekleştirilir. Risk sermayesinde kullanılan araçlar hakkında risk sermayesinin yapısı ve işleyişi bölümünde tekrar değinilecektir.

2-Yeni Teknoloji ve Üretim İsteği : Risk sermayesi şirketlerince desteklenen işletmelerin çoğu; üretimi ve verimliliği artıran yeni ürünlerle, ekonomik kalkınmaya katkı sağlayan, yeni teknolojiyi kullanan işletmeler olmaktadır.

3-Uzun Vadeli Yatırım : Risk sermayesi yatırımları, hisse senedi olarak, bir yatırıma katılan yatırımcılar açısından uzun vadeli bir yatırımdır. İşletmenin tanınması, büyümesi ve belli bir düzeye gelmesi için uzun zamana ihtiyaç vardır. Bu süre genellikle 2-10 yıl arasında değişebilmektedir. Kârlı hale gelen işletmelerin hisse senetlerinin satılması sonucu ele geçen kârlar, risk sermayesinin getirisini oluşturmaktadır <sup>57</sup>.

4-Aktif Bir Yatırım : Risk sermayesi yatırımları aktif bir yatırım şeklidir. Hisse senetlerinin sağladığı yönetim haklarının kullanılmasına olanak sağlayarak, bu inisiyatif sektörel bilgi ve gelişmeler doğrultusunda kullanılır. Böylece işletmenin piyasa değeri yükseltilecek yatırıma aktarılan sermayenin kazancı artırılır.

### 1.5. Teknolojik Yenilik Süreci

Risk sermayesinin özellikleri bölümünde de bahsettiğimiz gibi, risk sermayesinin temel kriterlerinden birisi, yeni bir buluş, makina, ürün, organizasyon, pazar hatta bir hammadde olarak ortaya çıkabilen teknolojik yeniliktir. Bu yönüyle risk sermayesi, yüksek getiri amaçlayan bir yatırım aracıdır. Ancak; buradaki yüksek gelir, fırsatçılıktan doğmuş spekülatif bir kazanç değil, teknolojik yenilik ve verimlilik artışından

<sup>57</sup> Levent VARLIK, "Risk Sermayesinin Finansmanı", Muhasebe İşletme ve Finans Dergisi, Sayı 44-45, Kasım Aralık 1989, s.40.



ortaya çıkacak olan bir gelirdir <sup>58</sup>: Teknolojik yenilik kavramına değişik açılardan yaklaşmak mümkündür <sup>59</sup>.

1-Mevcut ürün ve kaynakları kullanarak, üretim yöntemlerinde yenilik yaparak, yeni teknikler üretmek,

2-Mevcut yöntem ve malzemeleri kullanarak, tamamen yeni ürünler üretmek,

3-Yeni hammaddde kaynakları bulmak, veya mevcutların geliştirilmesi,

4-Mevcut ürünler için yeni pazarlar bulmak, veya ürünler için mevcut pazarlarda yeni kullanım alanları yaratmaktır.

Böylece risk sermayesi, teknolojik yeniliklerin teşvik edilmesini sağladığı gibi, bunun yanında kaynak dağılımında ve verimliliğin artırılmasında da önemli işlevlere sahip olmaktadır.

## **2.Risk Sermayesinin Finansman Kaynakları ve Kullanıcıları**

### **2.1.Risk Sermayesinin Finansman Kaynakları**

Risk sermayesi genel olarak yeni ve kârlı yatırım alanları arayan, yenilikleri destekleme özelliğine sahip nakit zengini birey ve kurumların sermayelerinden oluşur. Bir Amerikan Risk Sermayesi Şirketi'nin fonları genel olarak belli başlı üç kaynaktan toplanmaktadır. Bunlar <sup>60</sup>;

1-Türkçe'ye Teşebbüsü Destekleme Ajansı diye çevirebileceğimiz ve kamuya ait Small Business Administration'dan sağlanan kaynaklar,

<sup>58</sup> Ükü DAĞDELEN, "Risk Sermayesi", İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı 72, Mart 1992, s.52.

<sup>59</sup> Ali CEYLAN, Finansal Teknikler, U.Ü. İİBF, İşletme İktisadî ve Muhasebe Araştırma ve Uygulama Merkezi Yayını, Yayın No: 76, Bursa . 1993, s.101.

<sup>60</sup> ÇİLLER; ÇİZAKÇA, a.g.e., s.122.

2-Emekli Sandığı Fonları,

3-Bankaların yatırım portföylerinin yüksek risk-yüksek kazanç bölümleridir.

Gelişmiş mali piyasaların bulunduğu ülkelerdeki modern finans kurumlarından biri olan risk sermayesi şirketlerinin fon kaynaklarını, çeşitli ülke örneklerinden hareketle aşağıdaki gibi sıralayabiliriz <sup>61</sup>.

1-Özel Risk sermayesi şirketleri

2-Ticari bankalar

3-Risk sermayesi yatırım fonları

4-Yatırım Bankaları

5-Vakıflar

6-Üniversiteler

7-Özel sermaye kaynakları

8-Büyük sermayeli girişimciler

### 2.1.1.Özel Risk Sermayesi Şirketleri

Risk sermayesi şirketleri, risk sermayesinin en kurumsallaşmış kaynağı olarak gösterilmektedir. Çoğunlukla eski girişimciler tarafından yönetilen bu kuruluşlar, yakın zamana kadar sadece kurucuları tarafından sağlanan fonlarla yatırım yapmaktaydılar. Günümüzde, büyük sermayeli girişimciler, devlet ve emekli sandıkları tarafından bu kuruluşlara fon sağlanmaktadır.

Özel risk sermayesi şirketleri, sermaye ortaklığı şeklinde kurulurlar. Böylece, ortakların riskleri, koydukları sermaye ile sınırlı kalmaktadır.

---

<sup>61</sup> İŞERİ, a.g.e., s.16.

### **2.1.2. Ticari Bankalar**

Ticari Bankaların, işletmelerin hisse senetlerini satın alarak iştirak oluşturmaları birçok ülkede yasalarla sınırlandırılmıştır. Bazı ülkelerde ise, ticari bankaların yüksek teknolojiye yönelik, yenilikçi yatırımlara finansman sağlamalarını teşvik için önlem ve yasalar geliştirilmiştir. Ticari Bankalar, ABD'de oluşturdukları SBİC'ler aracılığıyla risk sermayesi yatırımı yapmaktadırlar.

### **2.1.3. Risk Sermayesi Yatırım Fonları**

Risk sermayesi yatırım fonlarının portföylerinde, diğer yatırım fonlarına oranla daha fazla sayıda, yeni ve küçük işletmelere ait finansal varlık yer almaktadır.

### **2.1.4. Yatırım Bankaları**

Yatırım Bankaları, yüksek kârlılık beklentisiyle, yüksek teknoloji ağırlıklı yeni ve küçük işletmelerin halka açılmasına yardım etmek amacıyla risk sermayesi kolları oluşturmaktadırlar.

### **2.1.5. Vakıflar**

Vakıflar, çeşitli vergi avantajları ve gelirleri sayesinde önemli miktarlarda nakit fazlasına sahip olmaktadır. Vakfa daha fazla gelir sağlamak amacıyla bu nakit genellikle menkul kıymetlere yatırılır. Yüksek risk, yüksek kazanç beklentisiyle fonların bir bölümünü risk sermayesi yatırımlarına yöneltmişlerdir.

### **2.1.6. Üniversiteler**

Üniversiteler de artan eğitim masrafları karşısında, daha yüksek getiri sağlayan portföyler oluşturmaya yönelmişlerdir. Burada asıl amaç; üniversite içinde geliştirilen yeni fikir ve projelerin finanse edilmesidir.

### 2.1.7.Özel Sermaye Kaynakları

Zengin, köklü aile ve kişiler, yeni ve gelişme potansiyeline sahip projelere yönelik yatırımlara finansal destek vermektedirler.

### 2.1.8.Büyük Sermayeli Girişimciler

Kodak, Xerox, Philips gibi büyük işletmeler çoğunlukla kendi ürün, pazar veya teknolojilerine yakın yatırımlara finansman sağlamaktadır. Bu kaynaklara ek olarak devlete ait fon ve işletmeler de sayılabilir.

Avrupa Birliği ve ABD'de risk sermayesi şirketlerinin, buraya kadar saydığımız finansman kaynakları arasındaki dağılımı tablo 2'de verilmiştir.

Tablo 2. Risk Sermayesi Fon Kaynakları

Avrupa Birliği	%	Amerika Birleşik Devletleri	%
Bankalar	32	Emekli Fonları	34
Şirketler	21	Yabancı Fonlar	18
Özel Yatırımcılar	13	Bireyler	15
Sigorta Şirketleri	11	Şirketler	14
Emekli fonları	10	Sigorta Şirketleri	13
Kamu yatırımcıları	6	Vakıflar ve diğer	6
Diğer	7		
Üniversiteler	0.1		
Toplam	100	Toplam	100

Kaynak:OECD a.g.e., s.62-63

## 2.2. Risk Sermayesinin Kullanıcıları

Risk sermayesini; iyi bir iş kurma fikrine sahip, yetenek, bilgi ve projesi bulunan, ancak bunu uygulamaya koymak için yeterli finansmanı bulunmayan girişimci veya Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler kullanmak istemektedirler. Gelecekteki büyümelerini, özkaynak veya banka kredilerine dayandırmak zorunda kalan bu işletmeler için, kredi şartlarının ağırlığı, bankacılık sisteminden sağlayabilecekleri fonları sınırlandırmaktadır. ABD ve Avrupa gibi sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde bile, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler, bu piyasanın uzun vadeli finansman kaynaklarından yararlanamamaktadırlar <sup>62</sup>. Bu durumda risk sermayesi finansmanına olan ihtiyaç daha da artmaktadır. İşte bu özelliklere sahip işletmeler risk sermayesinin potansiyel kullanıcısı durumundadırlar.

## 3. Risk Sermayesi Finansman Modelinin Yapısı ve İşleyişi

### 3.1. Risk Sermayesinin Çalışma Yöntemleri

Risk sermayesinde taraflardan biri, bilimdeki gelişmeleri izleyerek, yeni teknolojik yatırımları gerçekleştirecek olan ve bundan para kazanmayı hedefleyen girişimcidir. Diğeri ise, girişimcinin fikirlerini sermaye, deneyim ve bilgi ile destekleyen risk sermayedarıdır. Risk sermayedarı hangi projenin, hangi girişimcinin destekleneceğine karar verir <sup>63</sup>. Bu karar verilirken hangi faktörlerin gözönünde bulundurulduğunun daha iyi anlaşılması için, Avrupa'da risk sermayesinin öncüsü sayılan "Citrop Venture Capital Limited" in başkanı Otto Wander Wyck'a göre ele alınan kriterler önem sırasıyla şu şekilde sıralanmaktadır <sup>64</sup>.

<sup>62</sup> İbrahim Cem ÖZKÖK, "Bir Finansman Türü Olarak Risk Sermayesi (Venture Capital) ve Uygulama Örnekleri", D.E.Ü. İİBF Dergisi, Cilt 7, Sayı 1, 1992, s.211.

<sup>63</sup> ÇİLLER, ÇİZAKÇA, a.g.e., s.122.

<sup>64</sup> Commission of the European Communities, *Improving Venture Capital Opportunities in Europe*, October, 1984, s.72.

**a-İşletme** : Öncelikle işletmenin yönetim kadrosu incelenir. Çünkü, iyi bir yönetim kadrosuna sahip bir işletme, büyük miktarda gelir elde edebileceği gibi; yönetimin bozuk olması da işletmeyi iflasa sürükleyebilir.

**b-Ürün ve Piyasa** : Yatırım kararını etkileyen ikinci faktör; hangi alanda üretim yapılacağı ve bu ürünün potansiyel piyasasının değerlendirilmesidir.

**c-Finansal Plan** : Üçüncü aşama, nakit akımı projeksiyonları, işletme sermayesi gibi finansal göstergelere ve planlara ilişkin genel bir araştırmadır.

**d-Yatırım Planlaması** : En son aşamada, sermaye desteği verilecek yatırıma, hangi oranda iştirak olunacağı tesbit edilir. Alınan karara göre işletmeye destek verilir.

Bu aşamada risk sermayesi şirketleri, yüksek riskten korunmak için, yapacakları yatırımlarda işletmelerin gelişim aşamalarını ve sektörel dağılımını gözönüne alarak, yatırım portföyü oluşturmaktadırlar <sup>65</sup>. Böylece, bazı yatırımlardan uğranılabilecek zararlar, diğerlerinden sağlanan yüksek kârlar ile telafi edilmiş olacaktır.

Bu kriterlerle birlikte, yatırımcının risk sermayesi yatırımına gitmesi için; vergi sonrası önerilen verimlilik, risk sermayesi kazancına uygulanan vergi oranı ve risk sermayesi hisselerinin sermaye piyasasında pazarlanabilme olanakları da dikkate alınmaktadır <sup>66</sup>.

Risk sermayesinin en başta gelen finansman yöntemi, desteklenecek girişimcinin kuracağı veya faaliyetini sürdüren bir işletmenin hisse senetlerini satın alınmasıdır. Bu durumda risk sermayesi şirketinin tek hedefi; finanse ettiği girişimciyi başarıya ulaştırmak ve böylece satın aldığı hisse senetlerinin değerinin yükselmesini sağlamaktır.

<sup>65</sup> Ümit GÜCEME, "Türkiye'de Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler", Türkiye Bankalar Birliği Dergisi, Sayı 181, Nisan 1994, s.80.

<sup>66</sup> Cengiz EROL, "Faizsiz Kredi Modeli", Bankacılar Dergisi, Sayı 8, Nisan 1992, s.29.

Hisse senedi yanısıra, işletmelerin hisse senedi ve benzeri araçlarını satın alarak da finansman sağlayabilir. Bir risk sermayesi şirketinin girişimci işletmeyi finanse ederken kullanacağı bu araçlar şunlardır<sup>67</sup>.

### 1-Common Stoc (Hisse senetleri)

Daha önce de belirttiğimiz gibi en çok kullanılan bir araçtır. Bu araç ortaklığı temsil eden, bildiğimiz hisse senedir. Finanse edilecek yatırımın taşıdığı riske göre, alınacak hisse senetlerinin türü farklı şekillerde olabilir. Bunlar;

-Deferred Shares : İmtiyazlı hisseler kâr dağıtıldıktan sonra kar payı alabilen hisse senetleridir.

-Preferred Shares : Oy hakkı bulunmayan ancak kârdan pay alabilen hisselerdir.

-Preference Shares : İmtiyazlı hisse senetleridir. Risk sermayesi finansmanında kullanılan tipik bir menkul kıymettir. Yatırımcıya birçok avantajlar sağlayacak şekilde düzenlenmiştir.

### 2-Covertible Debentures

Hisse senetleri ile değiştirilebilir tahvil'e benzemektedir. Bu durumda risk sermayesi şirketi, girişimci işletmeye ödünç para verir. Karşılığında bono (Debenture) alır.

Risk sermayedarı daha çok riskli yatırımlarda ve özellikle yatırımın genişlemesi dönemlerinde, bu aracı tercih etmektedir. Zira risk sermayedarı ödünç verdiği paranın hisse senedine çevrilmesini beklerken işletmenin başarısızlığı gibi durumlarda riskini azaltmış olmaktadır.

<sup>67</sup> ESER, a.g.e., s.70 , İŞERİ, a.g.e.,s.13.



### 3-Loans and Warrants

Bu aracın Convertible Debentures'ten tek farkı, borcun hisse senedine dönüştürülmesi durumunda, hisse senetlerinin, tercihli hisse senedi olmasıdır.

### 4-İntifa Senedi

Varlıklar üzerinde alacak hakkı tanıyan ancak ortaklık hakkı vermeyen, kârdan ve tasfiyeden pay alma hakkı tanıyan senetlerdir. İntifa senetlerinin değişik içerikte düzenlenebilmesi, işletmelerin gerçek risk sermayesi sağlayabilmelerine olanak sağlamaktadır <sup>68</sup>. Bu özellikleri içerecek şekilde düzenlenebilecek olan intifa senetleri, sermaye piyasasının ve risk sermayesinin gelişmesine yardımcı olacaktır .

Görüldüğü gibi risk sermayesi şirketleri, yatırımın değişik aşamalarında farklı finansal araçları tercih edebilmektedirler. Örneğin; tohum ekme ve başlangıç yatırımı aşamalarında genellikle yönetime katılmak istenmektedir. Bu nedenle hisse senedi ile finansman bu aşamalarda tercih edilir. Genişleme aşamasının finansmanında ise; risk sermayesi şirketleri, hisse senedi yerine "Convertible Debentures" veya "Warrant"(\*) alırlar. Böylece risk sermayesi girişimciye sermaye finansmanı sağlamak yerine, borçla özkaynak arası bir finansman desteği vermiş olmaktadır <sup>69</sup>.

### 3.2.Risk Sermayesinin İşleyişi

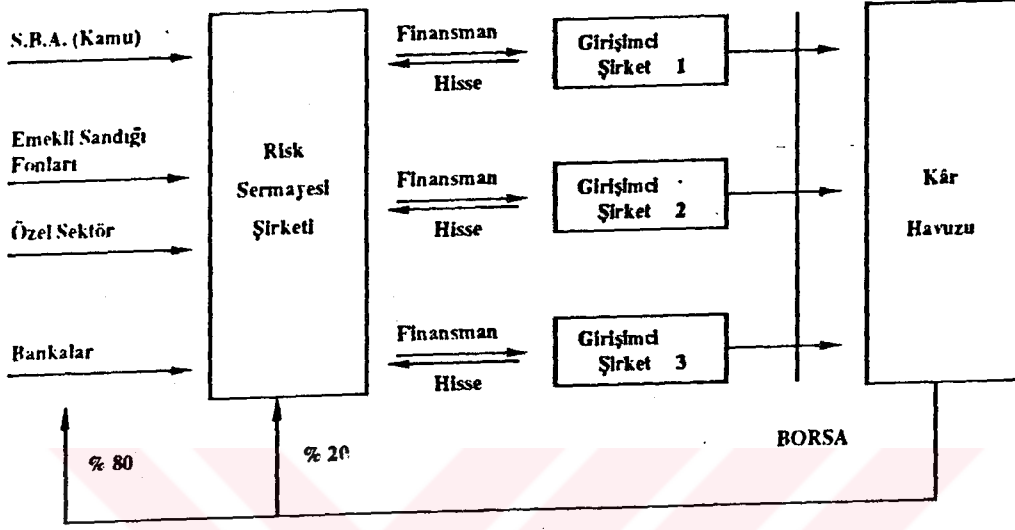
Risk sermayesi şirketleri büyüklük, faaliyet, felsefe ve kaynakları açısından birbirinden farklı olmasına rağmen; işleyiş tarzları genellikle aynı olmaktadır. Bir risk sermayesi şirketinin işleyişini, aşağıda şekildeki gibi gösterebiliriz.

<sup>68</sup> Abdurrahman FETTAHOĞLU, *Riziko Sermayesi Finansı Koşulları ve İşleyişi*, KOSGEB Yayınları, Trabzon, 1992, s.43.

(\*) Warrant; Anonum Ortaklığın hisse senedini belli bir fiyattan, belli bir sayıda satın almayı sağlayan hakktır.

<sup>69</sup> SARIASLAN, a.g.m., s.29.

## ŞEKİL-1 Risk Sermayesinin İşleyişi



Kaynak: Çiller Tansu; Çizakça Murat; Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Önerileri, İSO Araştırma Dairesi, Yayın No: 1989-7, s. 122

Şekilde de görüldüğü gibi, risk sermayesi modelinin işleyişini genel hatlarıyla şu şekilde açıklamak mümkündür<sup>70</sup>.

Risk sermayesi şirketi, daha önce belirtilen kaynaklardan fon sağlamaktadır. Bu aşamada karşılıklı güvene dayalı olarak fon kullanım sözleşmesi yapılmaktadır. Bu sözleşme çerçevesinde fonun kullanım süresi, işletilmesi, yönetim için risk sermayesi şirketinin alacağı komisyon ücreti ve elde edilecek kârın dağıtımı belirlenir. Uygulamada fon kullanım süresi 2-10 yıl arasında değişebilmektedir. Fon yönetimi için aldığı komisyon ücreti, % 2 civarındadır. Fon sahiplerinin sorumluluğu, koydukları fon ile sınırlıdır<sup>71</sup>.

<sup>70</sup> SARIASLAN, a.g.m., s.19.

<sup>71</sup> A.g.m., s.5-7.

Yatırım fonunun sahibi olan risk sermaye şirketi, bu fonlara talepte bulunan yatırım önerilerini alır. Girişimci kendi yatırımına en uygun risk sermayesi şirketini seçmelidir.

Çünkü; risk sermayedarları belirli bir endüstride ve belirli bir faaliyet alanındaki işletmelerde uzmanlaşma eğiliminde olabilir. Bazen kimi risk sermayedarı, bilgisayar ve yüksek teknoloji alanındaki yatırımları tercih ederken, kimisi tıbbi yatırımları tercih edebilir. Bu nedenle girişimcinin kendi önerisiyle ilgilenecek bir risk sermayesi şirketini seçmesi gerekmektedir<sup>72</sup>.

Girişimciler bu başvurularını risk sermayesi şirketine, bir iş planı aracılığı ile yaparlar. Girdi ve ürün fiyatları ile talep ve pazarlama şartlarının analizini içeren kapsamlı proje, risk sermayesi şirketine sunulur. Proje, bu aşamada teknik ve ekonomik açıdan sağlıklı olmak zorundadır<sup>73</sup>.

İş planı finansman sürecinin en önemli bölümünü oluşturur. Zira risk sermayedarı bu iş planına göre girişimciye sermaye desteği verip vermeyeceğine karar verir. Bu aşamada ürünün ya da hizmetin iyi bir fikir olup olmadığı önem taşımaktadır. Ürün ilginç midir? Bu ürüne ihtiyaç varmıdır? Ya da verimlilik artıracak bir ürün veya hizmet midir<sup>74</sup>?

İş planı, ne gereksiz bilgilerle şişirilmeli ne de bir sayfadan ibaret zayıf bir yapıda olmalıdır. Risk sermayedarına sunulacak bir iş planında olması gerekenleri aşağıdaki gibi gösterebiliriz<sup>75</sup>.

### İş Planı

- 1- Kısa bir özet
- 2- İşletmenin ve sektörün tanımı

<sup>72</sup> SARIASLAN, a.g.e., s.15-17.

<sup>73</sup> *Ekonomist Dergisi*, "Faizsiz Kredi Nasıl Verilecek", Sayı 5, Şubat 1992, s.12-13.

<sup>74</sup> İŞERİ, a.g.e., s.34.

<sup>75</sup> İŞERİ, a.g.e., s.35.

- A-İşletme (ürünleri /hizmetleri, müşterileri, geçmişi , patron- ların rolleri, mali performansı,geçmiş problemleri)
- B-Sektör (cari durumu, beklentileri, yeni eğilimler )
- 3- Yönetim kadrosunun özeti
- 4- Ürünlerin ve hizmetlerin özellikleri ve avantajları
  - A-Tanım
  - B-Mülkiyet durumu
  - C-Rekabetçi avantajlar
  - D-Potansiyel
- 5- Piyasa araştırması ve analizleri
  - A-Müşteriler
  - B-Piyasa büyüklüğü ve eğilimi
  - C-Rekabet
- 6- Piyasa payı ve satışların tahmini
  - A-Pazarlama plan ve stratejisi
  - B-Fiyatlama
  - C-Satış taktikleri
  - D-Hizmet ve garanti politikaları
  - E-Reklam, kamu ilişkileri ve ürünün sürümünün sağlanması
- 7- Planların tasarımı ve geliştirilmesi
  - A-Gelişme durumu ve vazifeler
  - B-Zorluklar ve riskler
  - C-Masraflar
- 8- İşletme planı
  - A-Coğrafi sınırlar
  - B-Sabit değerler ve ilaveler
  - C-Strateji ve planlar
  - D-İşgücü
  - E-Yönetim kadrosu
  - F-Organizasyon
  - G-İdari yardım ve eğitim ihtiyaçları
  - H-Yardımcı mesleki hizmetler
- 9- Ayrıntılı programlar
- 10- Kritik riskler ve problemler .
- 11- Mali plan
  - A-Kar zarar tahmini

- B-Nakit akış tahmini
- C-Bilanço tahminleri
- D-Teklif edilen ürün
- E-Arzu edilen finansman
- F-Fonların kullanımı

Risk sermayesi şirketleri, aldıkları bu iş planını ve öneriyi ön elemeyi geçirmekte, ilgi çekici olanlarını daha detaylı incelemeye tabi tutmaktadır. Risk sermayesi şirketleri genellikle, faaliyete geçmiş ve bir kaç yıldır faaliyet gösteren girişimcilere fon sağlamayı tercih ederler.

Girişimcinin değerlendirilmesi, proje değerlendirilmesinin önemli bir aşaması kabul edilse de, bu değerlendirme, genellikle risk sermayedarının bugüne kadar elde ettiği deneyimler sonucu, tecrübelerine dayalı bir değerlendirmedir. Bu konuda yapılan çalışmalarda, risk sermayesi şirketine gelen taleplerden en çok % 1'inin kabul edildiği görülmektedir.

Risk sermayesi şirketi tarafından kabul edilen yatırım teklifinin sahibiyle görüşmeler yapılarak, ortaklık kurulur. Böylece risk sermayesi şirketi sağladığı finansman karşılığı, işletmenin hisse senetlerini satın alarak, hisse senedi oranında yönetime ortak olmaktadır. Özellikle fikir ve başlangıç aşamalarında hisse çoğunluğunu elinde bulunduran, işletme yönetimini de elinde bulundurur. Bu durum girişimcinin işi yürütmedeki bilgi ve becerisine de bağlıdır. Genişleme ve satın alma yatırımlarında risk sermaye şirketleri, hisse senedi yerine sağladıkları finansman karşılığı hisse senedine değiştirilebilir tahvil alabilirler. Böylelikle risk sermayesi şirketi ortaklık konusunu bir başka zamana bırakmış olmaktadır.

Risk sermayesi şirketleri yatırım yaptıkları işletmeleri geliştirip belli bir kârlılık düzeyine ulaştıktan sonra bu işletmeleri satarak, bekledikleri karları likit biçime dönüştürmektedirler. Satış işlemi iki şekilde gerçekleştirilebilir. Birincisi, işletmenin tamamen satılması, ikincisi ve daha yaygın olanı işletmenin hisse senetlerini halka satılmasıdır.

Halka açılmada, SPK'dan izin alınmakta ve hisse senetlerinin satışını üstlenecek bir yatırım bankası aracılığı ile satış yapılmaktadır. Halka açılmanın başarılı olması için uygun zaman ve fiyattan piyasaya açılma çok önemlidir. Çünkü, risk sermayesinden beklenen, cari kârlar değil, potansiyel gelecek kazançlardır <sup>76</sup>. Risk sermayedarının kazancını da, bu karlar oluşturacaktır. Girişimci işletmenin hisse senetlerinin borsada satılmasıyla oluşacak kâr; risk sermaye şirketi ile fon sahipleri arasında batı ülkelerinde genel olarak uygulamada % 20, ve % 80 oranında paylaşılmaktadır <sup>77</sup>.

#### 4. Risk Sermayesi Yatırımlarının Sektörel Dağılımı

Risk sermayesi şirketleri yatırımlarını farklı sektörlere dağıtarak, portföy riskini azaltmak isterler. ABD ve AB'de risk sermayesi yatırımlarını sektörel dağılımında, genel olarak bilgisayar ve haberleşme gibi, ileri teknoloji alanlarının ağırlıklı olduğu görülür. Tablo 3'te ABD ve AB'de risk sermayesi yatırımlarının sektörel dağılımı verilmiştir.

<sup>76</sup> Sudi APAK, Uluslararası Bankacılık ve Finansal Sistemler, Emlak Bankası Yayınları, İstanbul, 1993, s.145.

<sup>77</sup> UZUNOĞLU, a.g.m., s.29.

Tablo 3. Risk Sermayesi Yatırımlarının Sektörel Dağılımları

SEKTÖR	AB %	ABD %
Bilgisayarla ilgili alanlar	19	46
Telekominikasyon	5	11
Diğer Elektronik Alanlar	11	10
İmalat Teknolojisi(Robot)	9	2
Sanayii Makina Ürünleri	20	2
Biyo Teknoloji	5	3
Enerji	3	3
Tıp Sağlık	2	9
Diğer	26	14
Toplam	100	100

Kaynak: OECD Venture Capital, s.63.

Tabloda da görüldüğü gibi, risk sermayesi portföyünde bilgisayar ile ilgili alanlar, önemli paya sahiptir. Ancak AB'de sektörel yelpaze daha geniştir. Sanayi ve ekipman ürünlerinde ABD'de dağılım % 5'in altında iken , bu oran AB ülkelerinde % 20'ye kadar çıkmıştır.



## 5.Yabancı Ülkelerde Risk Sermayesi Uygulamaları

Bundan önceki bölümlerde, risk sermayesinin gelişimi, finansman kaynakları, yapısı ve işleyişi üzerinde durmaya çalıştık. Bu bölümde risk sermayesinin değişik ülkelerdeki durumları ele alınmaya çalışılacaktır.

### 5.1.Amerika Birleşik Devletleri

A.B.D. risk sermayesinin modern anlamda ortaya çıktığı ve yaygın olarak uygulandığı bir ülkedir. Bu nedenle risk sermayesi konusu işlenirken, genellikle bu ülkedeki uygulamalar dikkate alındığından kısa olarak değinmekle yetinilecektir. A.B.D., diğer gelişmişlik göstergeleri yanında yeni girişimci ve düşünceleri destekleyip başarılı olmuştur. Bu ülkede risk sermayesi yatırımları 1970'lerde 500 milyon dolar iken, 1984'te 3 milyar dolara yükselmiştir. Risk sermayesi şirketlerinin, doğrudan doğruya denetimlerinde bulunan sermaye miktarı; 1970'lerde 2,5 milyar dolar iken; 1987'nin sonunda bu rakam 25 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.<sup>78</sup> Ülkemizin şu andaki toplam ihracatı ile bunu kıyaslayacak olursak, A.B.D.'nin bu alanda ne kadar gelişmiş olduğunu daha iyi kavrayabiliriz.

A.B.D.'deki risk sermayesi şirketlerinin, fonlarını; Türkçe'ye "Teşebbüsü Destekleme Ajansı " olarak geçen Small Business Administration, emeklilerin sigorta fonları ile, bankaların yatırım portföylerinin, yüksek risk ve kazanç bölümlerinden sağlamaktadırlar. Bu kaynakların risk sermayesi şirketlerinin finansmanındaki katkıları zaman içinde değişmiştir. Bu değişikliğin ve risk sermayesinin gelişmesinin sebepleri arasında devletin çıkarmış olduğu teşvik edici yasaların önemli yeri vardır. Bunun yanında iş dünyası olarak, yatırımlarda bir güven ortamının bulunması, kurumlar vergisi oranının düşürülmesi bu sektörün gelişmesinde önemli rol oynamıştır<sup>79</sup>.

<sup>78</sup> ÇİLLER, ÇİZAKÇA, a.g.e., s.132.

<sup>79</sup> İŞERİ, a.g.e., s.60-63.

## 5.2.İngiltere

Avrupa ülkeleri arasında en gelişmiş risk sermayesi sektörüne sahip bir ülkedir. Risk sermayesinin, bu gelişimi daha çok 1980'li yıllardan sonra gerçekleştirmiştir. 1984 yılı sonunda toplam risk sermayesi fonlarının 500 milyon Sterlin 'den fazala olduğu tahmin edilmektedir. Aynı oranın 1990'da 4.5 milyar Sterlin olduğu ifade edilmektedir <sup>80</sup>.

İngiltere'de bu gelişmeyi sağlayan en önemli etkenlerden biri, 1980 yılında İngiliz hükümeti tarafından kurulan Kot Dışı Pazar olmuştur. Bu pazarda, işletmelerin borsaya kote edilmemiş hisse senetlerinin ikincil piyasalarda satışı gerçekleştirilmektedir. Bunun yanında risk sermayesi yatırımlarının -özendirilmesi amacıyla, vergiden muaf tutulan sermaye gelirlerinin limitinin yükseltilmesi de etkili olmuştur İngiltere'de risk sermayesinin kaynağını; büyük holdingler, yöresel kalkınma üniteleri ve bireyler oluşturmaktadır. Ayrıca ülkedeki tüm büyük bankaların risk sermayesi sektörüne ciddi şekilde girdiği ve bunlar içinde en aktif olanının "Midlank Bank" olduğu bilinmektedir.

İngiliz Risk Sermayesi Şirketlerinin, 1985 yılı itibariyle hangi aşamalarda işletmeye destek verildiğine bakıldığında, genişleme yatırımlarının % 27.7 ile başta geldiği; bunu yaklaşık % 17'ser payla başlangıç yatırımları ile satınalma destek yatırımlarının izlediği görülmektedir. Daha önce de belirtildiği gibi A.B.D.de başlangıç yatırımlarının ağırlıkta olduğu bilinmektedir <sup>81</sup>. Bu durum İngiltere'deki risk sermayesi şirketlerinin yüksek yatırım riskinden kaçındıkları şeklinde yorumlamak mümkündür.

## 5.3.Japonya

Japonya'daki risk sermayesi sektörü A.B.D. ve İngiltere ile karşılaştırıldığında daha emekleme döneminde olduğu görülmektedir. Aslında Japonların Batı'da gerçekleşen gelişmeleri yakından takip ettikleri bilinmektedir. Buna rağmen, bu sektörün yavaş gelişmesi ilgi çekicidir.

<sup>80</sup> OECD Venture Capital Context Development And Policies, Paris, 1986, s.34.

<sup>81</sup> Rodney CLARK, Venture Capital in Britain America, London, 1987, s.70.

Bu duruma etkisi olan sosyo-ekonomik ve kültürel faktörleri şu şekilde sıralayabiliriz <sup>82</sup>.

Birincisi; Japonya'da ekonomik ve finansal sistemin işleyişinin temelini oluşturan kuruluşlar, büyük çaplı dev kuruluşlardır. Teknolojik gelişmeleri izlemek bir tarafa, teknoloji geliştirme yatırımlarını bizzat kendileri yapmaktadırlar. Böylece, teknolojik gelişmede boşluk bırakılmadığı gibi; piyasadaki küçük kuruluşların zamanla bu dev kuruluşların kontrolü altına girip kayboldukları görülmektedir.

İkinci olarak; Japonya'daki geleneksel kültürün işletmelere yansıyan bir boyutu vardır. Bu durum, işgörenlere ömür boyu iş garantisinin verilmesidir. Çalışanlar da; çalıştıkları işletmeye karşı, yaşamlarının sonuna kadar hizmet etmeyi bir fazilet olarak görmektedirler. Bu şartlar, yeni girişimcilerin ortaya çıkmasına kısmen de olsa engelleyen bir kültürel faktör olmuştur. Ancak, bu olumsuz şartlara rağmen Japonya'da risk sermayesi sektörü kurulup, gelişmesini sürdürmektedir. Günümüzde 100 dolayında risk sermayesi şirketinin kayıtlı olduğu bir "Over-The-Counter market"<sup>(\*)</sup> Tokyo'da faaliyet göstermektedir. Bu sayının daha da artırılması için çalışmalar yapılmaktadır. Günümüzde, Japon risk sermayesi şirketlerinin büyük bir bölümü dev finans işletmelerin kolları olarak faaliyet göstermektedirler <sup>83</sup>.

#### 5.4.Almanya

Almanya'da risk sermayesinin geç geliştiği söylenebilir. İlk gerçek Alman risk sermayesi şirketi, Technoventure, ancak 1983'te Münih'te kurulabilmiştir. Bu geç gelişmeyi şu nedenlere bağlayabiliriz <sup>84</sup>.

Almanya'da risk sermayesi sektörünün gelişimini geciktiren başlıca unsur olarak vergi sistemi gösterilmektedir. Alman finans çevreleri ve iş

<sup>82</sup> SARIASLAN, a.g.m., s.10-11.

(\*) İngilizce "Over-The-Counter " sözcüklerinin ilk harflerinin yayına getirilmesiyle oluşan OTC piyasası kavramı, birbirleriyle veya bilgisayar terminal aracılığı ile iletişim imkanı olan lisanslı borsa aracılarının oluşturduğu organize olmayan bir menkul kıymet pazarını ihtiva eder.

<sup>83</sup> ÇİLLER, ÇİZAKÇA, a.g.e., s.138.

<sup>84</sup> A.g.e., s.135.

adamlarının riske atılmak istememelerinin sebebi; hisse senedi temettülerinin daha kaynaktan vergilendirildikleri halde; faiz gelirleri beyan edilmediğinden, vergi dışı kalmasıdır. Yani, hisse senetleri vergi açısından cezalandırılırken, faiz gelirleri bundan kurtulmaktadırlar.

Ayrıca Devlet, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelere aşırı destekte bulunmaktadır. Almanya'da yeni kurulan işletmelere, 20 yıl vadeli ve sabit faizli devlet kredileri ile proje aşamasında danışmanlık hizmeti verilmektedir. Anonim şirketlerin kuruluşunda borsanın koymuş olduğu kurallar da küçük işletmelerin sermaye piyasasına girmesini engellemektedir.

1970'lerde devlet, bu olumsuz şartların farkına vararak, risk sermayesi için özel sektörün kuracağı güçlü bir risk sermayesi şirketine finansal açıdan destekleme kararı almıştır. Bankaların biraraya gelmesi ile kurulan bu risk sermayesi şirketi, bir süre sonra zararla kapanmıştır. Bunun nedeni, işletmenin özel sektör işletmesinden daha çok, devlet işletmesi felsefesi ile çalışması olmuştur. Son yıllarda risk sermayesi fikrinin daha hızlı gelişmesi için, vergi ve sermaye piyasası kanunu gibi yasal çerçevelerde yeni düzenlemeler yapılmaktadır. Kurulacak risk sermayesi şirketlerinden de Devlet desteğinin azaltılması düşünülmektedir. Almanya'da 1988 yılı itibariyle, risk sermayesi 2-10 yıllık sürelerde 200 bin ile 7 milyon DM arasında sağlanmaktadır. Ayrıca, toplam değeri 1 milyon DM civarında olan ve genel olarak banka ve sigorta işletmeleri tarafından desteklenen 30 kadar risk sermayesi fonu bulunduğu bilinmektedir<sup>85</sup>.

### 5.5. Yunanistan

Risk sermayesi sektörü Yunanistan'da yeni gelişmekte olan sektörler arasında yer almaktadır. 1988 yılı itibariyle kurulmuş olan üç risk sermayesi şirketi mevcuttur. Bu yönüyle ülkemizden önde oldukları söylenebilir. Girişimci işletmelere daha çok başlangıç ve gelişme dönemlerinde risk sermayesi sağlanmaktadır.

---

<sup>85</sup> İŞERİ, a.g.e., s.71.

## 5.6.Kanada

Kanada'da risk sermayesi sektörünün kurulması devletin öncülüğünde olmuştur. Devlet bu alanda öncelikle "Canadian Development Corporation"ı (CDC) kurmuş, daha sonra özel sektöre ait risk sermayesi şirketlerinin hisse senetlerini satın alarak destekleme yoluna gitmiştir. Kanada'da risk sermayesi şirketleri genellikle elektronik konusunda faaliyet gösteren ve iflasa yakın işletmelere yatırım yaparak, bu işletmeleri yeniden hayata geçirmişlerdir. Daha sonraları bu işletmeleri büyük holdinglere satmayı tercih etmişlerdir. Bugün, kendini kabul ettirmiş bir işletme durumunda olan CDC'nin yapısı gözden geçirilerek % 48 olan Devlet hissesinin de satılması planlanmaktadır.

Kanada'da risk sermayesi şirketlerini teşvik için vergi avantajları getirilmiştir. Bu amaçla küçük işletmelere yatırım yapanlara, sermaye gelirleri üzerinden vergi indirimleri yapılmaktadır. Ayrıca Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin hisselerinin pazarlanma gücünün artırılması için borsaya girmeleri sağlanmıştır<sup>86</sup>.

## 5.7.Hollanda

1980'den sonra risk sermayesi finansman modelinin gelişimi ve risk sermayesi şirketlerinin kuruluşunu teşvik için gerekli olan yasal düzenlemeler devlet tarafından gerçekleştirilmiştir. Hollanda Merkez Bankası özel bir garanti programı hazırlamıştır. Bu programda hükümetin onayladığı risk sermayesi şirketinin yatırımlarından doğan zararlar garanti edilmektedir.

Bu teşvik ve uygulamalar sonucu gelişen risk sermayesi şirketlerine yeni yeni uluslararası işletmeler de katılmıştır. Hollanda'da risk sermayesi fonlarının çoğu kamu kuruluşlarından ve kamu işletmelerinden sağlanmaktadır<sup>87</sup>.

---

<sup>86</sup> İŞERİ, a.g.e., s.79.

<sup>87</sup> SARIASLAN, a.g.m., s.12.

- Hollanda'da 1985 yılında 30' a yakın risk sermayesi şirketi faaliyet göstermektedir. Risk sermayesi yatırımlarının genellikle başlangıç ve gelişme devrelerine yönelik olduğu ve süreleleri genellikle 3-10 yıl arasında değişmektedir <sup>88</sup>.



---

88 SARIASLAN, a.g.m., s.12.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### KÜÇÜK VE ORTA ÖLÇEKLİ İŞLETMELERİN FİNANSMANINDA RİSK SERMAYESİNİN YERİ VE ÜLKEMİZDEKİ DURUMU

#### 1.Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Finansmanında

##### Risk Sermayesi

İster gelişmiş, ister gelişmekte olan ülkelerde olsun, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin toplam işletmeler içerisindeki payı % 90'ın üzerindedir. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin teknolojik yenilikleri daha yakından takip ettikleri, ülke ekonomisi için önemli kuruluşlar oldukları bilinmektedir. Bununla birlikte bu işletmelerin özellikle finansal alanda önemli sorunlarının bulunduğu gerçeği de ortadadır.

Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler, sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu, gerek Avrupa ülkelerinde, gerekse ABD'de bile, bu piyasanın uzun vadeli finansman kaynaklarından yeterince yararlanamamaktadırlar. Bu nedenle gelecekteki büyümelerini gerçekleştirebilmek için, özkaynak veya banka kredilerine müracaat etmek zorunda kalmaktadırlar<sup>89</sup>. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin finansal sorunları başlıklı bölümde, değinildiği gibi teminat sorunu, kredi maliyetlerinin yüksekliği ve diğer nedenlerle bankalardan kredi temin edilememekte; temin edilen fonlar ise yeterli olmamaktadır. Özkaynakların sınırlı olması, bu işletmelerin başka finansman kaynaklarına olan gereksinimini daha da artırmaktadır<sup>90</sup>.

<sup>89</sup> İŞERİ, a.g.e., s.3-4.

<sup>90</sup> Özdemir AKMUT , Risk Sermayesi (Teksir), A.Ü. S.B.F.;İşletme Ekonomisi, Araştırma Uygulama Merkezi, Ankara, 1990, s.9.



İşletmelerin sermaye ihtiyacı çeşitli sebeplerle ortaya çıkmaktadır. Bunlar;

- 1-Yeni işletme kurulurken duyulan sermaye ihtiyacı,
- 2-Kurulu bir işletmenin gelişme ve genişlemeye dönük sermaye ihtiyacı,
- 3-Yeni teknoloji veya yüksek riskli girişimler için sermaye ihtiyacı, şeklinde olabilir.

İşletmelerin sermaye ihtiyacının ortaya çıktığı her üç durumda da risk sermayesinin devreye girmesi söz konusu olabilir <sup>91</sup>. Tablo 4'te küçük ve orta ölçekli işletmelerin finansal kaynakları verilmiştir.



---

<sup>91</sup> CEYLAN, Finansal Teknikler , s.101.

Tablo 4

Küçük Girişimcilerin Finansman Kaynakları

Özkaynaklar	Otofinansman	KarPayı
		Borç Sermaye
	Kazançlar	Dağıtılmayan Karlar
		Amortisman
	Vergi Muafiyetleri	
Uzun vadeli Dış Finansman Kaynakları	Finansal Kuruluşlar	Uzun Dönem Faizli Hisse Senedi
		Rüçhan Haklı Tahviller
		Finansal Kiralama
	Sermaye Piyasası	Yeni İhraç Piyasası
		İkincil Sermaye Piyasası
		Doğrudan Plasmanlar
	Risk Sermayesi Kuruluşları	Başlangıç Sermayesi
		Gelişme Sermayesi
Devlet	Merkezi Programlar	
	Gelişme Ajansları	
Kısa Vadeli Dış Finansman Kaynakları	Bankalar	Teminatlı Kredi
		Açık Kredi
Cari Borçlar		Özel Kredi Verenler

Kaynak: F.Esra İŞERİ,"Risk Sermayesi",BİAR ve Konrad Adenauer Stiftung Yayını,  
Ankara, 1993, s.4.

Tablo 4'te Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin finansman ihtiyaçlarının büyük çoğunluğunun geleneksel finans piyasası araçlarıyla karşılanabilir olduğu görülmektedir. Ancak, risk sermayesi haricindeki mevcut finansman araçları uzun vadeli olan başlangıç veya gelişme sermayesi arayan girişimcilere uygun olmadığı söylenebilir.

Bu durumda, risk sermayesi finansman modelinin, dinamik ve yaratıcı Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin varlıklarını sürdürmek ve büyümelerini sağlamak için yeni bir finansman model olarak dikkati çektiği görülmektedir <sup>92</sup>.

## **2.Risk Sermayesinin Finansman Aşamaları**

Risk sermayesi şirketi, yatırımın herhangi bir aşamasında finansman desteği verebilir. Ancak, bir risk sermayedarı yatırıma karar verirken, işletme gelişiminin hangi düzeyde olduğunu, alternatif yatırım fırsatlarının sayısı, riski ve getirisi gibi birçok faktörü dikkate almak zorundadır.

Risk sermayedarı işletmenin içinde bulunduğu gelişim aşamalarına göre finansman sağlayabilir. Bu aşamaları şu şekilde sıralamak mümkündür <sup>93</sup>.

### **2.1.Tohum Ekme (Seeding) Aşaması**

Bu aşamada işletme henüz kurulmamıştır. Düşünce aşamasında olan ve uygulamaya geçirilmemiş bir projenin fizibilite çalışmaları yapılmaktadır. Projenin yapılabilirliğine karar verildikten sonra, bu aşamada risk sermayedarının rolü; yeni ürünün, hizmetin ya da işletme planının kesin özelliklerini geliştirirken, müteşebbisi finanse etmektir. Bu aşama genellikle bir yıl sürer. Projenin kesin uygulanabilirliği henüz tam olarak bilinemediğinden, projelerin % 70'inin bu aşamada uygulanamaz bulunup, terkedildiği tahmin edilmektedir <sup>94</sup>.

<sup>92</sup> SARIASLAN, a.g.m., s.2-3.

<sup>93</sup> ESER, a.g.e., s.65-67. , AKMUT, a.g.e., s.9.

<sup>94</sup> ALTINTAŞ, a.g.m., s.33.

## **2.2.Filizlenme, Başlatma (Start-up) Aşaması**

Bu aşamada projeye verilen destek, örgütlenme sürecinde veya kısa bir süredir faaliyette bulunan, fakat ürünü ticarileştirip satmamış işletmelere yapılan finansman desteğidir. Girişimcinin mal veya hizmetinin denenmemiş olması nedeniyle, risk oranı tohum ekme aşamasından daha büyüktür. Risk sermayedarı bu aşamada yönetimde etkin rol oynar. Firmanın en çok finansman ihtiyacı duyduğu aşamalardan biridir.

## **2.3.Serpilme (Expansion) Aşaması**

Piyasaya çıkarılan ürünün yeni ve pazarlama olanaklarının olmaması, ürüne olan talebi sınırlandırmaktadır. Belli bir talebin oluşturulması ürünün tanıtılmasına bağlıdır. Ürünün tanıtılması büyük miktarlarda fonun kullanılmasını gerektirebilir. İşletme kaynaklarının yetersiz olduğu durumlarda risk sermayesi şirketi, işletmenin piyasada tutunmasını sağlamak için, ihtiyaç duyulan finansmanı sağlar.

## **2.4.Büyüme (Acquisition) Aşaması**

Piyasada işletmenin ürünlerine belli bir talep oluşmasına rağmen, işletme küçüklüğünden kaynaklanan ortalama maliyetlerin yüksekliği nedeniyle talep yetersizliği sorunu ile karşılaşabilir. Bu durumda ölçek ekonomilerin avantajını kullanmak için, ek yatırım ve fonlara ihtiyaç duyulur. Bu ise risk sermayedarı tarafından yeni fonların işletmeye kanalize edilmesine bağlıdır <sup>95</sup>.

## **2.5.Olgunlaşma ve Hasat (Realization) Aşaması**

Risk sermayedarı yatırımın meyvelerini elde etmeğe başlamıştır. Artık, mevcut üretimin yerine, yeni ürünler; teknolojik yenilikler alacaktır. Finanse edilen işletmenin hisse senetleri istenilen düzeye gelmiştir <sup>96</sup>. Risk sermayedarı bu aşamada borsada elinde bulundurduğu

<sup>95</sup> Rifat ESEN, "Venture Capital ", *Dünya Gazetesi*, 20.10.1985.

<sup>96</sup> AKMUT, a.g.e., s.9.

hisselerini satar. Elde ettiği gelire, yeni yatırımlara girebilecek fonları temin etmiş olur. Risk sermayesi yatırımlarına devam etmek isterse, fon ihtiyacı ve yeni projeleri bulunan girişimciler arar.

Bütün risk sermayesi yatırımları şüphesiz aynı yolu izlemeyebilir. Girişimcinin bu aşamalardan hangisinde finanse edileceği çok önemlidir. Verilecek finansman desteği, bir işletmenin kuruluşu ile büyüyüp gelişme devreleri arasında kalan aşamalardan birinde, ya da hepsinde olabilir. Bütün bu aşamalardaki finansman, yönetime el koymak (hands-on) veya yönetime karışmamak (hands-off) şeklinde olabilir. Risk sermayesi şirketi yönetimini etkili gördüğü bir işletmenin finansman ihtiyacını karşılayıp, işletme yönetimine karışmayabilir<sup>97</sup>. Ancak özellikle ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerde Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin yönetimden kaynaklanan sorunları bulunmaktadır. Bu nedenle kurulacak risk sermayesi şirketlerinin yönetime katılacak şekilde yapılandırılması yerinde olacaktır.

### 3.Risk Sermayesinin Kaynakları

Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin amaçlarına ulaşabilmeleri için, risk sermayedarlarının yeni ve uzun vadeli fonlar yaratmaları gerekmektedir. Çünkü, teknolojik buluş ile ürünün pazara sunulduğu zaman arasındaki teknolojik gelişme süresi ortalama olarak 7-10 yıl arasında sürmektedir. Bu nedenle risk sermayesi şirketlerinin kuruluşundan önce kaynaklarının da belirlenmesi yerinde olacaktır. Risk sermayesine fon sağlayacak olan sermayedarların, tecrübeli ve büyük yatırımcılardan oluşması, ilk aşama için önemlidir. Yeni teknolojilerin transferi büyük miktarlarda finansmanı gerektirdiğinden; kurulacak RSYO'larının sermayesinin yeterli ve kesintisiz olması gerekmektedir<sup>98</sup>.

Kaynak kıtlığı içerisindeki Türkiye açısından fonun oluşumunda nasıl bir model izleneceği henüz açıklık kazanmamıştır. Bununla birlikte; risk sermayesinin muhtemel kaynaklarını;

-Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme Fonu,

- Gerçek ve tüzel kişiler,

<sup>97</sup> Ali CEYLAN, "Leasing Factoring ve Risk Sermayesinin Küçük İşletmelere Uygulanabilirliği", Bursa Ekonomi Dergisi, Sayı 84, Yıl 1992, s.20.

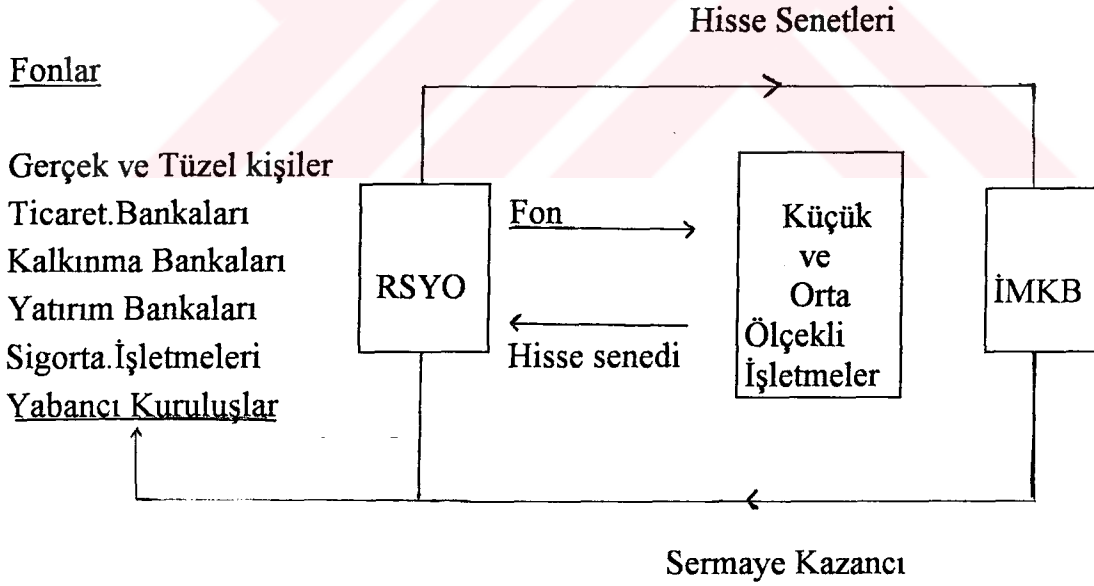
<sup>98</sup> CEYLAN, Finansal Teknikler, s.103.

- Ticaret, Kalkınma ve Yatırım Bankaları,
- Sigorta İşletmeleri,
- Ticaret ve Sanayi Odaları,
- Yabancı kuruluşlar, şeklinde sıralayabiliriz.

Aşağıda Türkiye'de kurulacak olan Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının, kaynakları ve finansman biçimini şekil olarak aşağıdaki gibi gösterebiliriz.

## ŞEKİL-2

### Risk sermayesi Kaynakları ve Finansman Biçimi



#### 4.Türkiye'de Bilimsel Araştırma-Geliştirme ve Teknolojik Yenilik

Teknolojik yenilik, piyasaya yeni mal ve hizmetlerin, yeni üretim yöntemlerinin sunulması, yeni dağıtım kanallarının ve yönetim biçiminin düzenlenip geliştirilmesidir şeklinde tanımlanmaktadır <sup>99</sup>.

Teknolojik yenilikler, ekonomik büyümeyi gerçekleştirecek en önemli unsurlardan birisidir. Son yıllarda gelişmiş ülkelerin ekonomik yapılarında önemli değişimler olmuştur. Geleneksel üretim tekniklerinden, yüksek teknolojiye geçilmiştir. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin önemi bu dönemde artmaya başlamıştır. Bizde ise bu işletmeler kendi olanaklarıyla teknolojik yenilikleri izleyememekte, ve yeterli araştırma geliştirme faaliyetinde bulunamamaktadırlar.

Büyük sermaye sahipleri maliyeti yüksek olan araştırma-geliştirme giderlerini gerektiren yatırımları kendileri yapmak yerine, yeni fikir proje veya teknolojiye sahip, ancak finansmandan yoksun küçük işletmelere yatırım yapmayı tercih etmektedirler. Bu da küçük işletmelerin ve risk sermayesi finansman modelinin önemini ortaya koymaktadır. Bu gelişmenin artma eğiliminde olması, Ar-Ge yatırımlarının büyük holdinglerin bünyesinden ziyade küçük işletmelerde daha verimli olabileceği düşüncesini de getirmektedir<sup>100</sup>.

Ülkemizde bilim ve teknoloji altyapısının tam olarak kurulamadığı, bu nedenle ileri tekniklerin kullanılmadığı rahatlıkla söylenebilir. Ülkemizde Ar-Ge'ye ayrılan kaynakların GSMH' ya oranı % 0.3 dolayındadır. Bu oran ABD v eJaponya'da % 2.74,Fransa'da ise 2.25'tir <sup>101</sup>.

<sup>99</sup> OKTAV ve Diğerleri, a.g.e., s.26.

<sup>100</sup> A.g.e., s.26

<sup>101</sup> ÇİLLER, ÇİZAKÇA, a.g.e., s.126.



## 5.Risk Sermayesinin Beklenen Faydaları

Buraya kadar olan bölümlerde yapılan açıklamaların da ortaya koyduğu gibi, risk sermayesinin ekonomik yapımızda önemli fonksiyonları olacağı, ve küçük ve orta ölçekli işlemlerin finansman sorunlarının çözümünde büyük katkılar sağlayacağı açıktır. Bu yönüyle risk sermayesi, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler için farklı bir model, farklı bir ortaklık ve teknolojik gelişmelerden yararlanarak bir büyüme aracı olarak görülmektedir.

Ülkemizde; yeni fikirlerin ve ileri teknolojilerin uygulamaya geçirilebilmesi için girişimcilerin desteklenmesi gerekmektedir. Bu yönüyle risk sermayesi özellikle büyüme potansiyeli olan, yeni bir fikir veya projesi bulunan, fakat bunu gerçeğe dönüştürmek için gerekli finansmanı bulamayan Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin kaynak ihtiyacının giderilmesine katkı sağlayacaktır.

Altyapısı oluşturulmaya çalışılan risk sermayesi finansman modelinin ülkemiz açısından beklenen bu faydalarını aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür <sup>102</sup>.

1-Model tasarrufları doğrudan doğruya yatırımlara aktardığı için ülkemizin sanayileşme sürecinde hızla yol almasını sağlayacaktır. Diğer taraftan risk sermayesi yatırımlarının önemli bir kısmı, teknolojik yenilik ve gelişmelere yönelik olduğundan ; teknolojik transfer ve gelişmeye de öncülük edecektir. Bu yönüyle risk sermayesi, teknolojik gelişmenin motoru görevini üstlenmiş olmaktadır.

2-Risk sermayesi kaynaklarınca toplanan fonlar mevcut yatırımların genişletilmesinde veya yeni yatırım alanlarında kullanıldığından, yeni ürün ve hizmetlerin ekonomiye kazandırılmasını sağlayacaktır. Böylelikle finansal kaynakların daha etkin kullanılması gerçekleştirilmiş olacaktır.

3-Risk sermayesi finansman modeli sayesinde, parası olmayan ancak dinamik, girişimci ve projesi olan her insanın bir iş sahibi olabileceği fikri yaygınlaşmış olacaktır. Modelin başarı ile uygulandığı

<sup>102</sup> SARIASLAN, a.g.m., s.13.

lkelerde girişimci sınıfın yaratılmasında modelin büyük katkıları olmuştur.

4-Özellikle, lkemizde ekonominin temel dinamiklerinden olan ve genellikle devlet desteği bekleyen Küçük ve Orta lekli İşletmelerin, birinci bölümde saydığımız finansal sorunları bu model aracılığıyla bir piyasa mekanizması içerisinde büyük ölçüde çözüme kavuşacaktır. Çünkü, risk sermayedarları destekledikleri girişimcilerin kr ve zararına katılmaktadırlar. Bu sermaye katkısı hiçbir garanti, ne kefalet, ne ipotek aranmaksızın sağlanmaktadır. Özellikle; yeni kurulmuş küçük işletmeler için bu çok önemli bir avantajdır. Bu durumda risk sermayedarının aradığı garanti, işletmecinin yetenekleri ve girişimcinin gelişme projesinin kar potansiyelinden ibarettir.

Diğer taraftan, risk sermayesinden yararlanmanın girişimcinin nakit akımı ve otofinansman olanakları üzerinde kısıtlayıcı ve olumsuz bir etkisi de olmamaktadır. Çünkü risk sermayesi yatırımları kâr payı beklentisinden çok sermaye kazancı için yapılmakta, hiçbir Şekilde geri satılma taahhüdü içermemektedir. Hisse senetlerinin satışı ile istendiğinde ortaklıktan ayrılma esasına dayanmaktadır <sup>103</sup>.

5-Model sermaye piyasasının gelişimine de katkıda bulunacaktır. Risk sermayesi Şirketleri sürekli olarak sermaye piyasasında faaliyette bulunmak zorundadırlar. Risk sermayesi Şirketlerinin nihai amacı olan, ortak olarak destek verdikleri işletmenin, belli bir kârlılık düzeyine ulaştıktan sonra hisse senetlerinin borsada satılmasıdır. Bunun için aktif olarak işleyen bir sermaye piyasasına ihtiyaç vardır. Kaynakların toplanması ve hisse senetlerinin satış işlemleri bu piyasanın gelişimine yardımcı olacaktır.

6-Risk sermayesi modeli finans kesimi ve sanayi arasında işbirliğinin gelişmesini sağlayacaktır. Risk sermayedarı girişimcinin projesini finansman desteği verdikten sonra, bir kenara çekilip, işletmenin başarılı olmasını ve portföyündeki senetlerin değerlenmesini beklemez. Risk sermayedarı pasif bir ortak değildir. Sermayesine katıldığı işletmenin

---

<sup>103</sup> Serpil CANBAŞ, Küçük İşletmeciliği ve Girişimciliği Teşvik Aracı Olarak Risk Sermayesi ve Uygulama Olanakları, Tes-Ar Yayınları, No: 6, Ankara, 1992, s.73.

yönetimine de katılarak girişimciyi uyarır. Burada işletme çıkarları için ortak hareket edilmesi sözkonusudur.

Yeni kurulmuş küçük işletmeler için finansman güçlükleri kadar, bir başka sorun da yönetimden kaynaklanmaktadır. Risk sermayesi yatırımında yönetime katılma, sermayeye katılmanın ayrılmaz bir parçasıdır. Risk sermayedarı ile girişimci arasınada yeni tip bir ilişki vardır. Bu ilişki "güven" ve "ortak çıkar"<sup>104</sup> sözcükleri ile açıklanabilir.

7-Risk sermayesi modeli buraya kadar saydıklarımızın dışında, ülkeye yabancı sermaye girişininin hızlandırılması, beyin göçünün engellenmesi ve uzun dönemli yatırım ve istihdam olanakları sağlama gibi avantajları da beraberinde getirecektir<sup>105</sup>.

Görüldüğü gibi risk sermayesi Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin, kuruluş ve gelişme dönemlerinde karşılaştıkları finansal sorunların çözümüne uygun bir kaynak oluşturmaktadır.

## 6.Türkiye'de Risk Sermayisinin Durumu

Ülkemizde risk sermayesi konusundaki çalışmalar, çok yakın bir geçmişe sahiptir. Ancak küçük sermayenin korunması ve teşvik çalışmalarının planlı dönemlerde başladığı bilinmektedir.

Türkiye'de yenilikçi ve yüksek teknoloji üretecek girişimcilerin desteklenmesi amacıyla, Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB) kurulmuştur. KOSGEB, Küçük Sanayi Geliştirme Teşkilatı (KÜSGET) ile sınıai eğitim amacıyla kurulan Sınıai Eğitimi Geliştirme Merkezi (SEGEM)'in birleşmesiyle ortaya çıkmış bir kuruluştur. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin ekonomik ve sosyal ihtiyaçların karşılanmasındaki pay ve etkinliğini artırmak, rekabet düzeylerinin artırılmasına çalışmak, sanayide entegrasyonu, ekonomik gelişmelere paralel olarak gerçekleştirmek bu kuruluşun amaçları arasında yer almıştır. KOSGEB kendi içerisinde, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelere çeşitli konularda yardımcı olmak üzere,

<sup>104</sup> CANBAŞ, a.g.e., s.76.

<sup>105</sup> YILMAZ, *Venture Capital (Risk Sermayesi)*, s.38.

-Danışmanlık ve Kalite Geliştirme Merkezleri

-İhtisas Merkezleri,

-Ortak Kolaylık Atelyeleri,

-Pazar Araştırma Merkezleri,

-Uygunluk Eğitim Merkezleri kurarak yurt çapında hizmet vermeye çalışmaktadır.

Yenilikçi ve yüksek teknoloji üretecek girişimcilerin desteklenmesi açısından bir başka gelişme de ülkemizdeki Teknopark uygulamasıdır. Teknoparklar, sanayi ve üniversite işbirliğini ortaya koymaya çalışmaktadır. Bu amaçla yeni ürün ve teknolojilerin üniversite kaynaklarından yararlanarak gerçekleştirilmesi ve ticarileştirilmesi hedeflenmiştir. Bu doğrultuda ilk olarak İzmir Teknopark Anonim Şirketi (İTAŞ) kurulmuştur.

Ayrıca 1991 yılında KOSGEB ve İTÜ işbirliği ile İstanbul Teknoloji Geliştirme Merkezi kurulmuştur. Burada yüksek teknolojiye dayalı yeni fikri bulunan ve destek ihtiyacı olan girişimci veya Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin desteklenmesi kararlaştırılmıştır. AR-GE çalışmalarında bulunmak isteyen ve projelerin sanayide uygulamayı düşünen kişi ve kuruluşlara bu merkez aracılığıyla, kredi ve teşvikler yanında muhasebe, bilgisayar ve çeşitli danışmanlık hizmetlerinin verilmesi de amaçlanmıştır.

Yapılan bütün bu çalışmalar, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin sorunlarının çözümüne yönelik olmasına rağmen gerçek anlamda risk sermayesi ile ilgili çalışmalar 1986 yılında eski Devlet Bakanı Tınaz Titiz yönetiminde gerçekleştirilmiştir.

Devlet, girişimcilere destek olma amacıyla, 05.01.1986 tarihli genelgeyle, İşsizlikle Mücadele ve İstihdamı Geliştirme Yüksek Koordinasyon Kurulu'nu kurmuştur. Teşebbüsü Destekleme Ajansı ve risk sermayesi modelinin kurulması, bu kuruluşun faaliyetleri arasında yer almıştır. Kurulan Teşebbüsü Destekleme Ajansı 1 ile 10 kişi arasında personeli bulunacak olan, özellikle yeni teknoloji alanlarında mal ve hizmet üretmeyi düşünen girişimcilerin desteklenmesi amaçlanmıştır.

Ayrıca Türkiye İş Vakfı tarafından hisselerinin tamamı bu vakfa ait olmak üzere ticari işletme statüsünde ve faaliyetlerin finansmanı için Teşebbüs Destekleme Fonu oluşturulmuştur. Fonun başlangıçta risk sermayedarı olmadığı, ve risk sermayesi modelini geliştirmeye tek başına gücünün yetmeyeceği açıktır. Çünkü, bu dönemde ulusal veya uluslararası risk sermayedarlarının yatırımlara girişmesini sağlayacak hususlar çözüme kavuşturulmamıştır.

Daha sonra yaşanan ekonomik ve siyasi gelişmelerin ekonomik, kararlara yansması ile 1988-1989 döneminde T.D.A.'nın faaliyetleri durmuş ve risk sermayesi çalışmalarına da ara verilmiştir. Böylece risk sermayesi sektörünün kurulmasında bir süre duraklama yaşanmıştır <sup>106</sup>.

1991 yılında yeni kurulan hükümetin, 1992 yılında açıklanan "Ekonomi Paketi"nde risk sermayesine özel bir yer ayrılmıştır. Programın teşvik politikası bölümünde özkaynak kullanımının desteklenmesi, bunun yanında yatırımcılara orta vadeli, düşük faizli kredi sağlanacağı ve Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelere faizsiz ve ortaklık bazında risk sermayesi aktarılması yönünde çalışmalar yapılacağı belirtilmektedir.

Ayrıca KİT'lerin özelleştirilmesinden sağlanacak gelirin bir kısmının devlete ait olarak kurulacak Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına aktarılması ve girişimcilere risk sermayesi sağlanması kararlaştırılmıştır. Risk sermayesiyle, özkaynak şeklinde finansman sağlanması özellikle Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler için bir alternatif olarak görülmektedir. Bu sektörün kurulup geliştirilmesi için hükümet programında paketin, sektörel gelişmelere giriş yapan kısmında şu ifadeler yer verilmiştir <sup>107</sup>.

**"Müteşebbis gücünün gelişmesi, yeni teknolojilerin yaygınlaşması, üretimde esneklik kazanılması, istihdam yaratılması ve daha dengeli bir sanayi yapısı için küçük sanayicinin desteklemesine devam edilecektir. Bu çerçevede risk sermayesi modelinden de istifade edilecektir."**

İfadelerden de anlaşıldığı gibi, girişimciliğin yaygınlaşması, teknolojik yenilikler, esnek üretim ve dengeli bir sanayi yapısı için küçük

<sup>106</sup> ÇİLLER, ÇİZAKÇA, a.g.e., s.146.

<sup>107</sup> DPT, 1992 Yılı Programı, s.130.

sanayi ele alınmakta; ve bunların gelişiminin sağlanmasında risk sermayesi seçilmektedir.

Uluslararası anlamda risk sermayesi şirketlerinin kurulması ve faaliyet göstermesi ile ilgili hukuki altyapı, Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde hazırlanmıştır. Buna göre, 06 Temmuz 1993 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan, Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına ilişkin esaslar tebliği ile, Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının kurulmasına olanak sağlanmıştır.

Buna göre, RSYO'nun kuruluş şartları ve ana sözleşme ilkeleri Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği'nde şu şekilde sıralanmıştır.

1.RSYO'larının risk sermayesi faaliyetinde bulunmak üzere Kurul'a başvurmaları,

2.Kayıtlı sermayeli anonim ortaklık şeklinde kurulmaları, başlangıç sermayelerinin 100.000.000.000.TL'den; kayıtlı sermayelerinin 300.000.000.000. TL'den, pay bedelinin 250.000.000.TL'den az olmaması,

3.Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması ve nama yazılı olması,

4.Ortaklık süresinin beş yıldan az olmaması,

5.Ticaret Ünvanlarında "Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı" ibaresinin bulunması,

6.Kurucuların Tebliğ'de gerekli görülen şartları taşıması,

7.Esas sözleşmelerinin TTK ve SPK ve Tebliği hükümlerine göre düzenlenmesi,

8.Yabancı ortakların, 6224 sayılı Kanun çerçevesinde gerekli müsadeyi almış olmaları, şartları getirilmiştir.

Tebliğ'de RSYO'nun çalışma ve kuralları, kuruluş usul ve işlemleri belirtildiği gibi; ayrıca vergisel açıdan bir kısım avantajlar da sağlanmıştır.



Yürürlükteki vergi kurallarına göre, RSYO'ları kurumlar vergisinden, ortaklık sahipleri de, yasal kesintiler dışında gelir vergisinden

bağışkıtlar<sup>108</sup>. Kurumlar vergisinin, bu vergiden bağışık tutulan yükümlü kurumları belirleyen maddesinde<sup>109</sup> Risk sermayesi Yatırım Ortaklıkları açıkça belirtmek suretiyle kurumlar vergisinden istisna edilmişlerdir.

Ayrıca, kuruluş şartlarında görüldüğü gibi, RSYO'ların halka açık bir şirket olarak kurulmaları zorunludur. En düşük payın fiyatı da 250 milyon TL olarak belirlenmiştir. Ani ve tedrici olarak kurulabilecek yatırım ortaklıklarının payları; tedrici kuruluşta, kuruluş aşamasında, ani kuruluşta ise, sermaye artırımı yoluyla veya mevcut hisselerin halka arzı yoluyla satışa sunulacaktır. Tedrici kuruluşta sermayenin % 10'u kurucular tarafından bir bankada bloke edilecek, geri kalan halka arz edilecektir. Yüksek risk ve yüksek getiri tercihini yapan ve uzun vadeli yatırımlarda bulunabilecek tasarruf sahipleri bu hisse senetlerini alabileceklerdir.

Yapılan bu düzenlemeye göre; yatırım yapılacak işletmeye her aşamada finansman olanağı getirilmiştir. Bütün bu aşamalarda gerek yönetime el koyma gerekse karışmama şekillerinde finansman serbestliği getirilmiştir. Risk sermayedarı bu sayede, teknik ve yönetim bilgisini de devreye sokabilecektir. Yatırım yapılacak sektörler açısından bir sınırlama yapılmayıp, sadece yüksek gelişme potansiyeli bulunması özelliği aranmaktadır. Ayrıca girişim şirketlerinin sınai uygulama veya ticari pazar potansiyeli olan araç, gereç, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem, ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesini amaçlamaları veya bu doğrultuda etkinlik göstermeleri ya da yönetim, teknik ve sermaye desteği ile bu doğrultuya girebilecek nitelik taşımaları şartı getirilmiştir.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun tebliği çıkartması, risk sermayesinin gelişimi açısından büyük bir aşamadır. Tebliğ, neyin nasıl yapılacağını ortaya koymuştur. Böylelikle risk sermayesinin önündeki en büyük engellerden mevzuat engeli ortadan kalkmıştır.

<sup>108</sup> Muzaffer EGESÖY, "Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş ve Nitelikleriyle Çalışma Kuralları", *Mükellefin Dergisi*, Lebib Yalkın Yayınları, Sayı : 9, Eylül 1993, s.13.

<sup>109</sup> Kurumlar Vergisi Kanunu, Madde-8, Fıkra-12, Bend-e.



Kuruluş ortamının uygun olmasına karşılık, kurulmuş bir Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığının bulunmayışı yaptığımız çalışmanın bir tabana oturtulmasını güçleştirmektedir. Bu durum aynı zamanda risk sermayesi ile ilgili bazı altyapı hazırlıkları ve yasal düzenlemelere ihtiyaç duyulduğunu ortaya koymaktadır.

\* \* \*



## SONUÇ VE ÖNERİLER

Hızlı değişim ve gelişmelerin yaşandığı günümüzde, bu gelişmelere paralel olarak, "ölçek ekonomileri" yaklaşımı yanında, "küçük güzeldir" yaklaşımının giderek ağırlık kazanmakta olduğu görülmektedir.

Öte yandan, ülkemizde yeterince değerlendirilemeyen fakat, büyük ekonomik ve sosyal potansiyele sahip bulunan Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler, son yıllarda daha çok dikkati çekmektedirler. Pek çok ülkede sürekli olarak değişen pazar ve teknolojik koşullar karşısında, büyük işletmelere göre daha esnek davranabilen, kararları zamanında alıp uygulamaya geçen ve başarılı olan Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin desteklenmesi yönündeki çalışmalar da giderek artmaktadır.

Gerek AB'nde, gerekse ülkemizdeki Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin sorunlarının başında, finansman yetersizliği ilk sırada yer almaktadır. Ülkemizde bu işletmelerin finansman ihtiyacı genellikle kamu ağırlıklı, bir ihtisas bankası durumundaki Türkiye Halk Bankası kaynaklarından sağlanmaktadır. Bu kaynaklar yetersiz olduğu gibi, işletmelerin özellikle uzun vadeli finansman ihtiyacını da karşılamamaktadır.

Bu amaçla AB'de yapılan çalışmalar, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin özkaynaklarının artırılması ve uzun vadeli fonların artırılması üzerinde yoğunlaşmaktadır.

Klasik finansman yöntemleri ve uygulamaları; büyümeye çalışan Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelere yeterli finansman desteği verememektedirler. Bunun sonucu olarak, 1950'li yıllarda ABD'de

gündeme gelen risk sermayesi finanman modeli başarılı uygulamalarıyla günümüze denk gelmiştir.

Risk sermayesi, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelere tohum ekme, serpilme, büyüme veya, olgunlaşma ve hasat aşamalarından birinde hisse senedi devri yoluyla finansman desteği verebilir. Böylece, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelere özkaynak şeklinde bir kaynak sağlanmış olacaktır. İşletme belli bir düzeye geldikten sonra hisse senetlerinin satışından doğacak gelir ve karlar, yatırımcının getirisini oluşturacaktır.

Son yıllarda, risk sermayesinin ülkemizde de hayata geçirilebilmesi için çalışmalar yapılmaktadır. 6 Temmuz 1993 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe giren, SPK Tebliği ile kurulacak Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının genel çerçevesi çizilerek mevzuat engeli ortadan kaldırılmıştır. Ancak, aradan iki yıl gibi bir süre geçmiş olmasına rağmen anonim ortaklık şeklinde kurulması öngörülen, RSYO'nun kurulmuş bir örneği henüz mevcut değildir.

Risk sermayesi, ülkelerin politik ve kültürel yapılarına göre farklılıklar gösterse bile, bu konuda yapılacak çalışmalarda batı ülkelerindeki yaşanan tecrübelerinden yararlanmak suretiyle geçmişteki hataların ülkemizde de tekrarlanmaması açısından önemlidir.

Bu amaçla RSYO'nun ülkemizde kurulması ve başarılı olabilmesi için yapılabilecek çalışmalar konusundaki önerilerimizi şu şekilde sıralayabiliriz.

1-Ülkemizde risk sermayesi yolu ile başlangıç yıllarında tutundurma ve genişleme aşamasında olan ve belirlenen ekonomik ve sosyal kriterleri taşıyan Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler finanse edilmelidir. Çünkü bu durumda hem mevcut potansiyel harekete geçirilerek, daha kısa sürede RSYO'ların kâr sağlama olanağı doğacak hem de işletme tecrübe kazanacaktır.

2-Başta modelin uygulamaya konulmasında devlet, Japonya ve Almanya örneklerinde olduğu gibi öncülük etmelidir. Bunun için gerekli düzenlemeler yapılarak bir risk sermayesi yatırım fonu oluşturulmalıdır. Ancak kurulacak Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarında devletin payı %

50'nin altında olmalıdır. Devletin bu işletmelerin yönetimine karışmaması yerinde olacaktır. Böylece oyun rekabet ortamında kurallarına göre oynanmış olacaktır<sup>110</sup>.

3-Devletin sağlayacağı finansman, faiz esasına değil, ortaklık esasına dayandırılmalıdır. Çünkü, risk sermayesi yatırımları uzun vadeli bir yatırımdır. Sübvansiyon içerse bile, faiz karşılığı krediyle finanse edilen Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları belli bir süre sonra borcunu faiziyle birlikte ödemek zorunda olduğundan, yüksek risk-yüksek kâr potansiyeli içeren ve uzun dönemde meyve veren girişimci işletmelere ortak olmaya yanaşmıyacaktır <sup>111</sup>.

4-Diğer taraftan ülkemizde büyük bir potansiyele sahip bulunan Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelere yönelik olarak, sermaye piyasasında ikincil piyasanın geliştirilmesi, risk sermayesinin yaygınlaştırılmasına katkı sağlayacaktır. Risk sermayesi ile büyümeye çalışacak, küçük ve yeni işletmelerin hisse senetleri bir kotasyon zorunluluğu olmaksızın bu piyasalarda alınıp satılabilmelidir. Bu türden ikincil piyasalar ülkemizde henüz mevcut değildir. Bu piyasaya ülkemizdeki Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin hisse senetlerinin kote edilebilmesi, fazla katı olmayan koşul ve kurallara bağlanmalıdır.

5-Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelere finansman sağlayan Halk Bankası da bu konuda katkıda bulunabilir. Doğrudan risk sermayesi vermek yerine, faiz sübvansiyonu, veya bir vergi geciktirmesinin gerektirdiği sübvansiyonu sağlayabilir <sup>112</sup>.

6-Özellikle risk sermayesinin bir yönüyle temelini teşkil eden, teknolojik buluşlar, icatlar, fikri hakları koruyacak ve gelişimini teşvik edecek mevzuat düzenlemeleri gerçekleştirilmesi RSYO'nun kurulmasına öncülük edecektir. Böylelikle ülkemizdeki işletmelerin % 98.6'sını oluşturan Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin uzun vadeli finansman sorunlarına bir çözüm getirilebileceği gibi, ülkenin iktisadi kalkınmasına da katkı sağlayacaktır.

<sup>110</sup> SARIASLAN, a.g.m., s.14-15.

<sup>111</sup> ÇİLLER, ÇİZAKÇA, a.g.e., s.173.

<sup>112</sup> Atıla YEŞİLADA, "Risk Sermayesi Paneli", Eskişehir Sanayi Odası Bülteni, Haziran 1994, s.17.

Bütün gelişmiş ülkelerde başarılı uygulamaları görülen risk sermayesi finansman modeli, batı tecrübelerinden istifade edilerek ülkemiz de de başarılı bir şekilde uygulanabilir. Türkiye'de kurulacak ilk Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığının başarılı olması, daha sonra kurulacak yeni yatırım ortaklıklarının kurulmasını da teşvik etmiş olacaktır.

\* \* \*



## YARARLANILAN KAYNAKLAR

- AKMUT, Özdemir: **Risk Sermayesi (Hizmete Özel Baskı) A.Ü.S.B.F., İşletme Ekonomisi, Araştırma Uygulama Merkezi, Ankara, 1990.**
- ALPAGU, Oktay: **Küçük İşletmeler Kavramı Kuruluşu ve Yönetimi, K.T.Ü.İ.İ.B.F.Yayınları, Trabzon, 1986.**
- ALTINTAŞ, M.Berra: "Bir Finansman Tekniği Olarak Risk Sermayesi" **Sermaye Piyasası Dergisi, Sayı: 94, Aralık 1986.**
- APAK, Sudi: **Uluslararası Bankacılık ve Finansal Sistemler, Emlak Bankası Yayınları, İstanbul, 1993.**
- BAĞRIAÇIK, Atila: **Dışa Açılma Sürecinde Küçük ve Orta Boy Firmalar, Dünya Yayınları, No:44, İstanbul, 1989.**
- BİAR: **Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Performansı ve Finans Güçlüğü (Yayın yeri ve yılı belirtilmemiştir)**
- BİLGİÇ, Mete: **Müteşebbisi Desteklemeye Yönelik Krediler, KOSGEB Klavuzu-7, Ankara, 1993.**
- BOZKURT, Rüştü, Oktay ALPUGAN, Ömer GÜCELİOĞLU, Nejat ERK: **Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi İşletmelerinin Finansal Yapısı, Finansal Sorunları ve Teşvik Sistemi Çerçevesinde Uygulanabilir Çözüm Önerilerinin Geliştirilmesinin Araştırılması , KOSGEB yayınları, Ankara, 1993.**
- BULMUŞ, İsmail; Ertan OKTAY, Mete TÖRÜNER: **Küçük Sanayi İşletmelerinin Konumu Önemi AT'a Girerken Karşılaşabilecekleri Sorunları, MPM Yay., Yayın No:426, Ankara, 1987**

CEYLAN, Ali: "Leasing Factoring ve Risk Sermayesinin Küçük İşletmelere Uygulanabilirliği" **Bursa Ekonomi Dergisi**, Sayı:84, Bursa, 1992.

-----: **Finansal Teknikler**, U.Ü.İ.İ.B.F. İşletme İktisadi Muhasebe Araştırma ve uygulama Merkezi, Yayın No:76, Bursa, 1993.

CLARK, Rodney: **Venture Capital in Britain, America and Japon**, Crom İtelm Ltd., Ldndon, 1987.

CANBAŞ, Serpil: **Küçük İşletmeciliği ve Girişimciliği Teşvik Aracı Olarak Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama Olanakları**, Tes- Ar Yayınları, No:6, Ankara, 1992.

COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES: **Improving Venture Capital Opportunities in Europe**, Luxemburg, 3-5 October, 1984.

CONKAR, Kemalettin, "Kalkınmanın Gerçekleştirilmesinde Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Önemi ve Söz konusu İşletmelerin Büyük işletmelere Dönüştürülmesine Yönelik Bazı Kamusal Destekler", **A.Ü. Afyon İ.İ.B.F. Yılığ**ı (1990), Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No:450, Eskişehir, 1990.

ÇİLLER, Tansu; ÇİZAKÇA, Murat: **Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri**, İSO Yayınları, Yayın No: 7, İstanbul, 1989.

DAĞDELEN, Ülkü: "Risk Sermayesi" **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı:72, Mart 1992.

DEMİRBAŞ, Ahmet : "Küçük ve Orta Boy Teşebbüslerin Kredi ve Finansman Sorunları", **Küçük ve Orta Boy Sanayi Teşebbüslerinin Sorunları, Çözüm Yolları Geliştirilmesi Semineri**, MPM Yayınları, Yayın No:358, Ankara, 1987.

DPT: **Küçük Sanayi VI. Beş Yıllık Kalkınma Planı**, Ö.İ.K. Raporu, Ankara, 1989.

EGESÖY, Muzaffer: "Risk Sermayesinin Kuruluş ve Nitelikleriyle Çalışma Koşulları", **Mükellefin Dergisi**, Lebib Yalkın Yayınları, İstanbul, Eylül 1993,



**Ekonomist Dergisi:** "Faizsiz Kredi Nasıl Verilecek", 23 Şubat 1992, Yıl: 2, Sayı: 5

**ERKAN, Mehmet:** "Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Finansman Sorunları ve Dış Kaynaklı Krediler", **A.Ü.Afyon İ.İ.B.F. Yıllığı** (1990), Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No:450, Eskişehir, 1990.

**EROL, Cengiz:** "Faizsiz Kredi Modeli Venture Capital Finansman Modeli", **Bankacılar Dergisi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Sayı: 8, Nisan 1992.

**ESEN, Rifat:** "Venture Capital", **Dünya Gazetesi**, 20.10.1985.

**ESER, Serdar:** **Küçük ve Ölçekli İşletmelerin Sermaye Piyasasından Finansmanı ve Risk Sermayesi**, S.P.K. (Yeterlik Etüdü), Ankara, 1990.

**FETTAHOĞLU, Abdurrahman:** **Riziko Sermayesi Finansı Koşulları ve İşleyişi**, KOSGEB Yayınları, Trabzon, 1992.

**GÜCEME, Ümit:** "Türkiye'de Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler", **Türkiye Bankalar Birliği Dergisi**, Yayın No.181, Ankara, 1994.

**Halk Bankası:** **Kredi Market Tanıtım Kitapçığı**. (Yayın yeri ve Yılı belirtilmemiştir)

**İSO Dergisi:** "1993 Yılında Küçük ve Orta Ölçekli anayi Kuruluşları", Yayın No: 1993-10.

**İŞERİ, F.Esra:** **Risk Sermayesi**, BİAR Adenauer Stiftung Yayını, Ankara, 1993.

**İTO:** **Küçük Sanayicinin Sorunları Semineri**, İTO Yayını, 1987.

**KABUKÇU, Rifat:** " Küçük Sanayi İşletmelerinin Önemi Giderek Artıyor", **Dünya Gazetesi**, 10 Kasım 1994 Eki.

**KARALAR, Hakan:** **Ülkemizde Girişimcilik ve Risk Sermayesi**, Angiad Yayını, Ankara, 1990.

**KARATAŞ, Süleyman: Sanayileşme Sürecinde Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi İşletmeleri, Veli Yayınları, İstanbul, 1991.**

**KEREM, Akın; UZUNOĞLU, Sadi; ÜNAL, Targan: Enflasyonist Ortamda Faiz Politikaları ve İşletmeler Üzerindeki Etkileri, İSO Yayınları, Yayın No:10, İstanbul, 1990.**

**MÜFTÜOĞLU, Tamer: Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi İşletmeleri, Konrad Adenauer Stiftung Yayını, Ankara, 1989.**

-----: **Küçük İşletmelereYönelik Devlet Politikaları, Tes-Ar Tartışma Notları, Yayın No:3, Ankara, 1993.**

**OECD: Venture Capital Contex Development And Policies, Paris, 1986.**

**OKTAV, Mete, Alican KAVAS, GÜNAL ÖNCE, Mustafa TANYERİ: Orta ve Küçük İşletmelerde İhracata Yönelik Pazarlama Sorunları ve Çözüm Önerileri, TOBB Yayınları, Yayın No: 176, Ankara, 1990.**

**ÖZKÖK, İbrahim Cem: "Bir Finansman Türü Olarak Risk Sermayesi (Venture Capital) ve Uygulama Örnekleri", D.E.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt 7, Sayı1, 1992.**

**Resmi Gazete, 6 Temmuz 1993, Sayı: 21629**

**SARIASLAN, Halil: "Venture Capital (Risk Sermayesi) Finansman Modeli ve Türkiye'de Uygulama Olanakları", ASO Dergisi, Sayı:113, Ocak-Şubat 1992 Eki.**

**Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği, (VIII-21,r.g. 6.7.1993/21629 mük.)**

**ŞAPLAK, Halit: "Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Finansman Sorunu", Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Sayı:113, Temmuz 1988.**

**ŞENYUVA, Ayhan: Cesaret Sermayesi, Türkiye İşbankası Kültür Yayınları, Yayın No:311, Ankara, 1990.**

**TİGREL, Ali: Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelere Sağlanan Destekler, DPT Yayını, Ankara, 1990.**

**TÜRKCAN, Ergün: "Küçük Girişimci Sermayesi (Venture Capital) Hakkında", Para ve Sermayé Piyasası Dergisi, Sayı: 93, Kasım 1986.**

**ULUDAĞ; İlhan: SERİN, Vildan; Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler, Yapısal ve Finansal Sorunlar, Çözümler, İTO Yayınları, İstanbul, 1991.**

**UZUNOĞLU, Sadi: "Yeniliğin Finansmanı Risk Sermayesi" Busiad'dan Bakış Dergisi, Sayı: 48, Eylül 1994.**

**VARLIK, Levent: "Risk Sermayesinin Finansmanı", Muhasebe İşletme ve Finans Dergisi, Sayı 44-45, Kasım-Aralık 1989, s.40.**

**OECD: Venture Capital in Information Technology, Paris, 1985.**

**YALIM, Güler: "Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Teşebbüslerinin Ekonomideki Yeri Önemi ve Tanımlanması" Küçük ve Orta Boy Sanayi Teşebbüslerinin Sorunları, Çözüm Yolları Geliştirilmesi Semineri, MPM Yayınları, Yayın No:358, Ankara, 1987.**

**YILMAZ, Cahit: "Venture Capital " (Risk Sermayesi), İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı 90, Eylül 1993.**