

63495

**ORTA ve UZUN VADELİ FİNANSMAN KAYNAĞI OLARAK RİSK
SERMAYESİ FİNANSMAN YÖNTEMİNİN TÜRKİYE'DE UYGULAMA
İMKANLARI ve KAHRAMANMARAŞ İLİNDE BİR ARAŞTIRMA**

M. Mustafa KISAKÜREK

**Cumhuriyet Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü**

63495

Lisans Üstü Eğitim - Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin İşletme Anabilimdalı / Muhasebe -

Finansman Bilimdalı İçin Öngördüğü

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Olarak Hazırlanmıştır

Tez Yöneticisi

Doç. Dr. M. Kemalettin ÇONKAR

SİVAS- 1998

**T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ**

Sosyal Bilimler Enstitüsü'ne

İş bu çalışma, jürimiz tarafından İşletme Anabilim Dalı'nda Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan :

Üye :

Üye :

Onay

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onayların. / / 1998

(imza)

Enstitü Müdürü

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER.....	I
KISALTMALAR.....	V
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	VII
TABLOLAR LİSTESİ.....	VIII
ÖZET	X
ABSTRACT.....	XI
GİRİŞ.....	1
BİRİNCİ BÖLÜM	4
GENEL OLARAK YABANCI KAYNAKLARLA ORTA VE UZUN VADELİ FİNANSMAN ...	4
1. ORTA VE UZUN VADELİ FİNANSMAN KAVRAMI VE ÖNEMİ	4
1.1.KAVRAM.....	4
1.2. ÖNEMİ	5
2. YABANCI KAYNAKLARLA ORTA VE UZUN VADELİ.....	6
FİNANSMAN TÜRLERİ	6
2.1. ORTA VE UZUN VADELİ BANKA KREDİLERİ	7
2.2. FORFAITING	12
2.3.TİCARİ KREDİ	15
2.4. LEASING	16
2.5. TAHVİL	17
2.6. KÂR ZARAR ORTAKLIĞI BELGESİ (K.O.B.)	19
2.7. KÂR ORTAKLIĞI ESASLI KREDİ.....	21
2.8. RISK SERMAYESİ	21
İKİNCİ. BÖLÜM.....	22
RISK SERMAYESİ	22
1. RISK SERMAYESİ ENDÜSTRİSİNİN TARİHİ GELİŞİMİ.....	22
1.1. 1900'LÜ YILLARA KADAR RISK SERMAYESİ	22
1.2. GÜNÜMÜZ RISK SERMAYESİ.....	23
2. RISK SERMAYESİNİN TANIMI VE ÖZELLİKLERİ.....	24
2.1. TANIMI.....	24
2.2. RISK SERMAYESİNİN BAŞLICA ÖZELLİKLERİ	25
2.3. RISK SERMAYESİNDE TARAFLAR.....	28
3. RISK SERMAYESİ ŞİRKETLERİ	29
3.1. ÖZEL RISK SERMAYESİ ŞİRKETLERİ.....	29
3.2. KÜÇÜK İŞLETME YATIRIM ŞİRKETLERİ (SBIC)	31
3.3. BÜYÜK RISK SERMAYE ŞİRKETLERİ	31
4.RISK SERMAYESİ ŞİRKETLERİNİN GİRİŞİMCİ ŞİRKETLERİN FİNANSMANINDA KULLANDIĞI FİNANSAL ARAÇLAR.....	32
4.1. HİSSE SENETLERİ (COMMON STOCK).....	33
4.2. HİSSE SENEDİNE DÖNÜŞTÜRÜLEBİLİR BORÇ TÜRÜ FİNANSAL ARAÇLAR.....	34

4.2.1. Hisse Senedine Dönüştürebilme Avantajlı Borçlar (Convertible Loan Stock)	34
4.2.2. Borç Verme ve Varantlar (Lorans And Warants).....	35
5. RİSK SERMAYESİ FONLARININ KAYNAKLARI.....	36
6. RİSK SERMAYESİ ŞİRKETLERİNİN GİRİŞİMCİ ŞİRKETLERİ FİNANSE	
ETME AŞAMALARI.....	37
6.1. ÇEKİRDEK SERMAYESİ VE ARAŞTIRMA GELİŞTİRME FİNANSMANI.....	38
6.2. BAŞLANGIÇ FİNANSMANI.....	39
6.3. ERKEN AŞAMA FİNANSMANI	40
6.4. GEÇİT FİNANSMANI	40
6.5. BÜYÜME GELİŞME FİNANSMANI	40
6.6. KÖPRÜ FİNANSMANI VE ARA FİNANSMANI.....	41
6.7. ŞİRKET PAYLARININ VEYA VARLIKLARININ SATIN ALINMASI	41
7. RİSK SERMAYESİ FONLARININ KÂR ORANLARI	43
8. RİSK SERMAYESİ MODELİNDE RİSK FAKTÖRLERİ.....	44
9. RİSK SERMAYESİ ŞİRKETLERİNİN ÇALIŞMA YÖNTEMLERİ.....	45
9.1. İŞ PLANI.....	46
9.1.1. Özet	47
9.1.2. Ürün ve Hizmetler	48
9.1.3. Yönetim Kadrosu.....	48
9.1.4. Pazar ve Pazarlama.....	49
9.1.5. Üretim Yöntemleri.....	49
9.1.6. Finansman Bilgileri	49
9.2. RİSK SERMAYESİ FİNANSMANI İÇİN VERİLEN TEKLİFLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ	53
9.2.1. Yönetim	54
9.2.2. Finansal Yapı.....	55
9.2.3. Endüstriyel Çekicilik.....	55
9.2.4. Rekabet Avantajı.....	56
9.3. ÖN ARAŞTIRMA VE GÖRÜŞLER	56
9.4. FİYATLANDIRMA STRATEJİLERİ	58
9.4.1. Düşüş Riski.....	59
9.4.2. Yükselme Potansiyeli.....	60
9.4.3. Çıkış Fırsatları.....	60
9.5. RİSK SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİNDE SERMAYE PAYLARININ DAĞILIMI.....	61
9.5.1. Elde Edilecek Gelirin Hesaplanması	61
9.5.2. Girişimci Şirkete Katılma Oranının Hesaplanması	62
9.6. RİSK SERMAYESİ YATIRIM SÖZLEŞMESİNİN HAZIRLANMASI.....	68
9.7. RİSK SERMAYESİ STRATEJİLERİ.....	71
9.8. RİSK SERMAYE ŞİRKETİNİN YATIRIMDAN ÇIKIŞ YOLLARI.....	75
9.8.1. Halka Arz	75
9.8.2. Bir Başka Büyük İşletme Tarafından Satın Alınması	78
9.8.3. Girişimci Şirketin Kendisi Tarafından Satın Alınması.....	78
9.8.4. Risk Sermayesi Şirketlerinin Sahip Olduğu Payların Bir Başkası Tarafından (3. Şahıs) Satın Alınması	78
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	79
RİSK SERMAYESİ FİNANSMAN YÖNTEMİNİN TÜRKİYE UYGULAMASI.....	79
1. RİSK SERMAYESİ SEKTÖRÜNÜN DÜNYADAKİ UYGULAMALARINA GENEL BAKIŞ	79
1.1. ABD UYGULAMASI	80
1.2. İNGİLTERE.....	80
1.3. ALMANYA.....	81
1.3. JAPONYA.....	82
1.4. KANADA	83

1.5. DİĞER ÜLKELER	83
2. RİSK SERMAYESİ FİNANSMAN YÖNTEMİYLE İLGİLİ TÜRKİYE'DEKİ	
ÇALIŞMALAR.....	84
2.1. TEŞEBBÜSÜ DESTEKLEME AJANSI	84
2.2. TEKNOLOJİ GELİŞTİRME PROJESİ	85
2.3. KÜÇÜK VE ORTA ÖLÇEKLİ SANAYİ GELİŞTİRME VE DESTEKLEME İDARESİ	
BAŞKANLIĞI (KOSGEB)	85
2.4. TÜRKİYE'DE KURULAN RİSK SERMAYESİ ŞİRKETLERİ	87
3. RİSK SERMAYESİ İLE İLGİLİ MEVCUT HUKUKİ DURUMUN OLUŞTURDUĞU	
ÇERÇEVE	88
3.1. RİSK SERMAYESİ ŞİRKETİNİN ANONİM ORTAKLIK ŞEKLİNDE ÖRGÜTLENMESİ.....	89
3.2. RİSK SERMAYESİ ŞİRKETİNİN RİSK SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI (RSYO) OLARAK	
ÖRGÜTLENMESİ	90
3.3. RİSK SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARININ VERGİLENDİRİLMESİ.....	91
3.4. TÜRKİYE'DE RİSK SERMAYESİNİN GELİŞMESİNDE BAZI ÖNEMLİ HUSUSLAR	92
4. TÜRKİYE'DE RİSK SERMAYESİ YATIRIMLARI İÇİN KAYNAK SAĞLAMA	
İMKÂNLANARI	93
4.1. KAYNAK SAĞLAMADA DİKKAT EDİLMESİ GEREKEN HUSUSLAR.....	93
4.2. RİSK SERMAYESİ İÇİN YARARLANILABİLECEK BAŞLICA KAYNAKLAR.....	94
4.2.1. <i>Emekli Sandığı Ve Sigorta Kuruluşları</i>	95
4.2.2. <i>Ticaret Bankaları</i>	96
4.2.3. <i>Kalkınma Bankaları</i>	98
4.2.4. <i>Kamu Kesimi Tarafından Oluşturulacak Fonlar</i>	100
4.2.5. <i>Özel Finans Kurumları</i>	100
4.2.6. <i>Para Vakıfları</i>	103
4.2.7. <i>Risk Sermayesi Sektörüne İlgili Duyan Uluslararası Kuruluşlar ve Sermaye Şirketleri</i> ...	104
5. RİSK SERMAYESİ MODELİNİN EKONOMİYE KATKILARI.....	106
5.1. GİRİŞİMCİ ŞİRKETLERE SERMAYE VE YÖNETİM DESTEĞİ	106
5.2. VERİMLİLİK	107
5.3. SERMAYE PİYASASININ GELİŞMESİ VE YAYGINLAŞMASINA DESTEK OLMA	108
5.4. KİT'LERİ ÖZELLEŞTİRME ÇALIŞMALARINI KOLAYLAŞTIRMA	108
5.5. ÜLKE EKONOMİSİNE DİĞER KATKILARI	109
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM	110
RİSK SERMAYESİ İLE İLGİLİ BİR UYGULAMA	110
1. GİRİŞ.....	110
1.1. ARAŞTIRMANIN AMAÇ VE ÖNEMİ.....	110
1.2. PROBLEM.....	110
1.3. VARSAYIMLAR.....	111
1.4. SINIRLILIKLAR	111
2.YÖNTEM	111
2.1. MODEL	111
2.2. ANAKÜTLE.....	111
2.3. ÖRNEKLEM	111
2.4. VERİ TOPLAMA ARAÇLARI	112
2.5. VERİLERİN ANALİZİ.....	112
3. BULGULAR VE YORUMLAR.....	113
3.1. ÖRNEKLEMİN NİTELİKLERİ.....	113

3.2. İŞLETMELERDE RISK SERMAYESİ İLE İLGİLİ SORULARIN DEĞERLENDİRİLMESİ	116
SONUÇ	128
KAYNAKLAR	132
Ek-1: Anket Formu.....	140



KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AR-GE	: Araştırma - Geliştirme Faaliyetleri
A.Ş.	: Anonim Şirket
AT	: Avrupa Topluluğu
b.	: Baskı
BIMBO	: Buy In Management Buy Out (MBI ve MBO'nun Birlikte Uygulanması)
ERISA	: Employee Retirement Income Security Act (İşçi Emekli Gelirleri Güvenlik Yasası)
ESOP	: Employee Stock Ownership Plan (Çalışanların Hisse Alım Planı)
GVK	: Gelir Vergisi Kanunu
IFC	: International Finance Corporation (Uluslar Arası Finans Kurumu)
IPO's	: Initial Public Offering (Başlangıç Halka Açılmaları)
İ.İ.B.F.	: İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
İTO	: İstanbul Ticaret Odası
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsleri
KOB	: Kar Zarar Ortaklığı Belgesi
KOBİ	: Küçük ve Orta Boy İşletmeler
KOSGEB	: Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
KVK	: Kurumlar Vergisi Kanunu
LBO	: Leveraged Buy-Out (Kaldıraçlı Satın Alma)
MBI	: Management Buy-In (İşletme Dışından Yöneticilerin MBO Hareketi)
MBO	: Managemen Buy- Out (Yönetimsel Satın Alma)
Md.	: Madde
MKYO	: Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı
NPV	: Net Present Value (Net Bugünkü Değer)
OTC	: Over The Counter Market (Kote Edilmemiş Hisse Senetlerinin İşlem Gördüğü Tezgah Üstü Piyasalar)

RS	: Risk Sermayesi
RSYO	: Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı
RSYŞ	: Risk Sermayesi Yönetim Şirketi
s.	: Sayfa No
SBA	: Small Business Administration (Küçük İşletme İdaresi)
SBIC's	: Small Business Investment Companies (Küçük İşletme Yatırım Şirketleri)
Sen K.	: Sendikalar Kanunu
Ser .P.K.	: Sermaye Piyasası Kanunu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
ss.	: Sayfa Aralığı Nosu
SSK	: Sosyal Sigortalar Kurumu
TDA	: Teşebbüsü Destekleme Ajansı
TKB	: Türkiye Kalkınma Bankası
UK	: United Kingdom (Birleşik Krallık- İngiltere)
USA	: United State Of America (Amerika Birleşik Devletleri)
3I	: Investment In Industries "Three Eyes" (İngiltere'nin En Büyük RS Kuruluşunun Yaygın İsmi)
vb.	: Ve benzeri
vs.	: vesaire
yy.	: Yüz Yıl
\$: Dolar
£	: Sterlin

ŞEKİLLER LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Şekil 1.1. Forfaitingın İşleyişi	13
Şekil 1.2. Leasingin İşleyişi	16
Şekil 2.1. Risk Sermayesini Oluşturan Taraflar Arasındaki İlişkiler	27
Şekil 2.2. Sınırlı Ortaklık Türünde Yapılanmış Olan Risk Sermayesi Şirketinin Yer Aldığı Risk Sermayesi Sisteminin İşleyişi	29
Şekil: 2.3. Girişimcilerin Tekliflerinin Değerlendirilmesi	43



TABLO LİSTESİ

Sayfa No

Tablo 2.1. ABD Ve AT Ülkelerinde Risk Sermayesinin Kaynaklarının Kurumlar Bazında Dağılımı (1984-1992 Yıllarının % Dağılımının Karşılaştırılması)	30
Tablo 2.2. 1987'de Risk Sermayesi Şirketlerinin Ükelere Göre Dağılımı ve Sermaye tutarları	35
Tablo 2.3. AT Ülkeleri ve ABD'de Risk Sermayesi Şirketlerinin Yatırım Aşamalarına Göre Portföy Dağılımı (1991 Yılı İçin)	37
Tablo 2.4. Yatırım Aşamalarının Zaman/Risk Tablosu	41
Tablo 2.5. Yatırımlardan Beklenen Değer Artışları	42
Tablo 2.6. Örnek Olarak İş Planı Çerçevesi	49
Tablo 2.7. Yatırım Sözleşmesi Çerçevesi	68
Tablo 2.8. Kleiner & Perkins Risk Sermayesi Şirketlerinin Yatırım Portföyü	72
Tablo 2.9. Farklı Çıkış Yollarının Kârlılık Tablosu	75
Tablo 3.1. Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş Ortaklık Yapısı	86
Tablo 4.1. Ankete Katılan Yöneticilerin Yaş Gruplarına Göre Dağılımları	112
Tablo 4.2. Ankete Katılan Yöneticilerin Cinsiyetlerine Göre Dağılımları	113
Tablo 4.3. Ankete Katılan Yöneticilerin Eğitim Düzeylerine Göre Dağılımları	113
Tablo 4.4. Ankete Katılan Yöneticilerin Yöneticilik Deneyimlerine Göre Dağılımları	113
Tablo 4.5. Ankete Katılan Yöneticilerin Çalıştıkları İşletmelerin Faaliyet Sürelerine Göre Dağılımları	114
Tablo 4.6. Ankete Katılan Yöneticilerin Çalıştıkları İşletmelerin Hukuki Şekillerine Göre Dağılımları	114

Tablo 4.7. Ankete Katılan Yöneticilerin Risk Sermayesi Finansman Yöntemi Hakkında Bilgiler Olup Olmadığı Hususundaki Fikir Dağılımı	115
Tablo 4.8. Ankete Katılan Yöneticilerin Risk Sermayesi Hakkında Sahip Oldukları Bilgi İle Eğitim Düzeyleri Arasındaki İlişki	116
Tablo 4.9. Ankete Katılan Yöneticilerin Risk Sermayesi Hakkında Sahip Oldukları Bilgi İle Yöneticilik Deneyimleri Arasındaki İlişki	117
Tablo 4.10. Ankete Katılan Yöneticilerin Yatırım Kredisi Kullanıp Kullanmadıkları Konusundaki Fikir Dağılımı	117
Tablo 4.11. Ankete Katılan Yöneticilerin Banka Kredisi Kullanmama Nedeniyle İlgili Fikir Dağılımı	118
Tablo 4.12. Ankete Katılan Yöneticilerin Yatırım Finansmanında Kendi Kaynakları Dışında Kullanabilecekleri Finansman Kaynakları Hakkında Fikir Dağılımı	119
Tablo 4.13. Ankete Katılan Yöneticilerin Yatırım Kredisine Başvuru Yapıp Yapmadıkları Hakkındaki Fikir Dağılımı İle Yöneticilerin Yöneticilik Deneyimleri Arasındaki İlişki	119
Tablo 4.14. ‘İşletmelerin Ticari Bir Ürün Elde Edebilmeleri Amacıyla Yeni Fikir, Buluş ve Teknolojik Yenilikleri Finansal ve Yönetim Açısından Destekleyen Özel Şirketlere İhtiyaçları Vardır’ Hakkındaki Fikir Dağılımı	120
Tablo 4.15. ‘Kobilerin Finansman Sorunuyla Karşılaştıklarında En Uygun Yol Yeni Ortaklar Bulmalarıdır’ Hakkında Fikir Dağılımı	121
Tablo 4.16. ‘Yeni Buluş ve İcatlar Hiçbir Teminat İstenilmeden Finansal ve Yönetim Açısından Desteklenmelidir’ Hakkında Fikir Dağılımı	122
Tablo 4.17. ‘Politik İstikrarsızlık Olan Ülkelerde Kar- Zarar Ortaklığı Esasıyla Çalışan Finansal Kuruluşların Başarılı Olma Şansları Düşüktür’ Hakkında Fikir Dağılımı	123
Tablo 4.18. ‘Yüksek Enflasyon Olan Ülkelerde Kâr Zarar Ortaklığı Esasıyla Çalışan Finansal Kuruluşların Başarılı Olma Şansları Düşüktür’ Hakkında Fikir	124
Tablo 4.19. ‘Türkiye’de Araştırma Geliştirme Çalışmalarını Finansal Açısından Destekleyecek Finansal Kurumların Kurulması Yararlı Olacaktır’ Hakkında Fikir Dağılımı	125
Tablo 4.20. ‘Projeleri Hem Finansman Açısından Hem De Yönetim Açısından Destekleyen Kurumların Varlığı Ülkedeki Müteşebbis Ruhlu İnsanların Projelerini Uygulamaya Geçirme Fırsatı Verecektir’ Hakkında Fikir Dağılımı	126

ÖZET

Risk sermayesi finansman yöntemi ekonominin lokomotifi durumunda olan KOBİ'in finansman ve yönetim sorunlarını çözmek için ortaya çıkmıştır.

Risk sermayesi finansman yönteminin temel karakteristiği yüksek risk, yüksek kazanç ve yüksek teknolojidir. Risk sermayesi az ihtimalle büyük kar ile büyük ihtimalle küçük zararın sentez edildiği bir finansal yatırım türüdür. Risk sermayedarı genellikle aktif yatırımcıdır. Risk sermayedarları finans , pazarlama , personel ve planlama alanlarında yatırıma teknik ve yönetsel destek verecek yetenektedirler.

Bu tez dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde orta ve uzun vadeli finansman kaynakları hakkında genel bir bilgi verilmiştir. İkinci bölümde risk sermayesi finansman yöntemi tanıtılmıştır. Üçüncü bölümde risk sermayesi finansman yönteminin Türkiye'deki durumu belirtilmiştir. Dördüncü bölümde ise risk sermayesi ile ilgili Kahramanmaraş ilinde yapılan bir araştırmaya yer verilmiştir.

ABSTRACT

Venture capital has appeared to solve financial and managerial of small business companies which are locomotive of economics.

The basic characteristics of the venture capital are high risk, high gain, and high technology. Venture capital refers to the small probability of a large gain with a large probability of small loss.

Venture capital are usually active investors. They are capable of providing management and technical assistance in the areas of planning personnel marketing and financing.

This thesis contains four chapters. In the first chapter general information about middle and long term financial resources is given. In the second chapter had been presented. In the third chapter the situation of venture capital in Turkey had examined. Fourth chapter contains a survey about venture capital in Kahramanmaraş.

GİRİŞ

Günümüz dünyasında ülkeler arasında sınırlar hızlı bir şekilde kalkmaktadır. Sınırların önemini yitirdiği bir dünyada sermaye hareketleri büyük önem kazanmaya başlamıştır. Ülkelerin gücü de üretimleriyle paralel olarak artmaktadır. Dünya politikasında söz sahibi olan ülkeler dünya pazarındaki payları en büyük olan ülkelerdir. Dolayısıyla bu ülkelerle rekabet edebilmek isteyen ülkelerin mutlaka üretim kapasitelerini artırmaları gerekmektedir. Üretim gücünün arkasında ise insan ve sermaye vardır.

Ülke ekonomisinin canlanmasında vaz geçilmez unsur olarak KOBİ karşımıza çıkmaktadır. KOBİ ülke ekonomisinin lokomotifidir. Oysa KOBİ ayakta kalabilmek için, yönetim ve finansman desteğine ciddi boyutlarda ihtiyaç duymaktadırlar. KOBİ, finans literatüründe “Mac Millan Gap” diye de adlandırılan olgudan dolayı finansman ihtiyaçlarını bankalardan temin edememektedirler. Bankalar çoğunlukla kredilerini kendini ispatlamış büyük anonim ortaklıklara kullanılmaktadır. Dolayısıyla yeni girişimcilerce kurulan küçük ölçekli işletmeler bu tür bir kaynaktan mahrum kalmaktadırlar.

KOBİ'in bu tür sıkıntılarını giderebilmek için finans dünyasında alternatif çözümler aranmaya başlanmıştır. Risk sermayesi finansman yöntemi 1930'lu yıllarda gündeme gelmiştir. 1970'li yıllardan bu yana da özellikle Amerika'da önemli ölçüde yaygınlık kazanan bir finansman yöntemi olarak kullanılmaktadır. Risk sermayesi, kısaca, yeni fikir, buluş ve teknolojik yenilikleri, ticari bir ürün elde edebilmek amacıyla yönetsel ve finansal açıdan desteklemektir. KOBİ'in en büyük sıkıntılarından olan yönetim tecrübesi eksikliğini ve finansman yetersizliğini risk sermayesi finansman yöntemiyle gidermek mümkün olacaktır. Bu haliyle risk sermayesi, toplumdaki girişimci güçleri harekete geçiren, ülkenin sanayileşme sürecine katkıda bulunan ve istihdamı artıran bir sistem olarak ifade edilebilir.

Türkiye’de risk sermayesi ile ilgili çalışmalar 1988 yılından itibaren hız kazanmıştır. 1992 yılında ise konuyla alakalı kanuni düzenlemeler yapılmıştır. 1996 yılında da Vakıf Bank’ın bünyesinde risk sermayesi yatırım ortaklığı kurulmuştur.

Tez dört ana bölümden oluşmaktadır. Tezin ilk üç bölümünde teorik çerçeveye, son kısmında ise uygulamaya yer verilmiştir. Teorik kısım genelden özele doğru ele alınarak sırasıyla orta ve uzun vadeli finansman kaynakları, risk sermayesi finansman yöntemi ve Türkiye’de risk sermayesi finansman yönteminin uygulanması konuları üzerinde durulmuştur. Çalışmanın birinci bölümünde konuyu oluşturan temel kavramlar olan orta ve uzun vadeli banka kredileri, leasing, forfaiting, satıcı kredileri, tahvil, kâr zarar ortaklığı belgesi, kâr ortaklığı esaslı kredi ve risk sermayesi kavramları incelenerek genel bir yaklaşım elde edilmeye çalışılmıştır.

İkinci bölümde risk sermayesi finansman yönteminin çalışma tarzı üzerinde durulmuştur. Bu bölümde risk sermayesi finansman yönteminin tarihsel gelişimi, tanımı ve özellikleri, girişimci şirketlerin finansmanında kullanılan finansal araçlar, risk sermayesi şirketleri, girişimci şirketlerin finanse edilme aşamaları, yöntemdeki risk faktörleri, risk sermayesi şirketlerinin çalışma yöntemleri incelenmiştir.

Teorik kısmın sonu olan üçüncü bölümde ise risk sermayesi finansman yönteminin Türkiye’deki durumu irdelenmiştir. Bu bölümde ilkin risk sermayesi finansman yönteminin dünyadaki uygulamaları hakkında genel bir değerlendirme yapılmış, daha sonra yöntemle ilgili Türkiye’deki çalışmalar, mevcut hukuki durumun oluşturduğu çerçeve belirtilmiştir. Üçüncü bölümde son olarak Türkiye’de risk sermayesi yatırımları için kaynak sağlama imkanları ve yöntemin ülke ekonomisine sağlanan katkılar belirtilerek teorik çerçeve tamamlanmıştır.

Dördüncü bölümde ise Kahramanmaraş ili merkezinde faaliyette bulunan sanayi işletmeleri üzerinde yapılacak bir uygulamaya yer verilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

GENEL OLARAK YABANCI KAYNAKLARLA ORTA ve UZUN VADELİ FİNANSMAN

1. ORTA VE UZUN VADELİ FİNANSMAN KAVRAMI ve ÖNEMİ

1.1.Kavram

İşletmeler, varlıklarını finanse edebilmek için fon kaynaklarına ihtiyaç duyarlar. Bu doğrultuda işletmeler döner varlıklarını kısa vadeli, duran varlıklarını ise orta ve uzun vadeli finansman kaynaklarıyla finanse ederler. Kısa vadeli finansman kaynakları para piyasalarından, orta ve uzun vadeli finansman kaynakları da sermaye piyasasından sağlanabilir. Orta ve uzun vadeli finansman kaynakları, işletmelerde 2 ile 10 yıl arası kullanılan finansman kaynaklarıdır¹.

Orta ve uzun vadeli kaynak ihtiyacının karşılanması sorunuyla işletmeler sık sık karşılaşmazlar. Bu sorun, işletmelerin kuruluşları sırasında veya büyük yatırımlarda bulunacakları zamanlarda ortaya çıkar. Finansal yöneticilerin orta ve uzun vadeli finansman alternatifleri arasından yaptıkları seçim, işletmenin faaliyeti ve kârı üzerinde uzun yıllar etkili olur². İşletmelerde ihtiyaç duyulan orta ve uzun vadeli finansman kaynakları, öz kaynaklar ve yabancı kaynaklar olmak üzere iki yoldan temin edilir.

a) Öz kaynaklarla finansman

İşletmenin sahibi veya ortakları tarafından gerek kuruluş sırasında ve gerekse daha ileriki aşamalarda işletmeye konulan sermaye, öz kaynaklardan sağlanmış olan sermayedir. Öz kaynaklardan sağlanan sermayenin tutarı ve bileşimi çeşitli faktörlere bağlıdır. İşletmenin büyüklüğü, örgüt şekli, yöneticilerin

¹ Ali Ceylan, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Bursa: 2. Baskı, Ekin Kitabevi, 1995, s.140.

davranışları, işletme faaliyetlerinin gelişme düzeyi sağlanacak sermayenin tutarını etkileyen başlıca faktörlerdir. Bununla beraber, para ve sermaye piyasalarının yapısı, bu piyasalara bağlı olarak dışarıdan kredi bulma imkanlarının derecesi, öz sermayenin az ya da çok olması gibi hususlar da sağlanacak sermayenin tutarını etkileyebilmektedir. İşletmenin öz sermayesi, orta ve uzun vadeli yabancı kaynak sağlayacak kreditorler için bir güvence oluşturur³.

Anonim şirketlerde ortaklar tarafından işletmeye tahsis edilen fon karşılığında, ortaklara hisse senedi verilir. Hisse senedi bir anonim şirketin sermayesinin birbirine eşit bölünmüş paylardan bir parçasını temsil eden, kanuni şekil ve şartlarına uygun olarak düzenlenen, hukuken kıymetli evrak niteliğinde bir belge olarak tanımlanmaktadır⁴.

b) Yabancı kaynaklarla finansman

Yabancı kaynak, işletmeye işletme dışından gerçek ve tüzel kişilerce borç ya da kredi olarak sağlanan kaynaktır. Yabancı kaynaklar genellikle belirli bir vadeye bağlı olup belirli bir yükümlülük getirirler. Ayrıca bu tür kaynaklar sağlayanlar için bir alacaklılık hakkı da doğururlar.

1.2. Önemi

İktisadî kalkınmanın temelini veya özünü yatırım oluşturmaktadır⁵. Gelişmekte olan ülkeler arasında yer alan Türkiye'nin en önemli problemlerinden birisi, bu yatırımları gerçekleştirmek için kaynak bulmada yaşadığı zorluklardır⁶. Sanayileşmede ihtiyaç duyulan kaynakların büyük bir kısmını tasarruflar

² Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, Gözden Geçirilmiş ve Genişletilmiş 5.b., İstanbul: İstanbul Üniversitesi Muhasebe Enstitüsü Yayın No.: 56, Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayın No.: 8, 1989, s.547.

³ Ceylan, s.140.

⁴ Semih Bükler, Rıza Aşkoğlu ve Güven Sevil, **Finansal Yönetim**, Eskişehir: 1994, s.266.

⁵ Öztin Akgüç, **Dünyada Türkiye'de Kalkınma Bankacılığının Rolü ve Geleceği**, Ankara: Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. 1993, s.50.

⁶ Ahmet Demirel, "Finansal Kurumlar ve Sanayinin Uyumu", **Görüş Dergisi**, (Eylül 1995), s.25.

oluşturmaktadır. Bu tasarrufların toplanması ve oluşan fonların yatırım projelerine aktarılması kalkınmanın hızlanmasını sağlayacaktır.⁷

Bir ülkenin kalkınması mali piyasalar ile ekonominin reel kesiminin aynı ölçülerde gelişmesine bağlıdır. Mali piyasalar, para ve sermaye piyasalarının sağlıklı çalışmasına ve kullanılabilir fonların asgari maliyetle aktarılmasına yardımcı olmaktadır⁸.

Tasarruflar, yatırım projelerine göre sınırlıdır. Kaynakları en verimli kullanılabilecek yatırımlara aktarmak gerekir. Kaynakların en iyi şekilde kullanılması halinde, daha az yatırım hacmiyle daha büyük ekonomik kalkınma hızı gerçekleştirilebilir⁹. İşletmeler mevcut teknolojilerini modernize edebilmek, emek yoğun üretim şeklinden sermaye yoğun üretim şekline geçebilmek, ürünlerini kurulan iyi bir pazarlama ağıyla satabilmek gibi amaçlarını gerçekleştirmek için finansman kaynağına ihtiyaç duyarlar. İşletmeler kaynak ihtiyacını öz kaynaklarıyla karşılayamıyorlarsa yabancı kaynaklarla karşılamaya çalışacaklardır. Bu nedenle de, işletmeler bankaların oluşturduğu para piyasasından ve sermaye piyasalarından yararlanacaktır¹⁰.

2. YABANCI KAYNAKLARLA ORTA ve UZUN VADELİ

FİNANSMAN TÜRLERİ

Yabancı kaynaklardan orta ve uzun vadeli fon temin etmenin başlıca yöntemlerini aşağıdaki gibi maddelendirmek mümkündür:

- * Banka kredileri,
- * Leasing,

⁷ Kaya Serdar Şahin, "Yatırımların Finansmanında Banka Kredileri", **T.K.B. Bülteni**, Sayı: 38 (Eylül 1981), s.18.

⁸ M. John Barron ve J. Gerald Lynch, **Economics**, Boston: 1989, ss.326-327.

⁹ Akın Yılkin, **Kalkınma ve Sanayi Ekonomisi**, İstanbul: 1988, ss.72-73.

¹⁰ Avni Zarakolu, **Bankacılar için Para ve Kredi Bilgisi**, Ankara: 1989, s.49.

- * Forfaiting,
- * Satıcı kredileri,
- * Tahvil,
- * Kâr-zarar ortaklığı belgesi,
- * Kâr zarar ortaklığı kredisi,
- * Risk sermayesi,

2.1. Orta ve Uzun Vadeli Banka Kredileri

Türkiye'de 1970'li yıllardan itibaren ticaret bankaları orta ve uzun vadeli kredi vermektedirler. Orta ve uzun vadeli banka kredilerini diğer işletme kredilerinden ayıran iki temel özellik vardır. Bunlardan birincisi vadenin 1 yıldan uzun olması, ikincisi ise verilen kredinin bir borç anlaşmasına bağlanmış olmasıdır¹¹.

Kredi sözcüğü "inanmak, itimat etmek" anlamalarına gelen Lâtince "credere" kelimesinden türetilmiştir. Türkçe'de ise "itibar" veya "saygınlık" manalarını ifade etmektedir¹².

Kredi, kısaca bir borç alış verişidir. Krediyi "eldeki para ile gelecekte ele geçecek paranın değişmesi", " para ile ödeme vadinin mübadelesi "¹³, " bir malın bedeli olan başka bir malın yahut paranın hemen verilmeyerek daha ileride ödenmesi vaadi"¹⁴ olarak tanımlamak mümkündür. Tanımdan da anlaşılacağı gibi kredi de zaman önemli bir unsurdur. Kredideki zaman unsuru "güven" faktörünü doğurmaktadır. Para, mal veya hizmet gibi değerler gelecekte karşılığını ödemeyi vaat eden diğer bir kişiye verilirken güven faktörü önemli bir rol oynamaktadır. Buradan hareketle kredinin temelini güvene dayandığı sonucunu çıkarmak mümkündür.

¹¹ C.James Van Home, *Financial Management and Policy*, New Jersey: Prentice-Hall Inc, 1992, s.542.

¹² Arslan Yüzgün, *Cumhuriyet Dönemi Türk Banka Sistemi (1923-1981)*, İstanbul: 1982, s.223.

¹³ Zarakolu, s.49.

¹⁴ Yüzgün, s.223.

Kredi başlıca dört unsurdan oluşmaktadır. Bu unsurlar, borçlu tarafından sorumluluğun kabulü; borçlunun bu sorumluluğu yerine getirebilme kabiliyetinin varlığı; sosyal yaptırımın kanun şeklinde geçerli olması ve sorumluluğun yerine getirilmemesi durumlarına karşı teminatın alınmasıdır.

Banka kredileri; sağlanan kredinin vadesine, fonksiyonuna, şekline ve kredi verenin karakterine göre sınıflandırılabilir. Krediyi veda bakımından kısa, orta ve uzun vadeli olarak ayırmak mümkündür. Fonksiyon bakımından ise kredi; ticari kredi, tüketici kredisi, yatırım veya çalışma sermayesi kredileri olarak türlere ayrılabilir. Krediyi şekil yönünden de teminatl ve teminatsız olarak ayırmak mümkündür. Kredi verenin karakterine göre ise de, ticari veya banka kredileri ayrımı yapılabilir¹⁵.

Orta ve Uzun vadeli krediyi, kısa vadeli krediden ayıran özellikler aşağıdaki gibi sıralanabilir:

a- Vade

1 yıla kadar vadeli krediler kısa vadeli krediler, 1-5 yıl süreli krediler orta vadeli krediler, beş yıldan daha uzun vadeli krediler de uzun vadeli kredilerdir¹⁶.

b- Kullandırma ve geri ödeme usulü

Orta vadeli krediler, kredi kurumları tarafından bir defada kullandırılabilceği gibi, zaman içinde belli aralıklarla kullandırılmaları da mümkündür. Örneğin; kullanılmak istenen kredi, yatırım kredisi olarak kullanılmak isteniyorsa kredi kurumu tarafından kredi tutarı bir defada ödenir. Şayet bina ve

¹⁵ Henri Hardfield, *Bank Credits and Acceptance*, New York: 1974, s.3.

¹⁶ Turgut Sungun, *Bankacılar İçin Banka Tekniği*, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayın No.: 218, 1988, s.63. Orta ve uzun vadeli kredilerin vadeleri hakkında tartışmalar olmuştur. Bir takım yazarlar 1-10 yıl vadeli kredileri orta vadeli kredi saymışlar; üzerini ise uzun vadeli kredi olarak kabul etmişlerdir. Bir kısım yazarlar da 1-5yıl vadeli kredileri orta vadeli kredi; üzerini ise uzun vadeli kredi olarak kabul etmişlerdir. Bu tartışma T.C. Merkez Bankası 92 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile sağlanan imkan sonucu 5 yıla kadar vadeli senetleri reeskonta

tesislerin inşası aşamasında kullanılmak isteniyorsa, kredi kurumu tarafından belirli aralıklarla kullandırılır¹⁷.

Orta vadeli krediler, kredi alan firmanın gelecek dönemde meydana getireceği mali imkanlara göre düzenlenmiş periyodik taksitler halinde geri ödenir. Ödemede borçlunun ödeme kabiliyetinin yanı sıra finansman kurumunun ihtiyacı da göz önünde tutulur¹⁸.

c- Kredinin teminatı

Orta ve uzun vadeli krediler, genellikle teminatlı kredilerdir. Verilen krediye gayr-i menkul ipoteği, ortakların şahsi kefaleti, ticari işletme rehini teminat olarak gösterilebilir. Teminat mektupları ve banka emrine borç senedi düzenlenmesi gibi unsurlar teminat olarak kabul edilir¹⁹. Tutarları az olan orta ve uzun vadeli krediler için genellikle tutarları çok olanlara oranla daha fazla teminat istenmektedir²⁰.

Tutarı az olan kredilerin piyasadan yeni pay almaya başlayan küçük işletmelere verilmesinden dolayı, bu tip kredi talebinde bulunan işletmelerden büyük teminatlar istenmektedir. Tutarı yüksek krediler ise, genellikle büyük ve piyasada tutunmuş firmalara verildiğinden, bu işletmelerin borç ödeme güçleri en iyi güvenceyi oluşturmaktadır. Bundan dolayı verilen kredilere ayrıca bir teminat istenmemektedir²¹.

d- Kredi sözleşmesi

kabul etmesiyle son bulmuştur. Dolayısıyla 1-5 yıl vadeli krediler orta vadeli krediler olarak kabul edilmiştir.

¹⁷ Osman Tunaboylu, *Dünya'da ve Ülkemizde Ticaret Bankacılığının Hukuki ve İktisadi Yönleri İle Orta Vadeli Kredi Uygulama ve Kaynakları*, İstanbul: İstanbul Bankası Kültür Yayınları No.: 2, 1976, s.9.

¹⁸ Öztin Akgüç, *Orta ve Uzun Vadeli Krediler ve Finansman Kurumları*, Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayın No.: 47, 1975, ss.7-8.

¹⁹ Türkiye Kalkınma Bankası (T.K.B.), *Turizm Kredileri İlke ve Şartları*, Ankara: 1993, s.10.

²⁰ Recep Önal, *Türkiye'de Orta ve Uzun Vadeli Kredi Uygulaması*, Ankara: Maliye Bakanlığı Teknik Kurulu Neşriyatı No.: 170, 1976, s.2.

²¹ Gülnur Tek, "Türkiye'de Orta ve Uzun Vadeli Finansman Kaynakları", (Basılmamış Uzmanlık Tezi, Türkiye Kalkınma Bankası Krediler Müdürlüğü, 1990), s.50.

Orta ve uzun vadeli krediler, kısa vadeli kredilere nazaran daha riskli olduklarından, kredi sözleşmeleri büyük bir dikkatle hazırlanmaktadır. Sözleşmede geri ödeme planı ve biçimi, kredi şartları ve kredinin ödenmemesi durumunda cezai yaptırımlar hususunda hükümler belirtilir²².

Orta ve uzun vadeli kredilerde riskin fazla olması nedeniyle, kredi verenler sözleşmeye krediyi koruyucu özel şartlar koyabilirler. Bu sözleşmeyle borçlu firmanın yönetimine çeşitli şekillerde müdahale etme, firmanın mali bünyesini ve gelir elde etme kabiliyetini bozucu ticari işlemlerini önleme gibi maddeler ilave edilebilir²³. Özetle, bir kredi sözleşmesinde olması gereken hususlar; kredi tutarı ve faizi, vadesi ve itfası, kredinin kullandırılma şartları ve teminatıdır.

e- Kredinin itfa kaynakları

Orta ve uzun vadeli kredilerin bir diğer özelliği de, kullanılan kredinin geri ödeme biçimidir. Orta vadeli krediler, kredi alan firmanın gelecek dönemlerde elde edecekleri fonlarla itfa edilirler. Bir firmanın normal faaliyetleri sonucunda elde edeceği kaynaklar net kâr ve amortismanlar kadardır. Orta vadeli kredilerin geri ödenmesi periyodik taksitler şeklinde olur. Periyodik taksitlerin tutarı sabit olabileceği gibi, borç alanın mali durumuna ve kaynak oluşturabilme imkanlarına göre yıllar itibarıyla farklılık gösterebilir. Uygun taksit tarihlerinin ve tutarlarının tespiti kredinin geri ödenmesini kolaylaştırır. Kısa vadeli kredilerde geri ödeme ise dönen varlıkların paraya çevrilmesi ile olur²⁴.

f- Kullanış alanları

Firmalar yeni üretim üniteleri kurmak, mevcut üretim kapasitelerini arttırmak, kurulu tesisleri modernize etmek, üretkenlik (verimlilik) artışını sağlayarak üretim maliyetini düşürmek gibi sebeplerden dolayı sabit varlıklarına ilavelerde bulunurlar. Firmalar, bu yatırımlarının finansmanı için yeni ortaklar

²² Tek, s.51.

²³ Akgüç, Orta Ve Uzun Vadeli Krediler Ve Finansman Kurumları ... s.11.

almak yerine orta vadeli kredileri kullanmayı tercih ederler. Ayrıca firmalar mevcut duran varlıklarının ekonomik değerini artırıcı tamir bakım giderlerini ve duran varlık yenileme finansmanını karşılamak için de orta vadeli kredilere başvurulabilirler. Bunlara ilaveten, net işletme sermayesinin artırılması için gerekli fon da orta vadeli kredilerden sağlanabilir. İşletme, şartları elverişsiz eski borcunu ödeyebilmek için ihtiyaç duyduğu kaynakları orta vadeli kredileri kullanarak temin edilebilir²⁵.

g- Kredi taleplerinin değerlendirilmesi

Orta vadeli krediler, kısa vadeli kredilere oranla daha yüksek risk taşımaktadırlar. Bu ise orta vadeli kredi verenleri, krediyi kullanmak isteyenler hakkında detaylı araştırma yapmaya zorlamaktadır. Orta vadeli kredilerin geri ödenmesinde doğacak risklerin azaltılması için, krediyi kullanan firmanın gelecek dönemlerde meydana getireceği fonların ve mali yapısının doğru bir şekilde tahmin edilmesi gerekir. Oysa geleceğin tahmini oldukça zordur ve önemli ölçüde belirsizlik taşır. Bu sebeplerden dolayı, kredi kurumları orta ve uzun vadeli kredi verecekleri zaman aşağıdaki çalışmaları yaparlar²⁶:

- * Kredi talebinde bulunan firmanın içinde bulunduğu endüstrinin analizi,
- * Kredi talep eden firmanın yönetiminin etkinliği,
- * Kredi talep eden firmanın gelecek dönemlerde oluşturacağı fonlar,
- * Firmanın mali durumu,
- * Firmanın verimliliğinin ölçülmesi,
- * Kredi sözleşmesine konulacak olan özel koruyucu hükümlerle kredinin itfasının güvence altına alınması,

²⁴ Akgüç, Finansal Yönetim ..., s.514.

²⁵ Akgüç, Orta ve Uzun Vadeli Krediler ve Finansman Kurumları..., ss.11-13.

²⁶ Öztin Akgüç, Kredi Taleplerinin Değerlendirilmesi, 5. b., İstanbul: 1991, ss.209-219.

- * Firmanın finansman ihtiyacının azaltılmasına yönelik önerilerin kredi veren kurum tarafından tespiti.

2.2. Forfaiting

Forfaiting ihracatçının riskini ortadan kaldıran orta vadeli bir finansman türüdür. Forfaiting, genellikle mal ve hizmet ihracatından doğan ve ileri bir tarihte vadesi gelecek olan bir alacak hakkının satın alınması işlemidir²⁷. Burada alacak hakkının satımı genellikle poliçe veya emre muharrer senetlerle (bono) yapılır²⁸. Ticari senede bağlanmamış alacaklar forfaitinge konu olmamaktadır. Ayrıca forfaitinge konu olan işlemlerin para cinsinin, döviz piyasasında işlem gören kuvvetli para birimi olması gerekmektedir. Alacak hakkını satan, senedi ciro ederken "rücu edilemez" şerhini koyarak, vade sonunda alacağın tahsil edilememesi durumunda kendini riske karşı koruyabilmektedir. Dolayısıyla risk, alacak hakkını satın alan (forfaiter) finansman kuruluşunda kalmaktadır. Finansman kuruluşları da doğabilecek riski paylaşmak amacıyla, satın alınan alacağın aval, kayıtsız şartsız ve geri dönüşü olmamak (gayr-ı kabili rücu) kaydıyla bir banka garantisi ile güvence altına alınmış olmasını talep etmektedirler. Forfaitingde, alacak hakkı satın alınırken, kredinin vadesine göre sabit bir faiz oranı üzerinden senet iskonto edilmektedir²⁹. Forfaiting, ihracatçıların ithalatçılara kredili olarak sattıkları mal bedelleri ile ilgili alacaklarını, kendilerine rücu hakkı olmaksızın üçüncü şahıslara satmalarıdır.

Forfaiting'de yer alan taraflar;³⁰

- * İhracatçı (Forfartist)
- * İthalatçı işletme
- * Forfaiter (Kredili satışı paraya çeviren, finanse eden banka)

²⁷ M. İlker Parasız, "Leasing", "Factoring", "Forfaiting" ve Karşılıklı Ticaret. **Tekstil ve Makine Dergisi**, Sayı: 19 (Şubat 1990), s.31.

²⁸ Vecdi Ünay, **Bankalarca Dış Ticaretin Finanse Edilme Usulleri**, İstanbul: Es Yayınları, 1989, s.177.

²⁹ Haluk Erdomal, **Faktoring ve Forfaiting**, İstanbul: Akbank Ekonomik Yayınları, 1992, s.65.

³⁰ Sudi Apak, **Uluslar Arası Finansal Teknikler**, Eskişehir: Bilim ve Teknik Yayınevi, 1995, s.110.

* Garantör (aval) bankadır.

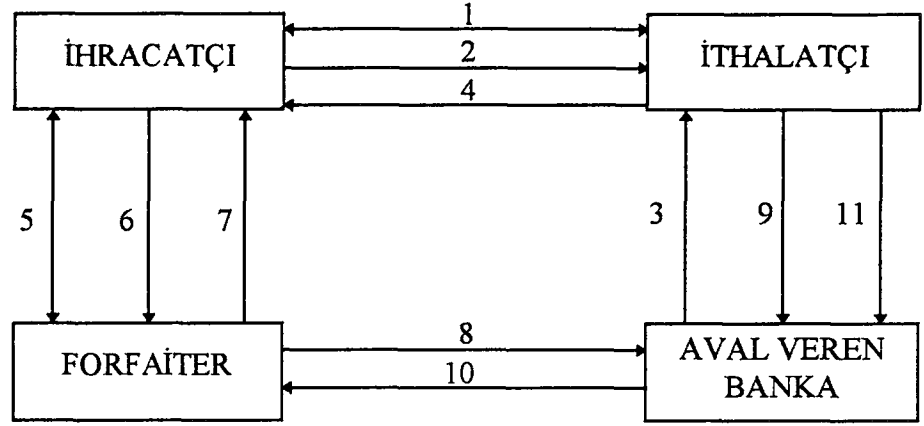
Forfaiting işleminde yukarıda belirtilen taraflar arasındaki ilişki mal, senet ve para akışı şeklinde gerçekleşmektedir. İhracatçı vadesi 6 aydan 5 yıla kadar sürebilen vadeli mal satışını kabul ettikten sonra ithalatçı ile aralarındaki sözleşme uyarınca malı gönderir. İthalatçı kendi ülkesinde bir banka tarafından aval verilmiş bono veya poliçeyi ihracatçı firmaya gönderir. İhracatçı firma bu senedi (poliçe ve bonoyu) rücu (geri dönüş) olmaksızın bir bankaya (forfaiter) sabit bir faizle iskonto ettirir ve parayı tahsil eder. Forfaiter almış olduğu bu senetleri vadesi geldiğinde garantör bankaya ibraz ederek senet tutarını tahsil eder. İthalatçı da vadesi geldiğinde garantör bankaya ödeyerek senetlerini geri alır³¹. Şekil 1.1.'de forfaiting'in işleyişi şematik olarak gösterilmiştir.

Bankalar tarafından dış ticaret işlemlerinin finansmanında kullanılan krediler, forfaiting işlemiyle karşılaştırıldığında banka kredilerinin değişken faizli olduğu görülmektedir. Ayrıca bankalar, bu işlemi yaptıklarında risk üstlenmek istemediklerinden, bu krediler karşılığında büyük oranlarda teminatlar istemektedirler. Bu ise banka kredilerinin maliyetini yükseltmektedir.

Banka kredileri yoluyla finansman sağlayan işletme, borç altına girmekte olup, bu çeşit bir finansman, işletmenin bankadaki kullanılabilir kredi limitini azaltmaktadır. Ayrıca, ihracatını banka kredileriyle finanse eden ihracatçının mal bedelinin ödenmemesi durumundaki sorumluluğu da devam etmektedir. Oysa, forfaiting yöntemi yoluyla finansmanda, işletmenin alacakları nakde çevrilmekte olup işletme öz sermaye temin etmiş olmaktadır³².

³¹ Mine Küçükkiremitçi, "Ticaret Finansmanında Yeni Yöntemler, Faktoring ve Alternatifleri", **Türkiye Kalkınma Bankası Bülteni**, (Aralık 1991), ss.7-8.

³² Hikmet Ulaşan, "Kredili İhracatın Finansmanında Modern Finansman Yöntemleri ve Türkiye Uygulanması". (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1996), s.95.



Şekil:1.1. Forfaiting'in İşleyişi

- 1-İhracatçı ile ithalatçı arasında ticari anlaşma,
- 2-İhracatçının ithalatçıya malı göndermesi,
- 3-İthalatçı senetlerine banka tarafından garanti verilmesi,
- 4-Avallli senetlerin ihracatçıya gönderilmesi,
- 5- İhracatçı ile forfaiter arasında forfaiting sözleşmesi imzalanması,
- 6- İhracatçı tarafından avallli forfaitere senetlerin teslim,
- 7- Forfaiter tarafından iskonto edilmiş senetlerin bedelinin ödenmesi,
- 8- Forfaiter tarafından senetlerin vadelerinde tahsili için aval veren bankaya gönderilmesi,
- 9- Aval veren bankanın senetler vadelerinde tahsile göndermesi,
- 10- Aval veren bankanın forfaitere vadesinde senetleri ödemesi,
- 11- İthalatçının vadesinde senetleri ödemesi.

2.3. Ticari Kredi

Yatırım mallarının finansmanında kullanılan ticari krediler orta vadeli bir finansman türüdür. Ticari krediler, işletmelere mal satan firmaların peşin ödeme istemeyip vade tanınmaları yoluyla açtıkları kredilerdir. Ticari kredilerde vadeler,

satın alınan malın yapısına göre değişmektedir. Sabit varlık satın alınması durumunda üreticiler uzun vadeler sağlayabilmektedir³³. Bu finansman türü daha çok pazara yeni giren dolayısıyla yeni müşteriler kazanmak isteyen, rekabetin yoğun olduğu iş kollarında faaliyet gösteren, tam kapasite veya atıl kapasitede çalışan ve oligopol piyasada faaliyette bulunan kreditor firmaların sağladığı bir finansman türüdür³⁴.

Ticari kredi sözleşmeleri özel şekle ve şarta tabidir. Bu sözleşmeye göre makine veya teçhizatın kullanım hakkı alıcı firmaya geçerken son taksit ödeninceye kadar da makine ve teçhizatın mülkiyeti satıcı firmada kalmaktadır. Mülkiyetin satıcı firmada olması kullanılan kredinin teminatı olmaktadır³⁵.

Özellikle KOBİ faaliyetleri için gerekli maddi duran varlıkların finansmanında ticari kredilere başvurumaktadırlar. Ticari kredilerde satın alınan makine teçhizatı işletmeye yeni fonlar sağlayacağından, borç ödenme kapasitesini arttıracaktır. Dolayısıyla bu finansman türü kendi kendini geri ödeyen bir finansman türüdür. Ticari kredilerin geri ödeme şekli periyodik taksitlerle olmaktadır. Bununla beraber müşterinin ödeme kabiliyetine göre, belli bir oranda peşin tahsilat da yapılabilmektedir. Ticari kredilerin faiz oranları ise banka kredilerine oranla daha yüksek düzeydedir³⁶.

2.4. Leasing

Günümüzdeki şekliyle finansal kiralama tarzındaki fon kullanımı, 1950 yılları sonlarına rastlar. İlk leasing şirketi 1952'de ABD'de kurulmuştur. Teknoloji gelişiminin hızına banka kredilerinin ayak uyduramaması, şirketlerin leasinge yönelmesini sağlamıştır. Kârın, makine ve teçhizatın sahipliğinden ziyade kullanımından doğduğu düşüncesi, amortisman oranlarının esnekliğinden doğan

³³ Adem Davarcı, "Yatırımların Finansmanında Satıcı Kredileri ve 'Chartered Westlb Limited' Uygulaması", **T.C.B.Bülteni**, Sayı: 38 (Eylül 1991), s.16.

³⁴ Belkıs Seval, **Kredilendirme Süreci ve Kredi Yönetimi**, İstanbul: İstanbul Muhasebe Enstitüsü Yayın No.:59, 1990, s.222.

³⁵ Akgüç, **Finansal Yönetim...**, ss.522-523.

vergi kazançları ve kiradan elde edilen gelirlerle vergi muafiyetinden faydalanılması leasingin gelişmesinde önemli rol oynamıştır³⁷.

Ülkemizde ise leasing ABD ve Avrupa'dan 30-40 yıl sonra kullanılmaya başlanmıştır. 25.02.1984 tarihli Resmi Gazete 'de özel finans kurumları tebliğinin 20. maddesinde kira akdinin karşılığı olarak ve 10.06.1985 tarih 3226 sayılı "Finansal Kiralama Kanunu" ile Türk iş dünyası leasingle tanışmıştır³⁸. 3226 sayılı kanuna göre leasing; kiralayanın (leasing şirketinin), kiracının (leasing alanın) talebi ve seçimi üzerine üçüncü bir kişiden satın aldığı veya başka bir şekilde sağladığı bir malın zilyetliğinin her türlü faydayı sağlamak üzere ve belirli bir süre için kiracıya verilmesi olarak tanımlanmıştır.

Farklı leasing tanımları içerisinde en açık tanım, Avrupa Lasing Birliği (Eourupan Leasing Association) tarafından yapılmıştır. Bu tanıma göre: "Finansal kiralama; belirli bir süre için kiralayan ve kiracı arasında imzalanan ve üreticiden kiracı tarafından seçilip, kiralayan tarafından satın alınan bir malın, mülkiyetini kiralayanda, kullanımını ise kiracıda bırakan bir sözleşme olup malın kullanımı belirli bir kira ödemesi karşılığında kiracıya bırakılmaktadır³⁹.

Leasing orta vadeli bir yatırım kredisi olarak küçük ve orta ölçekli sanayicilerin dikkatini çekmiş ve kredilendirme yöntemlerine alternatif olmuştur⁴⁰.

Leasingin işleyişi aşağıdaki şekildeki gibi gösterilebilir:

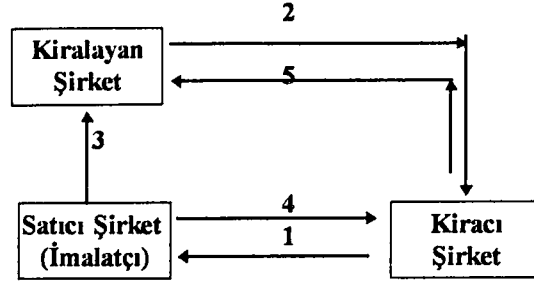
³⁶ Tek, s.90.

³⁷ Zülfikar Kılıç, "Türkiye'de Yeni bir Finansman Yöntemi, Leasing", **Hazine ve Dış Ticaret Dergisi**, (Kasım 1991), s.35.

³⁸ Aylın Yılmaz, "Leasing Şirketleri ve Fon Kaynakları" , **Türkiye Kalkınma Bankası Bülteni**, (Eylül 1991), s.42.

³⁹ Kılıç, s.37.

⁴⁰ Melda Toprak, "Orta Vadeli Yatırımların Finansmanında Kredi Satın Alma ve Finansal Kiralama Alternatifleri Arasında Seçim", **Türkiye Kalkınma Bankası Bülteni**, Sayı:39, (Aralık 1991), s.191.



Şekil 1.2: Leasing'in İşleyişi

1-Kiralanacak değerin seçimi,

2-Kiralanacak değerin satın alınması için kiracı ile leasing şirketinin anlaşması,

3-Kiralanacak değerin satın alınması,

4-Kiralanacak değerin teslimi,

5-Kullanma hakkının devri.

2.5. Tahvil

Tahvil bir borç senedir. Bu senet belirli bir fonun belirlenen bir dönem için, belirtilen bir faiz oranı üzerinden kullanılması ve dönem sonunda bir defada veya başka bir ödeme şekli ile geri verilmesi taahhüdünü içeren dolaysız bir finansal varlık, bir sermaye piyasası finansal aracıdır⁴¹.

Tahvil bir ödünç sözleşmesidir. Söz konusu ödünçün borçlusu, anonim ortaklıklardır. Tahvil anonim ortaklığa özgü bir finans aracıdır. Alacaklı ise tahvil sahipleridir. Genel olarak hukuki çerçevesi TTK ve Ser.P.K. ile çizilmiştir⁴². TTK madde 420'ye göre; anonim şirketlerin ödünç para bulmak için, itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları senetlere "tahvil" denir. Ser.P.K.'na göre; halka açık anonim ortaklıkların ihraç edebilecekleri tahvillerin toplam tutarı, bağımsız denetimden geçmiş son mali tabloda yer alan, çıkarılmış sermaye veya

⁴¹ Serpil Canbaş ve Hatice Doğukanlı, *Finansal Kurumlar Ve Sermaye Pazarı Analizleri*, Ankara: 1995, s.38.

ödenmiş sermaye ile genel kurulca onaylanan son mali tabloda görülen yedek akçelerin ve yeniden değerlendirme değer artış fonunun toplamından, varsa zararların indirilmesinden sonra kalan miktarı geçemez. Böylece bir anonim şirketin toplam çıkarabileceği tahvil tutarının üst limiti belirlenmiştir. Tahvil ihraç edebilecek kurumları da Ser.P.K. şöyle belirlemiştir: Halka açık anonim şirketler, KİT'ler, mahalli idarelerle ilgili kuruluşlar, kalkınma ve yatırım bankalarıdır.

Tahviller en az 2 yıl vadeli olarak çıkarılırlar. Tahviller belirtilen bir ödeme planına göre ödenir. Tahvillerin ana para ödemesi vade bitiminde yapılır. Tahviller nominal değerlerin altında veya üzerinde bir değerle ihraç edilebilir. Tahvil sahipleri firma kâr da etse zarar da etse tahvil kuponlarında belirlenen oranda faizlerini alırlar. Faiz ödemeleri 3 ayda bir, 6 ayda bir ya da yılda bir defada kuponlara bağlı olarak yapılır. Tahvil ihraç edecek olanlar, faiz belirleme usul ve esasları; izah name, sirküler ve tahvil metninde açıkça göstermek şartıyla değişken faizli tahvil ihraç edebilirler. Değişken faizli tahvillere uygulanacak faiz oranı ve ilk faiz ödeme dönemi izah namede açıkça belirtilir. Müteakip dönemlerde ödenecek faizin hangi esaslara göre hesaplanacağı da izah namede açıkça gösterilir. Satış süresi içinde satılamayan tahviller, satış süresini izleyen en geç altı iş günü içinde noter huzurunda tespit edilir ve iptal olunur⁴³.

Tahviller sağladıkları gelirler ve haklar, devredilme şekilleri ve borçlu kurumun niteliğine göre sınıflandırmaya tabi tutulabilir. Sağladıkları gelirlere ve haklara göre tahviller çeşitli türlere ayrılabilir. Bu tahvil türlerini aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür⁴⁴:

- * Sabit faizli tahviller,
- * Değişken faizli tahviller,

⁴² Reha Poroy , Ünal Tekinalp ve Ersin Çamoğlu, **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, 6. b., İstanbul: 1995, ss.612-613.

⁴³ Ümit Gücenme, **Türkiye'de Sermaye Piyasasında Son Gelişmeler**, Ankara: Türkiye Bankalar Birliği, 1994, ss.28-29.

⁴⁴ Canbaşı ve Doğukanlı, s.51.

- * İndeksli tahviller,
- * Rûçhan haklı tahviller,
- * Kâra iştirakli tahviller,
- * Hisse senediyle değiştirilebilir tahviller.

Devredilme şekillerine göre ise tahviller, ada yazılı tahviller ve hamiline yazılı tahviller olmak üzere kendi içinde iki gruba ayrılır⁴⁵. Borçlu kurumun niteliğine göre de tahviller, kamu sektörü tahviller ve özel sektör tahvilleri olarak ikiye ayrılır.

2.6. Kâr Zarar Ortaklığı Belgesi (K.O.B.)

14.7.1992 tarih ve sayılı mükerrer Resmi Gazete’de yayınlanıp yürürlüğe giren Seri III, No:11 tebliğe göre; ortaklıklar kâr ve zarara ortak olmak üzere, iştirak sahalarına giren tüm faaliyetlerin gerektirdiği finansman ihtiyaçlarını karşılamak için yurt içinde ve yurt dışında satılmak üzere, “kâr ve zarar ortaklığı belgesi” adı altında menkul kıymetleri ihraç edebilirler ve halka arz yoluyla satabilirler⁴⁶.

KOB faize bir alternatif olması düşüncesiyle çıkarılmıştır⁴⁷. KOB satın alarak şirkete para yatıran kimse borç para vermiş değildir. Dolayısıyla faiz alamaz. Şirkete ortak da olmuş değildir. Daha açık bir ifadeyle KOB sahibi şirkete, geçici olarak ortak olmuş gibidir. KOB sahipleri, işletmenin yıl sonunda ortaya çıkan kârına veya zararına ortak olurlar. KOB sahipleri şirketin KOB’nin ilgili olduğu faaliyetleri dışındaki işlerinden doğan kâr veya zararına katılmazlar. Şayet, işletme zarar ederse paylarına düşen miktarda KOB’nin nominal değerinden indirim yapılır⁴⁸.

⁴⁵ Canbaş ve Doğan, s.45.

⁴⁶ Sermaye Piyasası Mevzuatı, Ankara: 1994, s.177.

⁴⁷ Hamdi Yasaman, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, İstanbul: 1992, s.68.

⁴⁸ Muharrem Karlı, Sermaye Piyasası- Borsa- Menkul Kıymetler, İstanbul: İrfan Yayıncılık ve Tic., 1994, ss.394-395.

KOB'nin hisse senetlerinden ayrılan belli başlı farkları ise aşağıdaki gibidir.⁴⁹

- * KOB sahipleri işletmenin yönetimiyle ilgili olarak oy kullanmazlar.
- * Bu belgeler belirli vadeler için satılır. Vade sonunda anapara ve kâr payı geri ödenmektedir. Vadeler 3 ayla 7 yıl arasında değişir.

Ortaklıklar, bağımsız denetimden geçmiş son mali tabloda yer alan çıkarılmış sermaye veya ödenmiş sermaye ile genel kurulca onaylanmış son mali tabloda görülen yeniden değerlendirme değer artış fonu ve yedek akçelerin toplamından varsa zararlar indirildikten sonra, bulunan miktarın sermaye piyasası kurulunca belirlenip resmi gazetede ilan edilecek bir emsalle çarpımı sonucu elde edilecek tutar kadar KOB çıkarabilir. KOB'si 1.000.000 TL veya katları tutarında, hamiline veya nama yazılı şekilde ihraç edilebilir⁵⁰.

2.7. Kâr Ortaklığı Esaslı Kredi

Kâr ortaklığı esaslı kredi yöntemi yoluyla işletmelere fon aktaranların temel amacı ortaklık değildir. Belirli bir süre sonunda verdikleri krediyi geri tahsil etmektedirler. Kredi kullandıranlar, fonlarını kullanan işletmelerin kar etmesini ve bu kardan kendilerine anlaştıkları oranda pay vermesini beklerler. Zarar söz konusu olduğunda da yine belirlenen oranda bu zarara katlanacaklardır.

Kâr zarar ortaklığı esaslı kredi, İslam bankacılığı tezleri çerçevesinde gündeme gelmiş bir finansman yöntemidir. Ülkemizde de ilk olarak 1975 yılında kurulmuş olan Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası (DESİAB) ile gündeme gelmiştir. Şimdiki ismi Türkiye Kalkınma Bankası olan bu banka birkaç uygulamadan sonra bu tür kredi uygulamasından vazgeçmiştir. Bunun sebepleri

⁴⁹ İstanbul Menkul kıymetler Borsası Yayınları, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İstanbul: 1993, s.44.

⁵⁰ Canbaş ve Doğukanlı, s.61.

arasında; uygulayıcı mevkiinde olanların bu yöneme soğuk bakışı, uygun bir psikolojik ve ekonomik istikrar ortamının mevcut olmayışı gösterilebilir⁵¹.

2.8. Risk Sermayesi

Risk sermayesi, bir risk sermayesi şirketi tarafından öz sermaye veya öz sermaye benzeri olarak sağlanan finansman ile büyümeye yönelmiş küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin gerekli yatırımları yapabilmelerinin mümkün kılınmasını sağlayan bir yatırım ve finansman yöntemidir. Risk sermayesini, kısaca yeni fikir, buluş ve teknolojik yeniliklerin ticari bir ürün elde edebilmek amacıyla çok yönlü olarak desteklenmesi⁵² diye de tanımlamak mümkündür. Çalışmanın esas konusu risk sermayesi finansman yönteminin oluşturması nedeniyle, daha sonraki bölümlerde bu yöntem ayrıntılı bir şekilde incelenmektedir.

⁵¹ M. Kemalettin Çonkar, "Kar Ortaklığı Esaslı Kredi ve Risk Sermayesi Finansman Yöntemi", **Çerçeve**, Sayı: 20, (Ekim 1997), s.30.

⁵² Serpil Canbaş, "Küçük İşletmeciliği Ve Girişimciliği Teşvik Aracı Olarak Risk Sermayesi Ve Türkiye'de Uygulama İmkanları". (Çukurova Üniversitesi İ.İ.B.F. Ders Notları, 1993), s.2.

II. BÖLÜM

RİSK SERMAYESİ

1. RİSK SERMAYESİ ENDÜSTRİSİNİN TARİHİ GELİŞİMİ

Risk sermayesi endüstrisinin tarihi gelişimini 20. yy. öncesi ve sonrası olmak üzere incelemek mümkündür.

1.1. 1900'lü Yıllara Kadar Risk Sermayesi

Risk sermayesini (RS) eski Asur'lara kadar dayandırmak mümkündür. Bizans'ta, Roma'da, Orta Çağ Avrupa'sında ve Cenova'lı denizciler tarafından farklı isimlerle de olsa uygulanmaktaydı. Amerika'da uygulanan modern mânâdaki risk sermayesi modeli 7. yy. Arap Yarımadasında Hz. Ömer döneminde görülmektedir. O dönemde Hz. Ömer yetim paralarını İran-Medine arasında ticaretle uğraşan tüccarlara "Muşaraka" adı altında vermesiyle RS'nin temellerini belirlemiştir⁵³.

Risk sermayesine benzer uygulamalara 15. yy. Avrupa'sında da rastlamak mümkündür. Londra, Lizbon, Paris, Madrid ve Amsterdam'da yaşayan zenginler, Hindistan ve Japonya gibi uzak doğu ülkelerinin zenginliklerini kabiliyetli kaptanların bütün masraflarını karşılayarak Avrupa'ya taşıdılar. Bu kaptanlar sermayedarlarına oldukça iyi para kazandırdılar. Kaliteli kaptanlarla çalışmak için

⁵³ Kürşat Tuncel, *Risk Sermayesi Finansman Modeli Dünya Uygulamalarının Analizi Ve Türkiye İçin Özgün Bir Model Önerisi*, Ankara: SPK Yayını Yayın No.:17, 1996, s.1.

verilen mücadele günümüzdeki take-over savaşlarının ilk numuneleri olarak gösterilebilir.⁵⁴

Naim Gerber araştırmasında 17.yy. Osmanlı dönemine ait, RS ile ilgili 32 belgeyi Bursa'da bulmuştur. Buna benzer bir başka belgeyi de Murat Çizakça Diyarbakır'da bulmuştur⁵⁵.

Bu yöntem günümüz Türkiye'sinde de uygulanmaktadır. Ege bölgesindeki tütün yetiştiricilerinin kullandıkları ortakçılık sistemi Türkiye'deki uygulamaya örnek teşkil edebilecek niteliktedir. Sermayedar parasını ve toprağını emekçiye vermekte ürün hasat edildikten, masraflar düşürüldükten sonra anlaşmaya göre taraflar kârdan paylarını almaktadır⁵⁶.

1.2. Günümüz Risk Sermayesi

Modern dünyanın risk sermayesi öncüleri, ABD'nde J.H. Whitney şirketi, Rockefeller ailesinin şirketleri ve Amerikan Araştırma Geliştirme şirketleridir. 1950'li yılların sonunda ABD'nde Küçük İşletme Yatırım Kanunu ile özel risk sermayesi şirketlerinin temeli atılmıştır. 1960'lı yıllarda 700'ün üzerindeki küçük işletme yatırım şirketleri (Small Business Investment Company - SBIC), Küçük İşletme İdaresi (Small Business Administration -SBA)'nin verdiği borçlarla güçlendirilen fonlarla şekillendirilmiştir.

Bir çok SBIC'ler bankaların bir alt kuruluşu olarak çalışmaya başlamışlardır. Bununla beraber, pek çok yatırım yöneticisi, bankalarına ait SBIC'lerin üstlendiği riski göze almayı veya uzun vadeli yüksek risk/yüksek kâr yapıları risk sermayesi yatırımlarını uygun görmemişlerdir. 1967'lere gelindiğinde 300'den az sayıda SBIC çalışır durumda kalabilmiştir.

⁵⁴ Tony Lorenz, *Venture Capital Today*, NewYork, Woodhead-Faulkner Pub., 1989, s.67.

⁵⁵ Tuncel , s.2.

⁵⁶ Cengiz Erol , "Faizsiz Kredi Modeli, Venture Kapital Finansman Modeli", *Bankacılar Dergisi*, (Nisan 1992), s.28.

ABD'deki yüksek vergi oranları, petrol fiyatlarındaki yüksek dalgalanma ve sermaye piyasalarındaki durgunluk dolayısıyla 1970'li yıllarda risk sermayesi şirketlerinin sahip oldukları fonlarda bir düşüş izlenmiştir.

Vakur Adam Kanunu (1974 "Prudentman rule"), emekli sandığında yapılan düzenlemeler ve vergi politikaları ile ilgili konularda (sermaye gelirleri vergilerinin %49'dan %28'e indirilmesi) ABD yasalarında yapılan değişiklikler sonucu 1970'li yılların sonlarına gelindiğinde sermayenin çıkış gibi risk sermayesi sektörüne kaymaya başladığı görülmüştür⁵⁷. Son yıllarda, risk sermayesi sektöründe büyük gelişmeler kaydedilmiştir. 1983 yılında, risk sermayesi havuzunda 4 milyar doların üzerinde fon birikmiştir. Yaklaşık 1.000 firmaya 2,8 milyar doların üzerinde yatırım yapılmıştır⁵⁸.

2. RİSK SERMAYESİNİN TANIMI VE ÖZELLİKLERİ

2.1. Tanımı

Risk sermayesini ifade edebilmek için literatürde, riziko sermayesi, cesaret sermayesi, faizsiz kredi, macera sermayesi, girişim sermayesi kavramları kullanılmıştır. Fakat genelde risk sermayesi ismi benimsenmiştir.

Risk sermayesi bir yatırım ve finansman yöntemidir. Temel özellikleri, fonun yeni buluş ve teknolojik gelişmelerin finansmanında kullanılması, yatırımların hisse senedi veya hisse senedi benzeri araçlar karşılığında yapılması ve uzun vadeli bir yatırım olmasıdır. Risk sermayesi, normalin üzerinde sermaye geliri hedeflenen yatırımlar için uygun olduğundan genellikle yeni teknoloji içeren, büyüme potansiyeline sahip KOBİ'ye yöneliktir⁵⁹. Risk sermayesini; "yeni fikir, buluş ve teknolojik yenilikleri, ticari bir ürün elde edebilmek amacıyla çok yönlü desteklemektir"⁶⁰ diye tanımlamak mümkündür.

⁵⁷ William Gartner ve William D. Bygrave, *Venture Capital, Financial Management*, ss.2-3.

⁵⁸ James W. Henderson, *Obtaining Venture Financing, Principles and Practices*, USA: Health and Company, 1988, s.256.

⁵⁹ OECD, *Venture Capital Context, Development and Policies*, Paris: 1986, s.10.

⁶⁰ Canbaş, s.2.

Risk sermayesi yönteminde, laboratuvardan fabrikaya geçişteki yüksek risk, pazarda yeni ve farklı olmanın sağladığı yüksek kâr potansiyeli karşısında üstlenilir. Dolayısıyla risk sermayesi az ihtimalle büyük kâr ile büyük ihtimalle küçük zararın sentez edildiği bir finansal yatırım türüdür⁶¹. Fakat, kazancı ve riski yüksek her yatırımın “risk sermayesi” olarak tanımlanması bu kavramın yanlış anlaşılmasına neden olabilir⁶². Çünkü risk sermayesi, gelişme potansiyeli yüksek olan küçük ve orta büyüklükteki firmaların oluşması ve faaliyetlerini sürdürebilmeleri için yapılan yatırımdır⁶³.

Bu özellikleriyle risk sermayesi finansman yöntemi klasik finansman yöntemlerinden ayrılmaktadır. Buna göre risk sermayesi şirketleri kredi vermeyip doğrudan sermayeye iştirak etmekte ve gerektiğinde şirket yönetiminde söz sahibi olmakta ya da fiilen şirketi yönetmektedir⁶⁴.

2.2. Risk Sermayesinin Başlıca Özellikleri

Risk sermayesi finansman yöntemi temelde bir ortaklığa dayanır. Ortaklığın bir tarafında bilimsel yenilikleri inceleyen, bunlardan projeler oluşturarak mal üretim aşamasına getirebilen gerçek anlamda girişimciler yer alır. Diğer tarafında ise bu girişimcilerin projelerini inceleyip başarılı olabileceğini belirleyen, bu girişimcilere finansal destek sağlayan risk sermayesi şirketleri yer alır⁶⁵.

Risk sermayesi yönteminin temel özellikleri yapılan tanımlardan hareketle şu tarzda sıralanabilir:

⁶¹ Kemalettin M. Çonkar, *Risk Sermayesi Finansman Yönetimi, Türkiye İçin Önemi, Başarı Koşulları ve Uygulama İmkanları*, Kayseri: 1993, s.6

⁶² Serdar Eser, “Risk Sermayesi Nedir?”, *Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi*, (Haziran 1993), s.32.

⁶³ Tülay Zaimoğlu, *Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama İmkanları*, Ankara: SPK Yayın No.:19, 1995, s.4.

⁶⁴ Cahit Yılmaz, “Risk Sermayesi”, *İşletme, İktisat, Finans ve Ekonomik Sorunlar*, Sayı.: 90, (Eylül 1993) s.38.

⁶⁵ Çonkar, s.7.

a) Risk sermayesi finansmanı hisse senedi ve benzeri araçlar karşılığı yapılmaktadır⁶⁶. Böylece risk sermayesi şirketinin girişimci şirketle beraber işletmecilikle ilgili tüm riski birlikte yüklenmesi söz konusudur⁶⁷.

b) Para ve sermaye piyasalarından fon bulmaları zor olan KOBİ bu sayede kaynak bulma imkanına kavuşurlar. KOBİ üretken ve dinamik yapılarına rağmen mal varlıkları ve verebilecekleri teminatların yetersizliğinden dolayı bankalardan fon sağlamakta zorlanmaktadırlar⁶⁸. Risk sermayesi ile finansmanda ise hiçbir garanti, kefalet ve ipotek aranmamaktadır. Risk sermayesi şirketinin aradığı garanti, girişimcilerin kabiliyetleri ve yatırımda bulunulacak olan projenin yüksek başarı potansiyelinin olmasıdır⁶⁹.

c) Risk sermayesi yatırımlarının vadeleri 5-10 yıl sürebilmektedir. Risk sermayesi şirketi yatırımını girişimci şirketin gelişmesi sonucu yüksek oranda sermaye kazancı elde etmek için yapmaktadır⁷⁰.

d) Risk sermayesi yatırımları, sermayedarları açısından yüksek riske sahip olmakla beraber, risk sermayesi şirketinin yatırımını direkt değil de risk sermayesi şirketi aracılığı ile yapması olası riskleri azaltır. Çünkü risk sermayesi şirketlerinin yatırımların değerlendirilmesinde uzman kişiler çalıştırması ve risk sermayesi şirketinin farklı sektörlerden oluşturacağı portföy riski dağıtacaktır⁷¹. Bunların yanı sıra risk sermayesi şirketi yatırımını sadece yüksek risk taşıyan fikirlere, başlangıç aşamasındaki şirketlere değil aynı zamanda genişleme sürecinin herhangi bir aşamasında bulunan şirketlere de yapabilmektedir⁷². Böylelikle risk sermayesi

⁶⁶ Yıldırım Jülide, **Küçük ve Orta Boy İşletmeler ve Risk Sermayesi**, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1991), s.74.

⁶⁷ Abdurrahman Fettahoğlu, **Riziko Sermayesi Finansı**, Trabzon: Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdarcsi Başkanlığı, Ankara Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Eğitim Merkezi, 1992, s.15.

⁶⁸ Serdar Eser, **Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Sermaye Piyasasından Finansmanı ve Risk Sermayesi (Venture Capital)**, (Ankara Sermayesi Piyasası Yeterlilik Etüdü, 1990), s.47.

⁶⁹ Çonkar, s.8.

⁷⁰ Çonkar, s.8.

⁷¹ Fettahoğlu, s.16.

⁷² Gartner ve Bygrave, ss.6-7.

şirketi, değişik gelişme aşamalarında girişimci ve işletmelere katılarak, fikir ve başlangıç aşamasında yapılan yatırımlardan dolayı yüklenilecek riskleri de dağıtabilmektedir.

e) Risk sermayesi yönteminin kapsamı salt yatırımdan ibaret değildir. Risk sermayesi şirketi bilgi birikimini ve deneyimini kullanarak girişimci şirketin fizibilite çalışmalarına yönetsel ve teknik danışmanlıkta da bulunabilir⁷³. Risk sermayesi şirketinin bu tür bir desteği girişimci şirkete iki önemli yarar sağlar. Birincisi dinamik ve belirsiz olan bir ortamda hayata yeni başlayan girişimciyi yalnız bırakmayıp bilgi birikimi ve yetenekli uzmanlar ile destekleyerek girişimin başarısızlıkla sonuçlanmasını önlemeye çalışır. İkincisi ise modern işletmecilik yöntemleri hakkında bilgi ve deneyimi az olan küçük işletme sahiplerinin bu eksikliklerini telafi ederek, onları yeni girişimlere girme konusunda cesaretlendirir⁷⁴.

f) Risk sermayesi finansmanında amaç girişimci işletmenin kontrolünü ele geçirmek değildir. Buna rağmen risk sermayesi şirketi işletmenin gelişmesini sağlamaya çalışan aktif bir ortaktır⁷⁵.

g) Risk sermayesi finansmanı, işletmenin faaliyet dönemi içerisinde oto finansman imkânlarını daraltmaz. Çünkü risk sermayesi şirketi işletmeye sağladığı fonlardan dolayı anapara veya faiz ödemesi istememektedir⁷⁶.

2.3. Risk Sermayesinde Taraflar

Risk sermayesi finansman yönteminde üç taraf vardır. Bunlar; fon sağlayanlar, risk sermayesi şirketi ve girişimcidir.

⁷³ Eser, s.47.

⁷⁴ Çonkar, s.10.

⁷⁵ İbrahim Cem Özkök, "Bir Finansman Türü Olarak Risk Sermayesi (Venture Capital) ve Uygulama Örnekleri", Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt VII, Sayı 1, 1992, s.207.

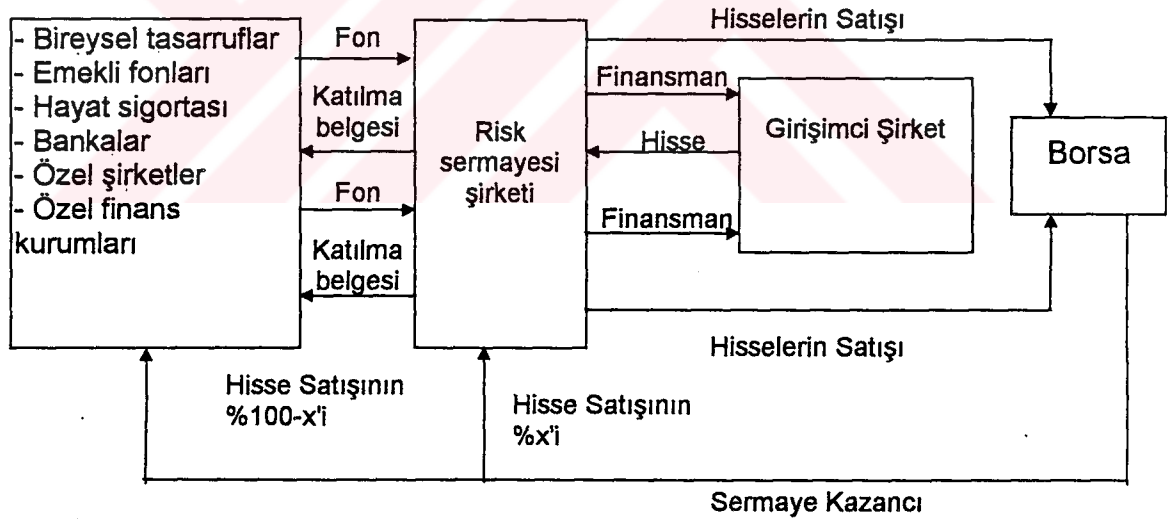
⁷⁶ Çonkar, s.10.

a) **Fon sağlayıcılar:** Tasarruflarını risk sermayesi şirketlerinin çıkarttıkları hisse senetlerine yatıran kişi veya kuruluşlardır. Bunlar; bireysel tasarruflar, bankalar, emekli sandıkları, özel sigorta şirketleri ve diğerleridir⁷⁷.

b) **Risk sermayesi şirketi:** Risk sermayedarlarından temin ettiği kaynakları yenilikçi veya yeni buluş sahibi girişimcilere aktaran finansal aracı kuruluşlardır. Bunlar toplamış oldukları fonlarla girişimcilerin hisse senetlerini satın alırlar⁷⁸.

c) **Girişimci:** Risk sermaye şirketinden öz sermaye şeklinde kaynak elde eden taraftır. Belirtildiği gibi, girişimci bu desteği fikir aşamasında alabileceği gibi genişleme aşamasında da alabilir⁷⁹.

Risk sermayesinde yer alan taraflar ve ilişkileri şu şekilde gösterilebilir.



Şekil: 2.1. Risk Sermayesini Oluşturan Taraflar Arasındaki İlişkiler

Kaynak: Çonkar, s.13.

⁷⁷ Çonkar, s.12.

⁷⁸ İlhan Uludağ, **Gümrük Birliği Sürecinde KOBİ Ve Risk Sermayesi Şirketleri Modeli**, İstanbul. ITO Yayın No.: 4996-42, (Ekim 1996), s.12.

⁷⁹ Çonkar, ss.12-13.

3. RİSK SERMAYESİ ŞİRKETLERİ

Risk sermayesi şirketlerinin belli başlı üç tipi vardır. Bunlar; özel firmalar, küçük işletme yatırım şirketleri ve büyük anonim ortaklıklardır.

3.1. Özel Risk Sermayesi Şirketleri

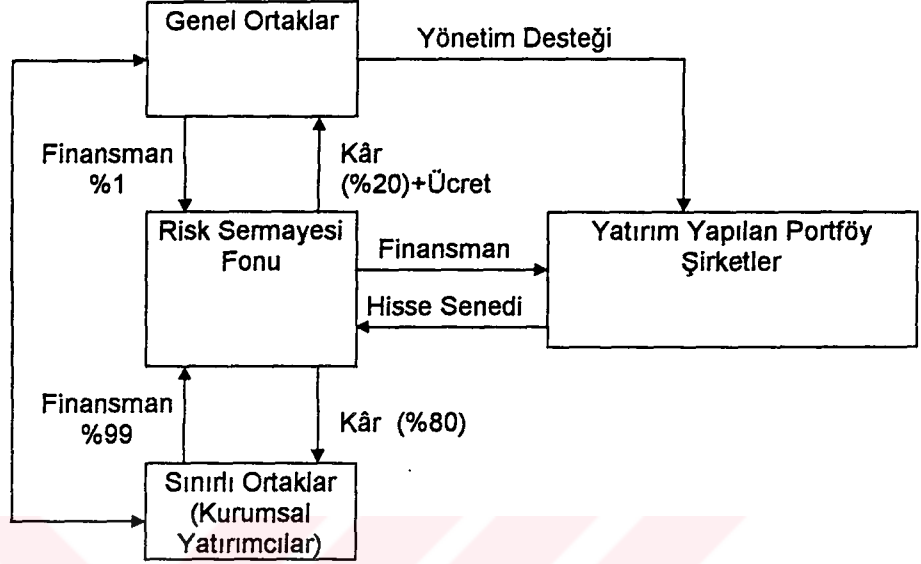
ABD'de risk sermayesi şirketlerinin en yaygın yapılanma şekli, sınırlı ortaklık (Limitet partnership) olarak adlandırılan bir ortaklık çatısında gerçekleştirilmiş olanıdır. Üç ya da dört şahsın bir araya gelmesiyle kurulan ortaklıklar kurumsal yatırımcılardan fon sağlarlar. Bu fonu yeni ve gelişmekte olan şirketlere veya iş alanlarına yatırarak faaliyet göstermektedirler. Genellikle ortaklığı oluşturanlardan bir ya da ikisi bizzat girişimci, diğerleri ise büyük firmanın üst düzey yöneticileridir. Bu ortaklar, genel ortaklar (general partners) adını almakta ve asıl risk sermayedarını ya da risk sermayesi şirketini oluşturmaktadırlar.

Fona katılan kurumsal yatırımcılar (sigorta şirketleri, emeklilik fonları, şirketler vs.) ise anılan ortaklıkta sınırlı ortaklar (Limitet Partner) adını almaktadır.

Ortaklıkta taraflar arası ilişki ve fonun oluşturulmasında genel ortaklar, fonun ancak %1'ini sağlamlarına rağmen fonun yönetiminden sorumlu olan kişilerdir. Ayrıca, genel ortaklar, risk sermayesi ortaklığının yönetiminin hukuki sorumluluğunu üstlenmekte ve sınırlı ortakların sermayeleri oranında sorumlu olduğu ortaklıkta bu ortaklar tüm olası zarar riskini de üstlenmektedirler. Bu özelliklerinden dolayı, "yönetici" ortaklar adını da alan genel ortaklar, bu faaliyetleri karşılığında fon değerinin belirli bir oranında (genellikle %2) yıllık ücret ve fonun tasfiyesi durumunda oluşan kazancın %20'sini almaya hak kazanırlar.

Fonun %99'unu sağlayan sınırlı ortaklar payları ölçüsünde sorumluluk taşırlar. Yönetime karışmazlar, ancak fonun tasfiyesi durumunda fon kazancından %80 oranında pay alırlar. Özel risk sermayesi şirketiyle alakalı olarak buraya kadar aşağıdaki şekilde özetlenmeye çalışılmıştır⁸⁰.

⁸⁰ Hakan Kıldokun, "Risk Sermayesi ve Türkiye Uygulaması". *Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi*, (Aralık 1995), ss.35-36.



Şekil 2.2: Sınırlı Ortaklık Türünde Yapılanmış Olan Risk Sermayesi Şirketinin Yer Aldığı Risk Sermayesi Sisteminin İşleyişi

Kaynak: Kıldokum, s.35

3.2. Küçük İşletme Yatırım Şirketleri (SBIC)

ABD’de 300 kadar SBIC, daha küçük şirketlerde yatırım yapmak için federal hükümet tarafından desteklenmektedir. SBIC’ler girişimlerinin çoğunu SBA’ya borçlanarak yaptıklarından SBA (Küçük İşletme İdaresi)’ya faiz ödemek zorundadırlar. SBIC’ler gerçekleştirdikleri yatırımdan ödemek zorunda kaldıkları faizden daha fazla girdi beklemektedirler. Örneğin: bir SBIC hisse senetlerine dönüştürülebilir tahvil kullanarak bir firma kurabilir. Bu tür finansmanı, onuncu yılın sonunda firma sermayesinin en az %40’ını alma hakkının kendine tanınması şartıyla yapar. Tahvil faizleri SBA’dan alınan paranın faizini ödemedeki kullanılır. SBIC’ler de diğer risk sermaye şirketleri gibi önemli büyüme ve kârlılık sağlayabilecek firmalar ararlar. Böylece tahvilleri tahvillerden çok daha değerli hisse senetlerine dönüştürebilirler⁸¹.

⁸¹ Gartner ve Bygrave, s.56.

3.3. Büyük Risk Sermaye Şirketleri

ABD’de bir çok büyük şirket bir yan kuruluş olarak risk sermayesi şirketine sahiptir. (IBM, General Motors, Gilette, Tektonix ve Monsato gibi) Bu yan kuruluşlar şirketlerin düzenli parçalarıdır. Bu şirketlerin 1991 yılında sahip oldukları risk sermaye şirketlerinin sermayelerinin toplam tutarı 2,5 milyar dolar üzerindedir. Bir çok büyük şirkette yan kuruluş olarak kurulan risk sermaye şirketlerinin; yeni risk alanlarına yatırım yapma, yeni teknolojilere pencere açma, yeni pazarlar ve ürünler meydana getirme, potansiyel rakibi ortaklık kurarak pasif hale getirme, üretici-tüketici tabanını koruma gibi amaçları vardır⁸². Amerika’da elektronik sahada faaliyet gösteren 50 büyük şirketin 36’sı risk sermayesi yatırımı yapmaktadır. Bu şirketler, yatırımlarını küçük şirketlerin hisselerini satın alarak ve risk sermayesi şirketleriyle birleşerek gerçekleştirmektedirler⁸³.

Tablo 2.1. 1987’DE RİSK SERMAYESİ ŞİRKETLERİNİN ÜLKELERE GÖRE DAĞILIMI VE SERMAYE TUTARLARI

Ülke	Risk Sermayesi Şirketleri Sayısı	Risk Sermayesi Şirketlerinin Toplam Sermaye Tutarı(£ x 1.000.000)
Amerika	627	17.100
İngiltere	120	5.200
Japonya	70	2.000
Fransa	115	1.400
Kanada	71	1.100
Hollanda	70	700
Almanya	55	500
Belçika	17	200
İsveç	40	200
İrlanda	7	100
Danimarka	30	100
Avustralya	20	100

Kaynak: Lorenz, s.14.

⁸² Gartner ve Bygrave, s.56.

⁸³ John Ormerod ve Ian Burus, *Raising Venturing Capital In The UK.*, Londra: 1988, s.82.

4. RİSK SERMAYESİ ŞİRKETLERİNİN GİRİŞİMCİ ŞİRKETLERİN FİNANSMANINDA KULLANDIĞI FİNANSAL ARAÇLAR

Risk sermayesi şirketinin girişimci şirketi finanse ederken hangi finansal aracın tercih edileceğini belirlemede şu faktörler önemli rol oynar:

- * Risk sermayesi şirketinin yatırımdan beklediği sermaye kazancı,
- * Yatırımın taşıdığı risk derecesi,
- * Girişimci şirketin ihtiyaç duyduğu sermaye miktarı,
- * Risk sermayesi şirketi dışında yatırıma katılan ortakların katkıları ve beklentileri,
- * Risk sermayesi şirketinin, yönetime katılıp katılmama durumu,
- * Girişimci şirketin pay senetlerinin likide derecesi ⁸⁴.

Girişimci ve risk sermayesi şirketinin pazarlıkları sonunda adi hisse senedinden direkt borç vermeye kadar uzanan finansal araçlardan biri seçilir. Bunlar iki ana başlık altında toplanabilir: hisse senetleri, hisse senetleriyle değiştirilebilir öncelikli borçlar.

4.1. Hisse Senetleri (Common Stock)

Risk sermayesi şirketinin finanse ettiği yatırımın taşıdığı riske ve girişimciyle yaptığı anlaşmayla belirlenmiş ortaklık oranına göre, hisse senedinin türü de değişmektedir. Bunlar taşıdıkları risk derecelerine göre şöyle sıralanabilir⁸⁵.

a- Ertelenmiş adi pay senetleri (Deferred (Ordinary) Shares) Bu senetlerin sahip oldukları haklar, kotasyon ve şirketin satışı gibi olayların gerçekleşmesine kadar belirli bir süre için ertelenir.

b- Adi hisse senetleri (Ordinary Share): Başlangıçtan itibaren ortaklık ve oy hakkı veren hisse senetleridir.

⁸⁴ Uludağ, s.32.

⁸⁵ Lorenz, ss.32-33.

c- İmtiyazlı adi hisse senetleri (preferred ordinary shares or “B” ordinary shares): Ortaklık ve oy hakkı ile beraber sabit oranda kâr payı alma hakkı veren hisse senetleridir.

d- İmtiyazlı hisse senetleri (Preference share): Tasfiye halinde imtiyaza (önceliğe) sahip hisse senetleridir. Ayrıca imtiyazlı hisse senetlerinin tamamı veya bir kısmı gelecekteki bir tarihte veya bir olayın vukuunda, diğer gruplardaki hisse senetlerine dönüştürülebilen hisse senetleridir. İmtiyazlı hisse senetlerine tanınan bu hak, adi hisse senetlerinin veya değiştirilen diğer hisse grubunun hisse sahibine ait imtiyazlı hisseye oranla daha avantajlı olması halinde kullanılır.⁸⁶ Örneğin; imtiyazlı adi hissenin imtiyazlı hisseden daha fazla temettü sağlaması durumunda, bu hisse senetleri imtiyazlı adi hisse senediyle değiştirilebilir⁸⁷. Risk sermayesi şirketlerinin imtiyazlı adi hisse senetlerini ve imtiyazlı hisse senetlerini tercihlerinin sebebi, bu hisse senedi türlerinin temettü almasından dolayı girdi temin etmek istemeleridir⁸⁸.

Risk sermayesi şirketinin hisse senedi türünden bir finansal araçla gerçekleştirdiği yatırımda en önemli problem, girişimci şirketin iflası halinde riskini minimize etmede zorlanmasıdır. Çünkü hisse senedi sahipleri tasfiye halinde haklarını en son alan kişilerdir. Kaldı ki, risk sermayedarlarının en iyi yatırımlarının bile kaybetme olasılığı vardır. Risk sermayedarları finansman sağladıkları yatırımların kayıplarını en aza indirecek şekilde yapılandırmak isterler⁸⁹.

4.2. Hisse Senedine Dönüştürülebilir Borç Türü Finansal Araçlar

Risk sermayesi şirketlerinin yatırımları finanse ederken kullandıkları hisse senedine dönüştürülebilir borç türü finansal araçları iki ana başlık altında toplanabilir.

⁸⁶ Lorenz, s.33.

⁸⁷ Sami Karahan, *Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar Ve İmtiyazların Korunması*, İstanbul: Kazancı Hukuk Yayını, 1991, s.137.

⁸⁸ Gartner ve Bygrave, s.35.

⁸⁹ Gartner ve Bygrave, s.34.

4.2.1. Hisse Senedine Dönüştürülebilir Avantajlı Borçlar (Convertible Loan Stock)

Bu finansal araç, Türkiye'deki hisse senedine dönüştürülebilir tahvillere benzemektedir. Risk sermayesi şirketi, girişimciye hisse senedine dönüştürülebilir kabiliyeti olan uzun vadeli (beş yılın üzerinde) borç verir. Bu borçlanma yönteminde önemli husus, teminat istenmemesi ve anlaşmada belirlenen sabit faiz oranını içermesidir⁹⁰.

Bu tür finansal araçlar, sürekli bir gelir elde etmek isteyen risk sermayesi şirketleri tarafından kullanılır. Böylece risk sermayesi şirketi kullandığı fonları bir ölçüde emniyete almış olur. Bu finansal araç, ABD'de SBA' dan girişim için alınan kredilerin faiz ödemelerini yapabilmek için SBIC'ler tarafından sıklıkla kullanılmaktadır. Bu tür finansal araçlarla yapılan yatırımlarda risk sermayesi şirketleri oy hakkından mahrum kalmaktadırlar. Ancak, risk sermayesi şirketleri, yatırım yaptıkları şirketi kontrol etmek için oy hakkı gibi sözleşmeye ek maddeler ilave ettirirler. Ayrıca, risk sermayesi şirketi, girişimci şirketin tasfiyesi halinde şirketteki paylarını tüm alacaklılardan sonra alabilir⁹¹.

4.2.2. Borç Verme ve Varantlar (Lorans And Warants)

Varant, vadesi süresince belirli bir fiyattan belirli sayıdaki hisse senetlerini satın alma opsiyonudur. Her ne kadar opsiyon sözleşmesine benziyorsa da aynı şey değildirler. En belirgin fark, varantın vadesinin opsiyon sözleşmesinden daha uzun oluşudur⁹².

ABD'deki risk sermayesi şirketlerinin, başlangıç yatırımında (start-up) olan girişimci şirkete fon sağladıklarında kullandıkları finansal araç hisse senedi olduğundan girişimci şirketin yönetimine katılmaktadırlar. Genişleme (expansion)

⁹⁰ Lorenz, s.33.

⁹¹ S. David Kidwell ve L. Richard Peterson, **Finansal Instituos, Markets, And Money** Fourth Edition, USA: 1990, s.521.

⁹² A.Edgar Norton ve K.Frank Rcilly, **Investments**, 4. Edition, USA: Dryden Pres, 1995, s.518.

aşamasında ise, finansal araç olarak “çevrilebilir tahvil” veya “varant”ı tercih etmektedirler. Böylece risk sermayesi şirketi, girişimci şirkete öz sermaye ile borç arası özel bir finans desteği sağlamış olur⁹³.

5. RİSK SERMAYESİ FONLARININ KAYNAKLARI

Risk sermayesi yatırımları büyük ölçüde kurumsal yatırımcıların ve kendi servetine veya gelirine güvenen büyük bireysel yatırımcıların yapabileceği bir finansmandır. Çünkü yeni yeni üretime başlayan şirketlere veya bazen fikre yatırım yapılmasından dolayı yatırımdan kâr elde edebilmek için bazen 6 yıl bazen de 10 yıl gibi bir süre beklemek gerekebilmektedir⁹⁴. Böyle bir fonun halktan toplanabilmesi mümkün görülmemektedir⁹⁵. Bazı batı ülkelerinde küçük yatırımcıyı korumak isteyen denetim kurumları risk sermayesi fonlarının halka açılmasına müsaade etmemektedir⁹⁶. Fon kaynakları ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir.

Özel risk sermayesi şirketleri; ticari banklar, sigorta şirketleri, emekli fonları, vakıflar, büyük sermayeli girişimciler, kamu kuruluşları, üniversiteler gibi kaynaklardan yatırımlarda kullanılmak üzere tahsis edilen fonlar, risk sermayesi şirketlerince değerlendirilmektedir⁹⁷. ABD’de hükümetin "Vakur Adam Kuralı" kanunu çıkarıldıktan sonra, emekli fonları risk sermayesi fonları içinde en büyük paya sahip olmuştur⁹⁸. Bu kanun sayesinde emekli fonlarını yöneten kuruluşlar, ihtiyatlı olmak kaydıyla istedikleri alanlarda yatırım yapabilmişlerdir. Böylece büyük fonlar risk sermayesi şirketlerinde toplanmaya başlamıştır⁹⁹.

⁹³ Uludağ, s.34.

⁹⁴ Atilla Yeşilada, **Risk Sermayesi Paneli**, Ankara: KOSGEB, Haziran 1993, s.18.

⁹⁵ Halil Sarıaslan, **Risk Sermayesi Paneli**, Ankara: KOSGEB, Haziran 1993, s.25.

⁹⁶ Yeşilada, s.18.

⁹⁷ Uludağ, s.15.

⁹⁸ Gartner ve Bygrave, s.8.

⁹⁹ Sarıaslan, Risk Sermayesi, Panel, s.25.

Risk sermayesi şirketleri, aldıkları bu fonlar karşılığında fon sahiplerine herhangi bir faiz ya da kâr payı oranı hakkında hiçbir taahhütte bulunmamakta, sadece ortaklık ilişkisi içinde bulunmaktadır¹⁰⁰.

Tablo 2.2. ABD VE AT ÜLKELERİNDE RİSK SERMAYESİNİN KAYNAKLARININ KURUMLAR BAZINDA DAĞILIMI (1984-1992 Yıllarının % Dağılımının Karşılaştırılması)

AT Ülkeleri	84	92	ABD	84	92
Bankalar	32	35,4	Emekli fonları	34	42
Yeniden yatırımlar için kullanılabilir kazançları		16,3	Yabancı sermaye	18	11
Şirketler	21	5,9			
Emekli fonları	10	12,9	Bireysel yatırımcılar	15	11
Sigorta şirketleri	11	9,3	Sigorta şirketleri	13	15
Hükümet kuruluşları		9,3	Şirketler	14	3
Diğer kaynaklar	7	7,4	Vakıf ve hayır Kurumları	6	18
Kişisel yatırımcılar	18	3,5	---	-	-
Üniversiteler	1	-	---	-	-
TOPLAM	100	100		100	100

Kaynak: Hazine Dergisi, Risk Sermayesi, Sayı.1 (Ocak 1996), s.89.; Gartner ve Bygrave, s.9.

Tabloda AT ülkelerinde risk sermayesi fonlarının yaklaşık %65'nin bankalar, emekli fonları ve yeniden yatırımlar için kullanılabilir sermaye kazançlarından meydana geldiği görülmektedir. ABD' de ise en önemli kaynaklar içinde emekli fonları %42'lik bir pay ile başta yer almaktadır. Ayrıca vakıf ve hayır kurumları da %300'lük bir artış göstererek %18'lik bir payla ikinci sırada yer almaktadır.

¹⁰⁰ Uludağ, s.16.

6. RİSK SERMAYESİ ŞİRKETLERİNİN GİRİŞİMCİ ŞİRKETLERİ FİNANSE ETME AŞAMALARI

Risk sermayesi şirketleri, girişimci şirketleri çeşitli sektörlerde farklı gelişim aşamalarında destekleyerek riski dağıtmak için girişimci şirkete yapacakları destekleri farklı aşamalarda gerçekleştirirler. Şöyle ki; risk sermaye şirketleri yeni oluşacak işletmelere ortak oldukları gibi, büyüme kabiliyeti olan küçük işletmelere ve fon sıkıntısı olan fakat büyük kâr potansiyeli taşıyan büyük işletmelere de ortak olabilmektedirler¹⁰¹.

Risk sermayesi şirketlerinin yatırımları; yatırımların özelliklerine, üretim aşamalarına ve organizasyon yapısına göre farklılık göstermektedir¹⁰².

6.1. Çekirdek Sermayesi Ve Araştırma Geliştirme Finansmanı

Bu aşamada girişimciler yatırım aşamasında değil, fikir aşamasında finanse edilirler. Fikir sahibinin desteklenebilmesi için fikrin daha önce hiç karşılaşılmamış, ihtiyaç duyulabilecek, pazarda büyük bir pay elde edilebilecek nitelikte olması gereklidir¹⁰³.

Risk sermayesi şirketi girişimciyi fikrin geliştirilmesi, işletme planının oluşturulması, hayata geçirilmesi ve yönetim formasyonu konularında destekler. Çekirdek sermayesi olarak genellikle 10.000 \$ ile 100.000 \$ arası kullanılmaktadır. Çok yüksek oranda risk taşıdıklarından pek az sayıda risk sermayesi şirketi çekirdek finansmanı sağlar¹⁰⁴.

Bu aşamada projenin yapılabilirliği tartışılmaktadır. Projenin kabul edilmeme ihtimali oldukça yüksektir. Yapılan araştırmalarda projelerin %70'inin bu

¹⁰¹ Halil Sarıaslan, "Venture Capital (Risk sermayesi) Finansman Modeli ve Türkiye'de Uygulanma Olanakları", *Ankara Sanayi Odası Dergisi*, Sayı:113, (Şubat 1992), s.5.

¹⁰² Selim Soydemir, *Risk Sermayesi*, İktisadi ve Araştırmalar Vakfı, SPK., 1993, s.106.

¹⁰³ E. Esra İşeri, *Risk Sermayesi*; Ankara: Biar & Konrad, Adenaur- Stitung, 1993, s.27.

¹⁰⁴ Gartner ve Bygrave, s.6.

aşamada reddedildiğini ortaya koymuştur¹⁰⁵ (Bu durum Şekil 2.3'de de görülmektedir). Çekirdek aşamasında yatırımın likide edilmesi 7-10 yıl arasında gerçekleşmektedir¹⁰⁶.

6.2. Başlangıç Finansmanı

Genellikle kuruluşları bir yılı doldurmamış firmalar için uygulanan bir finansman türüdür. Başlangıç sermayesi girişimci şirkete ürünü geliştirme ve pazarda yer alabilmesi için sağlanır. Ayrıca yönetim takımının oluşturulması ve iş planının netleştirilmesi sürecini de içine alır¹⁰⁷.

Başlangıç finansmanı, yatırım miktarı çok yüksek meblağları bulduğundan kazanma ve kaybetme olasılığının en büyük olduğu aşamadır.

Bu aşamada risk sermaye şirketinin dikkat etmesi gereken önemli bir husus, girişimcinin yönetim kadrosundaki yetersizlikleri bertaraf edebilmesi için ikinci (yedek) bir yönetim kadrosunu oluşturmasının gerektiğidir¹⁰⁸.

Tablo 2.3. AT ÜLKELERİ VE ABD'DE RİSK SERMAYESİ ŞİRKETLERİNİN YATIRIM AŞAMALARINA GÖRE PORTFÖY DAĞILIMI (1991 Yılı İçin)

	AT	ABD
Yatırım aşamaları	1991	1991
Fikir aşamalarındaki Yat.	1.1	4
Başlangıç Yatırımları	5.9	6
Diğer Erken Basamak Yatırımları	-	22
Genişleme Yatırımları	52.6	54
Satın alma Destek Yatırımları	34.6	4
Diğer	5.8	10
TOPLAM	100	100

Kaynak: **Hazine Dergisi**, Risk Sermayesi, (Ocak 1996), s.93.; Gartner ve Bygrave, s.11.

¹⁰⁵ İşeri, s.28.

¹⁰⁶ Oktay Aydın ve İ. Melih Baş, 2 000'li Yıllarda Doğru Risk Sermayesi Ve Türkiye İçin Bir Model Önerisi, III. İzmir İktisat Kongresi Tebliğleri, Ankara: 1993, s.42.

¹⁰⁷ Richard A. Brealey, Stewart C. Myers ve Alan J. Marcus, **Fundamentals Of Corporate Finance**, İstanbul: Literatür Yayıncılık Dağıtım Pazarlama, 1995, ss.350 -351.

¹⁰⁸ Lorenz, s.193.

Bu aşamadaki bir yatırımdan risk sermayedarı %300 veya daha fazla oranda getiri elde etmeyi ümit etmektedir¹⁰⁹. Başlangıç sermayesi yatırımlarının likide edilmesi 6-8 yıl gibi bir süreyi içerebilmektedir¹¹⁰.

6.3. Erken Aşama Finansmanı

Bu aşamada, risk sermayesi şirketi, yönetim kadrosunu, teknolojisini, ürününü ve pazarını oluşturmuş girişimcilere, ticari üretimlerini ve satışları artırmak ve geliştirmek için ihtiyaç duydukları finansmanı temin etmektedir¹¹¹.

Bu aşamada girişimci şirketin yönetim ve organizasyonla ilgili problemleri daha da belirginleşir. Bu nedenle, risk sermayesi şirketinin, girişimci şirkete finansal yardımın yanında yönetsel destek de sağlaması gerekmektedir¹¹². Bu aşama yatırımı 4-6 yıl arasında bir sürede likide edilmektedir¹¹³.

6.4. Geçit Finansmanı

Üretim ve satış yapabilen bir işletmenin tam kapasiteyle üretim gerçekleştirebilmesi için, sağlanan geçit finansmanı aşamasında işletme negatif nakit akışına sahip olabilir¹¹⁴.

Risk sermayesi şirketleri, bu aşamadaki yatırımı diğer aşamalara göre daha az risk taşıdığından daha çok tercih etmektedirler¹¹⁵.

6.5. Büyüme Gelişme Finansmanı

Bu aşamada, girişimci şirket, belli bir pazar payına sahip olup kâra geçmiş durumdadır. Girişimci şirket pazar payını büyütme ve kârını arttırmak için ek

¹⁰⁹ İşeri, s.28.

¹¹⁰ Aydın ve Baş, s.42.

¹¹¹ Gartner ve Bygrave, s.7.

¹¹² Cem İbrahim Özkök, "Finansman Türü Olarak Risk Sermayesine Uygulama Örnekleri", *Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, (Ocak 1992), s.213.

¹¹³ Aydın ve Baş, s.42.

¹¹⁴ Gartner ve Bygrave, s.7.

¹¹⁵ İşeri, s.29.

finansmana ihtiyaç duyduğu gibi işletmenin yönetim problemleri de olabilir. Risk sermayesi şirketleri, bu aşamadaki yatırımlardan %40 oranında getiri beklemektedirler¹¹⁶.

6.6. Köprü Finansmanı ve Ara Finansmanı

Bu aşamada, altı ay veya bir yıl içinde halka açılmayı planlayan şirketler, borsada hisse senetlerinin halka satışı yapıncaya kadar finanse edilirler. Bu finansman halka açılmaya hazırlanan firmanın büyümeye devam etmesi ve halka açılarak şirketin sermaye ve borç durumunun yeniden yapılanması için de kullanılır¹¹⁷. Bu tür finansmanda araç olarak varantlı tahvil kullanılır¹¹⁸.

Ara finansmanı (mezzanine finance) ise aslında bir köprü finansmanı türüdür. İki yıldan daha az bir sürede likide edilmek istenir.

Bu finansman türü, getiri açısından öz sermaye ile borç arasında bir yerdedir. Girişimci şirketin özel bir şirkete devir veya satışı ya da halka arza dek son finanse edilişidir. Genellikle yüksek faizli tahviller ya da imtiyazlı hisse senetleri aracılığıyla yapılan bu finansman türü, girişimci şirketin yöneticileri tarafından satın alınması için de kullanılabilir¹¹⁹. Satılacak işletmeleri satın almak isteyen, fakat yeteri kadar finansmana sahip olmayan girişimcilere yapılan destek finansmanını, bu finansmanla karıştırmamak gerekir. Halka açılma durumuna gelmiş olan şirkete sağlanan son finansman yardımudur¹²⁰.

6.7. Şirket Paylarının Veya Varlıklarının Satın Alınması

Hisse senetlerine talebin artışı veya azalışı, ekonomik konjüktüre bağlıdır. Risk sermayesi şirketleri, ekonominin yükseliş döneminde girişimci şirketlerin finansmanına daha çok yönelmektedirler. Bu finansman türünde risk sermayesi

¹¹⁶ Lorenz, s.95.

¹¹⁷ Gartner ve Bygrave, s.7.

¹¹⁸ Aydın ve Baş, s.43.

¹¹⁹ Aydın ve Baş, s.43.

¹²⁰ Uludağ, s.27.

şirketi çeşitli nedenlerle satılacak olan işletmeleri satın almak isteyen, konuya hakim fakat finansal kaynakları ve varlıkları yeterli olmayan girişimcilere bu aşamada finansal destek vermektedir¹²¹.

Finansal desteğe ihtiyacı olan bu girişimciler:¹²²

- * Şirketin yöneticileri (Management buy-out: MBO),
- * Üçüncü kişiler (Levegared buy-out :LBO),
- * Başka bir şirketin yöneticileri (Management buy-in MBI),
- * MBO ve MBI'nin bir kombinasyonu (buy-in management buy-out: BIMBO) ve
- * Şirketin çalışanları (Employee stock ownership plan :ESOP) olabilir.

Görüldüğü gibi bu tür finansmanda, satıcı, üçüncü kişiler ve finansör olmak üzere üç taraf vardır. Ayrıca satıcı ile yapılan alım anlaşması ve finansal destekleyici ile yapılan yatırım anlaşması olmak üzere en azından iki ayrı anlaşma yapılması gerekmektedir¹²³.

Aşağıda yatırım aşamaları, bu yatırımlardan çıkış (likide) süreleri ve taşıdıkları riskler tablo halinde gösterilmiştir.

Tablo 2.4. YATIRIM AŞAMALARININ ZAMAN/RİSK TABLOSU

Yatırım Tipleri	Zaman (yıl)	Risk
Çekirdek aşaması (prototip geliştirme aşamasında)	7-10	Son Derece Yüksek
Başlangıç(Start-up) (iş oluşturma aşamasında)	5-10	Çok Yüksek
Erken Geliştirme (Zararda veya henüz karlı hale gelmiş)	3-7	Yüksek
Genişleme Sermayesi (Kurulmuş karlı hale geçmiş daha genişleme sermayesine ihtiyacı var.)	1-3	Orta
Köprü veya Ara Finansman (çıkış öncesi son destekleme finansı)	1-3	Düşük
Buy-Out/Buy-In	1-3	Düşük/Yüksek
Şirket kurtarma Fin	3-5	Orta Yüksek Arası

Kaynak: Lorenz, s.48.

¹²¹ Uludağ, s.28.

¹²² Aydın ve Baş, ss.43-44.

¹²³ Ormerod ve Burns, s.58.

7. RİSK SERMAYESİ FONLARININ KÂR ORANLARI

Bütün risk sermayedarları yatırımlarından en kısa sürede en yüksek gelir elde etmeyi umarlar.

Risk sermayesi şirketlerinin kâr oranlarıyla ilgili yapılan çalışmalarda %11'den¹²⁴ %27'ye¹²⁵ kadar farklı kâr oranları bulunmuştur. Risk sermayesi fonları üzerindeki bir çok eski çalışmalarda, normal kâr oranlarının genellikle %12-19 arasında gerçekleştiği tespit edilmiştir. Bessamer 1967-1974 arasında %17'lik bir kâr başarısı rapor etmiştir. Hambrecht ve Quist 1972 yılı sonrasında yapmış oldukları çalışmada %15'lik bir kâr oranı bulmuşlardır. Poindexter 270 risk sermayesi şirketinin kâr oranlarını gözden geçirmiştir. Bu firmalar içinde 59 firmanın kâr oranlarının %13,3 olmasına rağmen ortalama %25 ile %40 kârlılık oranı tespit etmiştir¹²⁶. Genelde risk sermayesi yatırımlarından beklenen en düşük kâr oranı %20'dir¹²⁷.

Tablodan da görüldüğü gibi, farklı değer artışları, farklı kârlılık oranları doğurmaktadır. Yatırım değer artışı 5 kabul edildiğinde 5 yılda %37.97 oranında yıllık kâr elde edilecektir.

Tablo 2.5. YATIRIMLARDAN BEKLENEN DEĞER ARTIŞLARI

Yatırım değer artışı (kat)	Yatırım süresi(yıl)	Kârlılık oranı (%)
8	10	17.46
10	10	25.89
5	5	37.97
6	5	43.10
7	5	47.58
8	5	51.57
9	5	55.18
10	5	58.49
5	3	71.00
10	3	115.44

Kaynak: Henderson ve Burns, s:266.

¹²⁴ Faucett 1971'de 14 halka açık risk sermayesi şirketinde yaptığı çalışmada bu yüzdeyi bulmuştur.

¹²⁵ Martin ve Patty 1983'deki 1974'ten 1979'a kadar ki 11 halka açık risk sermayesi şirketinin kâr oranları üzerindeki çalışmalarda bu yüzde tespit etmişlerdir.

¹²⁶ Bygrave ve Gartner, s. 13.

¹²⁷ Bygrave ve Gartner, s. 12.

8. RİSK SERMAYESİ MODELİNDE RİSK FAKTÖRLERİ

Risk sermayesi şirketi, kendisine gelen talepleri riskleri açısından değerlendirirken şu riskleri dikkate alır. Bunlar; teknolojik risk, yönetim riski, finansal risk, üretim riski, pazarlama riski, demode olma riskidir¹²⁸.

a) **Teknolojik risk:** Araştırma geliştirme aşamasında söz konusu olup girişimcinin yatırımının teknolojik yeterliliğe sahip olmamasından kaynaklanmaktadır.

b) **Yönetim riski:** Yönetim takımının yönetim fonksiyonlarını yerine getirme kabiliyetinden yoksun olmasıdır. Yönetim kadrosunun ürünün üretilip, pazarda yerini alabilmesi için yeterli olmaması durumudur.

c) **Finansman riski:** Üretim sırasında ve ürünün pazara taşınmasında ihtiyaç duyulan ek finansmanın sağlanamama riskidir. Bu durumda, beklenmedik olaylar karşısında ihtiyaç hissedildiğinde yedek finansman bulundurulmalıdır.

d) **Üretim riski:** Kullanılan teknolojinin büyük ölçekli üretime elverişli olmaması riskidir. Bu risk, prototipin pazarlanabilir bir ürüne dönüştürülmesinde de söz konusu olabilir.

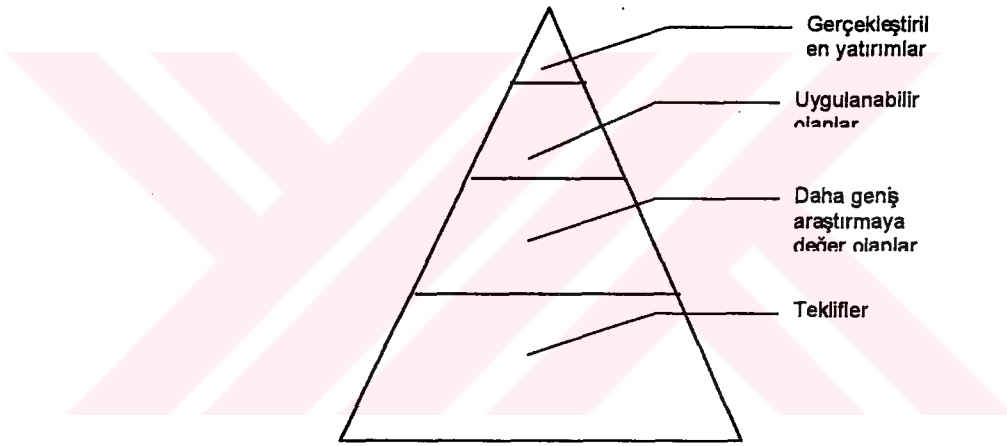
e) **Pazarlama riski:** Ürünün pazarda tutunup tutunamamasıyla ilgili bir risktir. Bu süreçte ürünün pazara sunumu, pazar hacmi ve rakiplerin pazardaki durumu söz konusudur.

f) **Demode olma riski:** Yüksek teknoloji, yaşam süresi kısa olan ürünlerin, yeterli satış düzeyine ulaşmadan demode olması riskidir. Bu durum bilgisayar teknolojisinde açıkça görülmektedir. Risk sermayesi şirketleri bu tip projelerde daha kısa yatırım süresi öngörürler.

¹²⁸ Ormerod ve Burns, ss.266-267.

9. RİSK SERMAYESİ ŞİRKETLERİNİN ÇALIŞMA YÖNTEMLERİ

Risk sermayesi şirketine yüzlerce teklif gelmesine rağmen bunlardan yalnız %2 veya %3'ü fon desteği alabilmektedir (Şekil 2.3. görüldüğü gibi). Teklifin risk sermayesi şirketi tarafından değerlendirilmesi 2 ile 8 ayı bulabilmektedir. Risk sermayesi şirketleri, yüksek kâr ümidiyle girişimde bulunmaktadır. Risk sermayesi şirketi tarafından yapılan dikkatli bir eleme ve değerlendirme sonunda bile risk sermayesi şirketleri ümit edilen yüksek gelirleri elde edemeyebilirler¹²⁹.



Şekil :2.3. Girişimcilerin Tekliflerinin Değerlendirilmesi

Risk sermayesi şirketi öncelikle yatırımı yapacağı endüstriyi, yatırım yapacağı bölgeyi, hangi basamakta yatırım yapacağını ve finanse edebileceği yatırım hacmini tespit etmelidir.

Bu şekilde hareket etmek risk sermaye şirketine aşağıdaki avantajları sağlamaktadır¹³⁰:

a) Risk sermayesi şirketine yönetim ve disiplin duygusu kazandırır. Etkin, akıllıca faaliyet göstermesi ve yatırım yapması hususunda yardımcı olur.

¹²⁹ Gartner ve Bygrave, s.24.

¹³⁰ Zaimoğlu, s.32.

b) Yatırımcılar, risk sermayesi şirketinin, yatırım fırsatlarını nasıl ve neye dayanarak seçtiğini, riske maruz kalmadan istenen kazancı sağlamada hangi kriterleri kullanacağını bilmek isteyeceklerdir.

c) Yüzlerce yatırım teklifi arasında seçim yapmak zorunda olan risk sermayesi şirketine, belirli bir endüstri alanında yoğunlaşması ve yatırım stratejisine sahip bulunması gibi avantajlar sağlar.

9.1. İş Planı

Risk sermayesi süreci yazılı bir iş planı ile başlar. İş planı; amaçları gösteren, proje ile ilgili düşüncelerin ayrıntılarını içeren ve teknik, finansal, ekonomik boyutlarıyla projeyi ortaya koyan bir plandır¹³¹. Dolayısıyla girişimci tarafından hazırlanacak olan iş planı, yeni kurulacak olan işletme için hayati önem taşımaktadır. Çünkü risk sermayedarı yatırımın bütün boyutlarını görebilecekleri iyi bir iş planının hazırlanmış olmasını talep ederler¹³². Zira risk sermayedarı bu iş planına göre girişimciye sermaye verip vermeyeceği hususunda karar verecektir¹³³. Risk sermayesi projelerinin %95'i iş planının değerlendirilmesinden sonra reddedilmektedir¹³⁴.

İş planı, yatırımcıya finansman temininde kullanılmasının yanı sıra, girişimciye yatırımı iş hayatında çizdiği yolda muhafaza etmede bir yol haritası görevini de yapar¹³⁵.

İş planının hazırlanmasında üç prensip temel alınmalıdır. Bunlar;

- * Okuyucuya yönelik hazırlanması (Think of the reader),
- * Kısa bilgi vermesi (Keep it short),

¹³¹ Zenas Block ve Ian C. MacMilan, **Corporate Venturing: Creating New Businesses Within The Firm**, USA: Harvard Collage, 1993, s.111.

¹³² David S. Kidwel, Richard L. Peterson ve David W. Blackwell, **Financial Institutions, Markets, And Money**, III. Edition, USA: TheDryden Press, 1993, s.634.

¹³³ İşeri, s.34.

¹³⁴ Tuncel, s.25; İşeri, s.34; Ormerod ve Burns, s. 124.

¹³⁵ Gartner ve Bygrave s.28.

* Amaçlar için ölçüler ortaya koymasdır (Setting benchmarks)¹³⁶.

İş planında belli başlı şu bölümler yer alır:

- * Özet
- * Ürün ve servis
- * Yönetim kadrosu
- * Pazar ve pazarlama
- * Üretim yöntemleri
- * Finansal bilgiler

9.1.1. Özet

Bu bölümde; işin genel hatlarıyla kısaca anlatımının yanı sıra, böyle bir işe niçin girişildiği, piyasa ve tüketiciler hakkında kısa ve genel bilgiler verilir. Bu bölüm iş planının en önemli bölümlerindendir. Çünkü risk sermayedarı bu bölüme bakarak işin geneli hakkında hızlı bir şekilde karar vermek isteyecek; şayet gerek duyarsa diğer bölümlere bakacaktır. Dolayısıyla özet bölümü dikkat çekici ve anlaşılabilir olmalıdır¹³⁷.

9.1.2. Ürün ve Hizmetler

Risk sermayesi şirketlerinin ürün ve sunulacak hizmetle ilgili bilgilere ihtiyacı vardır. Özellikle ürünün rakip ürünlerden farklı yanlarını ve bu farklılığın müşteri taleplerine uygunluğunu bilmek isteyeceklerdir.

Risk sermayesi şirketleri endüstrinin detaylarını iyi bilmeyebilir. Bu nedenle, verilen bilgiler sıradan bir insanın bile kolayca anlayabileceği tarzda yazılmalıdır. Ürünle ilgili teknik bilgiler de belirtilmelidir. Ayrıca, ürünün veya sunulacak hizmetin broşürlerle, fotoğraflarla veya krokisi çizilerek risk sermayesi şirketi tarafından daha iyi anlaşılabilmesi sağlanmalıdır. Çünkü, ürün veya sunulacak

¹³⁶ Ormerod ve Burns, ss.136-137.

¹³⁷ Janette Rutterford ve R. Roderick Montogomeric, **Handbook Of UK Corporate Finance**, 2. Edition, London: 1992, s.70; Brealey, Myers ve Marcus, ss. 537-538.

hizmet iş planında tam açıklanamazsa risk sermayesi şirketi tarafından desteklenmeyecektir¹³⁸.

9.1.3.Yönetim Kadrosu

Risk sermayesi şirketi için işletmenin tüm varlıklarından veya ürünün pazarda tutunabilmesinden ziyade yönetim kadrosunun kapasitesi önemlidir. Yönetim kadrosunun yeterli düzeyde eğitim almış ve sahasında tecrübeli olması yatırımın başarıya ulaşmasının vazgeçilmez şartıdır. Dolayısıyla yöneticilerle ilgili olarak şu hususların iş planında belirtilmesi risk sermayesi şirketi için önem arz etmektedir.

- * Pazarlama ve satış,
- * Üretim ve teknik sahada,
- * Finans ve yönetim,

Yönetim kadrosundan bu üç temel hususta performanslarının yüksek olması beklenir. Bu temel hususlardaki performanslarının yeterli düzeyde olduğu hakkında risk sermayesi şirketi hiçbir endişe duymamak ister¹³⁹.

9.1.4. Pazar ve Pazarlama

İş planında, ürünün pazarlama imkanlarıyla ilgili pazarda yapılan özel çalışmaların sunulması risk sermayesi şirketinin güvenini artırabilir. Verilen bilgilerin gerçek olması ve rakamsal değerlerle desteklenmesi önemlidir. Bu verilerle yaklaşık olarak toplam pazar büyüklüğü, mevcut rakiplerin pazardaki payları, ürünün pazardaki payının ne kadar olacağı ve ürünün fiyatının rakip ürünlerle rekabet edemeyeceği belirtilmelidir.

Ürünün veya hizmetin pazarlaması ile ilgili tespit edilen strateji, satış ve dağıtım ağına ilişkin planlar, tüketici hakkında yapılan araştırmalardan elde edinilen bilgiler iş planında belirtilmelidir¹⁴⁰.

¹³⁸ Rutterford ve Montgomerie, ss70-71.

¹³⁹ Rutterford ve Montgomerie, s.71.

9.1.5. Üretim Yöntemleri

İş planında ürünün veya hizmetin üretiminde kullanılan yöntem açıklanmalıdır. Üretimde kullanılan metodun rakiplere karşı sağladığı avantajlar belirtilmelidir¹⁴¹.

9.1.6. Finansman Bilgileri

Finansman planı iş planının hayati bir bölümünü oluşturmaktadır. Risk sermayesi şirketi, bu bölüme bakarak yatırım için ne kadar kaynağa ihtiyaç duyulduğunu rahatlıkla anlayabilmelidir. Ayrıca bir kaç yıl içinde yatırımın ne kadar kâr elde edebileceği bu bölümde gösterilmelidir. Bunlardan başka finansman planında şunlara da yer verilmesi lazımdır:

- * Şirketin büyüme potansiyeli,
- * Karın satışlardaki dalgalanmalara karşı duyarlılığı, ürün ile sabit maliyetler arasındaki ilişkiler,
- * Teçhizat ve ekipman, pazarlama, araştırma ve geliştirme için katlanılan maliyetlerin satışlardan elde edilecek karla veya lisans gelirleriyle geri dönüp dönmeyeceği,
- * Nakit akımlarıyla ilgili bilgiler.

Yatırımla ilgili finansal projeksiyonlar hazırlanırken dikkat edilmesi gereken bir diğer husus da enflasyonun tesirinin göz ardı edilmemesidir. Finansal figürler cari fiyatlarla oluşturulduğundan bir-kaç yıl içinde enflasyondaki muhtemel değişimler olumsuz durumların ortaya çıkmasına yol açabilir¹⁴².

İş planındaki risk sermayesi şirketinin yatırıma girip girmemesi hakkında karar vermesine etki edecek en önemli bölüm, finansal bilgiler bölümüdür. Dolayısıyla bu bölümde; tahminde kullanılan verilere ilişkin bilgiler (satışlar, vergi öncesi kâr vs), kâr / zarar ve satışların trendi, nakit akışı tahminleri, sermaye

¹⁴⁰ Ormerod ve Burns, ss.142-144.

¹⁴¹ Rutterford ve Montgomerie, s.71.

¹⁴² Ormerod ve Burns, ss.127-131.

harcamaları, işletme sermayesi ihtiyacı, başa baş analizi, ihtiyaç duyulabilecek fonların zamanı ve kullanılacağı yerler gibi detayların bulunması gereklidir¹.

Aşağıda iş planının çerçevesini oluşturan bir örnek verilmiştir.

Tablo 2.6. ÖRNEK OLARAK İŞ PLANI ÇERÇEVESİ

1- Yönetim özeti:

İşin durumunu kısaca anlatan özet, anlaşılabilir olmalı ve planın diğer bölümlerindeki anahtar noktaları aydınlatmalıdır.

2- Önerilen işin tanımlaması:

* Hangi işe gireceksiniz?

* Hangi ürün veya hizmetleri pazarlayacak veya satacaksınız?

* Ürün ve hizmetinizin kullanım alanları ve özellikleri nelerdir?

* Kimler ürün ve hizmetlerinizin birincil pazarda müşterisi olacaktır ve niçin satın alacaklar?

3- Ürünlerin veya hizmetlerin tanımlanması:

* Süregelen gelişme basamakları nelerdir? (Fikir, prototip veya satışa hazır) Yapılması gereken ne kalmıştır?

* Ürün veya hizmetin hangi özellikleri (patent, dizayn gibi) rekabet alanında avantaj veya dezavantaj sağlar.

4- Pazar tanımlaması:

* Ürün veya hizmet çeşitlerinin yaklaşık toplam potansiyel pazar büyüklüğü nedir? Satış sahasının ve toplam satış tutarının geçmişteki, şimdiki ve gelecekteki durumlarını belirleyiniz.

* Aynı iş dalında rekabette bulunan başka çeşit ürün veya hizmetler var mı?

* Önde gelen rakipler kimlerdir? Onları pazar hisselerine göre listeleyin. Onlar nasıl rekabet yapıyorlar? (Fiyat, kalite veya buluş) Güçlü veya zayıf yönleri neler? Nasıl çalışıyorlar? Hangileri daha çabuk büyüyor? Hangileri daha saldırgan? Hangilerinin problemleri var?

* Ürünün veya hizmetin mevcut pazara uyumu nasıl? Ürünün veya hizmetin fiyatı rekabet edebilir ve hâlâ kâr getirebilir mi? Niçin?

* Pazardan ne kadar pay alınabilir?

5- Pazarlama Stratejisi:

* Ürünün veya hizmetin satımı ve dağıtımı için hangi metod kullanılacaktır? (Satış temsilcileri, direk satışlar veya dağıtımcılar)

* Ürün veya hizmet potansiyel müşteri kitlesine nasıl sunulacaktır?

¹ Ormerod ve Burns, s.147.

* Satış, dağıtım ağı ve reklam maliyetleri nelerdir?

6- Üretim planı:

* Ürünün üretimi veya hizmetin sunulmasında önde gelen problemler nelerdir? (Ekipman, yetişmiş eleman, özel operasyonlar ve sunulması)

* Bu zorlukları nasıl aşılacaktır? Gerekli zaman ve ihtiyaç duyulan para ne kadardır?

7- Personel Stratejisi:

* Hangi anahtar yönetim yetenekleri ve fonksiyonel alanlardaki yetenekler önerilen yatırımın başarılı olmasında gereklidir? Tamamlanması gereken kritik görevler nelerdir?

* Bu görevleri kim yapacaktır? (personel veya diğerleri)

* Niçin iş hayatındasınız? Daha önceki tecrübelerinizin işinizi sürdürmek için sağladığı yaralar nelerdir?

8- Finansman Planı:

* Kaynak ve fon kullanımları * (İşe başlamak için başlangıç sermayesinin ihtiyacı ne kadardır? Ne kadar ek fona gereksinim duyulacaktır? Ne zaman? Para nereden geliyor? Nereye gidiyor ?)

* Teçhizat ve ekipman listesi ** (Amortisman ayrılabilir varlıklar listesi)

* Proforma bilanço ***

* Proforma gelir tablosu *

* Proforma nakit akım tablosu *

* Aylık olarak hazırlanmalı

** Yıllık olarak hazırlanmalı

*** Üç ayda bir hazırlanmalı

* Başabaş analizi**

9. Sonuçlar:

* En önemli risk ve problemler nelerdir? Onları minimize etmek için ne yapacaksınız?

* Kısaca işin gücü nedir?

10. Destek materyaller:

* Önceki bölümlerdeki bildirimleri destekleyecek destek materyaller.

* Anahtar personelin kısaca biyografisi ve önemli noktalar.

Kaynak: Gartner ve Bygrave, ss.38-39.

9.2. Risk Sermayesi Finansmanı İçin Verilen Tekliflerin Değerlendirilmesi

Risk sermayesi şirketleri yatırım yapacakları girişimci şirketleri en ince detaylara kadar incelerler.

Birçok teklif daha ilk görüşmelerde geri çevrilir. Bunun nedenleri¹⁴⁴:

- İşin yanlış endüstride olması,
- İşin yanlış bölgede olması,
- İstenen finansman tutarının çok yüksek olması,

d) Finanse edilecek tutarın çok düşük olması, (Risk sermayesi şirketi 100.000 dolarlık bir iş teklifiyle 1.000.000 dolarlık bir teklifi aynı sürede değerlendirmektedir. Her iki tutardaki teklif için aynı maliyetlere katlanmaktadır. Dolayısıyla 100.000 dolar gibi düşük değerli teklifleri ret etmektedir.)

- Yönetim kadrosunun yetersiz olması ve
- Rekabet şartlarıdır.

¹⁴⁴ Gartner ve Bygrave, s.25.

9.2. Risk Sermayesi Finansmanı İçin Verilen Tekliflerin Değerlendirilmesi

Risk sermayesi şirketleri yatırım yapacakları girişimci şirketleri en ince detaylara kadar incelerler.

Birçok teklif daha ilk görüşmelerde geri çevrilir. Bunun nedenleri¹⁴⁴:

- a) İşin yanlış endüstride olması,
- b) İşin yanlış bölgede olması,
- c) İstenen finansman tutarının çok yüksek olması,

d) Finanse edilecek tutarın çok düşük olması, (Risk sermayesi şirketi 100.000 dolarlık bir iş teklifiyle 1.000.000 dolarlık bir teklifi aynı sürede değerlendirmektedir. Her iki tutardaki teklif için aynı maliyetlere katlanmaktadır. Dolayısıyla 100.000 dolar gibi düşük değerli teklifleri ret etmektedir.)

- e) Yönetim kadrosunun yetersiz olması ve
- f) Rekabet şartlarıdır.

Yapılan çalışmalar da görülmüştür ki, risk sermayesi şirketinin karar vermesinde öncelikli kriterin girişimci şirketin yönetim kadrosunun kalitesi olduğudur. Yani birinci sınıf bir yönetim ve ikinci sınıf bir ürün, birinci sınıf bir ürün ve ikinci sınıf bir yönetime tercih edilmektedir¹⁴⁵.

Risk sermayesi şirketlerinin teklifleri değerlendirirken dört şeye dikkat ettikleri görülmüştür.

- * Yönetim,
- * Finansman,
- * Endüstriyel çekicilik,
- * Rekabet,

¹⁴⁴ Gartner ve Bygrave, s.25.

¹⁴⁵ Gartner ve Bygrave, s.26.

9.2.1. Yönetim

Risk sermaye şirketinin ilk ilgi alanı girişimci şirketin yönetim kadrosunun bilgi birikimi ve yetenekleridir. Çünkü riski azaltabilmek ancak bu hususiyetlere sahip bir üst yönetimin varlığıyla mümkün olabilmektedir. Risk sermayesi şirketleri, girişimcinin ürünü geliştirme, satışları artırma, kaynak isteme, onları kontrol etme ve bir organizasyonu oluşturma gibi alanlarda önceki başarılarını nazara almaktadır. Ürünün kalitesi ne olursa olsun yetenekli ve azimli yönetim kadrosuna sahip olmadıkça başarı ihtimali zayıftır¹⁴⁶. Yeni ürünün kalitesinden ziyade yönetim kalitesi önem arz etmektedir.

9.2.2. Finansal Yapı

Finansman kararları riskin büyüme oranını, satışların, maliyetlerin, kârın analizini ve işletmenin gelecekteki büyüme oranının hesaplamasını içine alır. Yatırımdan elde edilen gelirler finansal riske göre sınıflandırılır. Verilen iş planında dikkat edilen finansman ile ilgili görüşler şunlardır: Riskin büyüme potansiyeli, potansiyel kâr marjları, yatırımı kaybetme riski, halka açılarak girişimciden ayrılma, firmanın başka firmayla birleşmesi ve ele geçirilmesi, nakitle satın alınmasıdır¹⁴⁷.

Risk sermayesi şirketi yatırım için gereken finansman kaynağını sıkıntıya düşmeden sağlayabilmelidir. Ayrıca gerekli kaynak tutarı, yatırımın taşıdığı riskle dengeli olmalıdır. İlaveten yapılan sermaye harcamaları kabul edilebilir olmalı ve yeni bir risk getirmemelidir. Faiz oranlarının artışına karşı teşebbüsün duyarlılık derecesi araştırılmalıdır¹⁴⁸.

Risk sermayesi şirketi, girişimcinin kazançları girişimciye işi genişletmek ve kârlı hale getirmek için yeterli düzeyde değilse bu girişime yönelmez¹⁴⁹.

¹⁴⁶ Henderson, s.262.

¹⁴⁷ Gartner ve Bygrave, s.27.

¹⁴⁸ Zaimoğlu, s.90.

¹⁴⁹ Gartner ve Bygrave, s.26.

9.2.3. Endüstriyel Çekicilik

Risk sermayesi şirketi girişimcinin rekabete gireceği pazarın özelliklerini değerlendirir. Girişimcinin kârlılığı ve büyüme ihtimali, girişimcinin gireceği endüstrinin karakteristiklerine büyük ölçüde bağlıdır. Risk sermayesi şirketi; girişimci şirketin büyümesine, pazar büyüklüğünün yeterli olup olmadığına, girişimci şirketin faaliyet gösterdiği endüstrideki diğer şirketlerin büyüklüğü (gücü) ve sayısına, siyasi istikrara, ilgili endüstrinin ürün ve servislerinin ikame edebilirliğine, pazardaki müşteri ve arz edenlerin karakterlerine ve endüstriye yönelik tehditlere bakarak karar verecektir. Yeni endüstriler risk sermayesi şirketlerini çekerken, mevcut endüstrilerdeki yeni girişimciler bütün diğer alanlar uygun olsa bile risk sermayesi şirketini çekmekte zorluk çekerler¹⁵⁰.

9.2.4. Rekabet Avantajı

Yatırım gelecek için sabit bir büyüme ve kârlılık göstermelidir. Bilhassa şu durumlarda risk sermayesi yatırılan firma başarı ile rekabet edebilir:

- a) Ürünün teknolojisi, satış bölgesi ve dağıtım sisteminin sadece girişimci şirkete ait olması,
- b) Hammadde için kolaylık,
- c) Özellikle etkili personel, satış gücü, pazarlama stratejisi,
- d) Patent üretimi,

Ayrıca burada finansal tablolar risk sermayesi şirketinin girişimci şirketi takip edebilmesinde önemli bir fonksiyon icra ederler. Finansal tablolar; girişimcinin artan satışlarını, kârlarını ve artan bu değerlerin nasıl oluştuğunu gösterir. Risk sermayesi şirketi girişimcinin neyi özel yaptığını ve bu oluşumu diğer rekabetçi firmaların bastırıp bastıramayacağını bilmek ister. Kârlı girişimler uzun bir çalışma hayatı boyunca tutunabilecek bir rekabet avantajı olan girişimlerdir¹⁵¹.

¹⁵⁰ Gartner ve Bygrave, s.27.

¹⁵¹ Gartner ve Bygrave, s.28.

9.3. Ön Araştırma ve Görüşler

Teklif, ilk eleme aşamalarından başarıyla geçerse, risk sermayesi şirketi, bu teklif hakkında ve yönetim kadrosuyla karşılıklı görüşmeler yaparak, geçmişlerini incelemeye alarak bazı temel araştırmalar yapacaktır. Böylece risk sermayesi şirketi, üretilmesi teklif edilen ürüne duyulabilecek talep, bununla ilgili endüstrinin seyri, bu alanda rakipler ve alternatif ürünler hakkında bir fikir edinmiş olacaktır. Ön araştırmada en önemli husus; söz konusu fikri geliştiren girişimcilerin geçmişlerinin ve niteliklerinin kontrolden geçirilmiş olmasıdır. Bundan sonra da risk sermayesi şirketi, daha iyi olabilecek fırsatları ihmal ederek seçtiği teklife zaman ve enerji ayırma sonucunda katlanması gereken fırsat maliyeti ve ayrıca bu araştırmanın gerçek maliyeti gibi hususlara da dikkat etmelidir¹⁵².

Bruno ve Tybejee tarafından yapılan çalışmalar, girişimcinin teklifini bu aşamada değerlendirmek için geçen sürecin 4 ile 5 ay arasında değiştiğini ortaya koymuştur¹⁵³.

Risk sermayesi şirketi teklife olumlu bakarsa, en kısa zamanda ayrıntılı bazı araştırmalar yapmaya başlar. Bu araştırmalar; yönetimin değerlendirilmesi, ürünle alakalı analizler, teknik ve piyasaya yönelik araştırmalar ve finansal analizlerdir. Bu çalışmalar oldukça zor ve zaman alıcıdır. Fakat uzun dönemde yapılacak işlemler açısından anlamlı bir çatının kurulması için zorunludur.

Bu aşamada iş planları ve finansman projeleri de geliştirilir. İş planının geliştirilmesi ve artırılmasında, maliyeti artırıcı bir takım araştırmaların yapılması gerekebilir. Bu araştırmalar:

- * Pazar araştırmaları
- * Mühendislik araştırmaları
- * Maliyet Muhasebesi araştırmaları.

¹⁵² Zaimoğlu, ss.91-92.

¹⁵³ Gartner ve Bygrave, s.25.

Bu aşamada yapılacak diğer bir işlem de duyarlılık analizidir. Duyarlılık analizi, projelerin doğruluk derecelerini belirlemeye yarayan bir istatistikî metottur. Bu yöntemde, varsayımlar birbirinden ayrı olarak ele alınır ve bu varsayımlardan biri değişikliğe uğradığında veya yanlış çıktığında nihai sonuç üzerinde nasıl bir değişme olduğu tespit edilir. En duyarlı varsayımlar için, farklı değerlere göre, çeşitli uygulamalar yapılabilir. Bu duyarlılık analizindeki varsayımlar:

- *Üretim riski,
- *Teknolojik risk,
- *Pazarlama riski,
- *Finansman riski.

Örneğin, duyarlılık analizi, ciroda %10'luk bir düşüşün kazanç üzerindeki etkisini tespit için uygulanabilir. Bu durumun kazancı sıfıra indirip indirmeyeceği, ya da satışları %20 arttırmak için yatırımın ne kadar artırılması gerektiği analiz edilebilir.

Bu aşamada bir başka işlem de finansman projelerinin hazırlanmasıdır. Risk sermayesi şirketi ve girişimci şirketin yönetim kadrosu birlikte girişimin kuruluş aşamasından itibaren 3-5 yılı içine alacak şekilde bir dizi finansman projesi oluştururlar. Kuruluş aşamasında finansman projeleri geliştirmek teorik olarak kolay görünse de, pratikte çok karmaşık bir hal alabilmektedir. Finansman projesi geliştirebilmek içinse ilkin, girişimci şirkete ait bir finansal model oluşturulmalıdır. Sonra, hem bu modeli hem de iş planından çıkarılan tahminleri kullanarak, risk sermayesi şirketi tahmini bir kâr ve zarar tablosu, bilanço ve nakit akış tabloları hazırlamalıdır. Ayrıca, yatırımı gerçekleştirmek üzere ihtiyaç duyulan başlangıç sermayesi için geçici bir finansman planı geliştirmelidir. Bu plan faiz oranları ve yatırımdan beklenen kazanç ihtimallerine dayanarak borç ve hisse senedi finansmanının bileşimini belirlemeye yardımcı olacaktır¹⁵⁴.

¹⁵⁴ Zaimoğlu, ss.92-93.

9.4. Fiyatlandırma Stratejileri

Risk sermayesi şirketi girişimci şirketin fiyatını belirlemede iki problemle karşılaşmaktadır. Bunlar, şirketin değeri ve yapılan yatırım karşısında alınacak olan hisse senedi yüzdesidir¹⁵⁵.

Değerlendirilmenin sübjektif olması, yoruma ve karşılıklı müzakerelere dayanması girişimci şirketlerin değerlendirilmesinde farklı sonuçları ortaya çıkarmıştır¹⁵⁶.

Risk sermayesi şirketi girişimci şirketteki yatırımının değeri için bütün firmaya biçtiği değeri baz alır. Girişimci şirketin toplam değeri gelecekteki nakit akımı, net bugünkü değeri (NPV) baz alınarak hesaplanır. İskonto oranları genellikle risk sermayesi şirketinin girişimci şirketin değerini bulmasını etkileyen bir dizi faktörler dikkate alınarak bulunur. Bunlar; düşüş riski, yükselme potansiyeli ve çıkış fırsatlarıdır.

9.4.1. Düşüş Riski

Risk sermayesi şirketi her yatırımdan yüksek kazançlar beklediği halde bir çoğundan zarar eder. Risk sermayesi şirketi yatırımını kaybetme riskiyle karşı karşıya kaldığında kullandığı birinci yol, finansal olarak kaybedeceğini sigorta ettirmesidir. Parasını kaybetmemek için mümkün olan her yolu dener. Bir çok risk sermayesi şirketi yatırıma katılmak için, girişimciden yatırımdaki toplam finansal varlıkların yeterli bir kısmını karşılamak üzere teminat isteyebileceği gibi yeni firmaya kendisiyle beraber girişiminin de yatırımda bulunmasını isteyebilir.

Risk sermayesi şirketi yatırımı korumak için, imtiyazlı hisse senedi veya opsiyonlu borçlanma (varant) isteyebilir.

¹⁵⁵ İşeri, s.49.

¹⁵⁶ Bygrave ve Gartner, s.31.

Bazı yatırımlar makine, ana binalar gibi varlıklara bağlıdır. Böylece risk sermayesi şirketi bir tasfiye durumunda ilk olarak bu varlıklara başvurabilir. Risk sermayesi şirketi sözleşmeye yatırımı garanti edici maddeler ilave ederek de fon kullandırabilir. Şayet yatırım iflasa giderse, risk sermayesi şirketi sözleşmeye koydurduğu bu maddeler sayesinde yatırımdaki özel malları veya makineleri isteyebilir. Yatırım büyürse risk sermayesi şirketi bu maddeleri başarılı firma hisselerine dönüştürebilir. Herhangi bir finansal yatırımda olduğu gibi, yatırımcı daha düşük risk almak ister. Düşme riski azalınca risk sermayesi şirketi yatırım için istenen firma yüzdesini düşürmeye daha istekli olur¹⁵⁷.

9.4.2. Yükselme Potansiyeli

Risk sermayesi şirketleri ne kadar parayı ne kadar zamanda kazanacaklarını bilmek isterler. Bu girdilere ait her hesaplama net bugünkü değer bazında yapılır. Risk sermayesi şirketi büyük miktardaki parayı en kısa sürede kazanmak ister. Birçok risk sermayesi yatırımlarının normal getirisi 5 yılda yatırımın 5 katı biçimindedir. Diğer bir ifadeyle risk sermayesi şirketi her yıl yatırımları kadar bir tutarı kazanmak ister. Oysa zaman uzadıkça girdi oranları düşmektedir. (3 yılda 3 kat %44 artış, 10 yılda 10 kat %26 artış)¹⁵⁸.

9.4.3. Çıkış Fırsatları

Risk sermayesi şirketleri yatırımlar yeterli girdi elde edecek düzeye geldiğinde onları nakde dönüştürüp diğer yatırım fırsatlarına yönelmeyi isterler. Risk sermayesi şirketleri yatırımın değerini, ortaya çıkabilecek olumsuz bir durumda yatırımı en kısa sürede elden çıkarmanın yollarını göz önüne alarak belirlerler.

Risk sermayesi şirketleri yatırımdan çıkış yolu olarak çoğu kez halka arz etmeyi yeğlerler. Çünkü halka açılma diğer alternatiflerden daha kazançlıdır. Bununla beraber yatırımı istenilen şartlarda elden çıkartmak mümkün olmayabilir.

¹⁵⁷ Bygrave ve Gartner, s.28.

¹⁵⁸ Bygrave ve Gartner, ss.28-29.

İşte böyle bir durumun ortaya çıkması ihtimaline karşı risk sermayesi şirketi kendini korumak için girişimciden yatırımları belirli bir süre sonra kendisinden satın almasını isteyebilir. Örneğin; risk sermayesi şirketi, işletmenin 100.000 hisse senedini 250.000 dolara satın almış olsun. Şirketin kendi hisse senetlerini 5 sene sonra 1.000.000 dolara geri almasını isteyebilir¹⁵⁹. Böyle bir isteği anlaşma metnine bir madde olarak düşülmesini isteyebilir.

Düşüş riski, yükselme potansiyeli ve çıkış fırsatları gibi kriterler risk sermayesi şirketine girişimci şirketin değerini tespit etmede önemli rol oynar.

9.5. Risk Sermayesi Finansman Modelinde Sermaye Paylarının Dağılımı

Orijinal fikir sahibi girişimci, sermaye temin ederken, elinden geldiği kadar işletmenin mülkiyet devrini sınırlı tutmaya çalışır. Bunu yaparken de modelin yönetime getireceği sınırlamaları en aza indirmeye çalışır. Risk sermayesi şirketi ise yüksek riskli bir girişimde bulunmaktadır. Riski yüksek olan bu yatırımın beklenen verimliliği yüksek değilse, yatırımdan vazgeçecektir. Risk sermayesi modelindeki tarafların bu farklı beklentilerine netlik getirebilmesi için yatırımın finanslama şartlarının açık şekilde belirlenmesi gerekir¹⁶⁰.

Bir risk sermayesi yatırımının fiyatlandırılması hakkındaki görüşme projenin belki de en sübjektif konusudur. Dolayısıyla her şey müzakere konusu olabilmektedir¹⁶¹. Risk sermayesi şirketinin girişimci şirketi değerlemesinde kullandığı formüller aşağıda örneklerle izah edilmeye çalışılmıştır.

9.5.1. Elde Edilecek Gelirin Hesaplanması

Risk sermayesi şirketi, girişimci şirketi elden çıkaracağında, sermaye kazancına uygulanan vergi oranı baz alınarak, belirli bir yatırım çarpanı tespit eder.

¹⁵⁹ Bygrave ve Gartner, s.3.

¹⁶⁰ Erol, s.30.

¹⁶¹ Tuncel, s.32.

Ayrıca, risk sermayesi şirketi, girişimci şirketin veya projenin likidasyon (yatırımı elden çıkarma) tarihindeki değerini¹⁶²:

$$\text{Firma veya Proje Değeri} = \frac{\text{Beklenen Fiyat}}{\text{Kazanç Oranı}} \times \text{Net Kar}$$

formülüyle hesaplayabilir.

Beklenen Fiyat /Kazanç oranı halka açık benzer şirketlerin bu oranları baz alınarak hesaplanır¹⁶³.

Firma değerinin hesaplanmasında temel oluşturan vergi öncesi gelir (proceeds) ise aşağıdaki formülle hesaplanır:

$$\text{Vergi Öncesi Risk Sermayesi Geliri} = \frac{\text{Yatırım Carpanı} - \text{Sermaye Kazancına Uygulanan Vergi Oranı}}{1 - \text{Sermaye Kazancına Uygulanan Vergi Oranı}} \times \text{Risk Sermayesi Tutarı}$$

Bu formülle risk sermayesi şirketi yatırımını sattığında yatırımdan elde edeceği vergi öncesi geliri tespit eder. Gelir tespitinde yatırım payının sabit tutulmasının nedeni, daha sonraki aşamalarda şirketin sermaye tedariki için halka açılmasında yatırımcının payına olan etkisini açık olarak görebilmesidir. Risk sermayesi yatırımında ilerideki dönemlerde sermaye artırımını nedeniyle pay oranlarındaki olası değişimlerin risk sermayesi geliri üzerindeki etkisi hesaplamaya dahil edilmelidir¹⁶⁴.

9.5.2. Girişimci Şirkete Katılma Oranının Hesaplanması

I. Yol

Risk sermayesi modelinde hisse edinim oranı; beklenen gelirin ilerideki dönemlerde olabilecek sermaye artış oranı ile iskonto edilmesi yolu ile

¹⁶² Erol, s.30.

¹⁶³ Tuncel, s.33.

¹⁶⁴ Tuncel, s.34.

bulunur¹⁶⁵:

Risk Sermayesi

Karşılığı

Teklif Edilen

Firma Başlangıç

Edinim Oranı

$$= \left(\frac{\text{Yatırım Çarpanı} - \text{Sermaye Kazanç VerOr}}{1 - \text{Serm. Kaz. Ver. Oranı}} \right) \times \left(\frac{\text{Risk Serm. Yat. Tut.}}{\text{Fiyat Kaz. Carp} \times \text{Net Kar}} \right) \times \left(1 + \frac{\text{Olası Serm. Art. Oranı}}{\text{veya}} \right) \left(\frac{\text{Hisse Sulandırma Oranı}}{\text{veya}} \right)$$

Örnek 1:

ABC şirketine yatırım yapacak yatırımcının vergi sonrası gelir miktarı başlangıç yatırım sermaye tutarının 5 veya 6 katıdır. ABC şirketine benzer nitelikteki bir işletmenin ihtiyacı olan 2 milyar TL'lik bir sermaye için risk sermayesi aranmaktadır. Sermaye ihtiyacı olan buna benzer diğer XYZ işletmesinin yakın tarihte 6 kat kazanç çarpanı ile halka açıldığı öğrenilmiştir. 2 milyar sermaye ihtiyacı için risk sermayesi arayan işletmenin önümüzdeki 5 yıl içinde tahmini kâr miktarı 3 milyar TL olarak belirlenmiştir.

İşletmenin ileri dönemlerde ihtiyacı olacak yatırım sermayesi karşılığı halka %10 oranında açılacağı tahmin edilmektedir. Bu tür yatırımlardan elde edilen sermaye kazanç vergi oranı %10'dur. Bu işletme, verilen koşullara göre yüzde kaç oranında risk sermayedarına hisse teklif etmelidir. Yukarıda verilen verileri formülde yerine koyarsak;

Yatırım çarpanı	:5-6
Sermaye kazancı vergi oranı	:%10
Risk sermayesi yatırım tutarı	:2.000.000.000
Fiyat kazanç çarpanı	:6
Net kar	:3.000.000.000
Olası sermaye artırma oranı veya sulandırma oranı	:%10

¹⁶⁵ Erol, ss.30-31.

Risk sermayesi

$$\text{karşılığı teklif edilen} = \frac{(5 - 0.10) \times 2.000.000.000}{(1 - 0.10) \times 6 \times 3.000.000.000} \times (1 + 0.10) = \%66.12$$

firma edinim oranı

Risk sermayesi

$$\text{karşılığı teklif edilen} = \frac{(6 - 0.10) \times 2.000.000.000}{(1 - 0.10) \times 6 \times 3.000.000.000} \times (1 + 0.10) = \%80.12$$

firma edinim oranı

Risk sermayesi şirketi, verilen finansal verilerin doğruluğunu kabul ederek, vergi sonrası ana yatırım tutarının 5-6 katı geliri cazip bulursa, işletmenin %66.54 ile %80.12 oranları arasında hissesine sahip olmalıdır. Risk sermayesi şirketi yatırıma gitmeden önce bu verilerin doğruluğunu araştırmalıdır.

II. yol

Risk sermayesi şirketi girişimci şirketteki hisse oranını şu formülle de hesaplayabilir¹⁶⁶.

$$E = \frac{I(1 + RR)^N}{N_{th} PAT(PEM)}$$

Burada:

E = Risk sermayesi şirketinin ortaklıktaki payı

I = Risk sermayesi şirketinin yatırım tutarı

RR = Risk sermayesi şirketinin beklediği kâr oranı

N = Risk sermayesi şirketinin girişimin hisselerini elinde tutacağı

süre

Nth PAT = Risk sermayesi şirketinin umduğu yıllık vergi sonrası kâr

¹⁶⁶ Gartner ve Bygrave, s.31.

PEM = N. yılda şirketin değerlendirilmesinde kullanılacak olan fiyat/kazanç oranı

Örnek 2:

ABC şirketinin 5 yıl boyunca vergi sonrası kârı \$ 500.000 olarak tahmin ediliyor. Bu şirketin üretim kapasitesini genişletmek ve satış gücünü yükseltmek için \$ 250.000'lık yatırıma ihtiyaç vardır. Risk sermayesi şirketi, işletmenin iş planı üzerinde yaptığı değerlendirme sonunda kârın çok yüksek tahmin edildiğini ve 5 yıl içinde ancak \$ 400.000 vergi sonrası kâra ulaşabileceğini kabul ediyor. Risk sermayesi şirketi, bu sektörde bir girişimin 8 ila 10 arasında fiyat /kazanç çarpanına ulaşabileceğini belirliyor. Ayrıca risk sermayesi şirketinin bu yatırımdan hedeflediği yıllık kâr oranı %50'dir.

Bu bilgiler kullanılarak risk sermayesi şirketinin girişimden isteyeceği ortaklık payı şöyle hesaplanır:

Yatırım Tutarı	: \$ 250.000.
Hedeflenen kâr oranı	: %50
RSS'nin girişimin hisselerini elinde tutacağı süre	: 5 yıl
Risk sermayedarının umduğu vergi sonrası kâr	: \$ 400.000.
Elden çıkarılacağı tarihte benzer endüstrilerdeki F/K	: 8-10

Bu verileri formülde yerine koyarsak:

$$E = \frac{\$250000(1+0.5)^5}{\$400000(8)} = \frac{\$1898437}{\$3200000} = \%59.32$$

$$E = \frac{\$250000(1+0.5)^5}{\$400000(10)} = \frac{1898437}{4000000} = \%46.71$$

Risk sermayesi şirketi, girişimin fiyat kazanç çarpanının 8 tahmin edilmesi halinde %59,32; 10 tahmin edilmesi halinde ise %46,71 ortaklık payı isteyecektir.

III. YOL

Risk sermayesi şirketinin girişimci şirketten talep edeceği ortaklık payı alternatif olarak yukarıda verilen veriler II. yoldaki veriler kullanılarak şu şekilde de hesaplanabilir¹⁶⁷:

Bu yolda öncelikle firmanın değeri hesaplanır.

$$\begin{aligned} \text{Firma değeri} &= F/ K \times \text{Net kâr} \\ &= 8 \times 400.000 \\ &= \$ 3.200.000 \end{aligned}$$

Risk sermayesi şirketi, girişimci şirketin gelecekteki değerini (\$ 3 200 000) %50 kâr oranını kullanarak bugünkü değerine indirir.

$$3200000 \times \frac{1}{(1 + 0.50)^5}$$

$$\text{NBD} = \$421 440$$

Şirketin istenilen hisse oranını bulabilmek için, yatırım tutarını şirketin bugünkü değerine bölünür.

$$\frac{\$250000}{421440} = \%59.32$$

Not: Bu yolla risk sermayesi şirketinin ortaklık payı hesap edilirken fiyat/kazanç çarpanı 8 olarak alınmıştır.

Risk sermayesi şirketinin girişimci şirketin değerini hesaplariken kullandığı her bir faktör tartışma konusudur. Tahmini kâr, yatırım tutarı, F/K çarpanı ve istenen

¹⁶⁷ Ormerod ve Burns, s.240.

yıllık getiri oranındaki en küçük bir değişme risk sermayesi şirketinin firmadan talep ettiği ortaklık yüzdesine tesir edecektir¹⁶⁸.

Örnek 3:

Başlangıç aşamasındaki bir girişime katılacak olan bir risk sermayesi şirketi ile ilgili verilerin şöyle olduğu varsayıldığında;

- * Risk sermayesi şirketinden yatırım için istenilen toplam tutar £400.000
- * Girişimin beş yıl boyunca her yıl umduğu vergi sonrası kâr £700.000
- * Girişim belli bir süre sonra halka açılmayı planlamaktadır. Böylece risk sermayesi şirketinin, girişimci şirketin paylarını satıp yatırımdan ayrılma şansı vardır. Risk sermayesi şirketi tarafından benzer işletmelerin 15-18 fiyat/kazanç çarpanına sahip oldukları bilinmektedir. Bu yatırım için risk sermayesi şirketi, fiyat/kazanç çarpanını 12 olarak almayı uygun bulmuştur.

- * Hedeflenen kârlılık oranı %45'dir.

Bu verilere dayanarak risk sermayesi şirketinin girişimci şirketten isteyeceği ortaklık payı şöyle hesaplanacaktır.

İlkin; risk sermayesi şirketinin yatırımdan çıkacağı tarihte girişimin ulaşacağı değer hesaplanır.

$$£ 700.000 \times 12 = £ 8.400.000$$

Sonra girişim şirketinin 5 yılda hedeflenen kârlılık oranı üzerinden ulaşacağı değer bulunur.

$$£ 400.000 \times (1 + 0.45)^5 = £ 2.564.000$$

En sonunda ise; risk sermayesi şirketinin bu değere ulaşmasını sağlayacak ortaklık payı bulunur.

$$\frac{£ 2.564.000}{£ 8.400.000} = \%31$$

¹⁶⁸ Gartner ve Bygrave, s.31.

Aynı sonuca şu tarz bir yol takip ederek de ulaşmak mümkündür. Önce girişimci şirketin 5. yılda ulaşacağı değer hedeflenen kâr oranı ile iskonto edilir.

$$£ 8.400.000 \times \frac{1}{(1+0.45)^5} = £ 1.310.507$$

Elde edilen bu değer toplam yatırım tutarına bölünerek RSS'nin girişimci şirketten istediği ortaklık payı bulunur.

$$\frac{£ 400.000}{£ 1.310.507} = \%31$$

Yukarıdaki hesaplamalarda kullanılan her bir faktör tahmini olarak belirlenmiştir. Bu faktörlerin alabilecekleri farklı değerler, istenen ortaklık payını değiştirecektir¹⁶⁹.

9.6. Risk Sermayesi Yatırım Sözleşmesinin Hazırlanması

Risk sermayesi şirketiyle girişimci arasında imzalanan sözleşme yatırımla ilgili olarak tarafların hak ve yükümlülüklerini belirlemektedir¹⁷⁰.

Risk sermayedarı ile girişimci şirket arasında yapılan anlaşmada yer alacak olan en önemli hususlar şunlardır.

- * Firmanın amaçları,
- * Organizasyon yapısı,
- * Temel finansman kaynakları,
- * Planlama ve kontrol,

¹⁶⁹ Ormerod ve Burns, ss.240-242.

¹⁷⁰ Soydemir, s.107.

* Üçüncü şirketlerle ilişkiler.

Anlaşmada yer alacak diğer bir husus da yatırım sonrası alınacak yükümlülüklerin belirlenmesidir. Yatırımı takiben alınacak yükümlülüklerin başında 'yönetim' gelmektedir. Yeni şirketler problemle karşılaşmadan ve planlarına uygun olarak nadiren gelişirler. Risk sermayesi şirketi, yönetim ve teknik sahadaki tecrübesinden yatırım şirketinin faydalanmasını sağlayarak çıkması muhtemel problemlerin tespitinde ve çözülmesinde önemli rol oynar. Risk sermayesi şirketi, bu gibi durumların söz konusu olabileceği ihtimaline karşılık sözleşmeye yönetime belirli oranda katılma hakkı sağlayan madde koydurabilir. Risk sermayesi şirketinin bu sayede yaptığı katkılar, yatırımın değerinin artmasında da önemli rol oynar¹⁷¹.

Şayet risk sermayesi şirketi yönetim kadrosunu elinde tutuyorsa, anlaşmaya konulacak şartların sayısı da muhtemelen minimum olacaktır. Girişimci şirketin kontrolünün girişimcinin elinde olması durumunda ise sözleşmeye konulacak şartlar da artacaktır. İstenilen garantilerle borç enstrümanları arasında sıkı bir bağ vardır¹⁷².

Pek çok sözleşmede girişimci şirketten şu taahhütlerde bulunması istenir:

- * Bütün kanuni ve takdir edilen vergilerin ödenmesi,
- * Bütün ticari borçların faizlerini ve ana paralarının ödenmesi,
- * Fabrikadaki ekipmanların tamiri ve muhafazası,
- * Özel patent ve ticaret sırlarının gizlenmesi.

Bunlara ilaveten risk sermayesi şirketinin, onayı alınmadan anlaşmalar yapılamayacağı sözleşmeye not edilebilir¹⁷³.

Aşağıda yatırım sözleşmesi çerçevesi gösterilmiştir.

Tablo 2.7. YATIRIM SÖZLEŞMESİ ÇERÇEVESİ

1- Tarafların tanıtımı

*Yatırım sözleşmesi yapacak tarafların kimlik bilgileri ve açık adresleri,

2- Yapılacak yatırımın hangi aşamada olacağı,

¹⁷¹ Zaimoğlu, ss.100-101.

¹⁷² Gartner ve Bygrave, ss.32-33.

¹⁷³ Gartner ve Bygrave, s.34.

3- Yatırım tutarı

* Risk sermayesi şirketinin toplam yatırım tutarı,

4- Ana sözleşme değişiklikleri

* Girişim şirketinin ana sözleşmesinde yer alacak hususlar,

* Yatırımda kullanılacak finansal araçlar (Yatırımda finansal araç olarak hisse senetleri kullanılacak ise hangi tür hisse senedi kullanılacağı ve oranları diğer borç enstrümanları üzerinden yapılacaksa çeşitleri belirtilir.)

* Oy hakkıyla ilgili konular,

* Genel kurulda hangi konularda ne kadar oy nisabı gerektiği belirlenir. Bu konular;

a- İşletme konusunda değişiklik yapılması,

b- Hisse senedi ve tahvil ihracı,

c- Kâr dağıtım sisteminin değiştirilmesi,

d- İştirak kurulması,

e- Kârdan yatırıma ayrılacak tutarın belirlenmesidir.

* Yatırım kurulunun oluşturulmasında tarafların katılma oranları,

* Denetçilerin kaç kişiden oluşacağı ve kimler tarafından tespit edileceği,

* Personelin atamalarının nasıl yapılacağı,

* Girişimci şirketin tarafları hangi oranda nasıl temsil edeceği,

* Girişimci şirketin kimlerle iş yapamayacağı (Çalışanlar ve ortakları ile her türlü iş yapma yasağı gibi)

* Tasfiye halinde risk sermaye şirketinin kullandığı finansal enstrümanlarla ilgili durumlar (Bu enstrümanlara öncelik tanınması gibi)

* Yapılacak yatırımların kimin kararıyla yapılacağı,

* Denetim ve bilgi alma hususunda, risk sermaye şirketine her türlü bilgi ve belge isteme, kayıtları inceleme ve denetleme yetkisinin tespiti,

* Denetimle ilgili ücretin kime ait olacağı,

* Girişimci şirkete ait makine, teçhizat vs. duran varlıkların sigorta ettirilmesi,

* Girişim şirketinin risk sermayesi şirketinin izni olmaksızın başka bir şirketle birleşip birleşmeyeceği,

* Finansal tabloların hangi aralıklarla hazırlanılıp risk sermayesi şirketine sunulacağı,

* Her türlü ticari sırrın gizli tutulacağı,

* Şayet risk sermayesi şirketi danışmanlık hizmeti verirse, ücret tutarının ne olacağı ve kim tarafından ödeneceği,

* Patent, lisans telif hakkı, ticari markalar ve sair sınai hakların risk sermayesi şirketinin bilgisi doğrultusunda kullanılacağı,

* Risk sermayesi girişimci şirketten ayrılacağı zaman, finansal enstrümanların değerinin tespitinin nasıl ve kimin tarafından belirleneceği,

* Sözleşmenin süresi,

* Anlaşmazlık halinde hangi ilin mahkemelerinde davaların görüleceği,

* Adres değişikliklerinin bildirilmesi,

Kaynak: Vakıf Risk Sermayesi, Yatırım Ortaklığı A.Ş. yatırım sözleşmesi örneği.

9.7. Risk Sermayesi Stratejileri

Risk sermayesi şirketleri bazı stratejiler tespit ederek olası riskleri minimize etmeye çalışır. Risk sermayesi stratejilerini şöyle sıralayabiliriz;

- * Çapraz yatırımlar
- * Sendikasyon yatırımlar
- * AR-GE ortaklığı
- * Portföy stratejiler,
- * Elden çıkarma stratejiler.

a) Çapraz Yatırımlar

Risk sermayesi sektörünün ortak özelliklerinden birisi, risk sermayesi şirketinin veya risk sermayesi fonunun diğer bir risk sermayesi fonuna yatırım yapmasıdır. Böyle bir yatırımın faydaları:

- * Değişik sektörlerde yatırım yaparak riski dağıtmak ve lokal yatırım fırsatları yakalamak,
- * Yeni teknik bilgiler elde etmek (know-how) ve yönetim ekibinden yararlanmak¹⁷⁴.

b) Sendikasyon Yatırımlar

Risk sermayesi sektöründe diğer bir ortak özellik de birlikte yatırım yapmaktır (Syndication). Bir yatırımın birden fazla risk sermayesi şirketinin bir araya gelerek gerçekleştirilmesidir. Bu yatırım türünün çapraz yatırımdan farkı; risk sermayesi şirketi karar verme yetkisini ortaklarına veya önde gelen yatırımcılara devretmemekte olmasıdır. Bu tür yatırımlardan amaçlanan;

- * Yatırım imkanlarını çeşitlendirmek ve arttırmak,
- * Risk çeşitlendirmesi,

¹⁷⁴ Zaimoğlu, s.106.

* Değişik sektör ve teknolojileri tanımak ve tecrübe edinmek¹⁷⁵ olarak ifade edilebilir.

c) AR-GE Ortaklığı (R&D Partnerships)

Risk sermayesi şirketleri araştırma ve geliştirme ortaklıkları kurabilmektedirler. Böylece, firmalar için olgun ürün ve işlem süreci (proses) geliştirilebilmektedir. Özellikle ABD'nde AR-GE ortaklıklarına finansal destek sağlayan risk sermayesi şirketleri, yatırımları kadar ve sonraki kâr hisseleri için vergi iadesi (tax write off) alırlar¹⁷⁶.

d) Portföy Stratejileri

Risk sermayesi şirketi, yatırım faaliyetlerini yönlendirecek bir portföy stratejisi geliştirip uygulamak zorundadır. Risk sermayesi şirketi portföy stratejisi belirlenirken şu hususlara dikkat eder:

a) Gerçekleştireceği yatırımlardan elde etmeyi düşündüğü kâr oranlarına,

b) Farklı riskler arz eden, farklı tarihlerde olgunlaşacak farklı teşebbüslere yatırım yaparak, portföyündeki risk görüntüsünün çeşitlendirilmesine,

c) Cari geliri, potansiyel sermaye kazançlarını dengelemek için portföyündeki şirketleri çeşitlendirebilir. Ayrıca risk sermayesi şirketi, yatırımcıların ihtiyaçlarını karşılamak veya kendi ihtiyaçlarını finanse etmek için, cari gelire ihtiyaç duyabilir. Bundan dolayı, sermaye kazancı elde etmek istediği kadar, imtiyazlı kâr payları veya bağlı borç faizleri gibi cari gelir türlerine de ihtiyaç duyabilir.

Kkeiner & Perkins oldukça başarılı risk sermayesi şirketlerinden biridir. Amerika'da bir risk sermayesi şirketinin çalışma yöntemlerini ve kârlılık oranlarını belirtmesi açısından şirketin yatırım portföyü Tablo 2.8.'de verilmiştir.

¹⁷⁵ Zaimoğlu, s.106.

¹⁷⁶ Bygrave ve Gartner, s.7.

Tablo 2.8. KLEİNER & PERKINS RİSK SERMAYESİ ŞİRKETLERİNİN YATIRIM PORTFÖYÜ

Finanse Edilen Girişimci Şirket	Yatırım Alanı (Yatırım türü)	Yatırımın Başlangıç Yılı	Yatırımın Maliyeti	Yatırımın 30.6.1984 İtibariyle Değeri
Advanced recreation	Eğlence Makineleri	1973	229 200	150 000
Anteka	Eğitim Sistemi	1973	275 000	150 000
Antex	Işık Diyotları	1973	200 000	2 529
Applied Materials	Yarı İletken	1973	317 658	589 000
Dynastor	Disk Sürücü	1973	497 405	2 713 540*
Novacor	Tıbbi Malzeme	1973	219 058	3 369 834
Office Com.	Software	1973	429 748	94 453
Qume Corp	Yazıcılar	1974	246 762	5 662 748**
Spech Technology	Konuş. Bilgisayar	1974	41 353	0
Athltic	Spor Ayakkabısı	1975	418 782	0
Cetus Corp.	Tıbbi Malzeme	1975	500 100	641 795
Tandem Comp.	Bilgisayar	1975	1 450 000	152 204 847
Amdahi Corp.	Bilgisayar	1976	92 500	607 148
Genentech	Tıp	1976	200 000	47 289 150
Collegan	Tıp	1977	655 211	2 370 913
Enviro	Çöp	1977	953 495	0
Andros Corp.	Gaz	1980	279 059	2 679 010
Toplam			7 005 339	218 372 969

*Cipher Data Products Inc. tarafından satın alınmıştır.

**ITT tarafından satın alınmıştır.

Kaynak:Çizakça Murat;Risk Sermayesi Özel Finans Kurumları ve Para Vakıfları; İlmî Neşriyat, İstanbul, 1993, s.75.

e- Elden Çıkarma Stratejileri

Risk sermayesi şirketleri yatırımlar yeterli getiri getirecek düzeye geldiğinde onları nakde dönüştürüp, diğer yatırım fırsatlarına yönelmek isterler. Risk sermayesi şirketi, yatırımı nakde dönüştürmeyi şu üç yolla gerçekleştirebilir.

¹⁷⁶ Bygrave ve Gartner, s.7.

- * Sahip olunan payların girişimci şirkete satılmasıyla,
- * Girişimci şirketi, bir başka şirkete satma veya onunla birleştirilmesiyle,
- * Girişimci şirketteki risk sermayesi şirketinin paylarını bir başka şahıs tarafından satın alınmasıyla,
- * Girişimci şirket halka açılmaya karar vermesiyle¹⁷⁷.

Bu husus aşağıda daha geniş olarak açıklanmıştır.

9.8. Risk Sermaye Şirketinin Yatırımdan Çıkış Yolları

Risk sermayesinde, yatırımın nakde dönüştürülmesine veya elden çıkarılıp likide edilmesine “çıkış” adı verilir. Yatırımın nakde çevrilme yoluna ise, “çıkış yolları” denir. Temel çıkış yolları; halka açılma, girişimci şirketin kendi hisselerini alması, rakip firma tarafından satın alınması veya take-over sayılabilir¹⁷⁸.

Risk sermayesi şirketinin yatırım yaptığı her şirket menkul kıymet borsasında rağbet görmeyebilir. Bazı yatırım şirketleri ise rakiplerinin gözünde daha cazip olabilir. Risk sermayesi şirketi böyle bir satıştan daha fazla kazanç elde edebilir. Risk sermayesi şirketi, başarılı yatırımlardan maksimum kazanç sağlamaya çalışır. Bu amaçla, borsadaki şartların veya ticari alıcıların getirecekleri fırsatları göz önünde bulundurmalı, birine bağlı kalmamalıdır¹⁷⁹. Risk sermaye fonunun performansı, portföydeki firmaları kendisine mâloluşlarından daha yükseğe satabilme kabiliyetine bağlıdır¹⁸⁰.

9.8.1. Halka Arz

Halka arz işletmenin her türlü yoldan halka çağrıda bulunarak hisse senetlerini halka satması demektir (Ser. P.K. Md.3). Halka arzın gerçekleşebilmesi, hali hazırda işleyen bir sermaye piyasasının mevcudiyeti ile söz konusu olabilecektir. Etkin bir risk sermayesi finansman modelinin işlerliği de bu yönüme uygun bir

¹⁷⁷ Zaimoğlu, s.107.

¹⁷⁸ Rutterford ve Montogomerie, s.68.

¹⁷⁹ Zaimoğlu, s.107.

sermaye piyasasının oluşumu ile mümkündür. Sermaye piyasasında işlem görme, diğer bir ifade ile halka açılma ihtimali bulunmayan ya da çok düşük olan projeler risk sermayesi finansman modelinde cazip olmayabilir. Girişim işletmeleri halka açılmak suretiyle finansman sorunlarına bir çözüm getirebilirler. Aynı zamanda, söz konusu durum risk sermayesi finansman modelinin gelişimi ve tamamlanması için de gereklidir¹⁸¹.

1988'de risk ekonomistleri risk fon portföylerinden değişik çıkış şekillerinde belirlenen kazançlar üzerine çalışma yapmışlardır. Risk ekonomistleri, halka açılma (IPO), bir başka şirkete satılma (ele geçirme), işletme geri satın alımı, ikincil satış ve tasfiye durumlarında 26 risk sermaye şirketinin portföylerindeki 443 işletmeyi incelemişlerdir. Tablo 2.9.'da görülen rakamlardan risk sermayesi şirketinin ortalama olarak en büyük girdilerini portföydeki işletmeleri halka açarak elde ettikleri anlaşılmaktadır. Risk ekonomistleri, risk sermayesi fonlarının gerçek kazançlarının %96'sını halka arz ederek elde ettiklerini tespit etmişlerdir. Yapılan bu çalışmalar girişimci şirketin halka açılması halinde herhangi bir çıkış seçeneğinden daha çok kazanç sağladığını göstermiştir¹⁸².

Tablo 2.9. FARKLI ÇIKIŞ YOLLARININ KÂRLİLİK TABLOSU

	(1)	(2)	(3)	
Çıkış Yolu	Ortalama elde tutma süresi (yıl)	Ortalama Maliyet (000\$)	Ortalama vergi öncesi gelir (000 \$)	(3/2) Çarpan
IPO's	4.2	814	5.804	7.1
Ele geçirme (Acquisition)	3.7	988	1.699	1.7
Şirketçe geri alım	4.7	595	1.268	2.1
İkincil satış*	3.6	715	1.431	2.0

* Hisselerin üçüncü şahıslara satışı demektir.

Kaynak: Bygrave ve Gartner, s.14.

¹⁸⁰ Bygrave ve Gartner, s.14.

¹⁸¹ Erol, ss.31-32.

¹⁸² Richard A. Brealey ve Stewart C. Myers, **Principles Of Corporate Finance**, Fifth Edition, USA: Mc. Graw Hill, 1996, s.385; Bygrave ve Gartner, s.14.

Halka açılmanın başarıyla gerçekleşebilmesi için şu kurallara uyulması gereklidir:

- a) Açılmayı destekleyecek ve açılmaya yardımcı olacak, başarılı aracı kurumların seçilmesi,
- b) Şirketin fiyat-kazanç oranı cazip durumda iken halka açılmanın tamamlanması,
- c) Halka açılmayı planlayan şirketin üç-beş yıllık bir dönemi içine alan istikrarlı bir kârlılığa ve yeterli bir pazara sahip olması ,
- d) Halka açılmayı planlayan şirketin nitelikli ve istikrarlı bir yönetime sahip olması,¹⁸³
- e) Halka açılmayı planlayan işletmenin titiz olarak hazırlanan bir reklam kampanyası düzenlemesi,¹⁸⁴

Bu şartlar altında, bir şirket iyi işleyen bir borsada ve uygun bir ortamda halka açılabilir.

Halka ilk kez açılma kararı alan işletme, ilk defa halka arz etmek üzere çıkaracağı hisse senetlerinin fiyatını, üç temel kural çerçevesinde oluşturur.

- a) Fiyat, benzer firmanın işlem gördüğü hisse senedi fiyatına göre kararlaştırılır.
- b) Fiyat kararı, hisse senedinin pazarda kolay işlem görmesi için belli bir seviyede oluşturulur.
- c) Pazara sunulan hisse senedi fiyatı %10 ile %15 oranında ıskontolu satılır. Bunun nedeni, hisse senedi ihracını başarılı kılmaktır. Yüksek fiyatlı senet başarısız duruma düşer, ihraç için yeterli talep bulmazsa, hisse senedi fiyatındaki azalma daha fazla olabilir¹⁸⁵.

¹⁸³ Erol, s.31.

¹⁸⁴ Zekeriya Arı, "Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Aracılık Faaliyetleri Ve Bundan Doğan Hukuki Sorumluluğu". (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü 1996), s.67.

¹⁸⁵ Erol, s.31.

9.8.2. Bir Başka Büyük İşletme Tarafından Satın Alınması

Nakit akımları ve piyasası belirsiz bir işletmenin belli bir aşamaya geldikten sonra risk sermayesi şirketinin paylarını bir başka firmaya satmasıdır. Bir başka ifadeyle “halka kapalı satış” olarak nitelendirilebilir. Burada sorun uygun fiyatı verecek başka bir firmanın bulunmasıdır¹⁸⁶. Bu aşamada işletmenin değeri alıcı ile karşılıklı yapılan müzakereler ve pazarlıklar sonunda belirlenmektedir¹⁸⁷. Yatırım şirketlerinin diğer firmalara satışı genellikle toplu satışlar ile olmaktadır. Hisse fiyatlarının düşük olduğu durumlarda risk sermayesi şirketleri toplu satışları (veya acquisition) tercih ederler¹⁸⁸.

9.8.3. Girişimci Şirketin Kendisi Tarafından Satın Alınması

Risk sermayesi şirketinin sahip olduğu hisse senetlerinin girişimci şirket tarafından satın alınmasıdır. Bu satışın gerçekleşmesi için verilen fiyat teklifinin en az varsa diğer alıcıların fiyat teklifi kadar olması gerekir. Eğer risk sermayesi şirketine ait hisselerin girişimci şirket tarafından satın alınacağına dair sözleşmeye bir madde konmuşsa, bu durum girişimci işletmeyi teşvik edecek ve daha iyi çalışmasına yardımcı olabilecektir¹⁸⁹.

9.8.4. Risk Sermayesi Şirketlerinin Sahip Olduğu Payların Bir Başkası Tarafından (3. Şahıs) Satın Alınması

Risk sermayesi şirketinin, girişimci şirkete ait elindeki payları bir başka büyük şirkete satması yerine bir başka üçüncü şahısa satması olayıdır. Bu tarz elden çıkarma “ikincil satış” veya “3. Şahıslara satış” olarak da adlandırılmaktadır¹⁹⁰.

¹⁸⁶ Soydemir, s.108.

¹⁸⁷ Sarıslan, s.8.

¹⁸⁸ Tuncel, s.89.

¹⁸⁹ Uludağ, s.30.

¹⁹⁰ Uludağ, s.30.

III. BÖLÜM

RİSK SERMAYESİ FİNANSMAN YÖNTEMİNİN TÜRKİYE UYGULAMASI

1. RİSK SERMAYESİ SEKTÖRÜNÜN DÜNYADAKİ UYGULAMALARINA GENEL BAKIŞ

Girişim sermayesi finansman modeli, günümüzde başta ABD olmak üzere pek çok gelişmiş ülkede ekonomik büyüme ve kalkınma sürecinin vazgeçilmez bir finansman aracı olmuştur. Aşağıda bazı ülkelerdeki risk sermayesi uygulamaları belirtilmiştir.

1.1. ABD Uygulaması

ABD’de Teşebbüsü Destekleme Ajansı (SBA) risk sermayesi sektörünün doğmasına ve gelişmesine öncülük etmiştir. SBA tarafından desteklenerek kurulan Küçük İşletme Yatırım Şirketleri (SBIC) sayesinde, sektöre yüzlerce girişimci şirket kazandırılmıştır. Bununla beraber, SBA’ların ortak olmak yerine faizli kredi vermesi ve aşırı bir bürokrasi getirmesi, finanse ettikleri SBIC’leri zor durumda bırakmıştır. Çünkü, SBIC, SBA’a olan borcunu belli bir zamanda ve belli bir faiz fazlası ile

ödemek durumunda kalmaktadır. Bunun sonucu olarak da, SBIC şirketi uzun dönemli ve riskli yatırımlara girememektedir¹⁹¹.

ABD’de SBA sisteminin doğurduğu diğer bir sakınca ise, SBA’nın doğrudan doğruya devlet bütçesine bağlı olmasından dolayı bürokrasiye aşırı bağımlı olmasına yol açmasıdır¹⁹².

Amerika’daki bu yanlış uygulamanın kurtarıcısı, Erisa (İşçi Emekli Gelirleri Güvenlik Yasası)’nın sağladığı haklar ile emekli fonlarının doğrudan risk sermayesi şirketlerinin hisse senetlerini satın alabilmeleri olmuştur¹⁹³.

ABD’ de vergi sistemi risk sermayesi sektörünü daima teşvik edici olmuştur. Ayrıca sermaye piyasası kurallarının gevşetilmesi de sektörün gelişmesinde önemli rol oynamıştır.

1.2. İngiltere

İngiltere Avrupa ülkeleri içinde risk sermayesi açısından en gelişmiş ülkedir. İngiltere’de risk sermayesi ile ilgili ilk çalışmalar 3i (investors in industry) adlı finansal kurumun kuruluşuna (1945) kadar uzanmaktadır. 3i, İkinci Dünya Savaşı’ndan sonra ülkenin istihdam sorununa çare bulmak, teknoloji üretimi sağlamak ve yenilikleri sanayiye ve ticarete kazandırmak amacıyla kurulmuştur. 3i aslında bir risk sermayesi şirketi olmamasına rağmen, İngiltere’de bu sektörün gelişmesine yardımcı olmuştur¹⁹⁴. İngiltere uygulamasında 3i kuruluşu, sayıları hızla artan risk sermayesi şirketlerine yetişmiş ve deneyimli yönetici desteği sağlamıştır¹⁹⁵. 3i başlıca şu hizmetleri sunmaktadır:

a) Teknoloji alanında faaliyette bulunan firmalara büyümeleri için finansman ve yönetim desteği sağlama,

¹⁹¹ Özkök, s.214.

¹⁹² Zaimoğlu, s.189.

¹⁹³ Nuri Sevin, “Naruqqum’dan Venture Capital’e”, *Capital*, Sayı. 3, 1993, s.42.

¹⁹⁴ Emel Alkan, Haluk Aytekin ve Hakan Kıldokum, “Küçük ve Orta Boy İşletme Finansmanında İngiliz Modeli 3 i (investors in industry)”, *Uzman Gözüyle Bankacılık*, (Aralık 1995), s.30.

¹⁹⁵ Sarıaslan, s.9.

- b) KOBİ'e her tipte arazi ve bina temini,
- c) Yatırım ve fon yönetimi konularında danışmanlık,
- d) Tesis ve ekipman finansmanı için leasing ve taksitle alış-veriş imkanlarını araştırmak.

Risk sermayesi sektörünün sermaye kaynağını; holdingler, devlet, yöresel kalkınma üniteleri ve bireyler oluşturmaktadır¹⁹⁶.

1981 yılında kurulan ve Amerika'daki OTC pazarına benzer serbest borsanın oluşturulması, sektöre ivme kazandırmıştır. Ayrıca girişimci şirketlere yatırımda bulunan kişi ve kurumlara vergi indirimleri de getirilmiştir¹⁹⁷.

İngiltere'de KİT'in özelleştirilmesinde risk sermayesi yöntemi uygulanmış ve bunda başarılı sonuçlar elde edilmiştir¹⁹⁸.

1.3. Almanya

Almanya'da ilk risk sermayesi şirketi 1970'li yıllarda kurulmuştur. Devlet, 28 bankanın birleşerek bir risk sermayesi şirketi kurmalarını istemiş ve şirket eğer zarar ederse, zararın %75' ini karşılayacağını taahhüt etmiştir¹⁹⁹. Devletin tüm çabalarına rağmen sektör, istenilen gelişmeyi gösterememiştir. Bu başarısızlığın ardındaki en önemli faktör olarak şirketin yönetiminde konvansiyonel bankacılar, sanayiciler ve memurlardan oluşan, risk sermayesi olayını tam anlamamış kişilerin yer alması gösterilmiştir²⁰⁰. Diğer bazı nedenler ise şöyle sıralanabilir:

- a) Devletin KOBİ'e aşırı destekte bulunması,
- b) Bankaların KOBİ'e yönelik yoğun desteği,
- c) Alman vergi sisteminde faiz geliri lehine, hisse senedi aleyhine hükümler olması (kâr payı geliri kaynağında vergilendirilirken, faiz geliri beyana tabi olup büyük bir kısmı vergilendirilmemektedir.),

¹⁹⁶ Yıldırım, s.89.

¹⁹⁷ Bygrave ve Gartner, s.23.

¹⁹⁸ Kemal Kahiraman, "Sermaye İle Girişimciyi Buluşturan Sistem: Risk Sermayesi", Çerçeve, Yıl: 5.

Sayı: 20, (Ekim 1997), s.29.

¹⁹⁹ Sarıaslan, s.11.

d) Sermaye piyasasına kotasyon koşullarının ağır oluşu ve küçük işletmelerin halka açılmada karşılaştığı zorluklar²⁰¹.

1.3. Japonya

Japonya'nın risk sermayesi sektörü ABD ile kıyaslandığında henüz emekleme aşamasındadır²⁰². Bilindiği gibi Japon ekonomisi büyük ölçüde dev şirketler tarafından kontrol edilmekte ve en yetenekli kişiler genellikle bu şirketlerde ömür boyu istihdam edilmektedirler. Bu şirketlere bir kez girdikten sonra artık işten atılmak söz konusu olmadığından kişi kendisini tam bir emniyet içerisinde hissetmekte ve riske atılmak istememektedir²⁰³. Dolayısıyla Japonya'da sektörün gelişmemesinin en büyük nedeni motivasyon eksikliği olduğu görülmektedir. Ayrıca bu büyük şirketlerin yaptığı AR-GE çalışmaları risk sermayesi yatırımlarına fırsat bırakmamaktadır²⁰⁴.

1.4. Kanada

Risk sermayesi sektörünün kurulması devletin öncülüğünde olmuştur. Devlet önce kendine ait risk sermayesi şirketi kurmuş daha sonra özel risk sermayesi şirketlerinin hisse senetlerini alarak bu şirketlere finansal destek sağlamıştır. Kanada'daki risk sermayesi şirketleri iflasa yakın ve elektronik konusıyla uğraşan girişimci şirketlere yatırım yapmışlar, bunlar güçlendikten sonra bunları büyük holdinglere satmışlardır²⁰⁵.

Kanada'daki uygulamada devlet Almanya'da olduğu gibi doğrudan girişimci şirketleri desteklemeye kalkmamış, onun yerine, özel sektöre ait olan risk sermayesi şirketlerinin hisse senetlerini satın almıştır. Girişimci şirketlerin seçimi ve desteklenmesi işinin devlet tarafından yapılamayacağı ilkesinden hareketle, bu işi

²⁰⁰ Eser, s.81.

²⁰¹ Sarıaşlan, ss.11-12.

²⁰² Eser, s.77.

²⁰³ Özkök, s.219.

²⁰⁴ Zaimoğlu, s.190.

²⁰⁵ Yıldırım, s.91.

finansman sağlayarak desteklediği özel risk sermayesi şirketlerine bırakmıştır²⁰⁶. Kanada'daki bu uygulama Türkiye için güzel bir örnek teşkil edebilir.

1.5. Diğer Ülkeler

Fransa'da sektör kamusal risk sermayesi şirketleri ile 1980'li yıllarda piyasaya girmeye başlamıştır. Bankacılık sisteminin sektörün gelişmesinde büyük katkıları olmuştur. Bankalar risk sermayesi şirketlerine hem borç vererek hem de ortak olarak finansman desteği sağlamışlardır²⁰⁷. Ülkede ABD'nin OTC pazarlarına benzer bir pazar oluşturulmuştur. Ayrıca devlet risk sermayesi girişimlerinden elde edilen kazançlara vergi indirimi getirmiştir²⁰⁸.

Hollanda'ya risk sermayesi sektörü 1980'li yıllarda gelmiştir. Bu yıllarda emekli fonları, bankalar, ve sigorta şirketlerinin ortaklığı ile ilk risk sermayesi şirketi kurulmuştur. Devlet, risk sermayesi fonlarında yaptığı düzenleme ile risk sermayesi şirketlerinin kayıplarının %50' ini geri ödemektedir²⁰⁹.

2. RİSK SERMAYESİ FİNANSMAN YÖNTEMİYLE İLGİLİ TÜRKİYE'DEKİ ÇALIŞMALAR

Türkiye'de modern manadaki risk sermayesi oluşumu 1980'li yıllarda başlamıştır. Bu sahadaki teşebbüsler; Teşebbüsü Destekleme Ajansı (TDA), Teknoloji Geliştirme Projesi, Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB) ve risk sermayesi şirketleridir.

2.1. Teşebbüsü Destekleme Ajansı (TDA)

Devlet tarafından küçük ve orta ölçekli girişimcilere destek sağlama amacıyla 5.1.1988 tarihli bir genelge ile İşsizlikle Mücadele ve İstihdam Geliştirme

²⁰⁶ Hamdi Döndüren, "Risk Sermayesi ve Borsa". Çerçeve, Yıl: 5, Sayı:20, (Ekim 1997), s.72. : Eser, s.81.

²⁰⁷ Gartner ve Bygrave, s.23.

²⁰⁸ Uludağ, s.198.

²⁰⁹ Gartner ve Bygrave, s.23.

Yüksek Koordinasyon Kurulu kurulmuştur. Bu kurulun faaliyetleri arasında TDA ile risk sermayesi sisteminin kurulması vardı. Küçük girişimciye teknik, yönetsel vb. konularda destek vermeyi amaçlayan TDA, %100 hissesi İş Vakfına ait bir ticari şirket olarak kurulmuştur. Kamu ve özel kuruluşlar tarafından 1986 yılında kurulan İş Vakfı'nın amacı ise, istihdamı geliştirmeye yönelik araçları geliştirip, pilot uygulamalarını yaparak benimsenmesini sağlamaktır²¹⁰.

TDA'nın sağlamayı planladığı destekler şunlardır²¹¹:

- * Parasal destek,
- * Pazar araştırması desteği,
- * Eğitim desteği,
- * İşyeri temini desteği,
- * Teknik destek,
- * Uzman personel desteği.

Bu gayelerle kurulan TDA 1988-1989 döneminde yaşanan siyasal gelişmelerin sonunda faaliyetlerini durdurmuş ve risk sermayesi kurma çalışmalarına bir süre ara vermiştir. Böylece Türkiye'de risk sermayesi sektörünün oluşumunda bir süre duraklama yaşanmıştır²¹².

2.2. Teknoloji Geliştirme Projesi

Dünya Bankası ile Türk hükümetinin ortaklaşa çalışmasıyla yürütülen Teknoloji Geliştirme Projesi çerçevesinde Türkiye'de bir risk sermayesi şirketinin kurulması öngörülmüştür. Kurulması düşünülen fon, öz kaynak ve yabancı kaynaklardan oluşan \$40-50 milyon bir kaynağa sahip olacaktı. Yabancı kaynaklar (fonun %35'ini oluşturacaktır.) Dünya Bankası'ndan kredi olarak sağlanacak ve yalnızca fondan verilecek uzun vadeli krediler için kullanılacaktır. Fonun öz kaynak bölümünü oluşturacak sermaye katkısı ise özel sektör bankaları ve şirketleri (%25),

²¹⁰ F.Esra İşeri, "Küçük ve Orta Ölçekli Girişimcilerin Umudu: Risk Sermayesi", *Dünya*, 28.7.1992.

²¹¹ Zaimoğlu, s.191.

²¹² Halil Sarıslan, *Risk Sermayesi Paneli*, Ankara: KOSGEB, Haziran 1993, s.30.

IFC (Uluslararası Finans Kurumu %15) ve yatırım bankalarından (%25) sağlanacaktı. Ancak böyle bir fonun oluşumu gerçekleşmemiştir²¹³.

2.3. Küçük Ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme Ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB)

KOSGEB, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı ile ilgili küçük ve orta ölçekli işletmelerin desteklenmesine ilişkin olarak 20.4.1990 tarih ve 20498 Sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan “Küçük Ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme Ve Destekleme İdaresi Başkanlığı Kurulması Hakkında Kanun” gereği kurulan tüzel kişiliği haiz bir kamu kurumudur.

KOSGEB’nin hedefleri arasında; kuruluş aşamasından üretime, üretimden pazarlamaya kadar hemen her türlü konuda sanayi hizmetlerine çok yönlü destek vermek yer almaktadır. KOSGEB, bu amaç ve faaliyetlerini gerçekleştirebilmek için de şu hizmet merkezlerini oluşturmuştur²¹⁴:

- a) Danışmanlık ve kalite geliştirme merkezleri,
- b) İhtisas merkezleri,
- c) Test ve analiz laboratuvarları,
- d) Ortak kolaylık atölyeleri,
- e) Teknoloji geliştirme merkezleri / teknoparklar,
- f) Pazar araştırma merkezleri,
- g) Bilgi iletişim merkezleri,
- h) Yatırım yönlendirme merkezleri,
- i) Uygulamalı eğitim merkezleri;
- j) İrtibat mühendislikleri.

Hizmete girecek bu merkezlerin sanayiye getireceği yararları şöyle sıralamak mümkündür:

²¹³ Zamoğlu, s.192.

²¹⁴ K. Atilla Hilmi, “KOSGEB ve Beklentilerimiz”. İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Sayı: 308, 1991, s.17.

- a) Müteşebbisliğin desteklenmesi ve teşvik edilmesiyle, teşebbüs sayısı artacak,
- b) Araştırma ve geliştirme faaliyetlerinin küçük sanayi kesiminde önemi artacak ve bu yolda gelişmeler kaydedilecek,
- c) Çeşitli alanlarda, kendi teknolojimizi üretme imkânı doğacak,
- d) Küçük, orta ve büyük sanayi ilişkilerindeki bağ kuvvetlenecek,
- e) İstihdama daha yüksek oranda katkı sağlanacak,
- f) Üretim artışı, üretim maliyetlerinde düşme ve pazar imkânlarını artıracak,
- g) Âtıl kapasite değerlendirilecek, verimlilik oranı yükseltilecek,
- h) Nitelikli insan gücü çoğalacak,
- i) Sermaye birikimi sağlanarak, borsa faaliyetlerine dolayısıyla ekonomiye canlılık getirilecek²¹⁵.

Ayrıca çeşitli hizmet merkezlerinde üretilen, toplanan ve işlenen bilgiler yoluyla da gerek risk sermayesi şirketlerine gerekse potansiyel girişimcilere proje, bilgi ve uzman desteği sağlayabilir. Yukarıda belirtilen hususlar göz önüne alındığında KOSGEB ile risk sermayesi şirketlerinin amaç birliği içinde olduğu görülmektedir.

2.4. Türkiye’de Kurulan Risk Sermayesi Şirketleri

1989 yılında Devlet Bakanlığınca Bulgaristan’dan gelen soydaşlarımıza istihdam ortamları sağlamak için bir risk sermaye şirketi kurulması planlanmış ise de bu proje gerçekleştirilememiştir²¹⁶.

Risk sermayesi şirketine benzer nitelikte kurulan ilk kuruluş 1991 yılında Türk Petrol ve Banker Trust’un ortaklığı ile kurulan Türk Trust Şirketi olmuştur²¹⁷. Türk Trust çalışma yöntemi olarak finansal yapıları zayıflamış, ancak sabit varlıkları güçlü, yalnız para enjeksiyonu ile kârlı hale gelebilecek kuruluşları finanse etmeyi

²¹⁵ Hilmi, s.19.

²¹⁶ Gül, s.9.

²¹⁷ Fuat Pirali, "Risk Sermayesi Paneli" Ankara: KOSGEB, Haziran 1993, s.31.

hedeflemiştir²¹⁸. Fakat tüm bu kurulan kuruluşlar uluslararası anlamda bir risk sermayesi oluşumunun örneği olamamıştır²¹⁹.

22 Nisan 1996 tarihinde sermayesinin %99.6'sı Vakıf Bank tarafından karşılanan Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 2 trilyon kayıtlı sermaye ile kurulmuştur.²²⁰ Vakıf Bank Risk Sermayesi Ortaklığının amacı, yüksek teknoloji, yeni ürün ve / veya üretim biçimi ihtiva eden, istihdam ve katma değer meydana getirecek, ülkemiz ekonomisine katkıda bulunacak nitelikli yatırımlara, yatırımcı şirketin menkul kıymetlerinin birincil / ikincil piyasalarda satın alınmasıyla kâr/zarar ortaklığı esasına dayalı olarak "faizsiz" öz kaynak sağlanmasıdır. Burada sağlanan kaynağın yabancı kaynak (kredi) olmaması girişimcinin faiz, anapara, teminat vb. yükümlülüklerini ortadan kaldırmaktadır²²¹. Aşağıda Vakıf Bankası'nın bünyesinde kurulan Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı'nın sermaye dağılımı gösterilmektedir.

**Tablo 3.1. VAKIF RİSK SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
ORTAKLIK YAPISI**

Ortaklığın Ticaret Unvanı	Milyar	%
T. Vakıf Bankası T.A.O	249 000	99.60
Güneş Sigorta A.Ş.	250	0.10
Vakıf Finansal Kiralama A.Ş.	250	0.10
Vakıf Deniz Finansal Kiralama A.Ş.	250	0.10
Vakıf Sınai Araştırma Danışmanlık ve Teknoloji Hizmetleri A.Ş.	250	0.10
TOPLAM	250 000	100.00

Kaynak: Ekrem Çanakçı, *Yatırım Ortaklıkları*, Ankara: SPK Yayını, Yayın No.:46, 1996, s.12.

²¹⁸ Tuncel, s.121.

²¹⁹ Nurhan Yöncez, "Riskli Güney Doğu'ya Risk Sermayesi", *Ekonomist Dergisi*, (Eylül 1994), s.22.

²²⁰ *Ekonomik Bülten*, Risk Sermayesi Sistemi Gelişimi, (Kasım 1996), s.10.

²²¹ Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Tanıtım Bilgileri, Ankara: 1997 s.1.

3. RİSK SERMAYESİ İLE İLGİLİ MEVCUT HUKUKİ DURUMUN OLUŞTURDUĞU ÇERÇEVE

24 Nisan 1992 tarih ve 3794 sayılı Kanun ile değişik 28 Temmuz 1981 tarih ve 2499 sayılı Ser. P.K. risk sermayesi kavramını Türk hukukuna kazandırmıştır. Ser. P.K. 22/c maddesi uyarınca risk sermayesi kurumu olarak üç tip yapıdan bahsedilmektedir. Bunlar; risk sermayesi yatırım ortaklığı, risk sermayesi yatırım fonu ve risk sermayesi yönetim şirketleridir. Bu şirketlerin denetimi de SPK'na verilmiştir. Kanunda bu kurumlarla ilgili düzenlemeler SPK tarafından çıkarılacak tebliğe bırakılmıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından VIII seri ve 21 no'lu 06.07.1993 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan "Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile risk sermayesi yatırım ortaklıklarının kuruluşlarına, faaliyetlerine, yönetim ilkelerine ve tasfiyelerine dair esaslar düzenlenmiştir. Buna göre ;

a) Kayıtlı sermayeli olarak kurulan, sermayelerini, sermaye kazancı elde etmek amacıyla risk sermayesi yatırım faaliyetinde kullanan ortaklıklar Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı (RSYO) olarak tanımlanmıştır (Md. 3).

b) Başlangıç sermayeleri 100.000.000.000. (yüz milyar) TL, kayıtlı sermayeleri 300.000.000.000. (üç yüz milyar)TL ve pay bedelleri 250.000.000. (iki yüz elli milyon) TL' den az olmamalıdır (Md. 4).

c) Ortaklık süresi 5 (beş) yıldan az olmamalıdır (Md. 4).

d) RSYO'ları ödünç para verme işi ile uğraşamayacaklar, mevduat toplayamayacaklar, mevduat toplama sonucunu verecek iş veya eylemler yapamayacaklar, risk sermayesi yatırımı dışında sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunamayacaklardır (Md. 18).

e) RSYO'ları yatırım yaptıkları girişim şirketlerinin menkul kıymetlerini en çok 10 yıl portföylerinde bulundurabileceklerdir. Bu sürenin uzatılmasında SPK yetkilidir (Md. 19).

f) RSYO'ları girişim şirketlerinin yönetimine katılıp, danışmanlık ve yöneticilik hizmetleri sunabilecekler, ancak diğer risk sermayesi şirketlerine yatırım yapamayacaklardır (Md. 20).

g) RSYO'larının tüm faaliyetleri ve hesapları SPK'nun gözetim ve denetimine tabidir (Md. 29).

3.1. Risk Sermayesi Şirketinin Anonim Ortaklık Şeklinde Örgütlenmesi

SPK'nun 6 Temmuz 1993 tarihli, VIII/21 nolu "Risk sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Tebliği'nde", ülkemizde kurulacak olan risk sermayesi şirketlerinin "Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı" olarak örgütlenmesi öngörülmektedir. Ayrıca bu kurumların kayıtlı sermayeli bir anonim ortaklık şeklinde kurulmaları istenmektedir. Risk sermayesi şirketinin anonim ortaklık şeklinde kurulması risk sermayesi şirketine şu yönleriyle avantaj sağlayacaktır. Bunlar, esas sözleşmede belirtilen sahaların dışında herhangi bir konuyla iştilal edilemeyeceği ve yatırımcının amacının dışına çıkılamayacağı, tüzel kişiliğın olması, sınırlı sorumluluğu içermesi, profesyonellerden oluşan bir yönetim kurulunun mevcudiyeti, hisse senedi ihraç ve tedavülünün nispeten kolay olması ve dolayısıyla şirketten çıkmak isteyen risk sermayedarlarının ayrılmasının mümkün olması, borçlanmayı temsil eden menkul kıymet ihraç imkanının olması, sermayenin tedricen konmasına imkan sağlaması sayılabilir. Bu avantajların yanı sıra risk sermayesi şirketinin anonim ortaklık şeklinde kurulmasının dezavantajları ise, kuruluş ve sermaye artırımı prosedürünün uzun ve zahmetli olması, fesih ve tasfiyenin uzun süre alması ve bürokratik işlemlerin fazlalığı, kurumlar vergisine tâbi olması, şirket

yönetiminin ortaklık organları dışındaki kişi ve kuruluşlara devrinde bazı sorunların bulunması olarak sayılabilir²²².

3.2. Risk Sermayesi Şirketinin Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı (RSYO) Olarak Örgütlenmesi

Yatırım ortaklıkları ortaklığa katılanların birikimlerini menkul kıymetlere yatırarak risk uygulaması ve sınırlaması yapan ve tasarrufçu adına uzman bir kuruluş olarak portföy yönetmektedirler. SPK'nun risk sermayesi yatırım ortaklıkları ile ilgili düzenlemeler yapan 6 Temmuz 1993 tarih ve VIII/21 nolu tebliğ ile risk sermayesi şirketlerinin yatırım ortaklığı şeklinde örgütlenmeleri öngörülmüştür. RSYO ile Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı (MKYO) arasında bazı farklar vardır. Bu farklar şöyle sıralanabilir:

a) MKYO ile RSYO arasında temel farklardan birincisi, RSYO aktif yatırımcılar olmasına rağmen MKYO pasif yatırımcılardır. MKYO hisse senetleri ve sabit getirili menkul kıymet satın alırlar, şirketin yönetimine katılmazlar. RSYO ise genelde hiç bir borsaya kote edilmemiş, henüz filizlenme döneminde olan şirketlere yatırım yaparlar. Bu büyük riskin karşılığında yönetime katılma hakkı kazanırlar.

b) Risk sermayesi yatırımı herkesin yapabileceği bir yatırım türü değildir. Bu yatırım, kurumsal yatırımcılar veya kendi servetine güvenen büyük bireysel yatırımcıların yönelebileceği bir yatırım türüdür. Oysa MKYO küçük yatırımcılara yöneliktir²²³.

c) MKYO, Türk ve yabancı ortaklıkların hisse senetlerine ve yatırım fonlarının katılma belgelerine yatırım yapamazlarken, RSYO ise bunlara yatırım yapabilmektedirler²²⁴.

²²² Baş, s.49.

²²³ Uludağ, s.49.

²²⁴ Reha Roroy, Tekinalp Ünal, Ersin Çamoğlu, *Ortaklıklar Ve Kooperatif Hukuku*, 6. b., İstanbul: 1995, s.232.; Gürman Tevfik, *Dünyada ve Türkiye'de Yatırım Fonları, Teori ve Uygulama*, Ankara: Türkiye İş Bankası Yayınları, Genel Yayın No.:342, Ekonomi Dizisi: 28, 1995, s.47

3.3. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Vergilendirilmesi

Risk sermayesi yatırım ortaklığı bir anonim şirket olarak kurumlar vergisine tâbi olması gerekirken, vergi kanunlarına bakıldığında sektörün teşvik edildiği görülmektedir. Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK) ile Gelir Vergisi Kanunu (GVK)'nda yer alan muafiyet ve istisnalar ile gerek RSYO ve gerekse bu ortaklıkların pay sahiplerinin kazançları da özel olarak teşvik edilmektedir.

Kurumlar Vergisi Kanununun 8/4-c maddesinde, risk sermayesi yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden elde ettikleri kazançlar kurumlar vergisinden muaf tutulmuştur. Ayrıca bu kazançlar (portföy yöneticiliğinden elde edilen) %20 oranlı asgari kurumlar vergisinden de muaf tutulmuştur (KVK. Md.25).

Kurumlar vergisinden muaf tutulan bu kazançlar, Gelir Vergisi Kanunu'nun 94/6 maddesi uyarınca gelir vergisi stopajına tâbi tutulmaktadır. Ancak risk sermayesi yatırım ortaklığı için Bakanlar Kurulu kararıyla (93/5143 sayılı) gelir vergisi stopaj oranı % "0" olarak belirlenmiştir (11.3.1995 tarih, 22224 sayılı Resmi Gazete). RSYO'ndan gelir temin edenlerin vergilendirilmesi bunların gerçek kişi veya kurum olmasına göre farklılık göstermektedir. Buna göre gerçek kişilerin RSYO'ndan elde ettikleri kâr payları diğer yatırım ortaklıklarında olduğu gibi GVK'nun geçici 27. maddesi hükümlerince 31.12.1999 tarihine kadar gelir vergisinden istisna edilmiştir.

RSYO elde ettikleri "kâr payları" KVK'nun 8. maddesinin 6. bendi gereğince kurumlar vergisinden istisna edilmiş olmasına rağmen, %20 oranlı asgari kurumlar vergisine tâbi tutulmuştur. Ayrıca GVK'nun (75.md./4.bendi) uyarınca gelir vergisi stopajından da istisna edilmiştir.

3.4. Türkiye'de Risk Sermayesinin Gelişmesinde Bazı Önemli Hususlar

Türkiye'de kanunlarla çerçevesi çizilen RSYO, sisteminin işleyişiyle ilgili bazı hususlar aşağıda belirtilmiştir.

a) Üçlü veya ikili yapı seçeneği

Risk sermayesi sistemi RSYO, risk sermayesi yönetim şirketleri (RSYŞ) ve girişim şirketlerinden oluşabileceği gibi, sadece RSYO ve girişim şirketlerinden oluşması da mümkündür. Amerika ve Kanada gibi ülkelere bakıldığında, önceleri üçlü sistemin benimsendiği görülmüş daha sonraları ise, bu uygulamaların getirdiği sakıncalar sebebiyle (faiz ve bürokratik engeller) ikili sisteme geçilmiştir. Türkiye’de de ikili sistem tercih edilmiştir²²⁵.

b) Holdingleşmeyi önleyici hükümler

RSYO yatırım yaptıkları girişimci şirketlerin menkul kıymetlerini en fazla 10 yıl süreyle ellerinde tutabilirler. Bu sürenin sonunda elden çıkarmanın imkânsız olduğu ve büyük zarar doğuracağına anlaşılması üzerine ancak kurulun müsaadesiyle bu süre uzatılabilir. Ayrıca RSYO ile ilgili olarak SPK tarafından çıkarılan Tebliğ’e göre RSYO’nun sermayelerinin %10’undan fazlasına sahip olan hissedarlarının, yönetim kurulu üyelerinin, genel müdür ve birim sorumlularının, ayrı ayrı veya birlikte sermayelerinin %10 veya daha fazlasına sahip oldukları ortaklıklara yatırım yapabilmeleri için esas sözleşmelerinde açık hüküm bulunması gerekmektedir (md.19).

4. TÜRKİYE’DE RİSK SERMAYESİ YATIRIMLARI İÇİN KAYNAK SAĞLAMA İMKÂN LARI

4.1. Kaynak Sağlamada Dikkat Edilmesi Gereken Hususlar

Risk sermayesi sektörünün -başarı ile uygulayan bir çok ülkede- kuruluş aşamasında devlet desteği önemli bir yer tutmaktadır. Fon oluşumunun başlangıcında kamu kaynakları ağırlıklı olmuştur. Özel sermayenin payı ise zaman içinde artmıştır²²⁶. Türkiye’de risk sermayesi yönteminin kuruluş aşamasında devletin fon desteği gerekli olabilir. Fakat ileri aşamalarda, devlet tarafından oluşturulan bu fonlar hızlı bir şekilde özelleştirilmelidir. Aksi halde politik ve siyasi malzeme yapılarak

²²⁵ Zaimoğlu, s.202.

fonların yerli yerince kullanılması engellenebilir²²⁷. Bununla beraber, Türkiye'nin geliştirmekte olan ülkeler arasında yer aldığı hatırlandığında devletin bu fon desteğini kısa sürede devreden çıkarmasının pek realist bir düşünce olmadığı ise ortadadır²²⁸. Oysa risk sermayesi yönteminin uygulamasında dünya devi olan Amerika'da kamu fonlarının özelleştirilmeye başlanmasından sonra (özellikle 1974 tarihinde sosyal sigorta fonlarının sektöre girmesiyle) sektörde hızlı bir büyüme gözlenmiştir²²⁹. Ayrıca, sektöre fon temin edenler arasında devletin bulunması uluslararası sermayenin ve finansman kuruluşlarının güvenle Türkiye'ye gelmelerini sağlayacaktır²³⁰.

Devletin fon desteği, kredi faiz sübvansiyonu, vergi geciktirmesi (tax credit) biçiminde olabileceği gibi²³¹ ortaklık esasına da dayandırılabilir²³². Ancak risk sermayesi yatırımları uzun vadeli yatırımlar olduğundan, devletin desteği düşük faizli bile olsa kredi şeklinde olmamalıdır. Aksi halde risk sermayesi şirketi, faizli kredilerle oluşturduğu fonların hem ana parasını hem de faizini belirli bir zamanda ödemek zorunda olacağından nakit sıkıntısı çekecektir²³³.

Bir diğer önemli nokta ise, risk sermayesi şirketine kaynak sağlayanların kurumsal yatırımcılar, kendi servetine ve gelirene güvenen büyük şirketler olması gerektiğidir. Bunun sebebi ise, daha yeni yeni üretime başlayan şirketlere veya bazen de fikre yatırım yapılmasıdır. Dolayısıyla böyle bir yatırımdan kâr elde edebilmek için bazen 6 yıl bazen de 10 yıl gibi bir süre beklemek gerekebilmektedir. Bu nedenle risk sermayesini ileri düzeyde uygulayan ülkelerde küçük tasarrufları korumak amacıyla risk sermayesi fonlarının halka açılmasına izin verilmemektedir²³⁴.

²²⁶ Çonkar, s.46.

²²⁷ Tınaz Titiz, Risk Sermayesi Paneli, Ankara: KOSGEB, (Haziran 1993), s.34.

²²⁸ Çonkar, s.47.

²²⁹ Murat Çizakça, Risk Sermayesi Özel Finans Kurumları ve Para Vakıfları, İstanbul: İSAV Yayını, 1993, s.25.

²³⁰ Aydın ve Baş, s.51.

²³¹ Titiz, s.34.

²³² Çonkar, s.47.

²³³ Çonkar, s.47.

²³⁴ Yeşilada, s.29.

Kaynak sağlamada dikkat edilmesi gereken başka bir nokta da toplanan bu fonların yeterli büyüklükte olmaları ve fon akışının kesintisiz devam etmesi gerektiğidir²³⁵.

4.2. Risk Sermayesi İçin Yararlanılabilecek Başlıca Kaynaklar

Risk sermayesi yatırımları iyimser bir yaklaşımla orta vadede kârlı olabilecek bir yatırım şeklidir. Dolayısıyla risk sermayesi sektöründe fon olarak kullanılacak kaynakların uzun vadeli olmaları gerekmektedir. Bu hususlar göz önüne alınarak muhtemel kaynaklar şöyle sıralanabilir:

- a) Emekli Sandığı ve Sosyal Sigortalar Kurumu ve diğer sosyal sigorta kurumları,
- b) Ticaret bankaları,
- c) Kalkınma bankaları,
- d) Kamu kesimince oluşturulacak çeşitli fonlar,
- e) Özel finans kurumları,
- f) Uluslararası risk sermayesi şirketleri,
- g) Para vakıfları,
- h) Sendikalar.

4.2.1. Emekli Sandığı Ve Sigorta Kuruluşları

Bu kuruluşların amacı yatırımlara finansman sağlamak olmamakla beraber havuzlarında büyük fonlar birikmektedir. Emekli Sandığı ve sigorta kurumları, üyelerinden sağladıkları fon girişlerine karşılık, her yıl emekli olanlara aylık bağlama esasına göre çalışmaktadırlar²³⁶. Dolayısıyla emekli sandığı ve sigorta kuruluşlarında biriken fonlar uzun vadeli nitelik taşıdığından risk sermayesi yönteminin en önemli kaynağı olabilecek yapıdadır²³⁷.

²³⁵ Çonkar, s.48.

²³⁶ Asomedya, Banka Dışı Mali Kurumlar, (1994 Ağustos), s.37.

²³⁷ Ali İhsan Özeroğlu, "Risk sermayesi ve Türkiye Üzerine Düşünceler". Çerçeve, Yıl: 5, Sayı: 20, (Ekim 1997), s.62.

Türkiye'deki Emekli Sandığı, ve SSK'nın havuzunda 1993 itibariyle 160.5 trilyon lira fon birikmiştir. Bu kurumların sahip oldukları fonlar verimli bir şekilde değerlendirilememektedir. Bu halleriyle her iki kurum da çökme durumuna gelmiştir. Bugüne kadar bu kurumlar, fonlarının büyük bir kısmını gayr-ı menkullere²³⁸ ve devlet yatırım bankası tahvillerine yatırmaktadırlar²³⁹. Sayılan fon kullanım biçimleri ile fonun büyüklüğü karşılaştırıldığında emekli sandığı ve sosyal sigorta kurumlarındaki birikimin ekonomiye tam olarak kazandırıldığı söylenemez.

Bu fonların emeklilerin hayat standartlarını yükseltecek daha verimli sahalara yatırılması gereklidir²⁴⁰. Kurumların yeterli nema elde edebilmeleri, ülkedeki yatırımların ve istihdamın artırılabilmesi için bu kurumların kaynaklarının belirli bir kısmını uzun vadede yüksek kâr vaat eden risk sermayesi yöntemine yatırımlarının önemli olduğu söylenebilir²⁴¹.

4.3.2. Ticaret Bankaları

Bugün Türkiye'de finansal kurumlar içinde kredilerin %90'ını sağlayan ticaret bankaları önemli bir yer tutmaktadır²⁴². Ticaret bankaları, esasında, kısa vadeli krediler veren finansal kurumlar olmalarına rağmen, 1970'li yıllardan bu yana orta ve uzun vadeli kredi vermeye başlamışlardır. O yıllarda ticaret bankalarının bunu gerçekleştirebilmeleri için Merkez Bankası'nın uzun vadeli reeskont kredisi vermesinin önemli katkısı olmuştur²⁴³. Oysa, bugün ticaret bankalarının kullandıkları krediler içinde orta ve uzun vadeli kredilerin payının giderek azaldığı görülmektedir. 1987 yılında kredi portföylerinin içerisinde orta vadeli kredilerin payı %26.5 iken 1996 yılında %6'ya düşmüştür²⁴⁴.

²³⁸ Çonkar, s.48.

²³⁹ Asomedyä, s.36.

²⁴⁰ Asomedyä, s.37.

²⁴¹ Çonkar, s.49.

²⁴² Öztin Akgüç, Kalkınma Bankaları Ümit Verici Değil, Asomedyä, (Ağustos 1994), s.38.

²⁴³ Tunaboylu, s.20.

²⁴⁴ Öztin Akgüç, Dünyada Ve Türkiye'de Kalkınma Bankacılığının Geleceği, Ankara: Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş., 1993, s.36.

Bu gelişmelerin nedenlerini şöyle sıralamak mümkündür²⁴⁵:

a) Türkiye'deki enflasyon her geçen gün yükselmektedir. Bu durum ister istemez hem bankaları hem de müteşebbisleri daha çok kısa vadeli hesap yapmaya yöneltmiştir.

Enflasyonun yüksek düzeyde devam ettiği ekonomilerde uzun vadeli fon arzı azalmaktadır. Türk bankacılık sistemi de daha çok kısa vadeli kredilere bu yüzden yönelmiş olabilir.

b) İmalat sanayi yatırımlarının, toplam yatırımlar içerisindeki payı 1980'li yıllardan itibaren gittikçe düşmektedir. Bu da ister istemez proje kredisi talebini etkilemektedir.

Türkiye, 1980'li yıllarda yatırımlarının %30'unu imalat sanayisine yönlendirirken, bu pay son yıllarda %15 düzeylerine inmiştir.

c) Son yıllarda gitgide dev boyutlara ulaşan devlet bütçe açıkları büyük ölçüde bankalarca karşılanmaktadır. Bütçe açıklarının kapatılması amacıyla çıkarılan devlet tahvili ve hazine bonolarının en büyük müşterisi ticaret bankalarıdır. Ticaret bankalarının bu şekildeki hem risksiz hem de yüksek gelirli yatırım imkânları dururken, riskli sanayi yatırımlarına kolayca fon aktarmalarının beklenmesi gerçekçi değildir.

d) Bir başka neden ise Merkez Bankası'nın politikasını değiştirerek kısa vadeli kredi vermeye başlamasıdır. Merkez Bankası 1970'li yıllarda ticaret bankalarına sekiz yıl vadeye kadar orta vadeli finansman kaynağı sağlarken, 1990'lı yıllara gelindiğinde bu politikasını değiştirerek sadece bankaların likidite açıklarını kapatabilmesi için 92 gün vadeli kredi vermeye başlamıştır. Bu durum bankaların, kaynaklarını daha çok kısa vadeli alanlara kaydırmasına sebep olmuştur.

²⁴⁵ Akgüç, Dünyada ve Türkiye'de Kalkınma Bankacılığı.... s.37.

Ticaret bankalarının ellerindeki fonlarını orta ve uzun vadeli yatırımlara kaydırmalarını sağlamak için bir takım düzenlemeler yapılması gerekmektedir. Enflasyonun düşürülmesi, merkez bankasının tekrar uzun vadeli krediler vermeye başlaması gibi ekonomik tedbirler bu düzenlemeler arasında gösterilebilir. Ayrıca bankacılığın temel esprilerinden birinin, kısa vadeli küçük fonları uzun vadeli fonlar haline dönüştürmek olduğu bilinmektedir²⁴⁶. Bunlara ilaveten Bankalar Kanunu, Ticaret Bankalarının iştirak şeklindeki yatırımlarını toplam öz kaynaklarıyla sınırlandırmıştır (Md.39). Bu sınırlandırmanın kanunda yapılacak değişikliklerle belirli oranda kaldırılması mümkündür.

Bu iyileştirmelerin akabinde Ticaret Bankalarının kendi bünyelerinde değil de mevcut veya kurulacak risk sermayesi şirketlerinin hisselerini satın alarak iştirakte bulunmaları en uygun yol olacaktır. Böylelikle ticaret bankaları ülke ekonomisine katkı hususunda kendilerinden beklenenleri eskiye oranla daha iyi şekilde yerine getirmiş olacaklardır.

Özelikle Halk Bankası, esnaf-sanatkâr ve küçük ölçekli sanayicilere destek olmak amacıyla kurulmuştur. Halk bankın kurulacak risk sermayesi şirketlerine ortak olması veya bizatihi kendisinin risk sermayesi şirketi kurması kuruluş gayesine oldukça uygun bir davranış olacaktır. Almanya örneğinde görüldüğü gibi, devletin kesinlikle proje seçici durumda olmaması gerekmektedir.

4.2.3. Kalkınma Bankaları

Kalkınma bankaları, sermaye piyasasının yeterince gelişmemiş olduğu ve bankacılık sisteminin girişimlere yatırımın gerektirdiği biçim ve ölçüde kaynak sağlamada yetersiz kaldığı az gelişmiş ülkelerde kurulmaktadır. Bu bankalar bir yandan yatırımlara kaynak sağlayan, öte yandan kalkınmaya engel olan faktörlerin

²⁴⁶ Recep Önal, *Türkiye’de Orta ve Uzun Vadeli Kredi Uygulaması İçin Alınan Tedbirler Eleştiriler*, Ankara: Ankara Maliye Bakanlığı Teknik Kurulu Neşriyatı, Yayın No.: 170, 1976, s.55.

etkisini azaltıcı destekler sağlayarak ülkenin kalkınmasını hızlandırmaya çalışan finans kurumlarıdır²⁴⁷. Kalkınma bankalarının başlıca görevleri şöyle sıralanabilir²⁴⁸:

a) Girişimlere orta ve uzun vadeli yatırım kredisi vermek ve /veya kuruluşu hisse senedini satın alarak iştirak etmek ve bu hisseleri ileride satmak suretiyle sermaye piyasasının gelişmesine katkıda bulunmak,

b) Sektör araştırmaları yaparak, kârlı ve verimli yatırım alanlarını belirlemek, yatırımcıların bu alanlara yönelmesini teşvik etmek veya bizzat girişimci rolü almak,

c) Müteşebbislere proje hazırlamak, uygulama safhalarında teknik yardımda bulunmak ve danışmanlık yapmak,

d) Sanayileşmiş ülkeler ve uluslararası kuruluşlardan teknik yardım ve finansman desteği sağlamak.

Kalkınma bankalarının bu görevlerine bakıldığında risk sermayesi şirketlerinin çalışma tarzlarına benzediği fark edilmektedir. Örneğin, her iki kurum da finansal destek yanında teknik ve yönetsel destek de vermektedir.

Kalkınma bankaları ticaret bankaları gibi mevduat toplamazlar. En önemli kaynakları ticaret bankaları, sigorta şirketleri, kooperatifler gibi kuruluşların sermaye katkılarıdır. Ayrıca, devlet veya Merkez Bankası kaynaklarından uzun vadeli yararlanabilmekte, dolayısıyla biriken fonları uzun vadeli olarak kullanılabilmektedirler²⁴⁹. Oysa bugün kalkınma bankalarının kullandıkları kredilere bakıldığında kısa vadeli kredilerin payının giderek arttığı görülmektedir. 1992'de kalkınma bankaları tarafından kullanılan krediler içinde kısa vadeli kredilerin payı

²⁴⁷ M.Kemalettin Çonkar, *Kalkınma Bankacılığı ve Türkiye'deki Uygulama*, (Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Afyon İ.İ.B.F. Yayını, 1988) s.52.

²⁴⁸ Aylin Yılmaz, "Kalkınma Bankacılığı Yeniden Yapılanma Sürecinde", *Türkiye Kalkınma Bankası Bülteni*, (Aralık 1990), Sayı: 35, s.15.

²⁴⁹ Öztin Akgülç, *Orta ve Uzun Vadeli*, s.223.

%52'ye ulaşarak orta vadeli kredileri geçmiştir²⁵⁰. 1996 yılına gelindiğinde tüm krediler içinde orta ve uzun vadeli kredilerin payı %41'e düşmüştür²⁵¹. Yapılacak düzenlemelerle kalkınma bankaları asli görevlerine geri döndürülüp, kullandığı krediler içinde orta ve uzun vadeli kredilerin payının artırılması gerekmektedir.

Kalkınma bankaları ile risk sermayesi şirketlerinin ortaya çıkış nedenleri birbirine benzemektedir. Kalkınma bankaları ellerindeki uzman kadroyla ve orta ve uzun vadeli kullanıma müsait fonlarıyla bu şirketleri desteklemeleri gayet yerinde bir davranış olacaktır. Özellikle risk sermayesi şirketlerine kuruluş aşamasında kalkınma bankaları teknik sahadaki tecrübelerinden yararlandırmalıdır. Çünkü, risk sermayesi şirketleri riski yüksek yatırımlara fon temin etmektedirler. Yapılan yatırımın çok iyi analiz edilmesi gerekmektedir. Böylece muhtemel riskler önceden tespit edilip zamanında önlemler alınmalıdır. İşte kalkınma bankaları bu risklerin tespitinde risk sermayesi şirketlerine sağlayacakları destek yöntemin ülkemizde istenilen yere gelebilmesinde hayati önem taşımaktadır.

4.2.4. Kamu Kesimi Tarafından Oluşturulacak Fonlar

Gelişmiş olan ülkelerin pek çoğunda risk sermayesi sektörünün istenilen düzeye gelmesinde devlet önemli rol oynamıştır. Fakat burada ince bir nokta vardır. O da; devletin risk sermayesi şirketi kurmadığı ama kurulan şirketlere ortak olduğudur. Diğer bir ifade ile devletin bu şirketlerde yönetici durumunda olmamasıdır. Sistemi başarı ile uygulayan ülkelere bakıldığında devlet sadece fon tahsis etmiş, fakat girişimci şirketlerin seçilmesinde geri planda kalmıştır.

KOSGEB; bünyesinde oluşturacağı bir fonla risk sermayesi şirketlerinin oluşumuna kaynak desteği verebileceği gibi, bu şirketlere uzmanlarını ve bilgi birikimi aracılığıyla danışmanlık desteğini de verebilir. Böyle bir fonun oluşturulması KİT'nin

²⁵⁰ Öztin Akgüç, *Dünyada ve Türkiye'de Kalkınma ...*, s.38 .

²⁵¹ Türkiye Bankalar Birliği, *Bankalarımız 1995*, İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği Yayın No.: 196, 1996, s.88.

özelleştirilmesinden elde edilen kaynakların bir kısmının KOSGEB'na kaydırılması ile mümkün olabilir²⁵².

4.2.5. Özel Finans Kurumları

Türkiye'de Özel Finans Kurumları, 16.12.1983 gün ve 83/7506 sayılı "Özel Finans Kurumları Hakkında Bakanlar Kurulu Kararnamesi" ile finans sistemine dahil olmuştur. Bu kararname ile özel finans kurumlarının kuruluş, izin, organlar, toplayacağı fon çeşitleri, hesaplar, kâr transferi, denetim ve tasfiye gibi konularda temel çerçevesi çizilmiştir²⁵³.

Özel finans kurumları mudilerden kâr-zarar anlaşması yaparak fon toplamaktadırlar. Bu kurumlar topladıkları fonları girişimcilere uzun vadeli kullandırabilmektedirler. Bu fonları kullandırırken de genelde 3 yöntem kullanmaktadırlar. Bunlar; mudaraba, muşaraka ve murabahadır²⁵⁴.

a) Mudaraba

Mudaraba'da, Özel Finans Kurumu yapılan yatırımdaki tüm sermayenin sahibidir. Fonu kullanan mudarib (girişimci) işe emek ve ustalığını koyar. Girişimci kâr elde ederse finans kurumuyla aralarındaki anlaşma uyarınca bu kârı bölüşürler. Zarar durumunda ise girişimci buna katlanmamaktadır. Bütün zarar Özel Finans Kurumu tarafından karşılanmaktadır.

b) Muşaraka

Muşaraka'da ise taraflar hem emek hem de sermaye koymaktadır. Dolayısıyla her iki taraf da hem kâra hem de zarara ortak olmaktadır.

c) Murabaha

Murabaha bir satış türü olup, finans kurumu her hangi bir malın alımını müşterisi adına üstlenmektedir. Finans kurumları bu malların üstüne belirli bir kâr ekleyerek, çoğu zaman taksitli ödeme kolaylığı tanıyarak alıcılara malı devrederler.

²⁵² Çonkar, Risk Sermayesi, s.53.

²⁵³ M. Kemalettin Çonkar, "Faizsiz Bankacılığın Türkiye Uygulaması: Özel Finans Kurumları". Afyon İ.İ.B.F. 15. Kuruluş Yılı Armağanı, 1989, s.113.

²⁵⁴ İsmail Özsoy, Türkiye'de Özel Finans Kurumları ve İslam Bankacılığı, İstanbul: Timaş, 1987, ss.123-127.

Özel finans kurumlarının, mudaraba ve muşaraka biçimindeki yatırımları risk sermayesi yatırımlarına benzerlik arz etmektedir. Özel finans kurumları, bu tür yatırımlara risk oranının yüksek olmasından dolayı yönelmemektedirler. Bu kurumların mudaraba ve muşaraka türündeki yatırımlarını teşvik etmek için şu hususlar teklif edilebilir:

a) Özel finans kurumları mudaraba yatırımlarını doğrudan yapmak yerine, risk sermayesi şirketlerinin hisselerini satın alarak yapabilirler. Kurumun bu sayede elde ettiği gelir iştirak geliri olarak kabul edilip vergiden muaf tutulabilir. Böylelikle kurulacak risk sermayesi şirketlerine kaynak sağlanmış olacaktır²⁵⁵.

b) Özel finans kurumları risk sermayesi şirketleri aracılığıyla yatırım yapmalarıyla proje seçme riskini uzman şirketlere bırakmış olacaklardır²⁵⁶. Dolayısıyla uzmanlık isteyen iş, uzmanlarına bırakılmış olacak ve olası riskler azaltılacaktır.

Özel finans kurumlarının belirtilen biçimde hareket edebilmelerini özendirme için, devletin bazı yeni düzenlemeler yapması yararlı olabilir:

a) Devletin, özel finans kurumlarına, risk sermayesi şirketlerine ortaklığından dolayı veya kendi özel mudaraba ve muşaraka türündeki yatırımlarından doğan zararın belirli bir kısmını karşılamayı taahhüt etmesi, kurumun bu tür yatırımlara girmesini kolaylaştırıcaktır. Nitekim bazı batılı ülkelerde bu tür devlet desteklerinin sektörün gelişmesinde olumlu katkıları olduğu görülmüştür.

b) Devlet özel finans kurumlarının portföylerindeki mudaraba ve muşaraka türündeki ortaklıkların belli bir zaman içinde artırılmasını isteyebilir. Böylece belli bir periyodun sonunda bu kurumların portföyünde riskli yatırımların ağırlık kazanması sağlanacaktır.

²⁵⁵ Çonkar, Risk Sermayesi s 55.

²⁵⁶ Ersin Nazif Gürdoğan, "Prof. Dr. Ersin Nazif Gürdoğan'la "Risk Sermayesi" Üzerine". Çerçeve, Yıl: 5, Sayı: 20, (Ekim 1997), s.51.; Tuncer, s.109.

c) Özel Finans Kurumları en çok 1 yıl vadeli fonlar toplamaktadırlar. Böyle kısa vadeli fonların uzun vadeli yatırımlara kaydırılması durumunda Özel Finans Kurumları zor durumda kalabileceklerdir. Bu kurumların bu tarz yatırımlara yönlendirilebilmesi için risk sermayesi şirketlerinden satın aldıkları hisse senetlerini gerektiğinde sermaye piyasasında satabilmeleri mümkün olmalıdır. Bunun için de gelişmiş ülkelerinkine benzer “over-the counter” türünden piyasalar oluşturulmalıdır²⁵⁷.

4.2.6. Para Vakıfları

İstanbul başta olmak üzere Osmanlı İmparatorluğu'nda 15. yüzyılın ortalarından itibaren Para Vakıfları önemli bir finans kaynağı oluşturmuştur²⁵⁸. Para Vakıfları, hayırsever bir kişinin gayrimenkul malını değil de, parasını vakfetmesiyle gerçekleşen bir vakıf türüdür. Vakfedilen bu paranın, vakıf müessesinin esası gereği geri alınması mümkün değildir. Burada asıl olan, bu paranın vakfin yöneticileri tarafından işletilmesi ve elde edilen kârın vakıf cihetine, yani vakfin kuruluş amacına yönelik harcanmasıdır²⁵⁹.

Para Vakıfları kendilerine vakfedilen paraları mudaraba, bida'a ve muamele-i şer'îye şeklinde kullandırırılar²⁶⁰.

Bida'a; para işleten kimsenin hiç bir ücret talep etmeksizin vakfedilen paranın tamamını hayır maksadı ile bir yıl çalıştırması ve yıl sonunda ana para ve kârın tamamını vakfa vermesini ifade eden bir tabirdir. Burada tüccarın kazancı sermayesinin yanında vakıf sermayesiyle imkânlarını genişletmesine ve daha büyük yatırımlara ve böylece daha büyük kârlar elde etmesine imkân vermesidir²⁶¹.

²⁵⁷ Çonkar, Risk Sermayesi ... s.56.

²⁵⁸ Hamdi Döndüren. “İslam Bankacılığı ve Risk Sermayesi”, *Journal Of Islamic Research*, Vol. VI, No.1, 1992, s.19.

²⁵⁹ Murat Çizakça, *Risk Sermayesi Özel Finans Kurumları Ve Para Vakıfları*, İstanbul: İlimi Neşriyat Yayınları, 1993, s.67.

²⁶⁰ Çizakça, s.70.

²⁶¹ Çizakça, s.28.

Muamele-i şer'iyeye ise, bir malı peşin olarak ucuza alıp, pahalı bir şekilde vadeli satmaktır. Para vakıflarının muamele-i şer'iyeye ağırlık vermeleri vakfın bir finans kurumu şeklini almasına mani olmuştur²⁶².

Risk sermayesi sektörünün Türkiye'de başarılı olup olamayacağı hususunda en önemli problemlerden birisi yeterli kaynak bulunup bulunamayacağıdır. Şayet para vakıflarının yeniden eski canlılığına kavuşturulması için hayırseverler teşvik edilirse, sektöre ciddi bir kaynak akışı sağlanacaktır. Diğer önemli bir husus da, vakfın ebediyetidir. Böylece sektörde kullanılacak fonda vade sorunu da yoktur. Ayrıca risk sermayesi sektörünün faizsiz çalıştığı iyi anlatılırsa para vakıflarında biriken para bu sahalarda daha rahat kullanılabilir. Para vakıfları özel finans kurumlarının bünyesinde oluşturulabilir. Bu fonun tamamı oluşturulacak bir portföy ile çeşitli risk sermayesi şirketlerinin hisse senetlerini satın almada kullanılabilir. Böylece, vakfın tüm varlığı hisse senetlerine çevrilerek, risk sermayesi şirketlerine finansman sağlanacaktır²⁶³.

4.2.7. Risk Sermayesi Sektörüne İlgili Duyan Uluslar Arası Kuruluşlar ve Sermaye Şirketleri

Kurulacak risk sermayesi şirketine fon katkısında bulunabilecek bir diğer grup ise uluslararası yatırımcılar olabilir. Bu tür yatırımcıların fonlarını çekebilmek içinse risk sermayesi şirketlerinin güvenilir olması gerekmektedir. Bu güvenilirliği sağlamak için kuruluş aşamasında kamu kuruluşlarının ciddi bir sermaye desteği vermesi önemlidir.

Diğer bir önemli husus da, risk sermayesi şirketinin oluşturacağı portföy de bu konuda etkili olabilir. Bu portföyde yeni teknolojilerin hayata geçirilmesine

²⁶² Hamdi Döndüren, *Risk Sermayesi Özel Finans Kurumları Ve Para Vakıfları (Model Üzerine Tartışmalar)*, İstanbul: Derleyen Murat Çizakça, İlmî Neşriyat Yayını, 1990, ss.28-29.; Ahmet Akgündüz, *İslâm Hukukunda ve Osmanlı Tatbikatında Vakıf Müessesesi*, Ankara: Atatürk Kültür, ve Tarih Yüksek Kurumu, Türk Tarih Kurumu Yayınları VII. Dizi, Sayı: 97, Türk Tarih Kurumu Basımevi, 1988, ss. 159-163.

²⁶³ Çizakça, ss.73-74.; Gürdoğan, ss. 47-48.

yönelik, yüksek kâr vadeden projelerin hatırı sayılır bir yer tutması uluslararası yatırımcıların ilgisinin daha çok olmasını sağlayabilir.

4.2.8. Sendikalar

Sendika işçilerin veya işverenlerin çalışma ilişkilerinde ortak ekonomik ve sosyal hak ve menfaatlerini korumak ve geliştirmek için faaliyette bulunan bir kurumdur²⁶⁴. Sendikalar bu faaliyetlerini gerçekleştirebilmek için gerekli olan kaynağı ise üyelerinden topladığı aidatlardan, eğlence, konser gibi düzenlediği organizasyonlardan, bağışlardan, mal varlıklarından elde edilen kira gelirlerinden sağlamaktadır (Sen K. 4 / 1).

Sendikalar 1995 yılında Anayasada yapılan değişiklikle havuzlarında biriken bu fonları devlete ait bankaların dışındaki bankalara da yatırabilmektedirler. Ayrıca sendikalar kanununda yapılan yeni düzenlemelerle, sendikaların nakit mevcutlarının %40'dan fazla olmamak kaydı ile sınai ve iktisadi teşebbüslere yatırım yapabilmeleri belirlenmiştir.

Sendikaların sınai ve iktisadi teşebbüslere yatırım yapabilecekleri oranın bu düzeyde olması, sendikaların biriken kaynaklarının ekonomik hayata katkıda bulunması ve bu yolla sendikaların daha fazla ekonomik güç kazanmalarını sağlayacak olması bakımından önem arz etmektedir²⁶⁵.

Sendikaların havuzlarında biriken fonları direk yatırımda kullanmaları değil de risk sermayesi şirketleri aracılığıyla yatırımlara kanalize etmeleri daha yerinde bir davranış olacaktır. Çünkü risk sermayesi şirketlerinin bünyesinde bulunan yetişmiş uzman kadronun yardımıyla seçilecek sektörlere yapılacak yatırım daha akıllıca olacaktır. Sendikaların biriken fonlarını bu tarzda kullanmaları halinde, sendikalar yatırımları için söz konusu olabilecek olası riskleri minimuma indirirken risk sermayesi şirketleri de kendilerine kaynak sağlamış olacaklardır.

²⁶⁴ Nuri Çelik, *İş Hukuku Dersleri*, 13. b. İstanbul: 1996. s.280.

5. RİSK SERMAYESİ MODELİNİN EKONOMİYE KATKILARI

5.1. Girişimci Şirketlere Sermaye ve Yönetim Desteği

Bir ülkenin ekonomik kalkınmasının temelinde eğitilmiş yetenekli insan gücü, yüksek teknoloji, rekabet gücü ve buluşlar önemli roller oynamaktadır. Bu faktörleri tamamlayıcı olarak da, bunları düzenleyici ve geliştirici olan devlet politikası, girişimcilere fon desteği sağlayacak sermaye birikimleri sıralanabilir²⁶⁶. Bu husus da yapılan araştırmalar ortaya koymuştur ki, girişimci ekonominin gelişmesinde adeta bir lokomotif görevi üstlenmektedir²⁶⁷. Bu lokomotif güç, ekonomide yeni ürünlerin oluşmasına, yeni pazarların açılmasına, yeni teknolojilerin ortaya çıkmasına, yeni kaynakların meydana getirilmesine, sermaye birikimine önderlik eder.

İngiltere’de yapılan bir araştırma, bankaların kredi verirken kendini ispatlamış büyük anonim ortaklıklara yöneldiğini, yeni girişimcilerce kurulan küçük işletmelere kredi vermediklerini ortaya koymuştur. Aynı durumun, İTO’nun 4671 firma üzerinde yaptığı araştırma sonunda Türkiye’de de mevcut olduğu belirlenmiştir²⁶⁸.

İşte risk sermayesi şirketlerinin ekonomiye katkılarında biri, girişimci bir ruha sahip olan fakat yapmak istediklerini gerçekleştirebilmek için yeterli sermayesi ve yönetim tecrübesi olmayanlara finansman ve yönetim desteği sağlamak biçiminde ortaya çıkmaktadır²⁶⁹. Çünkü bu yeni kurulan küçük işletmeler kaynak ihtiyaçlarını, gerekli teminatları gösteremediklerinden veya kredi faiz oranlarının yüksek oluşu gibi nedenlerden dolayı, para piyasalarından temin edememektedirler. Ayrıca, bu yeni

²⁶⁵ Haluk Hadi Sümer, "Sendikalar Kanununda Yapılan Değişiklikler", *Çimento İşveren Dergisi*, C.10, (Mart 1996), s.10.

²⁶⁶ Uludağ, s.175.

²⁶⁷ Ali Erkan Eke, *Müteşebbislik*, Ankara: KOSGEB, 1993, s.3.

²⁶⁸ SPK, *Şirketler Kesiminin Finansman Eğilimleri Anket Sonuçları*, Ankara: SPK Yayınları No.:15, 1992

²⁶⁹ Çonkar, s.26

girişimcilerin girişim ruhuna sahip olmalarına rağmen, yönetim hususunda bilgi yetersizliği ve tecrübesizliği işletmeyi başarısızlığa sürüklemektedir²⁷⁰.

5.2. Verimlilik

Risk sermayesi sisteminin ekonomiye bir diğer katkısı, verimliliği artırıcı rol oynamasıdır. Ekonomik gelişmeyi sağlayan itici kuvvetlerden birisi de verimliliktir. Verimlilik, “İşletmenin sahip olduğu bütün kaynakları en iyi şekilde kullanarak en iyi neticeyi almaktır” diye tarif edilebilir²⁷¹. Bu tarife göre verimliliği arttırmak, bir hasılayı en az kaynak kullanarak elde etmek demektir.

İşletmenin kaynakları; ekonomik, beşeri ve teknik kaynaklar biçiminde bölümlere ayrılmaktadır. Bu üç kaynak içinde gelişmeye en uygun olanı, teknik kaynaktır.

Teknik kaynakta gelişme, makine ve teçhizatla yeni buluşlara dayalı yenileme ve geliştirme yapmak, yeni bir üretim metodu bulmak veya eskisini geliştirmek şeklinde olabilir.

Ülkede yaşayanların hayat standartlarının yükseltilmesi, ücret ve satın alma güçlerinin reel olarak artması ancak ülke çapında verimliliğin artırılması ile mümkün olabilir²⁷².

Verimliliğin artışını sağlamakta teknolojiye yeni buluşların rolü büyüktür. İşte risk sermayesi sistemi, girişimcilerin buluşlarını, ya da teknolojik yeniliklerini değerlendirmekte, bu kişilere finansal ve ihtiyaç duyulduğunda yönetsel destek sağlamaktadır. Böylece risk sermayesi sistemi, bu buluş ve teknolojik yeniliklerin sanayiye aktarılmasını sağlamaktadır. Bu açıdan verimliliğin artırılmasına risk sermayesi uygulamasının katkısı önemlidir²⁷³.

²⁷⁰ Ahmet Ertürk, “Devletin Finans Kesimi Üzerindeki Etkisi” .Çerçeve, Yıl: 5, Sayı: 20, (Ekim 1997), s.70.

²⁷¹ Bülent Kocu, Üretim Yönetimi, 8. b., İstanbul: 1994, s.557.

²⁷² Kocu, s.571.

²⁷³ Ayhan Şenyuva, Cesaret Sermayesi, Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1990, s.65.

5.3. Sermaye Piyasasının Gelişmesi ve Yaygınlaşmasına Destek Olma

Risk sermayesi şirketleri, yatırımda buldukları girişimci şirketler, belli bir düzeye geldiklerinde, hisselerini genelde borsada satarak elden çıkarmaktadırlar. Bu özelliklerinden dolayı sermaye piyasasına ilave değişik menkul kıymetler sunmaktadırlar. Risk sermayesi şirketleri, bu yönleriyle sermaye piyasasının gelişmesinde önemli rol oynarlar.

Etkin bir sermaye piyasasının gelişmesi ise, ekonomik gelişmenin en çok ihtiyaç duyduğu faktörlerdendir²⁷⁴.

5.4. KİT Özelleştirme Çalışmalarını Kolaylaştırma

Son zamanlarda gündeme gelen KİT'n özelleştirilmesinde risk sermayesi finansman modelinin uygulanmaya konulması halinde olumlu sonuçlara ulaşılabilir. Nitekim İngiltere'de bu konuda olumlu sonuçlar alındığı bilinmektedir. İngiltere'deki uygulamada risk sermayesi şirketleri KİT'n yöneticilerine finansal destek sağlayarak pek çok kamu iktisadi teşebbüsün özelleştirilmesinde önemli kolaylık sağlamışlardır²⁷⁵. Böylelikle risk sermayesi şirketleri hem kamu iktisadi teşebbüslerinin özelleştirilmesinde katkıda bulunmuşlar, hem de mülkiyetin halka yaygınlaşmasını mümkün kılmışlardır²⁷⁶. Türkiye'de de İngiltere'ye benzer bir yöntemle yapılacak özelleştirmenin başarılı sonuçlar doğurması mümkün görülmektedir.

5.5. Ülke Ekonomisine Diğer Katkıları

İşsizlik probleminin çözülmesinde yöntemin olumlu katkıları olacaktır. Çünkü yeni iş sahaları açılacak böylece işsizler buralarda iş sahibi olacaklardır. Dolayısıyla yöntemin istihdamı artırıcı bir etkisinden söz etmek mümkündür.

²⁷⁴ Mustafa Büyükbacı. "Risk Sermayesi: Çağdaş Karz-ı Hasen". Çerçeve, Yıl: 5, Sayı: 20, (Ekim 1997), s. 54.; Zaimoğlu, s.41.

²⁷⁵ E. Abdulgaffar Ağaoglu. "Türkiye'de Özelleştirmeye İlişkin Yapılan Temel Yanlıların Genel Bir Değerlendirmesi ve Girişimcilik Sermayesi Ağırlıklı Model Önerisi", Özelleştirme Serisi II, Uzman Gözüyle Bankacılık, (Aralık 1994), s.84.

²⁷⁶ Çonkar, s.22.

Devletin vergi gelirlerinde gözle görülür bir artış olacaktır. Risk sermayesi sayesinde ülkede yeni yatırımlar gerçekleşecek ve bu yeni işletmeler devlete vergi vereceklerdir.

Bu model aracılığıyla yapılan yatırımların önemli bir kısmı teknolojik yenilik ve gelişmelere yöneliktir. Bu haliyle yöntem ileri teknolojiye dayalı yeni bir sanayi hamlesinin başlamasına doğrudan öncülük edecektir.



DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

RISK SERMAYESİ İLE İLGİLİ BİR UYGULAMA

1. GİRİŞ

1.1. Araştırmanın Amaç ve Önemi

Risk sermayesinin amacı, yüksek gelişme potansiyeline sahip ve rekabet üstünlüğü olan veya olabilecek işletmelere uzun vadeli yatırımlarda bulunarak ve gerektiğinde aktif yönetsel destek ve diğer uzmanlık hizmetleri sağlayarak ekonomik değer artışı temin etmek yoluyla portföylerindeki menkul kıymetlerin değerlerini artırmak ve bu menkul kıymetleri elden çıkarmak suretiyle yüksek getiri temin etmektir. Risk sermayesinin belirgin özelliği her ne kadar yeni ve gelişmeye yönelik yatırımların finansmanı ise de, sistem genişleme veya büyüme yatırımlarının finansmanında da başarı ile uygulanmaktadır.

Risk sermayesinin ülkemizde de uygulanması bir zorunluluk arz etmektedir. Bu sayede, toplumun üretken girişimcilik gücü ortaya çıkabilmekte ve sanayileşme sürecinin hızlanmasına katkıda bulunmaktadır.

Bu araştırma sanayi işletmelerinin risk sermayesi hakkındaki kanaatlerinin araştırılması amacıyla yapılmıştır.

1.2. Problem

Sanayi işletmelerinin yöneticilerinin risk sermayesi hakkındaki bilgileri nedir?

1.3. Varsayımlar

1. Araştırmada kullanılan veri toplama aracına sanayi işletmeleri yöneticilerinin, doğru ve içten cevap verdikleri kabul edilmektedir.

2. Araştırmada kullanılan veri toplama aracı, yöneticilerin buldukları ortama ait algıları ölçebilecek niteliktedir.

1.4. Sınırlılıklar

Bu araştırmanın sınırlılıkları şunlardır:

Araştırmanın anakütlesi, 1997 yılında Kahramanmaraş ilindeki sanayi işletmelerinin yöneticileri ile sınırlıdır.

2.YÖNTEM

Bu bölümde, sırasıyla araştırmanın modeli, evreni, örnekleme, veri toplama aracı, verilerin toplanmasında izlenen yol ve verilerin analizinde kullanılan istatistiksel teknikler açıklanmıştır.

2.1. Model

Araştırma anket modeline dayalıdır.

2.2. Anakütle

Araştırmanın evreni 1997 yılında Kahramanmaraş Ticaret ve Sanayi Odası'na kayıtlı, Kahramanmaraş il merkezinde bulunan 515 adet sanayi işletmesinin yöneticilerinden oluşmaktadır.

2.3. Örneklem

Bu araştırmanın örneklemini; 80 adet sanayi işletmesi yöneticisi oluşturmaktadır. Örneklem, anakütlede yer alan ve tümü 515 adet olan sanayi işletmesi yöneticilerinin %15.6'sını oluşturmaktadır.

80 adet sanayi işletmesi yöneticilerinin hepsi anketi cevaplandırmayı kabul etmiştir. Bu da örneklemin %100'ünü oluşturmaktadır.

2.4. Veri Toplama Araçları

Anket iki bölümden oluşmaktadır. Anketin ilk bölümünde yöneticilerin kişisel özellikleri ile ilgili 4 ve işletmelerin özellikleri ile ilgili 2 soru sorulmuştur. İkinci bölümde sanayi işletmeleri yöneticilerinin risk sermayesi hakkında bilgileri ile ilgili 11 soru sorulmuş ve deneklerden anket sorularını, soruların devamında yer alan dereceleme ölçeğini işaretlemek suretiyle cevaplandırmaları istenmiştir.

2.5. Verilerin Analizi

Veri toplama aracının uygulanması tamamlandıktan sonra anket formları kontrol edilmiş ve değerlendirilmeye alınmıştır.

Verilerin analizinde istatistiksel tekniklerden yüzde (%) ve tablo ortalaması kullanılmıştır. Örneklemin sayısı 80 olduğu için, her bir gözlenen frekansa düşen değerlerin %20'sinden fazlası 5'ten küçük gerçekleştiğinden ki-kare testi uygulanamamıştır.

Bilgisayar aracılığıyla araştırmanın bağımsız değişkenlerine göre "Tamamen katılıyorum", "Çoğunlukla katılıyorum", "Kararsızım", "Çoğunlukla Katılmıyorum" ve "Hiç katılmıyorum" derecelerindeki frekanslar ve bu frekanslara ait yüzdeler hesaplanmıştır. Soruların her birinin altında bulunan seçenekler, sorunun niteliğine göre 1,2,3,4,5 puan verilerek bilgisayara işlenmiştir.

Tablo ortalamaları yorumlanırken 1-2.33 arasında bulunan değerlerde ankette ortaya konulan görüşlere iştirak edilmediği, 2.34-3.66 arasındaki değerlerde iştirakçilerin kararsızlık gösterdiği ve 3.67-5.00 arasındakilerin görüşlere büyük oranda iştirak ettikleri görülmüştür. Düzeylerin yer aldığı bu aralıklar seçeneğe verilen en düşük değer olan 1 ile en yüksek değer olan 5 arasındaki seri genişliğinin (4), seçenek sayısına (3) bölünmesiyle elde edilmiştir.

İstatistiksel işlemlerde ve bu işlemlerle ilgili tablolarda kullanılan işaretler ve anlamları ise şöyledir:

f_i = Frekans

x_i = Puanlar

% = Yüzde

\bar{X} = Tablo Ortalaması

3. BULGULAR ve YORUMLAR

3.1. Örneklemin Nitelikleri

Ankette deneklere ve işletmelere ait bilgiler 1-6. sorularda ölçülmüştür.

Ankete cevap veren yöneticilerin % 27.50'inin yaşları 25-40 yaş, %66.25'inin yaşları 41-60 yaş ve % 6.25'inin yaşları 61 yaşından yukarıdır. Yaş grupları içinde, tabloda da görüldüğü gibi en yüksek yaş grubunu %66.25 ile 41-60 yaş grubu olan orta yaşlılardan oluşmuştur.

Tablo 4.1. ANKETE KATILAN YÖNETİCİLERİN YAŞ GRUPLARINA GÖRE DAĞILIMLARI

Yaş Grupları	SAYI	%
24'ten az	-	-
25-40	22	27.50
41-60	53	66.25
61'den yukarı	5	6.25
TOPLAM	80	100.00

Ankete katılan yöneticilerin cinsiyetlere göre dağılımları Tablo 4.2'de gösterilmiştir. Tabloda da görüldüğü gibi ankete katılan yöneticiler içinde bayanların oranı % 3.75 gibi çok küçük bir oranda gerçekleşmiştir. Erkeklerin katılım oranı ise % 96.25 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 4.2. ANKETE KATILAN YÖNETİCİLERİN CİNSİYETLERİNE GÖRE DAĞILIMLARI

Cinsiyet	SAYI	%
Erkek	77	96.25
Bayan	3	3.75
TOPLAM	80	100.00

Ankete katılan yöneticilerin eğitim düzeyleri Tablo 4.3'te gösterilmiştir. Buna göre, yöneticilerin % 2.50'si ilkokul mezunu, % 7.50'si ortaokul mezunu, % 36.25'i lise mezunu, % 52.50'si üniversite mezunu ve 1.25'i lisansüstü eğitimi almaktadır. En büyük grubu üniversite mezunları oluşturmuştur.

Tablo 4.3. ANKETE KATILAN YÖNETİCİLERİN EĞİTİM DÜZEYLERİNE GÖRE DAĞILIMLARI

Eğitim Düzeyi	SAYI	%
İlkokul	2	2.50
Ortaokul	6	7.50
Lise	29	36.25
Üniversite	42	52.50
Lisansüstü	1	1.25
TOPLAM	80	100.00

Ankete katılan yöneticilerin yöneticilik deneyimleri Tablo 4.4'de görülmektedir. Buna göre, yöneticilerin % 2.50'si 1 yıldan az, % 21.25'i 1-5 yıl, % 37.50'i 6-10 yıl ve %38.75'nin 10 yıldan fazla bir zamandır yöneticilik deneyimine sahip bulduklarını belirlenmiştir. Yöneticiler arasında 10 yıldan fazla deneyimi olanların daha fazla olduğu görülmektedir.

Tablo 4.4. ANKETE KATILAN YÖNETİCİLERİN YÖNETİCİLİK DENEYİMLERİNE GÖRE DAĞILIMLARI

Yöneticilik Deneyimi	SAYI	%
1 Yıldan Az	2	2.50
1-5 Yıl	17	21.25
6-10 Yıl	30	37.50
10 Yıldan Fazla	31	38.75
TOPLAM	80	100.00

Ankete katılan yöneticilerin çalıştıkları işletmelerin faaliyet süreleri Tablo 4.5'de gösterilmiştir. Buna göre, 80 işletme yöneticisinin çalıştıkları işletmelerin %3.75'i 1 yıldan az, % 13.75'i 6-10 yıl, % 82.50'i 10 yıldan fazla bir zamandır faaliyette buldukları tespit edilmiştir. Dikkat edilecek bir husus da ankete katılanlar içinde 1-5 yıl arasında faaliyette bulunanlara hiç rastlanmamıştır.

Tablo 4.5. ANKETE KATILAN YÖNETİCİLERİN ÇALIŞTIKLARI İŞLETMELERİN FAALİYET SÜRELERİNE GÖRE DAĞILIMLARI

Faaliyet Süresi	SAYI	%
1 Yıldan Az	3	3.75
1-5 Yıl	-	-
6-10 Yıl	11	13.75
10 Yıldan Fazla	66	82.50
TOPLAM	61	100.00

Ankete katılan yöneticilerin çalıştıkları işletmelerin hukuki şekillerine göre dağılımları Tablo 4.6'da gösterilmiştir. Buna göre, anketin yapıldığı 80 işletmenin % 83.75'i anonim şirket, % 12.50'i limitet şirket, % 3.75'i ise adi ortaklıktır. Anket uygulanan şirketler içinde komandit ve kollektif şirkete rastlanmamıştır.

Tablo 4.6. ANKETE KATILAN YÖNETİCİLERİN ÇALIŞTIKLARI İŞLETMELERİN HUKUKİ ŞEKİLLERİNE GÖRE DAĞILIMLARI

Hukuki Şekil	SAYI	%
Adi Ortaklık	3	3.75
Komandit Şirket	-	-
Kollektif Şirket	-	-
Limitet Şirket	10	12.50
Anonim Şirket	67	83.75
TOPLAM	80	100.00

3.2. İşletmelerde Risk Sermayesi İle İlgili Soruların Değerlendirilmesi

Bu bölümde ankete katılan yöneticilere risk sermayesi finansman yöntemiyle ilgili sorular sorulmakta ve alınan cevapların değerlendirilmesi yapılmaktadır.

1- Risk sermayesi finansman yöntemi hakkında bilginiz var mı?

Ankete katılan yöneticilerin risk sermayesi finansman yöntemi hakkında bilgileri olup olmadığı ile ilgili görüşleri Tablo 4.7’de gösterilmiştir. Yöneticilerin %47.50’si ismini duyduğunu ama mahiyetini bilmediğini, %36.25’i risk sermayesi finansman yöntemini bildiklerini, %16.25’i ise böyle bir konudan hiç malumatlarının olmadığı hususunda görüş belirtmişlerdir.

Tablo 4.7. ANKETE KATILAN YÖNETİCİLERİN RİSK SERMAYESİ FİNANSMAN YÖNTEMİ HAKKINDA BİLGİLERİ OLUP OLMADIĞI HUSUSUNDAKİ FİKİR DAĞILIMI

Risk sermayesi hakkında bilgi	SAYI	%
Hayır	13	16.25
İsmi duydum ama mahiyetini bilmiyorum	38	47.50
Evet	29	36.25
TOPLAM	80	100.00

Ankete katılan yöneticilerin risk sermayesi hakkında sahip oldukları bilgi ile eğitim düzeyleri arasındaki ilişki Tablo 4.8’de görülmektedir. Her ne kadar ankete katılan yöneticilerin eğitim düzeyleri ile risk sermayesini bilmeleri arasında doğru orantılı bir ilişki olduğu varsayılmışsa da herhangi bir ilişkiye rastlanmamıştır. Örneğin; risk sermayesi hakkında hiçbir şey bilmediklerini söyleyenlerin oranı ortaokul mezunlarından lise mezunlarına geçerken artmış lise mezunlarından üniversite mezunlarına geçerken ise azalmıştır. Evet diyenler ise lise mezunlarından üniversite mezunlarına geçerken artmış buna mukabil üniversite mezunlarından yüksek lisans ve doktora mezunlarına geçerken azalmıştır. Dolayısıyla yöneticilerin eğitim düzeyi ile risk sermayesi hakkında bilgi sahibi olup olmadıkları arasında herhangi bir ilişki tespit edilememiştir.

Tablo 4.8. ANKETE KATILAN YÖNETİCİLERİN RİSK SERMAYESİ HAKKINDA SAHİP OLDUKLARI BİLGİ İLE EĞİTİM DÜZEYLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ

Risk sermayesi hakkında bilgi/ Eğitim Düzeyi	Hayır	İsmi duydum, ama mahiyetini bilmiyorum	Evet	Toplam
İlkokul	0	2	0	2
%	--	100.00	--	100.00
Ortaokul	1	5	0	6
%	16.65	83.35	--	100.00
Lise	10	18	1	29
%	34.45	62.10	3.45	100.00
Üniversite	2	12	28	42
%	4.75	28.60	66.65	100.00
Yüksek lisans veya doktora	0	1	0	1
%	--	100.00	--	100.00
Toplam	13	38	29	80
Toplam %	16.25	47.50	36.25	100.00

Ankete katılan yöneticilerin risk sermayesi hakkında sahip oldukları bilgi ile yöneticilik deneyimleri arasındaki ilişki tablo 4.9'da gösterilmiştir. Anket uygulamasından önce, yöneticilerin yöneticilik deneyimleri arttıkça risk sermayesi hakkında malumatlarının artacağı varsayılmıştır. Anket sonucunda elde edilen veriler incelendiğinde bu varsayımın doğru olduğu ortaya çıkmıştır. Örneğin, yöneticilerin deneyim süresi 1 yıldan azdan 1-5 yıl arasındaki deneyim süresine geçerken risk sermayesinin ismini duyanlarla ne olduğunu bilenlerin sayısı artmıştır. Yöneticilerin yöneticilik deneyimleri arttıkça risk sermayesi finansman yöntemi hakkında bilgi sahibi olanların sayısı artmıştır. Dolayısıyla yöneticilerin, yöneticilik deneyimleri ile risk sermayesi finansman modeli hakkında bilgi sahibi olmaları arasında doğru orantılı açık bir ilişki olduğu görülmektedir.

TABLO 4.9. ANKETE KATILAN YÖNETİCİLERİN RİSK SERMAYESİ HAKKINDA SAHİP OLDUKLARI BİLGİ İLE YÖNETİCİLİK DENEYİMLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ

Risk sermayesi hakkında bilgi/ Yöneticilik deneyimi	Hayır	İsmi duydum, ama mahiyetini bilmiyorum	Evet	Toplam
1 yıldan az	1	1	0	2
%	50	50	--	100.00
1-5 yıl	1	6	10	17
%	6	35.25	58.84	100.00
6-10 yıl	3	16	11	30
%	10.00	53.32	36.65	100.00
10 yıldan fazla	8	15	8	31
%	25.80	48.40	25.80	100.00
Toplam	13	38	29	80
Toplam %	16.25	47.50	36.25	100.00

2- Yatırım kredisi için bir bankaya başvurduğunuz mu?

Ankete katılan yöneticilerin yatırım kredisi kullanmak için bankaya başvuru yapıp yapmadıkları ile ilgili görüşleri Tablo 4.10'da gösterilmiştir. Yöneticilerin %82.50'si başvuruda bulduklarını belirtirken, %17.50'si ise böyle bir müracaatlarının olmadığını belirtmiştir.

TABLO 4.10. ANKETE KATILAN YÖNETİCİLERİN YATIRIM KREDİSİ KULLANIP KULLANMADIKLARI KONUSUNDAKİ FİKİR DAĞILIMI

Yatırım Kredisi Başvuru	SAYI	%
Evet	66	82.50
Hayır	14	17.50
TOPLAM	80	100.00

Ankete katılan yöneticilerin yöneticilik deneyimleri ile yatırım kredisine başvuranlar arasındaki ilişki Tablo 4.11'de görülmektedir. Yöneticilerin yöneticilik deneyimi 1-5 yılları arasında olanlardan yatırım kredisi için başvuranların oranı %88.25 iken başvuruda bulunmayanların oranı % 12.75 olduğu görülmektedir.

Yöneticilerin yöneticilik deneyimi 10 yıldan fazla olanlar arasından yatırım kredisi için baş vuruda bulunanların oranı %83.85 iken baş vuruda bulunmayanların oranı %16.15 olarak tespit edilmiştir. Tablodan da görüldüğü gibi, yöneticilerin yöneticilik deneyimi arttıkça yatırım kredisine başvuru oranını da artmaktadır. Dolayısıyla yöneticilerin yöneticilik deneyimleriyle yatırım kredisine başvurmaları arasında doğru orantı olduğu söylenebilir.

TABLO 4.11. ANKETE KATILAN YÖNETİCİLERİN YATIRIM KREDİSİNE BAŞVURU YAPIP YAPMAMALARI İLE YÖNETİCİLERİN YÖNETİCİLİK DENEYİMLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ

Yatırım kredisine başvuru/ Yöneticilik deneyimi	Evet	Hayır	Toplam
1 yıldan az	0	2	2
%	--	100	100.00
1-5 yıl	15	2	17
%	88.25	12.75	100.00
6-10 yıl	25	5	30
%	83.35	16.65	100.00
10 yıldan fazla	26	5	31
%	83.85	16.15	100.00
Toplam	66	14	80
Toplam %	82.50	17.50	100.00

3- Banka kredisi kullanmadıysanız nedeni nedir?

Ankete katılan yöneticilerin banka kredisi kullanmama nedenleriyle ilgili görüşleri Tablo 4.12’de gösterilmiştir. Görüşlerini belirten yöneticilerin %80.00’ni faizli kredi kullanmayı uygun bulmadıklarını, %13.50’si istenilen teminatın yüksekliğini ve %6.67’si ise kredi faizlerinin yüksek oluşundan dolayı banka kredisi kullanmadıklarını belirtmişlerdir. Dikkat çeken diğer bir husus da ankete katılan yöneticilerden hiç birinin kredi kullanmama sebebi olarak “hatırlı bir aracı bulamama” şikkını işaretlememesidir.

Tablo 4.12. ANKETE KATILAN YÖNETİCİLERİN BANKA KREDİSİ KULLANMAMA NEDENİYLE İLGİLİ FİKİR DAĞILIMI

Banka Kredisi Kullanamama Sebebi	SAYI	%
İstenilen Teminatı Gösterememe	2	13.50
Hatırlı Bir Aracı Bulamama	-	-
Kredi Faizlerinin Yüksekliği	1	6.67
Faizli Kredi Kullanmayı Uygun Bulmama	12	80.00
TOPLAM	15	100.00

4- Yeni bir yatırımın finansmanında kendi kaynaklarınız yeterli değilse aşağıdakilerden hangisini tercih edersiniz?

Ankete katılan yöneticilerin kendi kaynaklarından başka kullanmayı tercih ettikleri diğer kaynaklarla ilgili görüşleri Tablo 4.13’de gösterilmiştir. Görüşlerini belirten yöneticilerin; %72.50’si banka kredisiyle, %25.00’i yönetime katılma yerine yönetimi desteklemeye öncelik veren ortaklık sermayesiyle, %2.50’si ise hisse senedi yoluyla kaynak ihtiyaçlarını giderme hususunda görüş belirtmişlerdir. Ankete katılan yöneticilerden tahvil ihracı ile kaynak sağlama hususunda olumlu fikir beyan eden olmamıştır.

Tablo 4.13. ANKETE KATILAN YÖNETİCİLERİN YATIRIM FİNANSMANINDA KENDİ KAYNAKLARI DIŞINDA KULLANABİLECEKLERİ FİNANSMAN KAYNAKLARI HAKKINDA FİKİR DAĞILIMI

Yatırımın finansmanında kullanılacak diğer kaynaklar	SAYI	%
Banka kredisi	58	72.50
Hisse senedi ihracıyla yeni ortak bulma	2	2.50
Tahvil ihracı	-	-
Yönetime katılma yerine yönetimi desteklemeye öncelik veren ortaklık sermayesi	80	25.00
Toplam	80	100.00

5. İşletmelerin Ticari Bir Ürün Elde Edebilmeleri Amacıyla Yeni Fikir, Buluş ve Teknolojik Yenilikleri Finansal ve Yönetim Açısından Destekleyen Özel Şirketlere İhtiyaçları Vardır

İyi bir iş kurma fikrine ve gerekli girişimcilik yeteneğine sahip olan ancak yeterli ya da hiç parası olmayan bir kişiye ya da kişilere fikirlerini gerçeğe dönüştürmek için gerekli finansman ve yönetim desteğini sağlayan bir finansman yöntemine ihtiyaç vardır.

Yöneticilerin % 93.75'i bu görüşe tamamen katıldıklarını, % 3.75'i çoğunlukla katıldıklarını ve % 2.50'si hiç katılmadıklarını belirtmişlerdir. Bu görüşe çoğunlukla katılmayan ve kararsız kalan yöneticiye rastlanmamıştır. Tablo ortalaması 4.86 olduğundan, yöneticilerin bu görüşe büyük oranda katıldıkları söylenebilir.

Tablo 4.14. 'İŞLETMELERİN TİCARİ BİR ÜRÜN ELDE EDEBİLMELERİ AMACIYLA YENİ FİKİR, BULUŞ VE TEKNOLOJİK YENİLİKLERİ FİNANSAL VE YÖNETİMSEL AÇIDAN DESTEKLEYEN ÖZEL ŞİRKETLERE İHTİYAÇLARININ OLUP OLMADIĞI' HAKKINDAKİ FİKİR DAĞILIMI

Katılma Derecesi	x_i	f_i	$x_i \cdot f_i$	%
Hiç Katılmıyorum	1	2	2	2.50
Çoğunlukla Katılmıyorum	2	-	-	-
Kararsızım	3	-	-	-
Çoğunlukla Katılıyorum	4	3	12	3.75
Tamamen Katılıyorum	5	75	375	93.75
TOPLAM	Σ	80	389	100.00

$$\bar{X} = 4.86$$

6. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Finansman Sorunuyla Karşılaştıklarında En Uygun Yol Yeni Ortaklar Bulmalarındır

Türkiye'de KOBİ'in en önemli sorunlarından biri finansman alanında kendini göstermektedir. Bankalar, KOBİ'in kredi taleplerinde (KOBİ'i çok riskli gördüklerinden) KOBİ'den ipotek ve gayri menkul teminatı istemektedirler. Ayrıca

KOBİ düşük faaliyet karlılıkları ile kredi faiz yükünü kaldıramamaktadırlar. KOBİ'in finansmanla ilgili sorunlarını çözmeye kullanabilecekleri en uygun yol, yeni ortaklar bulmalarıdır.

Yöneticilerin % 31.25'i bu görüşe tamamen katıldıklarını, % 28.75'i hiç katılmadıklarını, % 20.00'si çoğunlukla katılmadıklarını ve % 20.00'si ise çoğunlukla katıldıklarını belirtmişlerdir. Tablo ortalaması 3.05 olduğundan, yöneticilerin bu görüşe kararsız kaldıkları söylenebilir.

Tablo 4.15. ' KOBİ'İN FİNANSMAN SORUNUYLA KARŞILAŞTIKLARINDA EN UYGUN YOL YENİ ORTAKLAR BULMALARIDIR' HAKKINDA FİKİR DAĞILIMI

Katılma Derecesi	x_i	f_i	$x_i.f_i$	%
Hiç Katılmıyorum	1	23	23	28.75
Çoğunlukla Katılmıyorum	2	16	32	20.00
Kararsızım	3	-	-	-
Çoğunlukla Katılıyorum	4	16	64	20.00
Tamamen Katılıyorum	5	25	125	31.25
TOPLAM	Σ	80	244	100.00

$$\bar{X} = 3.05$$

7. Yeni Buluş ve İcatlar Hiçbir Teminat İstenilmeden Finansal ve Yönetim Açısından Desteklenmelidir

Genellikle mucitlerin, icatlarını üretime geçirip pazarlama aşamasına getirebilmeleri için ne yeteri kadar kaynakları mevcuttur ne de yönetim tecrübeleri yeterlidir. Dolayısıyla mucitler, herhangi bir teminat istemeden finansman ve yönetim desteği sağlayan kurumlara ihtiyaç duymaktadırlar.

Yöneticilerin % 83.75'i bu görüşe tamamen katıldıklarını, % 15.00'i çoğunlukla katıldıklarını ve % 1.25'i çoğunlukla katılmadıklarını belirtmişlerdir. Bu görüşe hiç katılmayan ve kararsız kalan yöneticiye rastlanmamıştır. Tablo ortalaması 4.81 olduğundan, yöneticilerin bu görüşe büyük oranda katıldıkları söylenebilir.

Tablo 4.16. 'YENİ BULUŞ VE İCATLAR HİÇBİR TEMİNAT İSTENİLMEYEN FİNANSAL VE YÖNETİM AÇISINDAN DESTEKLENMELİDİR' HAKKINDA FİKİR DAĞILIMI

Katılma Derecesi	x_i	f_i	$x_i \cdot f_i$	%
Hiç Katılmıyorum	1	-	-	
Çoğunlukla Katılmıyorum	2	1	2	1.25
Kararsızım	3		-	-
Çoğunlukla Katılıyorum	4	12	48	15.00
Tamamen Katılıyorum	5	67	335	83.75
TOPLAM	Σ	80	385	100.00

$$\bar{X} = 4.81$$

8. Siyasi İstikrarsızlık Olan Ülkelerde Kâr-Zarar Ortaklığı Esasıyla Çalışan Finansal Kuruluşların Başarılı Olma Şansları Düşüktür

Siyasi istikrar, ülkedeki ekonomik canlanmanın vazgeçilmez şartıdır. Finansman kuruluşları uzun vadeli yatırımlara girişirken ülkedeki siyasi istikrarı göz önünde bulundururlar. Siyasi istikrarsızlık ülkedeki yatırımları da olumsuz yönde etkileyecektir. Dolayısıyla siyasi istikrarsızlığın olduğu ülkelerde bulunan finansman kurumları, işletmelerle uzun vadeli kâr zarar esasına dayalı bir iş birliğine girmekten kaçınacaklardır.

Yöneticilerin % 52.50'si bu görüşe tamamen katıldıklarını, % 40.00'ı çoğunlukla katıldıklarını, % 6.25'i kararsız olduklarını ve % 1.25'i ise hiç katılmadıklarını belirtmişlerdir. Bu görüşe çoğunlukla katılmayan yöneticiye rastlanmamıştır. Tablo ortalaması 4.42 olduğundan, yöneticilerin bu görüşe büyük oranda katıldıkları söylenebilir.

Tablo 4.17. 'SİYASİ İSTİKRARSIZLIK OLAN ÜLKELERDE KAR-ZARAR ORTAKLIĞI ESASIYLA ÇALIŞAN FİNANSAL KURULUŞLARIN BAŞARILI OLMA ŞANSLARI DÜŞÜKTÜR' HAKKINDA FİKİR DAĞILIMI

Katılma Derecesi	x_i	f_i	$x_i \cdot f_i$	%
Hiç Katılmıyorum	1	1	1	1.25
Çoğunlukla Katılmıyorum	2	-	-	-
Kararsızım	3	5	15	6.25
Çoğunlukla Katılıyorum	4	32	128	40.00
Tamamen Katılıyorum	5	42	210	52.50
TOPLAM	Σ	80	354	100.00

$$\bar{X} = 4.42$$

9. Enflasyonun Yüksek Olduğu Ülkelerde Kâr Zarar Ortaklığı Esasıyla Çalışan Finansal Kuruluşların Faaliyetlerini Yaygınlaştırma Şansları Düşüktür

Türkiye ve Türkiye benzeri yüksek oranlı bir enflasyon sürecini yaşayan ülkelerde gerek finans kurumları gerekse müteşebbisler daha çok kısa vadeli yatırım yapmaya yönelmektedirler. Bundan dolayı, enflasyonun sürekli hale geldiği ve oldukça yüksek düzeylerde devam ettiği ekonomilerde, uzun vadeli fon arzı azalmaktadır. Bu durum ise, kâr zarar esasına göre çalışan özel finansal kurumların faaliyetlerini olumsuz yönde etkilemektedir.

Yöneticilerin % 96.25'i bu görüşe tamamen katıldıklarını, % 2.50'si çoğunlukla katıldıklarını ve % 1.25'i hiç katılmadıklarını belirtmişlerdir. Bu görüşe hiç katılmayan ve kararsız kalan yöneticiye rastlanmamıştır. Tablo ortalaması 4.92 olduğundan, yöneticilerin bu görüşe büyük oranda katıldıkları söylenebilir.

Tablo 4.18. 'YÜKSEK ENFLASYON OLAN ÜLKELERDE KÂR ZARAR ORTAKLIĞI ESASIYLA ÇALIŞAN FİNANSAL KURULUŞLARIN BAŞARILI OLMA ŞANSLARI DÜŞÜKTÜR' HAKKINDA FİKİR DAĞILIMI

Katılma Derecesi	x_i	f_i	$x_i \cdot f_i$	%
Hiç Katılmıyorum	1	1	1	1.25
Çoğunlukla Katılmıyorum	2	-	-	-
Kararsızım	3	-	-	-
Çoğunlukla Katılıyorum	4	2	8	2.50
Tamamen Katılıyorum	5	77	385	96.25
TOPLAM	Σ	80	394	100.00

$$\bar{X} = 4.92$$

10. Türkiye'de Araştırma Geliştirme Çalışmalarını Finansal Açıdan Destekleyecek Finansal Kurumların Kurulması Yararlı Olacaktır

Günümüz koşullarında işletmelerin rekabet edebilmeleri ve teknolojik gelişmelere ayak uydurabilmeleri, araştırma-geliştirme faaliyetlerine önem vermeleriyle mümkün olmaktadır. Araştırma-geliştirme faaliyetleri içinse işletmelerin büyük miktarlarda harcama yapmaları gerekmektedir. Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde, finansal açıdan güçlü bünyeye sahip olmayan işletmeler, bu tür faaliyetleri için finansal kurumların desteğine daha çok ihtiyaç duymaktadırlar.

Yöneticilerin % 98.75'i bu görüşe tamamen katıldıklarını ve % 1.25'i çoğunlukla katıldıklarını belirtmişlerdir. Bu görüşe hiç katılmayan, çoğunlukla katılmayan ve kararsız kalan yöneticiye rastlanmamıştır. Tablo ortalaması 4.98 olduğundan, yöneticilerin bu görüşe büyük oranda katıldıkları söylenebilir.

Tablo 4.19. 'TÜRKİYE'DE ARAŞTIRMA-GELİŞTİRME ÇALIŞMALARINI FİNANSAL AÇIDAN DESTEKLEYECEK FİNANSAL KURUMLARIN KURULMASI YARARLI OLACAKTIR' HAKKINDA FİKİR DAĞILIMI

Katılma Derecesi	x_i	f_i	$x_i \cdot f_i$	%
Hiç Katılmıyorum	1	-	-	-
Çoğunlukla Katılmıyorum	2	-	-	-
Kararsızım	3	-	-	-
Çoğunlukla Katılıyorum	4	1	4	1.25
Tamamen Katılıyorum	5	79	395	98.75
TOPLAM	Σ	80	399	100.00

$$\bar{X} = 4.98$$

11. Projeleri Hem Finansman Açısından Hem de Yönetim Açısından Destekleyen Kurumların Varlığı Ülkedeki Müteşebbis Ruhlu İnsanların Projelerini Uygulamaya Geçirme Fırsatı Verecektir

Risk sermayesi finansman yöntemi sayesinde dinamik, çalışkan ve üretken girişimcilerin düşünceleri ve projeleri uygulama imkanı bulacak ve yeni bir girişimci sınıfı oluşturulacaktır.

Yöneticilerin % 98.75'i bu görüşe tamamen katıldıklarını ve % 1.25'i çoğunlukla katıldıklarını belirtmişlerdir. Bu görüşe hiç katılmayan, çoğunlukla katılmayan ve kararsız kalan yöneticiye rastlanmamıştır. Tablo ortalaması 4.98 olduğundan, yöneticilerin bu görüşe büyük oranda katıldıkları söylenebilir.

Tablo 4.20. 'PROJELERİ HEM FİNANSMAN AÇISINDAN HEM DE YÖNETİM AÇISINDAN DESTEKLEYEN KURUMLARIN VARLIĞI ÜLKEDEKİ MÜTEŞEBBİS RUHLU İNSANLARIN PROJELERİNİ UYGULAMAYA GEÇİRME FIRSATI VERECEKTİR' HAKKINDA FİKİR DAĞILIMI

Katılma Derecesi	x_i	f_i	$x_i \cdot f_i$	%
Hiç Katılmıyorum	1	-	-	-
Çoğunlukla Katılmıyorum	2	-	-	-
Kararsızım	3	-	-	-
Çoğunlukla Katılıyorum	4	1	4	1.25
Tamamen Katılıyorum	5	79	395	98.75
TOPLAM	Σ	80	399	100.00

$$\bar{X} = 4.98$$

SONUÇ

Risk sermayesi kavramı, ABD’de ortaya atılmış ve ilk uygulama alanını da bu ülkede bulmuştur. Daha sonraları ise, birçok Avrupa ve uzak doğu ülkelerinde yaygınlaşmış bir finansman yöntemidir.

Risk sermayesi ile geleneksel finans sisteminden kaynak sağlamada büyük zorluklar çeken çoğu kez mali sıkıntılar içinde varolmaya çalışan küçük ve orta ölçekli girişimcilerin bu alandaki ihtiyacı karşılanmaktadır. Böylece, yeni fikirlerle dolu küçük girişimcilerin desteklenmesiyle bu şirketlerin ekonomiye hareket ve rekabet ortamına canlılık getirmeleri sağlanacaktır. Daha ziyade yüksek teknoloji içeren yeni fikir sahipleri ile gelişme potansiyeli olan küçük girişimcilere risk sermayesi sağlandığı için bu ürünlerin ticarete konu olmaları ile teknolojik ilerleme sağlanmakta ve bu sayede uluslararası alanda da rekabet avantajı elde edilmektedir. Yeni yeni sahaların istihdama açılması ile işsizlik oranı düşmektedir.

Risk sermayesi finansman sisteminin kurulmak istendiği ülkemizde, bu sistemin ihtiyaç duyduğu ortam oluşturulmalıdır. Bu aşamada devlete büyük görev düşmektedir. Devlet tarafından sistemin kurulup gelişmesi için gerekli hukukî, idarî, malî her türlü desteğin sağlanması gereklidir. Bu çerçevede, ekonomik hayatın sağlıklı bir şekilde canlılığını sürdürebilmesi için ülkemizdeki yüksek oranlı enflasyonun makul seviyelere indirilmesi gereklidir.

Tüm dünyada risk sermayesi sektörü devlet öncülüğü ve desteği ile başlamış ve gelişmiştir. Bu alanda devletin desteğinin ne kadar önemli olduğu ortadadır. Bu nedenden dolayı, devlet küçük ve orta ölçekli girişimcileri kuracağı veya kurulmasına yardım edeceği risk sermayesi şirketleriyle desteklerken, daha önce başka ülkelerin düştüğü hatalara düşmemelidir. Bu amaçla, devlet, ABD’de ilk başlarda yapıldığı gibi risk sermayesi şirketlerini desteklerken faizle kredi vermemelidir. Ayrıca kuruluşun işleyişini bürokrasiye boğmamalıdır. Bir diğer önemli nokta devletin kurulacak risk sermayesi şirketlerindeki payının %49’u geçmemesi gerektiğidir.

Risk sermayesi sektörünün gelişimi için çeşitli teşvik ve önlemler alınırken, öncelikle hatırlanması gereken, bu sektörün kurulmasının girişimci sınıfın mevcudiyetine bağlı olduğudur. Bu nedenle sektörün kurulması, Türkiye’de mevcut girişimcilerin önlerindeki çeşitli engellerin asgariye indirilmesini gerektirmektedir. Özelleştirme programı içindeki sanayi tesislerinin satın alınarak veya kiralanarak işletilmesi amacıyla kurulan girişim şirketlerine, RSYO tarafından finansman desteği verilebilir. Sanayileşmiş ülkelerde özellikle İngiltere’de başarıyla uygulanan bu yöntemle, özelleştirme programı içindeki işletmeleri satın alarak işletmek isteyen, yeterli bilgi ve deneyime sahip olmalarına rağmen yeterli finansmanı olmayan girişimcilere finansman sağlanmaktadır. Bu işletmeleri satın almak isteyenlerin o işletmelerin yöneticileri ve çalışanları olması halinde yöntem “Management Buy-Out” diye adlandırılmaktadır. Şayet yöntem özelleştirme programına alınan işletmeler için uygulanırsa İngiltere’de olduğu gibi başarılı sonuçlar elde edilebilir.

RSYO’nun her türlü kazançları kurumlar vergisinden muaf tutulmalıdır. Ayrıca RSYO’na ortak olanların ortaklıktan elde edecekleri kazançlar da gelir ve kurumlar vergisinden muaf tutulmalıdır. RSYO’na kaynak sağlayanlara getirilen bu tür bir muafiyet risk sermayesi sektörünün kaynak sıkıntısını büyük ölçüde çözümlenecektir.

ABD’de olduğu gibi yatırımları risk sermayesi ile finanse edilen girişim şirketlerinin kazançları belirli bir süre ile kurumlar vergisinden muaf tutulmalıdır. ABD’de 1945 yılında kuruluş aşamasındaki girişimci şirketlere getirilen vergi muafiyeti, sektörün çok hızlı olarak gelişmesine yardımcı olmuştur. İlk bakışta devletin vergi gelirlerinde bir azalma olsa da uzun vadede vergi gelirlerinde gözle görülür bir artış olacaktır.

Yüksek teknoloji ve yeni buluşlara dayanan ve risk sermayesi ile finanse edilen girişim şirketlerine yapılacak yatırımların “yüksek risk/yüksek getiri” özelliklerinden dolayı, bu şirketlerin mevcut sermaye piyasasında öngörülen kriterler çerçevesinde hisse senedi ihraç etmeleri ve ihraç ettikleri hisse senetlerinin mali yatırımcılar tarafından ilgi görmeleri oldukça sınırlıdır. Bu nedenle gelişmiş ülkelerde, bu tür şirketlerin hisse senetlerinin işlem gördüğü piyasalar(ABD’de Over

The Counter/Tezgah Üstü Piyasalar gibi) oluşturulmuş ve bu piyasalara giriş kriterleri oldukça esnek tutulmuştur. Ülkemizde de bu tür piyasaların oluşturulması yararlı olacaktır.

Risk sermayesi sektörüne yapılan teşvikler, ülkemizdeki yüksek teknoloji amaçlayan AR-GE çalışmalarını da artıracak ve bunların yatırıma dönüştürülmesini sağlayacaktır. Böylelikle uluslararası rekabette şirketlerimiz istenilen başarıya ulaşabileceklerdir.

Risk sermayesi sektörünün kaynak ihtiyacının karşılanabilmesi için, aracı kurumlara, emekli sandıklarına, sigorta şirketlerine ve sendikalara RSYO'na hissedar olma imkânı sağlanmalıdır.

Risk sermayesi finansman yöntemiyle ilgili uygulama Kahramanmaraş ilinde faaliyette bulunan sanayi işletmelerinin yöneticileri üzerinde yapılmıştır. Anket yöntemi kullanılarak 80 sanayi işletmesi yöneticisinden gerekli veriler toplanmıştır. Toplanan veriler sınıflandırılarak bilgisayara yüklenmiştir. Ardından tablo ortalaması, yüzde ve çapraz tablo gibi çeşitli istatistikî yöntemler kullanılmak suretiyle sonuçlar elde edilmiştir. Ankete katılan yöneticiler arasında risk sermayesi finansman yöntemini duyanların ve bilenlerin oranı %83.75 olarak tespit edilmiştir. Ankete katılan yöneticiler; "KOBİ'in finansman sorunuyla karşılaştığında en uygun yolun yeni ortaklar bulunmasıdır" şeklindeki soruya kararsız kalmışlardır. "Yatırımlar teminat istenmeden hem finansman açısından hem de yönetim açısından desteklemelidir" şeklindeki soruya yöneticilerin %100'ü katıldıklarını belirtmişlerdir. Bu durum KOBİ açısından bu finansman yöntemini geliştirmenin önemini açıkça vurgulamaktadır.

Özetle risk sermayesinin gelişmesi için; yeterli teknik bilgi ve deneyim, atıl fon, gelişmiş bir sermaye piyasası, politik ve ekonomik istikrar gerekmektedir. Ayrıca risk sermayesi yatırımları vergi, yatırım indirimi ve teşvik önlemleri ile çekici hale getirilmelidir.

KAYNAKLAR

- Ağaoğlu, E. Abdülgaffar. "Türkiye'de Özelleştirmeye İlişkin Yapılan Temel Yanlışların Genel Bir Değerlendirmesi Ve Girişimcilik Sermayesi Ağırlıklı Model Önerisi". Özelleştirme Serisi II, **Uzman Gözüyle Bankacılık**. (Aralık 1994). ss.84-88.
- Ağaoğlu, E. Abdülgaffar. "Türkiye Açısından Girişimcilik Sermayesinin Önemi". **Uzman Gözüyle Bankacılık**. (Aralık 1994). ss.79-82.
- Akgüç, Öztin. "Kalkınma Bankaları Ümit Verici Değil". **Asomedy**, (Ağustos 1994), ss.38-39.
- Akgüç, Öztin. **Dünyada Ve Türkiye'de Kalkınma Bankacılığının Geleceği**, Ankara: Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Yayını, 1993.
- Akgüç, Öztin. **Finansal Yönetim**. Gözden Geçirilmiş ve Genişletilmiş 5.b.. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Muhasebe Enstitüsü Yayın No.: 56, Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayın No.: 8, 1989.
- Akgüç, Öztin. **Orta ve Uzun Vadeli Krediler ve Finansman Kurumları**. Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayın No.: 47, 1975.
- Akgüç, Öztin. **Kredi Taleplerinin Değerlendirilmesi**. 5. b.. İstanbul: 1991.
- Akgündüz, Ahmet. **İslâm Hukukunda ve Osmanlı Tatbikatında Vakıf Müessesesi**. Ankara: Atatürk Kültür, ve Tarih Yüksek Kurumu, Türk Tarih Kurumu Yayınları VII. Dizi, Sayı: 97, Türk Tarih Kurumu Basımevi, 1988.
- Alkan Emel, Haluk Aytekin ve Hakan Kıldokum. "Küçük ve Ota Boy İşletme Finansmanında İngiliz Modeli 3 i (investors in industry)". **Uzman Gözüyle Bankacılık**, (Aralık 1995), ss.30-32.
- Apak, Sudi. **Uluslar Arası Finansal Teknikler**. Eskişehir: Bilim ve Teknik Yayınevi, 1995.
- Asomedy**. "Banka Dışı Mali Kurumlar", (1994 Ağustos), ss.26-40.
- Arı, Zekeriya. "Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Aracılık Faaliyetleri Ve Bundan Doğan Hukuki Sorumluluğu". (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü 1996).

- Aydın, Oktay ve İ. Melih Baş, **2 000'li Yıllarda Doğru Risk Sermayesi Ve Türkiye İçin Bir Model Önerisi**. III. İzmir İktisad Kongresi Tebliğleri, Ankara: 1993, ss.39-54.
- Barron, M.John ve J. Gerald Lynch. **Ekonomics**. Boston: 1989.
- Block Zenas ve Ian C. MacMilan. **Corporate Venturing: Creating New Businesses Within The Firm**. USA: Harvard Collage, 1993.
- Brealey, Richard A., Stewart C. Myers ve Alan J. Marcus. **Fundamentals Of Corporate Finance**, İstanbul: Litaratür Yayıncılık Dağıtım Pazarlama, 1995.
- Brealey, Richard A. ve Stewart C. Myers. **Principles Of Corporate Finance**. Fifth Edition, USA: Mc. Graw Hill. 1996.
- Büker, Semih. Rıza Aşikoğlu ve Güven Sevil, **Finansal Yönetim**, Eskişehir: 1994.
- Büyükbacı, Mustafa. "Risk Sermayesi: Çağdaş Karz-ı Hasen". **Çerçeve**. Sayı: 20. (Ekim 1997). ss.52-55
- Canbaş, Serpil ve Hatice Doğukanlı. **Finansal Kurumlar Ve Sermaye Pazarı Analizleri**. Ankara: 1995.
- Canbaş, Serpil. "Küçük İşletmeciliği Ve Girişimciliği Teşvik Aracı Olarak Risk Sermayesi Ve Türkiye'de Uygulama İmkanları". (Çukurova Üniversitesi İ.İ.B.F. Ders Notları, 1993).
- Ceylan, Ali. **İşletmelerde Finansal Yönetim**. Bursa: 2. b., Ekin Kitabevi, 1995.
- Çanakçı, Ekrem. **Yatırım Ortaklıkları**. Ankara : SPK Yayını Yayın No.: 46. 1996.
- Çelik, Nuri. **İş Hukuku Dersleri**. 13. b. İstanbul: 1996.
- Çizakça, Murat. **Risk Sermayesi Özel Finans Kurumları ve Para Vakıfları**. İstanbul: İSAV Yayını. 1993.
- Çonkar, M.Kemalettin. **Kalınma Bankacılığı ve Türkiye'deki Uygulama**. Eskişehir Anadolu Üniversitesi Afyon İİBF 1988.
- Çonkar, M. Kemalettin. "Faizsiz Bankacılığın Türkiye Uygulaması: Özel Finans Kurumları". Afyon İ.İ.B.F. 15. Kuruluş Yılı Armağanı, 1989. ss.107-127.
- Çonkar, M.Kemalettin. **Risk Sermayesi Finansman Yönetimi, Türkiye İçin Önemi, Başarı Koşulları ve Uygulama İmkanları**. Kayseri: 1993.

- Çonkar, M. Kemalettin. "Kar Ortaklığı Esaslı Kredi ve Risk Sermayesi Finansman Yöntemi". **Çerçeve**. Sayı: 20, (Ekim 1997), ss.30-46.
- Dağdelen, Ülkü. "Risk Sermayesi". **İşletme Finansı Dergisi**. Sayı: 72, (Mart 1992). ss.51-63.
- Davarcı, Adem. "Yatırımların Finansmanında Satıcı Kredileri ve 'Chartered Westlb Limited' Uygulaması". **T.C.B. Bülteni**, Sayı: 38 (Eylül 1991), ss.16-17.
- Demirel, Ahmet. "Finansal Kurumlar ve Sanayinin Uyumu", **Görüş Dergisi**, (Eylül 1995), ss.25-30.
- Döndüren, Hamdi. "İslam Bankacılığı ve Risk Sermayesi". **Journal Of Islamic Research**. Vol:6,no:1 1992. ss.17-31.
- Döndüren, Hamdi. **Risk Sermayesi Özel Finans Kurumları Ve Para Vakıfları (Model Üzerine Tartışmalar)**. İstanbul: Derleyen Murat Çizakça, İlmî Neşriyat Yayını, 1990.
- Döndüren, Hamdi. "Risk Sermayesi ve Borsa". **Çerçeve**. Sayı: 20. (Ekim 1997). ss.71-72.
- Eke, Ali Erkan. **Müteşebbislik**. Ankara: KOSGEB, 1993.
- Ekonomik Bülten**. Risk Sermayesi Sistemi Gelişimi. (Kasım 1996). ss.10-15.
- Erdomal, Haluk. **Factoring ve Forfaiting**. İstanbul: Akbank Ekonomik Yayınları, 1992.
- Erol, Cengiz. "Faizsiz Kredi Modeli, Venture Kapital Finansman Modeli". **Bankacılar Dergisi**. (Nisan 1992). ss.28-32.
- Ertürk, Ahmet. "Devletin Finans Kesimi Üzerindeki Etkisi". **Çerçeve**. Sayı: 20. (Ekim 1997). s.70.
- Eser, Serdar. "Risk Sermayesi Nedir?". **Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi**, (Haziran 1993). ss.32-33.
- Eser, Serdar. **Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Sermaye Piyasasından Finansmanı ve Risk Sermayesi(Venture Capital)**. (Ankara Sermayesi Piyasası Yeterlilik Etüdü, 1990).
- Fettahoğlu, Abdurahman. **Riziko Sermayesi Finansı**. Trabzon: Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı, Ankara Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Eğitim Merkezi, 1992.
- Gartner, William ve William D. Bygrave. **Venture Capital**. Financial Management.

- Gücenme, Ümit. **Türkiye’de Sermaye Piyasasında Son Gelişmeler**. Ankara: Türk Bankalar Birliği, 1994.
- Gül, Hasan. “Risk Sermayesi”. **Yayınlanmamış Makale**. Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı, A.Ş., 1996.
- Gürdoğan, Ersin Nazif. “Prof. Dr. Ersin Nazif Gürdoğan’la “Risk Sermayesi” Üzerine”. **Çerçeve**. Yıl: 5, Sayı: 20, (Ekim 1997). ss.47-50.
- Haftacı, Vasfi. **Modern Mali Uygulamalar (Leasing-Kiralama)**. Ankara: KOSGEB, (Nisan 1995).
- Hardfield, Henri. **Bank Credits and Acceptance**. New York: 1974.
- Henderson, James W. **Obtaining Venture Financing, Principles and Practices**. USA: Health and Company, 1988.
- Hazine Dergisi**. Risk Sermayesi, (Ocak 1996). ss.86-101.
- Hilmi, K. Atilla. “KOSGEB ve Beklentilerimiz”. **İstanbul Sanayi Odası Dergisi**. Sayı 308, 1991. ss.17-20.
- Horne, C.James Van. **Financial Management and Policy**. New Jersey: Prentice-Hall Inc, 1992.
- İstanbul Menkul kıymetler Borsası Yayınları. **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**. İstanbul: 1993.
- İşeri, F. Esra. **Risk Sermayesi**. Ankara: Biar & Konrad ,Adenaur- Stitung, 1993.
- İşeri, F.Esra. “Küçük ve Orta Ölçekli Girişimcilerin Umudu: Risk Sermayesi”. **Dünya**. 28.7.1992.
- İşeri, F.Esra. “Küçük ve Orta Ölçekli Girişimlerin Umudu: Risk Sermayesi”. **Dünya**. 28.7.1992.
- Kahraman, Kemal. “Sermaye İle Girişimciyi Buluşturan Sistem: Risk Sermayesi”. **Çerçeve**. Sayı: 5, (Ekim 1997). s.29.
- Karahan, Sami. **Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar Ve İmtiyazların Korunması**. İstanbul: Kazancı Hukuk Yayını, 1991.
- Karaman, Hayrettin. “Risk Sermayesiyle Kurulan Şirketler Üzerine”. **Çerçeve**. Sayı: 20. (Ekim 1997). ss.56-58.
- Karlı, Muharrem. **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**. İstanbul: İrfan Yayıncılık ve Tic., 1994.

Karlı, Muharrem. "Risk Sermayesi ve Borsa' Konusu Üzerine". **Çerçeve**. Sayı: 20.(Ekim 1997) ss.65-69.

Kıldokum, Hakan. "Risk Sermayesi ve Türkiye Uygulaması". **Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi**. (Aralık 1995). ss.34-38.

Kılıç, Zülfikar. "Türkiye'de Yeni bir Finansman Yöntemi, Leasing", **Hazine ve Dış Ticaret Dergisi**. (Kasım 1991). ss.34-40.

Kidwel, David S., Richard L. Peterson ve David W. Blackwell. **Financial Institutions, Markets, And Money**. III. Edition,USA: TheDryden Press, 1993.

Kobu, Bülent. **Üretim Yönetimi**. 8. Baskı, İstanbul: 1994.

Küçükkiremitçi, Mine. "Ticaret Finansmanında Yeni Yöntemler, Faktoring ve Alternatifleri". **Türkiye Kalkınma Bankası Bülteni**. Sayı: (Aralık 1991). ss.6-11.

Lorenz, Tony. **Venture Capital Today**. NewYork: Woodhead-Faulkner Pub., 1989.

Norton, A.Edgar ve K.Frank Reilly. **Investments**. 4. Edition, USA: Dryden Pres, 1995.

OECD. **Venture Capital Context, Devoloment and Policies**. Paris: 1986.

Ormerod John ve Ian Burns. **Raising Venturing Capital In The UK**. Londra: 1988.

Önal, Recep. **Türkiye'de Orta ve Uzun Vadeli Kredi Uygulaması Alınan Tedbirler**. Ankara: Maliye bakanlığı Teknik Kurulu Neşriyatı No.: 170, 1976.

Özeroğlu, Ali İhsan. "Risk Sermayesi ve Türkiye Üzerine Düşünceler". **Çerçeve**. Sayı:20. (Ekim 1997). ss.59-63.

Özkök, İbrahim Cem. "Bir Finansman Türü Olarak Risk Sermayesi (Venture Capital) ve Uygulama Örnekleri". **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**. Cilt VII, Sayı 1, 1992. ss.205-223.

Özsoy, İsmail. **Türkiye'de Özel Finans Kurumları ve İslam Bankacılığı**. İstanbul: Timaş, 1987.

Parasız, M. İlker. "'Leasing', 'Factoring', 'Forfaiting' ve Karşılıklı Ticaret". **Tekstil ve Makine Dergisi**. Sayı: 19 (Şubat 1990). ss.26-34.

Pirali, Fuat. "Risk Sermayesinin Tarihsel Gelişimi ve Günümüzdeki Durumu". **Panel**. Ankara. KOSGEB, (Haziran 1993). ss.31-33.

- Poroy, Reha, Ünal Tekinalp ve Ersin Çamoğlu. **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**. 6. b.. İstanbul: 1995.
- Poroy, Reha, Tekinalp Ünal ve Ersin Çamoğlu. **Ortaklıklar Ve Kooperatif Hukuku**. 6.Bası, İstanbul: 1995.
- Rutterford Janette ve R. Roderick Montogomerie. **Handbook Of UK Corporate Finance**. 2. Edition, London: 1992.
- Sarıaslan, Halil. **Risk Sermayesi Paneli**. Ankara: KOSGEB, (Haziran 1993).
- Sarıaslan, Halil. "Venture Capital (Risk sermayesi) Finansman Modeli ve Türkiye'de Uygulama Olanakları". **Ankara Sanayii Odası Dergisi**. Sayı:113, (Şubat 1992). ss.1-16.
- Sarıaslan, Halil. Risk Sermayesinin Tarihsel Gelişimi ve Günümüzdeki Durumu. **Panel**. Ankara: KOSGEB, (Haziran 1993). ss.29-30.
- Sermaye Piyasası Mevzuatı**. Ankara: 1994.
- SPK. **Şirketler Kesiminin Finansman Eğilimleri Anket Sonuçları**. Ankara: SPK Yayınları. No.:15, 1992.
- Seval, Belkıs. **Kredilendirme Süreci ve Kredi Yönetimi**. İstanbul: İstanbul Muhasebe Enstitüsü Yayın No.:59, 1990.
- Sevin, Nuri. "Naruqqum'dan Venture Capital'e". **Capital**. Sayı:3, 1993. ss.42-45.
- Soydemir, Selim. **Risk Sermayesi**. İktisadi ve Araştırmalar Vakfı. SPK., 1993.
- Sungun, Turgut. **Bankacılar İçin Banka Tekniği**. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayın No.: 218, 1988.
- Sümer, Haluk Hadi. "Sendikalar Kanununda Yapılan Değişiklikler". **Çimento İşveren Dergisi**. C.10, (Mart 1996), ss.3-14).
- Şahin, Kaya Serdar. "Yatırımların Finansmanında Banka Kredileri". **T.K.B. Bülteni**, Sayı: 38 (Eylül 1981), ss.18-21.
- Şenyuva, Ayhan. **Cesaret Sermayesi**. Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1990.
- Tantan, Saadet. "KOBİ Finansmanında Resmi Olmayan (Informal) Risk Sermayesi". **Çerçeve**. Sayı:20. (Ekim 1997). ss.64-68.
- Tek, Gülnur. "Türkiye'de Orta ve Uzun Vadeli Finansman Kaynakları". (Basılmamış Uzmanlık Tezi, Türkiye Kalkınma Bankası Krediler Müdürlüğü, 1990).

Tekinalp, Ünal ve Ersin Çamoğlu. **3794 Sayılı kanunla Değişik Sermaye Piyasası Kanunu ve Açıklamalar**. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım, 1996.

Tevfik, Gürman. **Dünyada ve Türkiye’de Yatırım Fonları, Teori ve Uygulama**. Ankara: Türkiye İş Bankası Yayınları, Genel Yayın No.:342, Ekonomi Dizisi: 28, 1995.

Titiz, Tınaz. **Risk Sermayesi. Panel. KOSGEB, Ankara. 1993. ss.33-35.**

Toprak, Melda. “Orta Vadeli Yatırımların Finansmanında Kredi Satın Alma ve Finansal Kiralama Alternatifleri Arasında Seçim”. **Türkiye Kalkınma Bankası Bülteni**. Sayı:39, (Aralık 1991). ss.190-195.

Tunaboylu, Osman. **Dünya’da ve Ülkemizde Ticaret Bankacılığının Hukuki ve İktisadi Yönleri İle Orta Vadeli Kredi Uygulama ve Kaynakları**. İstanbul: İstanbul Bankası Kültür Yayınları No.: 2, 1976.

Tunaboylu, Osman. **Orta Vadeli Kredi Uygulaması ve Kaynakları**. İstanbul: İstanbul Bankası T.A.Ş. Kültür yayınları, No;1996.

Tuncel, Kürşat. **Risk Sermayesi Finansman Modeli Dünya Uygulamalarının Analizi Ve Türkiye İçin Özgün Bir Model Önerisi**. Ankara: SPK Yayını Yayın No.:17, 1996.

Türkiye Bankalar Birliği, **Bankalarımız 1995**. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği Yayın No.: 196, 1996.

Türkiye Bankalar Birliği, **Bankalar Kanunu**. 13. Baskı. İstanbul: El Kitapları Serisi No.: 7, 1996.

Türkiye Kalkınma Bankası (T.K.B.), **Turizm Kredileri İlke ve Şartları**, Ankara, 1993

Uludağ, İlhan. **Gümrük Birliği Sürecinde KOBİ Ve Risk Sermayesi Şirketleri Modeli**. İstanbul: ITO Yayın No.: 4996-42, (Ekim 1996).

Uluslan, Hikmet. “Kredili İhracatın Finansmanında Modern Finansman Yöntemleri ve Türkiye Uygulaması”. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1996).

Ünay, Vecdi. **Bankalarca Dış Ticaretin Finanse Edilme Usulleri**. İstanbul: Es Yayınları, 1989.

Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Tanıtım Bilgileri. Broşür. 1997.

Yasaman, Hamdi. **Menkul Kıymetler Borsası Hukuku**. İstanbul: 1992.

- Yeşilada, Atilla. **Risk Sermayesi Paneli**. Ankara: KOSGEB, (Haziran 1993). s.16-14.
- Yıldırım, Jülide. **Küçük Ve Orta Boy İşletmeler Ve Risk Sermayesi**. (İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 1991).
- Yılkin, Akın. **Kalkınma ve Sanayi Ekonomisi**. İstanbul: 1988.
- Yılmaz, Aylin. "Kalkınma Bankacılığı Yeniden Yapılanma Sürecinde". **Türkiye Kalkınma Bankası Bülteni**. Sayı:35,(Aralık 1990). ss.14-19.
- Yılmaz, Aylin. "Leasing Şirketleri ve Fon Kaynakları", **Türkiye Kalkınma Bankası Bülteni**. (Eylül 1991). s.40-43.
- Yılmaz, Cahit. "Risk Sermayesi". **İşletme, İktisat, Finans ve Ekonomik Sorunlar**. Sayı.: 90. (Eylül 1993). ss.36-43.
- Yönezer, Nurhan. "Riskli Güney Doğu"ya Risk Sermayesi, **Ekonomist Dergisi**, (Eylül1994). ss.22-23.
- Yüzgün, Arslan. **Cumhuriyet Dönemi Türk Banka Sistemi (1923-1981)**, İstanbul: 1982.
- Zarakolu, Avni. **Bankacılar için Para ve Kredi Bilgisi**. Ankara: 1989.
- Zaimoğlu, Tülay. **Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama İmkanları**. Ankara: SPK Yayın No.:19, 1995.

Ek-1**ANKET FORMU**

Sayın Yönetici,

Elinizdeki anket formu, "Risk Sermayesi" konulu yüksek lisans tezi ile ilgilidir.

Anket formunun cevaplandırılmasında göstereceğiniz dikkat ve samimiyet, araştırmanın tamamlanması ve gerçeği yansıtması bakımından önem taşımaktadır. Bu anket formu ile toplanacak bilgilerle, firmanın ve bilgi verenin adı kesinlikle gizli kalacaktır.

Anket formunda belirtilen görüşlere katılma derecenizi en uygun gördüğünüz seçeneğin önüne (X) işareti koyarak belirtiniz. Bu çalışmaya yapacağınız katkılarınızdan dolayı teşekkür eder, saygılar sunarım.

Doç. Dr. Kemalettin ÇONKAR
C.Ü. İ.İ.B.F. Öğretim Üyesi

Arş. Gör. M. Mustafa KISAKÜREK
C.Ü. İ.İ.B.F.

SİVAS

Fax:0 346 2262256

1. Yaşınız aşağıdaki gruplardan hangisine girmektedir ?

A () 24'ten az B () 25-40 C () 41-60 D () 61'den yukarı

2. Cinsiyetiniz nedir ?

A () Erkek B () Kadın

3. Eğitim düzeyiniz nedir ?

A () İlkokul B () Ortaokul C () Lise D () Üniversite

E () Yüksek lisans veya doktora

4. Yöneticilik deneyiminiz ne kadardır?

A () 1 yıldan az B () 1-5 yıl C () 6-10 yıl D () 10 yıldan fazla

5. İşletmeniz kaç yıldır faaliyet göstermektedir ?

A () 1 yıldan az B () 1-5 yıl C () 6-10 yıl D () 10 yıldan fazla

6. İşletmenin hukuki şekli nedir ?

- A () Adi ortaklık B () Komandit Şirket C () Kolektif Şirket
D () Limitet şirket E () Anonim Şirket

7. Risk sermayesi finansman yöntemi hakkında bilginiz var mı?

- A () Evet B () Hayır C () İsmi duydum, ama mahiyetini bilmiyorum.

8. Yatırım kredisi için bir bankaya baş vurdunuz mu? (cevabınız evet ise 10. soruya geçin)

- A () Evet B () Hayır

9. Banka kredisi kullanmadıysanız nedeni nedir ?

- A () İstenilen teminatı gösterme imkanı olmayışı B () Hatırlı bir aracı bulamama
C () Kredi faizlerinin yüksekliği D () Faizli kredi kullanmayı uygun bulmuyorum.

10. Yeni bir yatırımın finansmanında kendi kaynaklarınız yeterli değilse aşağıdakilerden hangisini tercih edersiniz?

- A () Banka kredisi
B () Hisse senedi ihracıyla yeni ortak bulma
C () Tahvil ihracı
D () Yönetime katılma yerine yönetimi desteklemeye öncelik veren ortaklık sermayesi bulma

11. İşletmelerin ticari bir ürün elde edebilmeleri amacıyla yeni fikir, buluş ve teknolojik yenilikleri finansal ve yönetim açısından destekleyen özel şirketlere ihtiyaçları vardır.

- A () Tamamen katılıyorum B () Kısmen katılıyorum C () Kararsızım
D () Çoğunlukla katılmıyorum E () Hiç katılmıyorum

12. Küçük ve orta ölçekli işletmelerin finansman sorunuyla karşılaştıklarında en uygun yol yeni ortaklar bulmalarıdır.

- A () Tamamen katılıyorum B () Kısmen katılıyorum C () Kararsızım
D () Çoğunlukla katılmıyorum E () Hiç katılmıyorum

13. Yeni buluş ve icatlar hiçbir teminat istenilmeden finansal ve yönetim açısından desteklenmelidir.

A () Tamamen katılıyorum B () Kısmen katılıyorum C () Kararsızım
D () Çoğunlukla katılmıyorum E () Hiç katılmıyorum

14. Siyasi istikrarsızlık olan ülkelerde kâr zarar ortaklığı esasıyla çalışan finansal kurumların başarılı olma şansları düşüktür.

A () Tamamen katılıyorum B () Kısmen katılıyorum C () Kararsızım
D () Çoğunlukla katılmıyorum E () Hiç katılmıyorum

15. Enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde kâr zarar ortaklığı esasıyla çalışan finansal kurumların faaliyetlerini yaygınlaştırma şansları düşüktür.

A () Tamamen katılıyorum B () Kısmen katılıyorum C () Kararsızım
D () Çoğunlukla katılmıyorum E () Hiç katılmıyorum

16. Türkiye’de araştırma geliştirme çalışmalarını finansal açıdan destekleyecek finansal kurumların kurulması yararlı olacaktır.

A () Tamamen katılıyorum B () Kısmen katılıyorum C () Kararsızım
D () Çoğunlukla katılmıyorum E () Hiç katılmıyorum

17. Projeleri hem finansman açısından hem de yönetim açısından destekleyen kurumların varlığı ülkedeki müteşebbis ruhlu insanların projelerini uygulamaya geçirme fırsatı verecektir.

A () Tamamen katılıyorum B () Kısmen katılıyorum C () Kararsızım
D () Çoğunlukla katılmıyorum E () Hiç katılmıyorum