

**T.C.  
YAŞAR ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI  
YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**ALTERNATİF FİNANSMAN MODELİ OLARAK RİSK SERMAYESİ:  
SEÇİLEN TÜRK ŞİRKETLERİNDE UYGULANMASINA İLİŞKİN BİR ANALİZ  
ÇALIŞMASI**

**Bora BODUR**

**Danışman  
Prof. Dr. Cengiz Pınar**

**İzmir, 2009**

## YEMİN METNİ

Yüksek Lisans/Doktora Tezi olarak sunduğum  
“.....” adlı çalışmanın, tarafımdan  
bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını  
ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf  
yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

.../.../.....

Adı SOYADI

İmza

T.C.  
YAŞAR ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
YÜKSEK LİSANS/DOKTORA TEZ SINAV TUTANAĞI

Öğrencinin Adı ve Soyadı : Bora Budur  
Anabilim Dalı/ Programı : İşletme ABD  
Tez Konusu : Alternatif Finansman Modeli Olarak Risk Sermayesi:  
Feciler Türk Şirketlerinde Uygulanmasına İlişkin  
Psir Analiz  
Sınav Tarihi ve Saati : 20.03.2009 / 10:00

Yukarıda kimlik bilgileri belirtilen öğrenci Enstitü Yönetim Kurulu'nun  
...20.03.2009... tarih ve ...21... sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından  
Yaşar Üniversitesi Lisansüstü Eğitim- Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin 23/37. maddesi  
gereğince yüksek lisans/doktora tez sınavına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini ..60.. dakikalık süre içinde savunmasından  
sonra jüri üyelerince gerek tez konusu gerekse tezin dayanağı olan Anabilim dallarından  
sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI	<input checked="" type="radio"/>	OY ÇOKLUĞU	<input type="radio"/>
DÜZELTME	<input type="radio"/>	OY BİRLİĞİ	<input checked="" type="radio"/>
RED edilmesine	<input type="radio"/>		

ile karar verilmiştir.

Jüri teşkil edilmediği için sınav yapılamamıştır.	<input type="radio"/>
Öğrenci sınava gelmemiştir.	<input type="radio"/>

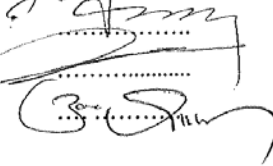
Evet

Tez burs, ödül veya teşvik programlarına aday olabilir.	<input type="radio"/>
Tez mevcut hali ile basılabilir.	<input type="radio"/>
Tez gözden geçirildikten sonra basılabilir.	<input checked="" type="radio"/>
Tezin basımı gerekliliği yoktur.	<input type="radio"/>

**JÜRİ ÜYELERİ**

Prof. Dr. Cengizhan Pınar...	<input checked="" type="checkbox"/> Başarılı	<input type="checkbox"/> Düzeltme	<input type="checkbox"/> Red
Doç. Dr. Pınar Fuatın Menderes...	<input checked="" type="checkbox"/> Başarılı	<input type="checkbox"/> Düzeltme	<input type="checkbox"/> Red
Yrd. Doç. Dr. Bora Aktepe...	<input checked="" type="checkbox"/> Başarılı	<input type="checkbox"/> Düzeltme	<input type="checkbox"/> Red

**İMZA**



## ÖZET

### Yüksek Lisans

# ALTERNATİF FİNANSMAN MODELİ OLARAK RİSK SERMAYESİ: SEÇİLEN TÜRK ŞİRKETLERİNDE UYGULANMASINA İLİŞKİN BİR ANALİZ ÇALIŞMASI

**Bora BODUR**

**Yaşar Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü  
İşletme Yüksek Lisans Programı**

Risk sermayesi sistemi, 1940'lı yılların başından itibaren, şirket finansmanı konusunda önemli bir alternatif sunmaktadır. Buna rağmen sistem, finansal pazarlarda hakettiği asıl ilgiye 1980'lerden sonra kavuşmuştur. İktisadi gelişmeyi hızlandırıcı ve istihdam olanaklarını artırıcı yeni işletmelere yönelik her geçen gün büyüyen ihtiyaç ile birlikte, özellikle gelişmiş ülkelerde sistemin gelişmesini sağlayıcı uygun koşullar yaratılmıştır. 1990'larda, dünya ekonomisinde benzer şekilde konumlanmış ülkelere paralel olarak, Türkiye'de de sistemin ilk girişimlerinin yapıldığı gözlenmiştir. Fakat, yaklaşık 20 yıllık bir sürecin ardından, sistem, Türkiye'de halen daha gelişiminin başlangıç aşamasında olarak tanımlanmaktadır. Bu çalışmanın amacı, risk sermayesi sistemini ayrıntılı olarak açıklayarak, sistemin Türkiye'deki işleyişine ilişkin bir analiz sunmaktır. Çalışmanın son kısmında, bu sisteme aktif olarak katılmış bulunan 3 firma seçilmiş ve Türkiye'de sistemin performansı hakkında genel bir değerlendirmeye ulaşabilmek için istatistiksel olarak analiz edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Risk Sermayesi, Girişim Sermayesi, Şirket Finansmanı,

## **ABSTRACT**

### **Master Thesis**

# **VENTURE CAPITAL AS AN ALTERNATIVE FINANCING MODEL: THE ANALYSIS OF THE IMPLEMENTATION IN SELECTED TURKISH COMPANIES**

**Bora BODUR**

Yaşar University  
Institute of Social Sciences  
Master of Business Administration

Venture capital system has provided a significant alternative of corporate finance since the beginning of the 1940s. However, the system has captured the real attention of financial markets during the last decades. The growing need for new ventures that accelerate economic development and employment opportunities creates a favourable conditions for the development of system in especially developed countries. In the 1990s, the first initiatives of system have been structured in Turkey, in parallel with other countries similarly situated in the world economy. However, after almost two decades, the system in Turkey can be still described as its early stages of development process. The purpose of current study is to elaborately articulate the venture capital system and provide an analysis of the functionality of system in Turkey. In the last part of the study, 3 firms, which actively attend to the system, has been selected and then statistically analyzed to achieve an overall assessment for the performance of system in Turkey.

**Keywords:** Venture Capital, Private Equity, Corporate Finance,

## TEŞEKKÜR

Bu alıőmanın gerekleőtirilmesindeki değerli katkılarından dolayı tez danıőmanım Sayın Prof. Dr. Cengiz Pınar'a teőekkürü bir bor bilirim. alıőma arkadaşlarım Hasan Önay Can, Duygu Türker ve Sinem Peker'e desteklerinden ötürü; aileme ve değerli eőim Gözde'ye gösterdikleri özveri ve anlayıődan dolayı teőekkürlerimi belirtmek isterim.

## İÇİNDEKİLER

<b>YEMİN METNİ</b>	<b>I</b>
<b>TUTANAK</b>	<b>II</b>
<b>ÖZET</b>	<b>III</b>
<b>ABSTRACT</b>	<b>IV</b>
<b>TEŞEKKÜR</b>	<b>V</b>
<b>İÇİNDEKİLER</b>	<b>VI</b>
<b>KISALTMALAR</b>	<b>IX</b>
<b>ÇİZELGE LİSTESİ</b>	<b>X</b>
<b>ŞEKİL LİSTESİ</b>	<b>XII</b>
<b>GİRİŞ</b>	<b>1</b>

## BİRİNCİ BÖLÜM

### *RİSK SERMAYESİ SİSTEMİ: KAVRAMSAL ÇERÇEVE*

1.1. Genel Yapı ve Tanımlar	3
1.2. Risk Sermayesinin Tarihsel Gelişimi	6
1.3. Risk Sermayesi Sisteminin Genel Özellikleri	9
1.3.1. Risk Sermayesinin Unsurları	10
1.3.2. Risk Sermayesinin Ölçütleri	12
1.3.3. Risk Sermayesi Sisteminde Risk Faktörleri	13
1.3.4. Risk Sermayesi Finansman Araçları	15
1.3.5. Risk Sermayesinde Yatırım Aşamaları	16
1.3.5.1. Çekirdek Sermayesi Veya Ar-Ge Projesi Finansmanı	16
1.3.5.2. Başlangıç Sermayesi	16
1.3.5.3. Erken Aşama Finansmanı	17
1.3.5.4. Geçit Finansmanı	17
1.3.5.5. Gelişme –Büyüme Sermayesi	17
1.3.5.6. Köprü Finansmanı ve Ara Finansman	18
1.3.5.7. Yerine Koyma Sermayesi	18
1.3.5.8. Şirket Kurtarma Finansmanı	18
1.3.5.9. Şirket Paylarının Satın Alınması	19
1.3.6. Risk Sermayesi Yatırımlarından Çıkış	20
1.3.7. Risk Sermayesinin Kaynakları	22
1.3.8. Risk Sermayesinde Yatırım Kararı Alma Süreci	23
1.3.9. Risk Sermayesinin Hukuki Yapısı	24
1.3.10. Risk Sermayesi Yatırımlarının Ülke Ekonomisine Katkısı	25

## İKİNCİ BÖLÜM

### *DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE RİSK SERMAYESİ SİSTEMİ*

2.1. Dünyada Risk Sermayesi Uygulamaları: Örnek Ülke İncelemeleri	27
2.1.1. Amerika Birleşik Devletleri: Risk sermayesinin Doğuşu ve Gelişmesi	29
2.1.2. Avrupa Ülkelerinde Risk Sermayesi Uygulamalarına Genel Bakış	32
2.1.3. Diğer Dünya Ülkelerinde Örnek Uygulamalar	35
2.1.3.1. İsrail'de Risk Sermayesi Sistemi ve Yozma Programı	35
2.1.3.2. Japonya'da Risk Sermayesi Sistemi	36
2.2. Türk Ekonomisi ve Risk Sermayesi Sistemi	37
2.2.1. 1990-2007 Yılları Arasında Türkiye Ekonomisi'ne Bakış	38
2.2.2. 1990 Sonrası Dönemde KOBİ 'lerin Karşılaştıkları Sorunlar	45
2.3. Türkiye'de Risk Sermayesi Sisteminin Kurum ve Araçları	51
2.3.1. Teşebbüs Destekleme Ajansının Kuruluşu	51
2.3.2. Teknoloji Geliştirme Vakfı	52
2.3.3. KOSGEB	52
2.3.4. Türkiye Halk Bankası	52
2.3.5. Türkiye Kalkınma Bankası	52
2.3.6. Türkiye'de Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları	53
2.3.6. 1. Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	54
2.3.6. 2. İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	56
2.3.6. 3. KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	59
2.3.6. 4. Finans Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	59

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### *MALİ TABLOLAR VE ANALİZLER*

3.1. Mali Tablolar	60
3.1.1. Mali Tabloların Tanımı	61
3.1.2. Mali Tabloların İlkeleri	61
3.1.2.1. Gelir Tablosu İlkeleri	61
3.1.2.2. Bilanço İlkeleri	62
3.1.3. Mali Tabloların Amaçları	62
3.1.4. Mali Tabloların Kullanıcıları	63
3.2. Mali Tablo Türleri	64
3.2.1. Bilanço	64
3.2.2. Gelir Tablosu	65
3.2.3. Fon Akım Tablosu	65
3.2.4. Kar Dağıtım Tablosu	65
3.3. Mali Tablolar Analizi	66
3.3.1. Mali Tablolar Analizi Tanımı	66
3.3.2. Mali Analizin Amacı	66
3.3.3. Mali Tablolar Analizinde Kullanılan Yöntemler	67
3.3.3.1. Dikey Analiz	68
3.3.3.1.1. GSD Holding İçin Dikey Analiz Uygulaması	69
3.3.3.1.2. Arat Tekstil İçin Dikey Analiz Uygulaması	71



3.3.3.1.3. Işıklar Ambalaj İçin Dikey Analiz Uygulaması	72
3.3.3.2. Trend Analizi	74
3.3.3.3. Oran Analizi	75
3.3.3.3.1. GSD Holding İçin Oran Analizi	76

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### *VERİLERİN TOPLANMASI VE İSTATİSTİKİ ANALİZİ*

4.1. Analiz Edilen Şirketlerin Tanımı	80
4.2. Araştırmanın Amacı	81
4.3. Araştırmanın Yöntemi	82
4.4. Veri Analizi ve Araştırmada Kullanılan İstatistik Tekniği	83
4.4.1 GSD Holding	83
4.4.2. Arat Tekstil	94
4.4.3. Işıklar Ambalaj	99
SONUÇ	107
KAYNAKÇA	111
EKLER	120

## KISALTMALAR

<b>a.g.e.</b>	Adı Geçen Eser
<b>a.g.m.</b>	Adı Geçen Makale
<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>ARD</b>	Amerikan Araştırma Geliştirme Şirketi
<b>BVCA</b>	British Venture Capital Association
<b>DEC</b>	Diğital Ekipmanlar Şirketi
<b>SBIC</b>	Küçük İşletme Yatırım Programı
<b>NASDAQ</b>	National Association of Securities Dealers Automatic Quotation System
<b>NASD</b>	National Associatoian of Securities Dealers
<b>GSMH</b>	Gaysi Safi Milli Hasıla
<b>OECD</b>	Ekonomik İşbirliğı ve Kalkınma Örgütü
<b>RS</b>	Risk Sermayesi
<b>s.</b>	Sayfa No
<b>ss.</b>	Sayfalar
<b>3i</b>	Investors in Indsutry

## ÇİZELGE LİSTESİ

Çizelge		Sayfa
1.	2001 Yılında 39 Ülkede Risk Sermayesi Sistemine Yapılan Yatırım Miktarları ( Milyon \$)	27
2.	ABD’de Risk Sermayesi Yatırımları ve Toplam IPO İşlemleri (1992-2001)	31
3.	Vakıf Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Ortaklık Yapısı	55
4.	İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	58
5.	İş Girişim Sermayesi’nin Yatırımları	58
6.	GSD Holdingin 2003 faaliyet Dönemi ve Sonrasının Karşılaştırılması	84
7.	2003 yılı ve öncesi için özsermaye rasyosuna ait Mann Whitney Test Sonuçları	85
8.	2003 yılı sonrası için özsermaye rasyosuna ait Mann Whitney Test Sonuçları	86
9	2003 yılı ve öncesi net karlılık rasyolarına ait Mann-Whitney test sonuçları	87
10	2003 yılı sonrası net karlılık rasyolarına ait Mann-Whitney test sonuçları	88
11	2003 yılı ve öncesi Finansal Borç/Aktifler rasyolarına ait Mann-Whitney test sonuçları	89
12	2003 yılı sonrası Finansal Borç/Aktifler rasyolarına ait Mann-Whitney test sonuçları	89
13	2003 yılı ve öncesi Finansal kaldıraç rasyolarına ait Mann-Whitney test sonuçları	90
14	2003 yılı sonrası Finansal kaldıraç rasyolarına ait Mann-Whitney test sonuçları	91
15	Arat Tekstilin 1998 faaliyet Dönemi ve Sonrasının Karşılaştırılması	92
16	1998 yılı ve öncesi için Nakit Orana ait	94

Mann Whitney Test Sonuçları		
17	1998 yılı sonrası için Nakit Oran ait Mann Whitney Test Sonuçları	95
18	1998 yılı ve öncesi Kısa Vadeli Ticari Borçlar/ Toplam Aktifler Oranı ait Mann-Whitney test sonuçları	96
19	1998 yılı sonrası Kısa Vadeli Ticari Borçlar/ Toplam Aktifler Oranı ait Mann-Whitney test sonuçları	97
20	1998 yılı ve öncesi Faaliyet Karı/Net Satışlar rasyolarına ait Mann-Whitney test sonuçları	98
21	1998 yılı ve öncesi Faaliyet Karı/Net Satışlar rasyolarına ait Mann- Whitney test sonuçları	98
22	Işıklar Ambalajın 2002 faaliyet Dönemi ve Sonrasının Karşılaştırılması	100
23	2002 yılı ve öncesi için Cari Orana ait Mann Whitney Test Sonuçları	101
24	2002 yılı sonrası için Cari Oranı ait Mann Whitney Test Sonuçları	102
25	2002 yılı Öncesi için Kısa Vadeli Ticari Borçlar/ Toplam Aktifler Oranı ait Mann Whitney Test Sonuçları	103
26	2002 yılı sonrası için Kısa Vadeli Ticari Borçlar/ Toplam Aktifler Oranı ait Mann Whitney Test Sonuçları	104
27	2002 yılı Öncesi için Özsermaye/Toplam Varlıklar Oranı ait Mann Whitney Test Sonuçları	105
28	2002 yılı sonrası için Kısa Vadeli Ticari Borçlar/ Toplam Aktifler Oranı ait Mann Whitney Test Sonuçları	106

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekiller	Sayfa
1. Risk Sermayesinin Çalışma Döngüsü	5
2. Risk Sermayesi Sistemi	10
3. Risk Sermayesi Sisteminde Temel Unsurlar	14
4. Risk Sermayesi Yatırımlarında Finansman Aşamaları	20
5. Ülkelere Göre RS Fon Kaynakları	23
6. OECD Ülkeleri Arasında Risk Sermayesi Yatırımlarının GSMH İçerisindeki Payının Karşılaştırılması (2000 – 2003)	28
7. OECD Ülkeleri Arasında Risk Sermayesi Yatırımlarının GSMH İçerisindeki Payının Karşılaştırılması (2005)	29
8. Erken Aşama ve Gelişme Aşamasına Yönelik Yatırım Miktarlarının Karşılaştırılması	34
9. Çeşitli Avrupa Ülkeleri 1995-1999 GSMH’da yatırım	34
10. 1990 Sonrası Enflasyon Oranı	41
11. 1990 Sonrası Kamu ve Özel Sektör Yatırım Tutarları	42
12. 1990 Sonrası Faiz Oranları	43
13. 1990 Sonrası Ortalama Döviz Kuru	43
14. 1997 Sonrası Verilen Teşvik Belgesi Sayısı ve Kredi Miktarı	44
15. KOBİ’lerin Girişimde Bulunma Biçimleri	46
16. Kredi Bulmakta Karşılaşılan Sorunlar	47
17. Faydalanılan Dış Finansal Kaynaklar	47
18. Risk Sermayesi Hakkında Bilgi Düzeyi	48
19. En düşük maliyetli finansman aracının risk sermayesi olup olmadığı	49
20. Risk sermayesi yatırımlarının firmamızın ihtiyaçlarını tam olarak karşılayıp karşılamadığı	49
21. KOBİ’lerin finansal sorunlarının çözümünde diğer alternatiflere nazaran risk sermayesinin etkinliği	50
22. GSDHO Bilançosunun Aktif Kısmının Yıllara Göre Seyri	69
23. GSDHO Bilançosunun Pasif Kısmının Yıllara Göre Seyri	70

24.	GSDHO Net Dönem Karı / Net Satışlar Oranı	70
25.	Arat Tekstil Bilanço Aktifi	71
26.	Arat Tekstil Bilanço Pasifi	72
27.	Arat Tekstil Net Dönem Karı (Zararı)	72
28.	Isıklar Ambalaj Bilanço Aktifi	73
29.	Isıklar Ambalaj Bilanço Pasifi	73
30.	Isıklar Ambalaj Net Dönem Karı (Zararı)	74
31.	GSDHO Cari Oran Değerleri	77
32.	GSDHO Kaldıraç Oran Değerleri	77
33.	GSDHO Özsermaye/Top.Aktifler Oranı Değerleri	78
34.	GSDHO Özsermaye Karlılığı	78
35.	GSDHO Faaliyet Karlılığı	79
36.	GSDHO Özsermaye / Toplam Varlıkları oranının zaman serisi grafiği	83
37.	Farklara Ait Kutu Grafiği	86
38.	Özsermaye / Toplam Varlıkları oranının zaman serisi grafiği	92
39.	Isıklar Ambalajın Özsermaye / Toplam Varlıkları oranının zaman serisi grafiği	99

## GİRİŞ

Teknolojik gelişmenin özellikle son yıllarda hız kazanmasıyla birlikte, toplumlar hem sosyal alanlarda hem de ekonomik alanlarda değişim geçirmektedir. Sanayi toplumundan bilgi toplumuna geçişi hızlandıran bu süreçte gelişimin öncüsü olan bilginin değer kazanması, bilge sahip olanların rekabet gücünü arttırmaktadır.

Yukarıda bahsedilen türde rekabetçi bir yapıya bürünmüş olan toplumsal yaşamda, aranan ve istenen model insan tanımının da oldukça büyük bir değişim geçireceği öngörülebilir.

Bilgi çağının en önemli unsuru olan teknolojik değişimler ve gelişimler sayesinde, bu çağa ait bireyler, bu teknolojiden yararlanarak, bilgiye zahmetsizce en hızlı şekilde ulaşmış; bu bilgiye kendi değerlerini ekleyip zenginleştirerek üretim yapabilen ve pazara sunabilen kişiler yani müteşebbisler olmaktadır (Noyan, 2001.153).

Müteşebbis, bir diğer ifadeyle girişimci, sahip olduğu bilginin teknolojiye dönüşmesini sağlayarak, sosyo-ekonomik gelişmeleri ve yenilikleri hayata geçirebilen, ekonomik yaşamın sağlıklı yapısı için vazgeçilmez nitelikte bir işlev sergileyen unsurlardan birisidir. Fakat girişimcinin sahip olduğu bilgi birikimini dönüştürüp pazar koşullarına adapte edebilmesi oldukça zorlu bir süreçtir. Bir başka ifadeyle, bir fikre sahip olmak işin ilk aşamasıdır; sorun bu bilginin yaşayan bir sistem haline dönüştürülmesinde yatmaktadır. Girişimcinin sahip olduğu yenilikçi fikrin, uygun şartlar altında pazara sunulabilmesi için zaman, emek ve en önemlisi ciddi bir yatırım gerektirebilmektedir.

Bilginin, gerekli sermaye ve finansman kaynağı ile desteklenmesi ve farklı kaynaklara sahip birey ve/ya kurumların biraraya getirilmesi yeni bir fikir olmamakla birlikte kurumsal ve sistematik bir yapıya bürünmesinin geçtiğimiz yüzyılın bir eseri olduğunu söylemek mümkündür. Özellikle gelişmiş ülkelerde girişimcileri finansal açıdan destekleyecek bir mekanizmanın oluştuğu

gözenmektedir. 1940'lı yıllarda ilk kez Amerika'da ortaya çıkmış bu finansman modeli risk sermayesidir.

Risk sermayesi sisteminin, 1970'lerden günümüze, ciddi ölçüde büyüme katettiği ve gelişmiş ekonomilerde buna bağlı bir endüstrinin oluştuğunu söylemek mümkündür. Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) 1970'lerin ortalarından itibaren neredeyse sıfırdan bir endüstri doğmuş ve 2000'lerde risk sermayesine bağlı fon akışlarında 105 milyar dolarlık bir hacim gerçekleştiği saptanmıştır (Gompers and Lerner, 2004, 1).

Risk sermayesi, sunmuş olduğu avantajlar ile her geçen gün dünya çapında yaygın ölçüde kullanılan bir sistem haline gelmektedir. Sistemin hem girişimciler, hem de yatırımcılar açısından karşılıklı değer ve fayda yaratan bir mekanizma sunması her iki taraf içinde cazip bir yapıya bürünmesine yol açmıştır. Özellikle son 20 yıl içerisinde dünya çapında tanınan Apple Computer, Genentech, Entel, Lotus ve Microsoft benzeri pek çok firmanın risk sermayesi ile finansal yapılarını güçlendirdikleri gözlemlenmektedir. Hem yeni kurulmakta olan hem de bu finansal araçla büyüme olanağı elde eden pek çok firmanın, sistemin olanaklarını örgütsel performanslarına yansıttıkları görülmektedir. Bu süreçte, Türkiye'de de paralel eğilimlerin oluşmasını beklemek olasıdır.

Bu tez çalışmasında 1990'ların başından günümüze kadar geçen süreç içerisinde Risk Sermayesi uygulamalarının Türkiye'de geçirdiği evreler, yasal düzenlemeler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem gören Risk Sermayesi kullanmış olan ambalaj, tekstil ve finansal hizmetler sektörlerinde faaliyette bulunan üç firma incelenecek ve bu firmaların; 1992 -2007 yılları arasındaki mali performansları sektörlerinde faaliyette bulunan diğer firmalar ile karşılaştırılacaktır. Aynı zamanda 1990'ların başından günümüze kadar olan süreç içerisindeki çeşitli makro ekonomik veriler ile Türkiye'nin içinde bulunduğu yatırım iklimi yansıtılmaya çalışılacaktır.



## BİRİNCİ BÖLÜM

### RİSK SERMAYESİ SİSTEMİ: KAVRAMSAL ÇERÇEVE

#### 1.1. Genel Yapı ve Tanımlar

Ekonomik kalkınma ve gelişmeyi ön plana alan günümüz ekonomilerinin, varolan kaynak potansiyelini geliştirme eğilimi özellikle 1980'lerden itibaren büyük bir ivme kazanmıştır. Bu eğilimin en önemli araçlarından birisi, ekonomik sistem içerisinde farklı kaynak tiplerine sahip olan birey ve/ya kurumların ortak bir etkileşim ortamı içerisinde biraraya gelmesinin sağlanması ve bu etkileşimin kalkınmaya katkı sağlayacak bir mekanizmaya dönüştürülmesi olmaktadır. Bu işlevi yerine getirmesi anlamında, günümüz iş dünyasının sunduğu en önemli alternatif finansman kaynaklarından birisinin 'Risk Sermayesi' olduğu gözlemlenmektedir.

Risk Sermayesinin en yalın ve amaçına hizmet eden tanımını Amerika'da ilk risk sermayesi fonunun kurucularından olan General Doriot söylemiştir: "Risk Sermayesi projenin gelişimini, yönetimini ve halka arzını içeren bir süreçtir" (Şirvan, 2002.8). Bir başka tanıma göre ise, risk sermayesi, sermaye piyasalarına erişimi olmayan, büyüme potansiyeli yüksek olan ancak finansal gücü olmayan girişimcilerin projelerini gerçekleştirebilmeleri için gerekli finansman ihtiyacını karşılayan finansman modeli olarak tanımlanabilir (Sermaye Piyasası Kurumu [SPK], 2007, Yatırımcıları Bilgilendirme Kitapçığı-6, 4).

Risk sermayesi kavramının ilk kez, 179 milyon dolarlık mirasıyla geleneksel yöntemlerle finansman bulamayanlara fon olanağı sunan bir yatırım kalkınma fonu kurmuş olan J.H. Whitney ile Benno Schmidt arasında geçen bir tartışma sırasında ortaya çıktığı belirtilmektedir. Whitney bu fonu, geleneksel fon araçlarından nasıl ayıracağını sorduğunda, Schmidt 'risk sermayesi' kavramını önermiştir (Gallese, 1990, 33). Sistem başlangıç aşamasından günümüze ciddi bir değişim geçirmiş ve kimi zaman risk sermayedarlığı başka finansal sistemlerle karıştırılmıştır. Cornelius ve Persson'a (2006) göre, çok basit şekiyle risk sermayedarları, sermaye fazlası olan kişi ve/ya kurumlardan bunu toplayarak, iş girişimini geliştirmek için nakide

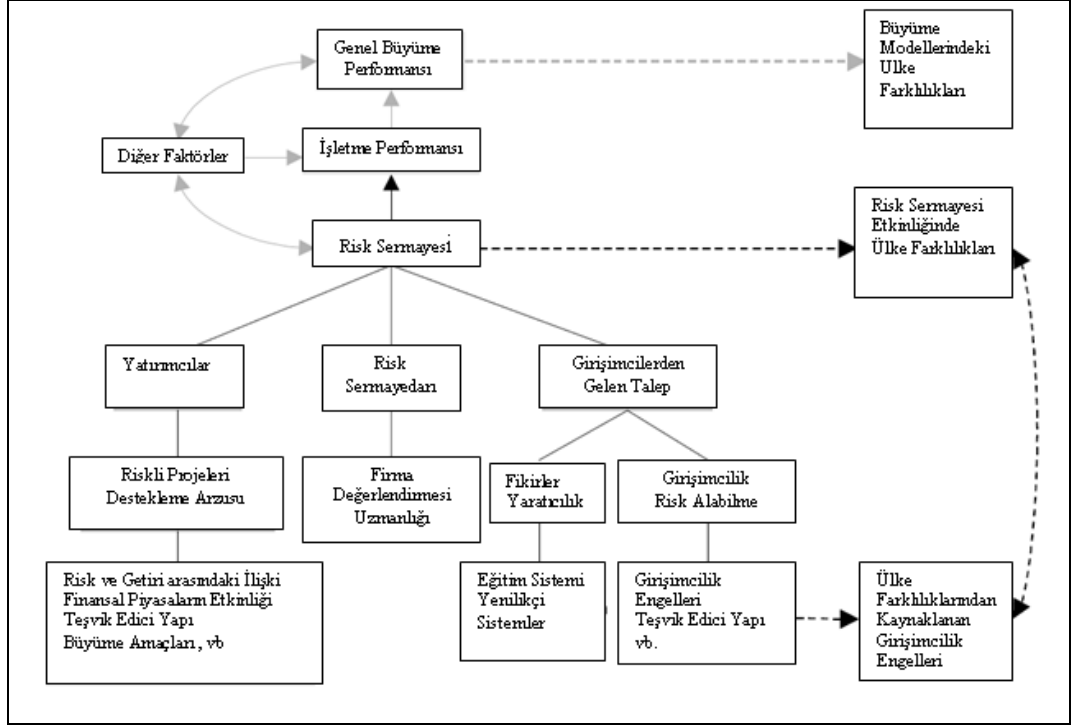
ihtiyaç duyan kişi ve/ya kurumlara fon olanağı sağlayan finansal araçlardır (s. 142). Bu araçları, banker veya diğer sermaye sağlayıcılardan ayıran en önemli unsur, aracı konumunda bulunan bu risk sermayedarının, büyüme potansiyeline sahip bir kişi ve/ya kurumun ihtiyaç duyduğu fonu özsermaye olarak sunması ve onlara yönetsel kapasitelerini geliştirmek ve ilgili iş bağlantılarını sağlamak konusunda yardımcı olmasıdır.

Günümüzde gelişmiş ülkeler arasında teknoloji, bilişim ve sağlık sektörlerin faaliyet gösteren şirketler arasında kullanımı çok yaygın olan risk sermayesinin çok çeşitli tanımları bulunmakla birlikte, bu tanımlar arasında dikkati çeken ortak vurgunun kuruluş aşamasında veya kurulmakta olan yeni şirketlerin bu alternatif finansman yönteminin amaçlarına daha yatkın olduğudur. Bir başka ifadeyle, risk sermayesi genellikle yeni kurulmuş veya kurulmakta olan ve büyüme beklentisi çok yüksek olan şirketlere yapılan yatırımı ifade eder (Yapı Kredi Yatırım, [www.yky.com.tr/anyfiles/dict/index.html](http://www.yky.com.tr/anyfiles/dict/index.html) , 01.02.2007).

Risk sermayesi hakkında yaygın olarak bilinen noktalardan biri bu sistemin adı gereği çok riskli yatırımlar için uygun olduğu şeklinde olsa da; risk sermayesi, sadece çok riskli yatırımların finansmanı anlamına gelmemektedir. Uzun vadeli bir yatırım olan risk sermayesi; sermayedarlar için genellikle 5-10 yıl arasında planlanan; başlangıç aşamasında olan yeni bir fikrin, teknolojik yenilikler ile geliştirilerek sunulan pazarda değer kazanması ile yüksek getiri elde edilen bir yatırımdır.

Ortaya koyduğu fikrinin değer kazancağına inanan girişimci için sermayedarın, ürünün veya oluşumun her aşamasında onu desteklemeye devam etmesi sürecin sonuçlanması açısından önem taşımaktadır. Risk sermayesi yatırımları, uzun vadeli yatırımlar olduğu için sermayedar; süreç boyunca girişimciyi, desteklemeye devam eder ve sonucunda ürün de ticari bir ürün olarak pazarda kabul gören ve değeri yüksek olan bir ürün veya oluşum haline gelir ise; sermayedarın kazancı da değeri yüksek olan ürün veya oluşum üzerinden olduğu için yüksek olacaktır.

Şekil 1 : Risk Sermayesinin Çalışma Döngüsü



Kaynak: Stı Working Papers 2000/7, The Internationalisation of Venture Capital Activity in OECD Countries: Implications for Measurement and Policy Günseli Baygan and Michael Freudenberg , 8

Risk Sermayesi yatırımları genellikle nakit karşılığı şirket hissesi alınması yolu ile gerçekleşmektedir. Sınırlı operasyon kabiliyetine sahip veya sermaye piyasalarının imkanlarından yararlanamayacak kadar küçük şirketler tarafından kullanılması daha mantıklıdır.

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 6 temmuz 1993 tarih ve 21629 sayılı Resmi Gazete de yayınlanan VIII seri ve 21 no'lu Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği 'nin 3. maddesinde Risk Sermayesi Yatırımı;

*“Türkiyede kurulmuş ve kurulacak olan, yüksek gelişme potansiyeli taşıyan ve menkul kıymetlerin likiditesi düşük olan girişim şirketlerince birinci el piyasalarda ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılarak gerçekleştirilen uzun vadeli kaynak aktarım biçimi olarak tanımlanmıştır.”*

Risk sermayesinin amacı, gelişme potansiyeli yüksek olan özellikle teknolojik yenilikler içeren oluşumlara, işletmelere sermaye sağlayarak uzun vadede yüksek getiri elde etme olasılığı ile yatırım yapmaktır.

Genç işletmelerde özkaynak risk sermayesi diye bilinir ve uzman risk sermayesi firmalarınca, zengin kişilerce ve emeklilik fonları gibi yatırım kurumlarınca sağlanır (Brealey, 2001, 373).

## **1.2.Risk Sermayesinin Tarihsel Gelişimi**

*“Risk sermayesine eski Asur’da Naruqqum Bizans’ta Chreokoinonio Roma’da Sea loan Musevi aleminde Isqa , Orta çağ Avrupasında commenda Cenovalı denizciler arasında ise Karati denirdi.”* İslam Dünyasında ise Hz Ömer’in yetim paralamı İran – Medine arasında ticaret yapan tüccarlara vermesiyle Muşaraka olarak bilinmektedir (Tuncel, 2000, 1).

İslam dünyasında uygulama olarak murabaha ve mudaraba diye bilinen yöntemler bugün de İslami finansman modelinin temelini oluşturmaktadır. Mudaraba ve murabaha risk sermayesi ile aynı şeyleri ifade etmese de özellikle mudaraba ile ortak almak yoluyla finansman sağlama konusunda benzer özellikler taşıdığı söylenebilir.

Özellikle Ege Bölgesinde yaygın olan bir uygulama da risk sermayesinin ilkel uygulaması olarak örnek teşkil edebilir. Tarım arazisi sahibi toprak ağaları ile toprak sahibi olmayan emeğini ve tarım bilgisini ortaya koyan çiftçilerin arasındaki “ortakçılık” veya halk arasında icar olarak da adlandırılan anlaşmada toprak sahibi ile toprağı işleyen çiftçi üretilen ürünleri belli bir oranda bölüşmektedir (Erol, 1992, 28).

Yüzyıllar içerisinde evrim geçiren bu sistemin, günümüze adapte olarak modern bir finansman sistemine dönüştüğü ilk merkez ABD’dir. Modelin kurumsallaşmış ilk örneğinin, ABD’de 1946 yılında kurulan American Research and Development Corporation (ARDC) olduğunu söylemek mümkündür (Gompers ve Lerner, 1999, s.6).

Fakat, 1958 yılına kadar bu sektörde resmi bir çalışma yapılmadığı gözlenmektedir. Aypek (1998) tarafından aktarıldığı şekiliyle “...küçük işletmelerin finansmanı konusunda çalışmalar yapılmış ve sonucunda “Small Business Investment Company (SBIC)ler”, yani küçük ölçekli özel sektör firmaları oluşturulmuştur. SBIC’ler başlangıçta beklenen başarıyı gösterememiş olmalarına rağmen, risk sermayesi sektörünün gelişmesinde önemli bir rol oynamışlardır. Risk sermayesinin, bu gelişimi özellikle 1980’li yıllarda büyük bir başarı ile uygulama alanı bulmuştur.” (s. 12). Kurumsal yatırımcıların yatırım yapmak için isteksiz oldukları bir dönemde kurulan ARDC halka arz edilmiştir (Liles, 1977). ABD’de 1946’da gerçekleşen bu ilk girişimin ardından yeni risk sermayesi girişimleri, ancak bir on yıllık süreç sonrasında yapılmıştır. Fakat finansman pazarı büyüklüğünün, 1960’lı ve 1970’li yıllar boyunca bir kaç milyon dolarlık bir hacmi aşamadığı gözlenmiştir.

Risk sermayesinin evrimsel dönüşümünü 1980’li yıllardan itibaren gerçekleştirdiğini söylemek yanlış olmaz. ABD’de pazar büyüklüğü ve işlem hacminin artışıdaki kırılma noktasının 1978 ve 1979 yılında Amerikan yasal mevzuatında gerçekleşen iki değişiklik olduğu bilinmektedir. Bu yasal değişikliklerden ilki, 1978’de sermaye gelirlerinin vergi oranlarındaki düşüş ile Amerikan İşçi Kurumu’nun emeklilik fonu kurallarını yeniden düzenlemesidir. Bu fonların yeniden düzenlenmesi ile emeklilik fonlarının piyasaya akışı sağlanmış ve risk sermayesi sisteminin gerçek doğuşu gerçekleşmiştir (Gompers ve Lerner, 1999, s.6).

1980’lerin başından itibaren, ‘geleneksel’ veya ‘klasik’ risk sermayesi tanımından sıyrılarak, ‘günümüz’ dünyasında uygulanan sistemin farkını ortaya koymaya dönük çalışmalar başlamıştır. Klasik risk sermayesi tanımının spekülasyon ve risk almayı ön plana alan yapısı, yerini teknoloji ve bilginin kullanımına bırakmıştır. Cornelius’a (2005) göre, burada söz konusu olan özel teşebbüs fonudur ve profesyonel olarak yönetilen ve her daim büyüme potansiyeli ve yönetsel yardımı da kapsayan bir sistemdir. (s. 599)

Risk sermayesi sisteminde, 1980'lerden itibaren gerçekleşen bu dönüşüm sürecinin bir diğer sonucu da, yatırım ihtiyacının şirketin başlangıç veya kuruluş aşamasından ziyade, büyüme potansiyelinin ortaya çıktığı aşamada kullanılan bir seçeneğe dönüşmesidir (Dizzard, 1982, 117). Burada, sistemin geçirdiği bu değişim çizgisinin nedenlerini anlamak zor değildir. Konuya risk sermayesi şirketi açısından bakıldığında, bir şirkete, henüz örgütsel başarıyı yakalama şansının düşük olduğu kuruluş aşamasında finansal destek vermek yerine gelişme ve büyüme aşamasında destek vermek daha mantıklıdır. Elbette, sistemin bu türden bir yapılanmaya doğru gitmesi, yeni kurulan şirketlerin, finans bulma açısından en çok zorlandıkları aşamada destek ihtiyaçlarını karşılayamamak anlamına gelmektedir.

Liberal ekonomi politikalarının uygulanmaya başlandığı 1980 sonrası dönemde KOBİ olarak tabir edilen işletmelerin finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla ortaya atılan risk sermayesi yaklaşımında, ülkemizde, Sermaye Piyasası Kurulunun, 1993 yılında yürürlüğe giren 21 sayılı “Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına ilişkin Esaslar” adlı tebliği bir dönüm noktasıdır.

Bu tarihten önceki dönemde yeni teknoloji üretilmesi ve imalat sektöründe uygulanması Teşebbüs Destekleme Ajansının (TDA) tarafından desteklenirken, verilen destek teknik ve idari konularla sınırlı kalmaktaydı. İşletmeler, finansal açıdan Teşebbüs Destekleme Fonu tarafından finanse edilmekteydi. Ancak, Teşebbüs Destekleme Fonu, risk sermayesi modelinin işlemlerini sağlayacak yeterli düzeyde maddi güce de sahip olamamıştır (Akmüt, 1990: 19).

Sonraki dönemde Sermaye Piyasası Kanunu'nda 24.4.1992 tarih ve 3794 sayılı yasa ile yapılan değişikliklerle ülkemizde risk sermayesi yasal bir nitelik kazanmış olup, risk sermayesi yatırım fonlarını düzenleme ve denetleme görev ve yetkisini SPK tarafından yerine getirilmesi hüküm altına alınmıştır. Buna istinaden 1993, 1998, 2003 yıllarında çıkarılan tebliğlerle risk sermayesi yatırım ortaklıklarının nicelik ve nitelik itibarıyla gelişmesi ve ekonomimizin itici gücü olarak kabul edilen küçük ve orta boy işletmelere finansal destek sağlaması hedeflenmiştir.

### 1.3. Risk Sermayesi Sisteminin Genel Özellikleri

Yüksek ve kronik enflasyonun yaşandığı ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerde Risk sermayesi kavramı projelerin başlangıç evresinde olduğu kadar gelişme evrelerinde de şirketler için oldukça önemli bir kaynak sağlama aracıdır. Bu bağlamda İşeri (2001,11), Risk sermayesi temin eden yatırım ortaklıklarının genel özelliklerini; yeni ve hızlı büyüme potansiyeli olan şirketlere yatırım yapan, bu tür şirketlerden hisse senedi alan, ürün ve hizmet geliştirilmesine yardımcı olan, aktif şekilde şirket yönetimine katılan, uzun vadeli düşünen işletmeler olarak sıralamıştır.

Yukarıda sayılan özelliklerden anlaşılacağı gibi risk sermayesi sağlayan kuruluşların yatırımları ile ilgili bazı belirsizlikler mevcuttur. Risk Sermayesi kuruluşlarının yatırımlarına yön vermeleri aşamalarında kendilerini bekleyen risk sermayesinin verilmiş gayesinden kaynaklanan yatırımcısına getirdiği bazı belirsizlikler bulunmaktadır. Öncelikle risk sermayesi enjekte edilecek şirketin genellikle kuruluş aşamasında veya yeni kurulmuş olmasından dolayı pazar araştırması sonuçlarına göre bir strateji geliştirilmesi olanağı bulunmamaktadır. Ayrıca yeni kurulmuş bir şirket olmasından ötürü şirketin mali performansı hakkında kapsamlı bilgi verebilecek geriye dönük mali tabloları sınırlı zaman dilimine yaygındır.

Risk sermayesi ve girişim sermayesi birçok kez birbiri ile karıştırılmaktadır. Bu iki kavram aynı şeyleri ifade etmediği gibi iki kavramı birbirinden ayıran belirgin farklar bulunmaktadır.

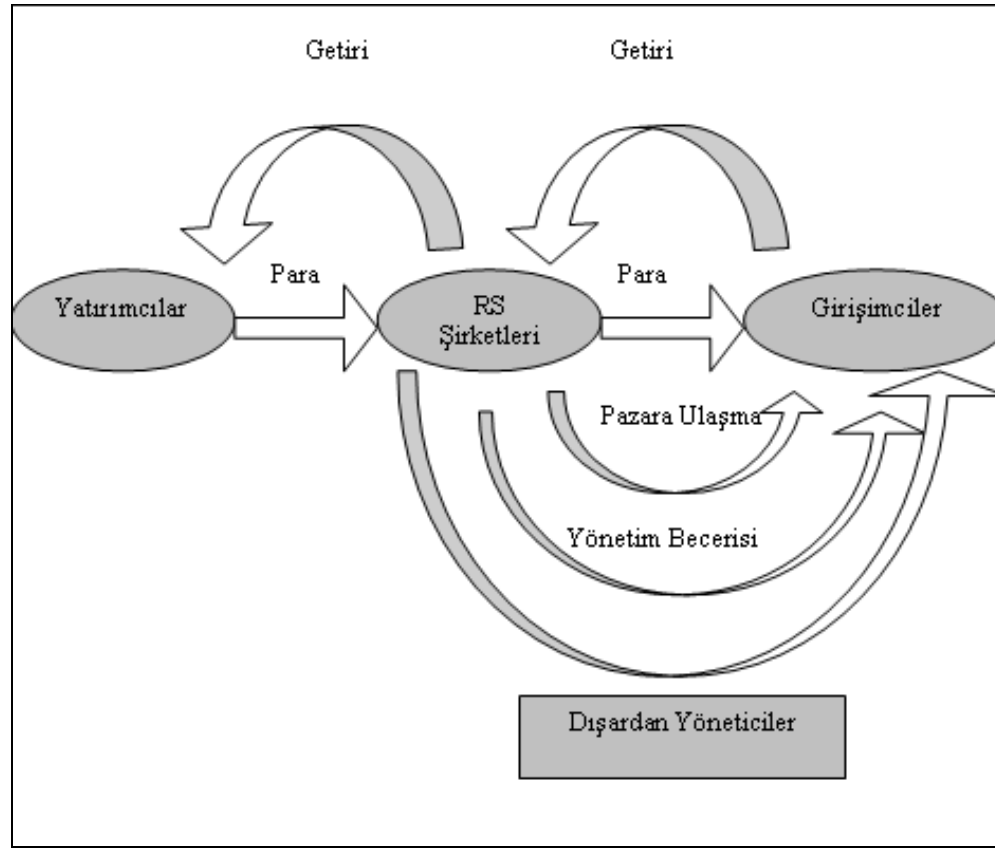
Risk sermayesi yatırımlarında, sermayedar bir fikir ya da proje üzerinden yatırım yapma kararı verirken girişim sermayesi yatırımcıları yatırım yapacağı şirketin geçmişini detaylı inceleyerek şirketin gücüne göre karar verebilirler. Risk sermayesi yatırımı ortaklık yolu ile özkaynak yatırımı olarak düşünülmektedir, ancak girişim sermayesi bir özkaynak yatırımı değildir. Bu nedenle de girişim sermayesinde yönetime katılma yok iken risk sermayesi yatırımlarında yönetime aktif katılma sözkonusudur. Risk sermayesi yatırımları başlangıç aşamasında olan belirsizlikler

içeren bir yatırım olduğu için getirisi de riski de bu nedenle girişim sermayesi yatırımlarına göre çok yüksek olmaktadır.

### 1.3.1. Risk Sermayesinin Unsurları

Oldukça temel bir çalışma mekanizmasına sahip olan risk sermayesi sisteminde, üç temel oyuncunun olduğu görülmektedir (Şekil-2). Çok kısa bir ifadeyle, bu sistemde gerekli sermaye ve finansman kaynağına sahip olan bir yatırımcı ile fikrini karlı bir yatırım haline dönüştürmeyi hedefleyen girişimci arasında duran bu ilişkinin kurulmasına yol açan kurum risk sermayesi şirkettir.

Şekil 2: Risk Sermayesi Sistemi



**Kaynak:** Recklies, D., Recklies, O. (2000), The Venture Capital Industry: Analysis and Future Developments, <http://www.themanager.org/resources/The%20Venture%20Capital%20Industry.htm> (Erişim Tarihi: 02.02.2009)



Özellikle gelişmiş ülke piyasalarında faaliyet gösteren risk sermayesi şirketlerinin girişimci konumunda bulunan kişi ve/ya kurumlara sadece gerek duydukları finansmanı sağlamakla yetinmemektedir. Bunun yanı sıra, hedef pazara ulaşmayı kolaylaştırmak ve ihtiyaç duyulan yönetim becerisi vermek gibi finansal yönü ağır basmayan mekanizmalara da sahip oldukları görülmektedir. Bu tür bir hizmetin kimi zaman, risk sermayesi şirketinin dışardan yönetsel desteği ile başarılabilirdi de bir gerçektir.

Her ne kadar, sistemin sahip olduğu mekanizma yukarıda belirtilen türde farklı olanakları içererek zenginleştirilebilecekse de, sistemin en yalın halinde bulunan temel unsurlar şunlardır:

- **Mucit** : İcat yapan, daha önce denenmemiş veya yapılmamış birşeyi bulan kişilerdir.
- **Girişimci** : Risk sermayesi taraflarında yer alan girişimci, bir icadı ya da oluşumu pazarlamaya çalışan, bunun için finansman kaynağı bulmaya çalışarak pazarda yer edinmek için çalışan kişidir. Girişimcinin, önündeki en önemli engel sermaye yetersizliğidir.
- **Risk sermayedarı** : Risk sermayesi yatırımlarında sermayedar; kendisine ortaklık teklif eden girişimcinin ortaya koymak istediği ürün veya hizmetin değerlendirmesini yaparak yatırım kararı vermektedir. Sermayedar, girişimci kişinin savunduğu fikre inanarak sermaye koymaya karar verirse şirketin hisse senetlerini satın almak yoluyla ortaklık kurar. Ortaklık kurulduktan sonra sermayedar; üretime geçen şirketin yönetimine katılarak, ticari hayattaki geçmiş tecrübesini ortaya koyar. Sermayedarlar, girişimcilere göre ticaretten anlayan, finansman ve muhasebeye disiplinlerinin gereklerini daha iyi bilen kişiler veya kurumlardır. Risk sermayesi yatırımı ile girişimcinin zeka ürünü fikri ve sermayedarın tecrübesi birleşerek yeni bir şirket kurularak ticari hayata başlamış olacaktır. (Şenyuva.1990. 9).

- **Risk sermayesi Fonu:** Girişimcinin projesini hayata geçirmek için gereken kaynağı ifade eden risk sermayesi fonu profesyonel şirketler yada varlık yönünden zengin kişilerce sağlanabilmektedir.

### 1.3.2. Risk Sermayesinin ltleri

Risk sermayesi kavramının özünü oluşturan ve sistemi diğer finansman yöntemlerinden ayıran temel ölçütler aşağıda verildiği gibidir.

- **Teknolojik yenilik :** Risk sermayesinde teknolojik yenilik çok önemli bir kavramdır. Sermayedar, risk sermayesinde uzun vadede yüksek getiri beklemektedir. Bu da ancak teknolojik yenilik içeren bir projenin yüksek verimliliği ile mümkün olacaktır (Aypek.1998.17).
- **Sermayeye katılma :** Risk sermayesi, zkaynak yatırımdır. Sermayedar, şirkete borç verme yoluyla finansman sağlamak yerine ortak olmaktadır.
- **Yönetime katılma :** Risk sermayesi yatırımlarında sermayedar , hisse senedi aracılığı ile şirkete ortak olduğu için yönetime katılma hakkı da elde etmiş olur. Uzun vadeli ve yüksek getiri sağlama olasılığı olan bir projede yönetimde bulunması sermayedar açısından da riskleri kontrol altına almak demektir.Sermayedar, girişimci ile birlikte her aşamada birlikte karar vererek yönetimde de söz hakkı olacağı için müdahale şansı olacaktır .
- **Küçük işletme hızlı büyüme :** Risk sermayesinin temelinde yeni oluşum ya da küçük şirket vardır. Sermayedar için, fikrin başlangıç aşamasında, ürün ortada yokken ve pazarda satılabilirliği ya da kabul görmesi kanıtlanmamış, denenmemiş iken ortak olmak, getiriye arttırmaktadır. Tam tersinden girişimci de ortaya koymak istediği ürün ya da hizmeti sermaye yetersizliği nedeniyle deneyemez iken risk sermayesi sayesinde şirketine sermaye yaratarak tasarladığı ürün veya hizmetin satışı ile istediği büyüklüğe sahip olma şansına sahip olmaktadır.

- **Uzun vadeli yatırım** : Risk sermayesi yatırımları uzun vadeli yatırımlardır. Ortalama olarak 7-10 yıllık süreyi kapsarlar. Yatırımın başlangıç aşamasında yüksek getiri beklenmemelidir.

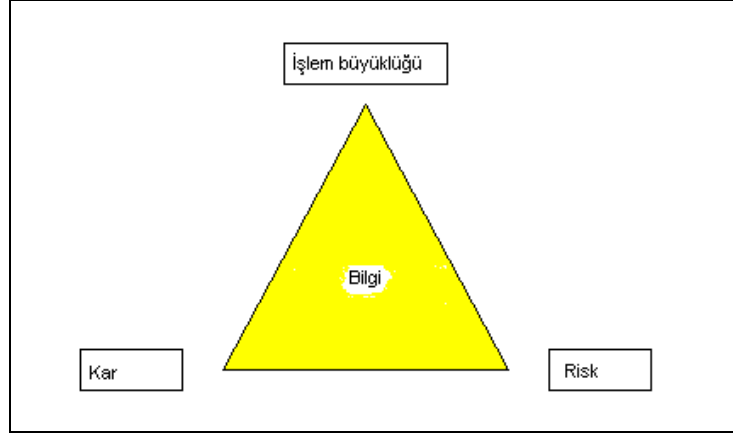
Risk sermayesinin sayılan bu özellikleri ile uzun vadeli finansal kaynaklar arasında yakın bir ilişki var gibi görülsede, uzun vadeli yabancı kaynaklar (Banka Kredileri) genellikle belli bir büyüklüğe ulaşmış, özkaynak sıkıntısı çekmeyen işletmeleri uzun vadeli projelerini finanse etmeleri için sağlanmaktadır. Diğer bir ifade ile bankalar, işletmelere özkaynak sağlamazlar. Ayrıca bankalar tarafından sağlanan kaynak karşılığında da bir faiz talep edilir. Bu faiz özkaynak sıkıntısı çeken firma için ödenmesi mümkün olmayan bir bedel olabilmektedir.

### **1.3.3. Risk Sermayesi Sisteminde Risk Faktörleri**

Her ne kadar oldukça cazip bir finansman seçeneği sunan bir sistem olsa da yapılan araştırmalar risk sermayesini kullanan her on firmadan sadece bir tanesinin başarılı olduğunu ortaya koymaktadır. Winters ve Murfin'e (1988) göre şirketlerin stratejik gelişim amaçlarını gerçekleştirmek için risk sermayesi programı ile nelere ulaşılabileceği konusunda realist olmaları gereklidir. Yazarlara göre, bu sistem bütün sorunları çözüm bulan her derde deva bir mekanizma sunmamaktadır.

Yapılan her risk sermayesi anlaşması, işlem büyüklüğüne bağlı olarak bir risk ve karlılık içermektedir (Şekil-3). Bu nedenle, varolan bilginin karlı bir yatırıma dönüştüğü bu sistemde, bu üç eleman arasındaki hassas dengenin korunması çok önemlidir. Alınacak riskin, beklenen getiri ve işlemin büyüklüğü ve elbette ki bu bilginin işlerliğinin olup olmadığı gibi konular çerçevesinde ele alınması şarttır. Bu unsurlar göz önüne alınmadan yapılacak bir girişimin, başarı şansının düşük olmasını beklemek mümkündür (Recklies, D., Recklies, O. (2000).

### Şekil-3: Risk Sermayesi Sisteminde Temel Unsurlar



**Kaynak:** Recklies, D., Recklies, O. (2000), The Venture Capital Industry: Analysis and Future Developments, <http://www.themanager.org/resources/The%20Venture%20Capital%20Industry.htm> (Erişim Tarihi: 02.02.2009)

Risk sermayesi kullanan ve kullandıran firmaların karşı karşıya oldukları riskleri şu şekilde gruplamak mümkündür:

- **Teknolojik Risk :** Risk sermayesi yatırımları uzun vadeli olduğu için bu süreçte teknolojinin hızla ilerlemesi ve değişmesi, risk sermayesi yatırımı yapılan ürün lehine de olabilmektedir. Yatırımı yapılan ürünün teknolojisinin yeni teknoloji karşısında eski kalma riski olabilmektedir.
- **Yönetim riski :** Yönetimde bulunan girişimci, sermayedar ya da profesyonellerin süreci yanlış yönetme veya zaaflarına yenik düşmesi riskidir.
- **Finansman Riski:** Risk sermayesi yatırımları uzun vadeli olduğu için, finansman kaynağının sürece uygun sağlanması gerekmektedir. Talep edildiğinde kaynak sağlanamaz ise yatırımın tamamlanamaması riski doğacaktır. Ürünün üretilmesinin başlangıcından satış sürecine kadar sermayenin sağlanması ürünün başarısı açısından çok önem taşımaktadır.

- **Üretim Riski:** Girişimcinin tasarladığı ürün, üretim süreci sonunda ticari bir ürün olarak değer kazanmaz ise, yatırım, sermayedarına beklenen yüksek getiriye getiremeyecektir. Tasarlanan ürünün ticari olarak değer kazanması ve talep görmeye başlaması ile bu talebe cevap verecek üretimin sağlanması gerekmektedir. Aksi halde ürün yine başarısızlığa gidecektir.
- **Pazarlama Riski:** Ürünün pazarlanması; ürünün kabul görerek talebinin artışında çok önemli bir etkidir. Ürünün pazara sunulma aşamasından, tutunma aşamasına kadar doğru pazarlama taktikleri yatırımı başarıya götürecektir.
- **Demode Olma Riski :** Risk sermayesi yatırımları uzun vadeli olduğu için bu süreçte, kullanılan teknolojinin eski kalma riski bulunmaktadır.

#### 1.3.4. Risk Sermayesi Finansman Araçları

Risk sermayesinin finansman aracı olarak kullandığı dört yöntem mevcuttur.

Bunlar: (Tuncel, 2000.43)

- **Adi Hisse Senedi (Common Stock) :** *Genelde en çok bilinen senet türü olup ortaklığı temsil etmektedir. Ancak finanse edilecek yatırımın riskine ve ortaklık oranına göre hisse senedinin türü farklılaşabilmekte ve çeşitli imtiyazlar ve haklar kazanılabilmektedir.*

*a-Deferred shares (ertelenmiş pay senedi )*

*İmtiyazlı hisseler kar payı dağıtımından sonra temettü alan hisselerdir.*

*b-preferred shares (tercihli pay senedi) Oy hakkı bulunmayan ancak kardan pay alabilen hisselerdir. (oydan yoksun hisse senedi)*

*c-preference shares (imtiyazlı pay senetleri)*

*İmtiyazlı hisse senedir.*

- **Dönüştürülebilir Tahviller (Convertible Debentures) :** *Türkiye'deki hisse senedi ile değiştirilebilir tahvile benzeyen bu araçta risk sermayesi yaptığı finansman karşılığında girişimciden bono olmaktadır. Daha sonra girişimci*

*ya bono karşılığı borcunu geri öder ya da fiyatı önceden tespit edilmiş hisse senetlerini vererek borcunu kapatır.*

- **Loans Warrants** : Bunların convertible debentures'den farkı borcun hisse senedine dönüştürülmesi durumunda hisse senetlerinin tercihli hisse senetleri olmasıdır.
- **Senior Dept** : Geç aşama finansmanında düşük riskli şirketler için kullanılan uzun vadeli finansmandır.

### **1.3.5. Risk Sermayesinde Yatırım Aşamaları**

Risk sermayesi yatırımları; fikir aşamasında başlayabildiği gibi; proje veya ürünün üretim ve satışındaki her aşamada sürece dahil olabilmektedir. Aşağıda risk sermayesinin yatırım aşamaları kısaca anlatılmıştır.

#### **1.3.5.1. Çekirdek Sermayesi Veya Ar-Ge Projesi Finansmanı (seed capital) :**

Bu aşama, henüz başlangıç – fikir aşamasında olan yatırımları ifade eder. Burada şirket kurulmamış olup sermayedar için en yüksek riskle beraber en yüksek getiri elde etme şansı olan yatırım şeklidir.

#### **1.3.5.2. Başlangıç Sermayesi (start-up capital) :**

Risk sermayesi yatırım aşamaları içinde; başlangıç sermayesi ile risk sermayesi birbirine çok yakın iki kavram olarak görülmektedir.

Başlangıç sermayesi fikir aşamasını geçmiş, bir ürün ya da projenin ortaya çıktığı ancak henüz pazara sunulmadığı yatırımları ifade eder. Bu dönemde yatırımcı ve girişimcinin en önemli görevi ürünün pazarda yüksek talep görebilmesini ve satışların sürekliliğini sağlanması mümkün kılacak finansman ihtiyacını doğru olarak planlamak olmalıdır

*'Amerika'da her 10 start-up şirketten ikisinin ilk 2-3 yıl içinde battığı, ikisinin beşinci yıla kadar dayandığı, kalan 6 sıdandan birinin büyük kar sağladığı, birinin ortalama getiri sağladığı diğer 4 ünün yetersiz kazanç sağladığı ortaya*

*konmuştur. Yaygın ismiyle bunlara yaşayan ölüler (living dead) denmektedir' (Tuncel, 2000, 54-55).*

### **1.3.5.3. Erken Aşama Finansmanı**

Erken Aşama finansmanında girişimci, ürünü tamamlamıştır ve piyasaya sürme aşamasındadır. Ürünün piyasa sürülmesi finansman ihtiyacının son bulunduğu anlamına gelmemektedir. Ürünün pazar koşullarına adapte olabilmesi ve rekabet edebilmesi için üretiminin kesintisiz olmasını gerektirmektedir. Üretimin devamlılığı için gereken finansman ihtiyacını sermayedar karşılayacaktır. Girişimci için, orta vadeli ve orta risk derecesinde yatırım olarak düşünülebilir. Ürünün piyasaya sürülmesi; sermayedarın yatırım kararı vermesinde önemli bir etkidir.

### **1.3.5.4. Geçit Finansmanı:**

Burada erken aşama finansmanında olduğu gibi ürün ortaya çıkmıştır. Erken aşama finansmanının devamı niteliğinde olan bu aşamada, ürün pazarda satılmaktadır. Erken aşama yatırımında sağlanan sermaye bitmiş, ürünün pazardaki devamlılığı için ilave sermaye ihtiyacının doğduğu aşamadır. Ürünün pazardaki yerini koruması veya arttırması için kapasite artışına yönelik yatırımlar olarak düşünülebilir.

### **1.3.5.5. Gelişme –Büyüme Sermayesi:**

Büyüme sermayesinde; şirket, pazarda yerini almış, satılmaya sürekli devam eden ve talebi artan bir ürünü olmuş ve kar etmeye başlamıştır. Bu üretimi arttırmak veya ürettiği ürünü çeşitlendirerek karlılığını arttırmak için sermayeye ihtiyaç duyacaktır. Bu sermayeyi iki türlü sağlayabilmektedir:

1) Organik Büyüme : Yeni bir fabrika ya da üretim tesisi yatırımı ile ürününün üretim kapasitesini arttırmak yada ürün çeşitlendirmesi yapabilmek için tesisleşme ve makina parkurunu arttırmayı amaçlayan yatırım tipidir.

2) Ele Geçirme -Satın Alma Yoluyla Büyüme: Şirketin ürettiği ürün ile aynı veya benzer ürünleri üreten şirketlerin mevcut tesislerinin satın alınması ile büyüme yoludur. Sermayedar için ürüne olan talep artık ölçümlenildiği için karar mekinazmaları doğru ve etkin olarak çalışmaya başlamıştır. Girişimci açısından ise sermayedarın bu aşamda yatırıma dahil olması istenen bir durum değildir ama hedeflenen büyümeyi yakalamak için finansman ihtiyacını karşılamak durumundadır. Şirketin belirli bir pazar payına ulaşmasından ötürü, sermayedar için diğer aşamalara göre daha düşük getiri sağlayan bir yatırımdır.

#### **1.3.5.6.Köprü Finansmanı ve Ara Finasman**

Köprü finansmanı, halka arza hazırlanan 6-12 ay içinde borsada satışa çıkacak şirketin bu süreçte daha fazla risk sermayesine son kez ihtiyaç duyduğunda kullanılmaktadır (Fettahoğlu, 1992. 27).

Köprü finansman biçimi olan ara finansman iki yıldan az vadeli olmaktadır. Bu finansman, özel bir şirkete satış, şirketin yöneticilerine satış ya da halka arz için sağlanan son finansman şeklidir (Kaya, 2001.15).

#### **1.3.5.7.Yerine Koyma Sermayesi:**

Yerine koyma sermayesi yatırımları hissedarların sahip olduğu payların bir kısmının satın alınması ile olmaktadır. Girişimcinin halka arzı istememesi, diğer ortaklar ya da aile bireyleri arasındaki anlaşmazlıklar nedeniyle bu yönteme başvurulmaktadır. İngiltere'deki Charterhouse Development, Midland Monteque Ventures gibi bazı büyük fonlar, yatırımlarının yarısını bu yöntemle yapmaktadırlar (Zaimoğlu .2001.80.).

#### **1.3.5.8. Şirket Kurtarma Finansmanı:**

Zarar eden, işletme faaliyetlerinin gereklerini yerine getiremeyecek duruma gelen şirketler için genellikle ilk yatırımcısı tarafından şirketin mali durumunu



iyileştirme yönelik yapılan yatırımlardır. Amaç şirketin ekonomik faaliyetlerine devam edebilmesini sağlayabilmektir.

### **1.3.5.9. Şirket Paylarının Satın Alınması (Buy – Outs , Buy – Ins) :**

Geç aşama yatırımları bazen çıkış olarak da ele alınabilmektedir. Burada, şirketin paylarının 3.kişiler, şirketler, şirket çalışanları ya da yöneticiler tarafından satın alınmasıdır. Satın almayı gerçekleştirenler;

-*Şirketin yöneticileri olabilir (management buy-out :MBO)*

-*Üçüncü kişiler olabilir ( leveraged buy-out )*

-*Başka bir şirketin yöneticileri olabilir (management buy-in :MBI)*

-*MBO ve MBI nin bir kombinasyonu olabilir (buy –in management buy-out)*

-*Şirket çalışanları olabilir.( Employee Stock Ownership Plan : ESOP )*

(Zaimoğlu .2001.83.)

Yukarıdaki maddelerden de anlaşılacağı gibi risk sermayesi yatırımları şirketlerin başlangıç ve büyüme evrelerindeki her aşamada uygulama olanağı bulabilmektedir. RS yatırımları; şirket kuruluşundan başlayarak, ürünün üretilmesi, ticarileştirilmesi ve şirketin halka arzı ile sonuçlanıncaya kadar tüm süreçte kullanılmaktadır. RS yatırımları sadece yeni kurulmuş ve büyüme potansiyeli olan şirketlerde değil; aynı zamanda geç aşama yatırımları olarak da bilinen yerine koyma sermayesi, şirket kurtarma finansmanı ve şirket paylarının satın alınması şeklinde de olabilmektedir.

**Şekil 4: Risk Sermayesi Yatırımlarında Finansman Aşamaları**

<b>Şirket Gelişim Aşamaları</b>	<b>Başlangıç Şirketleri</b>	<b>Büyümüş Şirketler</b>	<b>Gelişmiş Şirketler</b>
	Geçmişe dönük performans kayıtları yoktur. Yavaş iş sistemi gelişimi	Kanıtlanmış ürün potansiyeli Kanıtlanmış yönetim takımı Hızlı iş sistemi gelişimi	Rekabette denge Gelişmiş iş sistemleri Maliyetlere odaklanma
<b>Finansman Aşamaları</b>	<b>Erken Aşama Finansmanı</b>	<b>Geç Aşama Finansmanı</b>	<b>Gelişmiş ve Geç Aşama Finansmanı</b>
	<b>Çekirdek Finansmanı</b>	<b>İkinci Aşama Finansmanı</b>	<b>Kurtarma Finansmanı</b>
	Mucit veya girişimçi tarafından sağlanan göreceli olarak küçük finansman	İlk Genişleme aşamasında İşletme Sermayesi sağlanması	Yeniden örgütlenme veya iflas aşamalarında sağlanan finansman
	<b>Başlangıç Finansmanı</b>	<b>Üçüncü Aşama Finansmanı</b>	<b>Şirket Paylarının Satın Alınması</b>
	Ürün geliştirme ve pazarlama	Satış hacmi artan şirketlere sağlanan genişleme finansmanı	Yönetimde pay sahibi olmak için sağlanan finansman
	<b>İlk Aşama Finansmanı</b>	<b>Köprü Finansmanı</b>	<b>Birleşme/ Satın Alma/Özelleştirme</b>
	Ticari üretimi ve satışların başlaması	6 ay ile 1 sene içerisinde halka açılma	Ana firmaların birleşme/satın alma ve özelleştirme maliyetlerine katılımı

Kaynak: <http://www.oecd.org/dataoecd/14/7/2093654.pdf> sayfa 9

### 1.3.6. Risk Sermayesi Yatırımlarından Çıkış

Risk sermayesi yatırımlarında sermayedarın veya risk sermayesi şirketlerinin amacı yatırım yaptığı şirketin belli bir değere ulaşmasından sonra, şirketin satışı ile beklediği yüksek getiriye elde etmektir. Şirketin kuruluş aşamasından itibaren genellikle 3-7 yıl arasında veya bu süre sonunda şirket hisse senetlerinin en değerli olduğu zamanda hisselerin satışı ile maksimum karı sağlayarak yatırımdan çıkmış olurlar.

Yatırımdan çıkış olarak adlandırılan risk sermayesi yatırımlarının en son aşaması, farklı projeler için değişik biçimlerde kendini göstermektedir. Bunlardan bazıları aşağıda belirtilmiştir Barry ve Arkadaşları (1990: 450) Yatırımdan çıkış biçimlerini aşağıdaki gibi belirtmiştir.

- Hisse senetlerinin halka satışı,
- Bir başka şirket tarafından satın alınması,
- Risk sermayesi şirketinin hisselerinin, risk sermayesine konu olan şirket tarafından geri alınması,
- Risk sermayesi şirketinin hisselerinin başka bir yatırımcıya satılması,
- Şirketin yeniden organize edilmesi,
- Şirketin tasfiye edilmesi.

Barry ve Arkadaşları çalışmasında bahsi geçen yatırımdan çıkış biçimlerinin ortak noktası, desteklenen işletmenin hisse senetlerinin satışına dayanmasıdır. Sonuç olarak da ortaya çıkan durumu iki farklı açıdan değerlendirmek mümkündür. Bunlardan ilki hisse senetlerinin satışla beraber, menkul kıymetler borsasında veya hisse senedi piyasasında hisse senedi arzının artmasıdır. Diğer taraftan çıkan risk sermayesi şirketlerinin yerine yeni şirketler giriş yapacaktır (Kaya, 1992: 39).

Ayrıca üretim araçlarının sahipliğinin daha geniş kitlelere ulaşmasını sağlanarak, ekonomide dengeli ve nispeten daha adil bir gelir dağılımının oluşmasına hizmet etmektedir. Kaya (1992: 39) çalışmasında;

*“Risk sermayedarı tarafından hisse senetleri satılan girişimci şirketin de belli bir yapıya kavuşturularak kar dağıtacak aşamada olması, küçük tasarruf sahipleri için bu şirketin hisse senetlerinin cazip bir yatırım aracı haline gelmesini sağlamaktadır.”* diyerek dengeli gelir dağılımını sağlayan mekanizmayı tasfir etmiştir.

Risk sermayesi yatırımlarında; yatırımdan çıkışta en yaygın görülen çıkış şekli; şirketin halka arzı ile olmaktadır. Sermayedar yatırımın likidasyonu için, en uygun zamanda halka arzın gerçekleşmesi ile maksimum getiri sağlamaktadır.

Halka arzın olumlu ve olumsuz yönlerini şu şekilde açıklamak mümkündür:  
(Tuncel, 2000.87)

▪ **Halka arzın üstünlükleri :**

- *Halka açılma sonucu, hisse senetleri menkul değerler borsasında işlem görme olanağına sahip olur. Ancak bu olanağa sahip olmanın getirdiği bazı maliyetler vardır.*
- *Halka açılma, ileriki dönemlerde oluşacak sermaye ihtiyacının daha kolay sağlanmasına yardımcı olur.*
- *Yatırımcıya likidite olanağı verir.*
- *Pazarlık özelliği olan enstrüman yaratır.*
- *Özsermaye finansmanı alternatifinde esneklik yaratır. Halka açık şirketlerin sermaye arttırım olanakları daha çoktur.*
- *Firma imajı yüksektir. Tanınma derecesi artar .*

▪ **Halka arzın olumsuz yönleri**

- *Kurallara uyma zorunluluğu getirir.*
- *Etkin yönetim ve başarı için pazar baskısı yaratır.*
- *Aylık raporlama koşulu finansal yönetimin esnekliğini azaltır.*
- *Hissedarların menfaatleri konusunda tartışmalara neden olur .*
- *Halka açılma ek maliyet getirir.*
- *Temettü ödeme zorunluluğu getirir.*

Halka açılan işletmelerde, hisse senedi fiyatları şu şekilde belirlenir:

- Benzer işletmelerin hisse senedi fiyatlarına bakılarak karar verilebilir.
- Yüksek fiyat halka arzın riskini arttıracığı için pazarda alıcı bulacak bir fiyat belirlenir.
- Halka açılmada talebi arttırmak için hisse senedi fiyatlarına belli bir oranda iskonto sağlanabilir (Ceyhan A., Korkmaz T.(2008) .195).

### 1.3.7. Risk Sermayesinin Kaynakları

Risk sermayesinin fon kaynakları kurumsal RS yatırımcıları ve bireysel RS yatırımcıları olabildiği gibi ülkeler arasında da farklılık göstermektedir. Özel Risk

Sermayesi şirketleri, vakıflar, bankalar, sigorta şirketleri veya nakit zengini kişiler, fon kaynakları arasında yer alabilmektedir.

Aşağıdaki tabloda risk sermayesinin Türkiye, İngiltere ve Amerika'daki yaygın risk sermayesi fon kaynakları belirtilmiştir.

**Şekil 5: Ülkelere Göre RS Fon Kaynakları**

<b>ABD</b>	<b>İngiltere</b>	<b>Türkiye</b>
Bağımsız RS ortaklıkları	Bankaların oluşturduğu fonlar	Bağımsız RS şirketleri (Vakıf Risk A.Ş., İş Risk A.Ş.)
Şirketlerin RS ile ilgili kuruluşları	Yatırım kuruluşları destekli fonlar	Şirketlerin RS bölümleri
İş geliştirme şirketleri	BES (Business Expansion Funds)	Küçük işletmelere yatırım yapan özel şirketler
Küçük işletme yatırım şirketleri	Şirket ve diğer özel sektör fonları	Ar-Ge konusunda faaliyet gösteren özel ortaklıklar
AR-GE ortaklıkları	Yarı resmi fon kaynakları	Bankaların bu alanda faaliyet gösteren kolları
Özelleşmiş fonlar ve incubator'ler		

**Kaynak:** [www.kobinet.org/hizmetler/bilgibankasi/finans/003d.html](http://www.kobinet.org/hizmetler/bilgibankasi/finans/003d.html) aktaran kobi'lerin finansman sorunlarına bir çözüm önerisi: "risk sermayesi finansman modeli" s 9 dtm dergisi, sayı 33, ekim 2004..

### 1.3.8. Risk Sermayesinde Yatırım Kararı Alma Süreci

Risk sermayesinin işleyiş mekanizmasına bakıldığında, sistemin içerisinde yer alan tarafların çeşitli faaliyetlerini içeren farklı aşamalardan mürekkep bir sistemle karşı karşıya olduğu fark edilmektedir. Sistemde yer alan belli başlı aşamaları şu şekilde özetlemek mümkündür:

- Projenin hazırlanması
- Teklif mektubu
- Girişimcinin değerlendirilmesi
- Proje değerlendirilmesi
- Yatırım kararı

Literatüre bakıldığında, sistemdeki bu tür süreçleri inceleyerek, sistemin başarı şansının ne olduğuna ilişkin çalışmaların olduğu göze çarpmaktadır. Bu

çalışmalardan birinde, Stevenson vd.leri (1987) Monte Carlo Simülasyonu kullanarak, yatırım aşamasına yönelik bir analiz ortaya koymuşlardır. Buna göre, risk sermayesi yatırımlarının yüksek oranda getiri getirmesini sağlayan temel unsurlar şunlardır:

- Çok-aşamalı yatırım sürecinin oluşturulması
- Risk sermayesi performansının objektif olarak değerlendirilmesi
- Fondan elde edilen getirinin tekrar sistemde değerlendirilmesi
- Getirinin süreklilik kazanması için bir önceki dönemden elde edilen bilginin bir sonraki dönemde kullanılması
- Yatırım portfolyosunun gelir getirecek kadar uzun bir vadede sistemde tutulması

### **1.3.9. Risk Sermayesinin Hukiki Yapısı**

Sermaye Piyasası Kanunu'nda 24.4.1992 tarih ve 3794 sayılı yasa ile yapılan değişiklikle risk sermayesi kavramı yasal bir nitelik kazanmış ve risk sermayesi yatırım fonlarını düzenleme ve denetleme görev ve yetkisini SPK tarafından yerine getirilmesi hüküm altına alınmıştır. Yapılan bu değişikliğe dayanılarak çıkarılan ve 6.7.1993 Tarihinde yürürlüğe giren Tebliğ'le, Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları'na ilişkin esaslar belirlenmiş olup, bu ortaklıklar SPK tarafından da resmen tanınmıştır.

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına ait haklar ve yükümlülüklerinin genel esaslarını belirleyen söz konusu tebliğ, 06.11.1998 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" adlı Tebliğ ile yürürlükten kaldırılmıştır.

06.11.1998 ile 20.03.2003 tarihleri arasında geçen yaklaşık dört buçuk yıl boyunca SPK mevzuatında konuyla ilgili herhangi bir yasal düzenleme yapılmamış olup, 2003 yılında yayımlanan tebliğ ile girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının kurucularına ve kuruluş usullerine, hisse senetlerinin Kurul kaydına alınması ve halka arzına, yönetimine ve yöneticilerinde aranacak niteliklere, faaliyet konuları ve

portföy sınırlamaları ile kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine ilişkin esasları düzenlenmesi amaçlanmıştır.<sup>1</sup>

Ayrıca gerek eski gerekse de yeni kurumlar vergisi kanunlarının vergiden istisna olan kazançları düzenleyen ilgili maddelerinde (5520 sayılı Kurumlar Vergisi kanunun Kanununda 5.maddesinin 1 numaralı bendinin 4 numaralı alt bendi, 5422 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanununun 8'inci maddesinin 4 numaralı bendinin (c) alt bendinde ) Risk sermayesi yatırım fonları veya ortaklıklarının kazançları, kurumlar vergisinden müstesna tutulmak suretiyle desteklenmiştir.

### **1.3.10. Risk Sermayesi Yatırımlarının Ülke Ekonomisine Katkısı**

Risk sermayesi yatırımları; yeni kurulmuş şirketlere veya fikir aşamasında olan projelere finansman sağlayarak, girişimciye hayal ettiği projeleri gerçekleştirme, sermayedara yüksek getiri elde etme olanağı sağlamaktadır. Risk sermayesi yatırımlarının; finansman ihtiyacı yüksek olan küçük ve orta boy işletmeler için önemi büyüktür.

KOBİ'lerin ekonomide büyük paya sahip olması, istihdama yüksek oranda katkıları olması nedeniyle KOBİ lerin büyümesinde önlerindeki en önemli engel olan finansman sorununun aşılmasında risk sermayesi önemli bir rol oynamaktadır.

Özellikle bizim gibi gelişmekte olan ekonomilerde; küçük şirketlerin risk sermayesi yatırımları ile büyüyerek; üretime, istihdama ve sermaye piyasasının gelişimine katkı sağlamaktadırlar.

Risk sermayesinin makro etkilerini iki grupta toplamak mümkün olacaktır (Fettahoğlu A.1992. 43-44).

1) Tam İstihdam, Dış Ticarete Denge, Ekonomik Büyüme: Büyük işletmelerin istihdama katkı sağlamaları ancak yeni yatırımlar ile mümkün olabilmektedir. Yeni ve büyüme potansiyeli yüksek küçük işletmelerin ekonomiye, istihdama katkısı

---

<sup>1</sup> Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VI, No: 15) tezin ekler bölümünde EK:1 olarak sunulmuştur.

beklenenin üstünde olmaktadır. Risk sermayesi yatırımları ile küçük işletmelerin en önemli eksiği olan sermaye ve yönetim deneyimi giderilmekte ve yeni teknolojik gelişme ile birlikte ekonomik büyüme gerçekleşmektedir.

2) Yapısal Değişme ve Teknolojik Transfer: Yüksek riskli yatırımlar ile ekonominin yenilenmesi ve ekonominin yapısal değişimini tamamlaması açısından önemlidir. Riskli yatırımların finansmanı olarak sadece finansman kaynağı değil aynı zamanda uluslararası teknoloji transferini de sağlamaktadır.

Risk sermayesi sisteminin geniş ülke ölçeğinde yapmış oldukları etkinin yanı sıra, sistemin, sistemi kullanan kurum ve kuruluşlar açısından etkisinin de literatürde geniş yer aldığı göze çarpmaktadır. Fredriksen vd.nin (1997) yapmış oldukları literatür taraması neticesinde ortaya koydukları sonuçlar, sistemin içinde yer alan kurumlara ciddi bir kapasite kazandırdığını gözler önüne sermektedir. Bu çalışmada ön plana çıkan belli başlı noktaları şu şekilde özetlemek mümkündür (s. 504):

- Bir düşünce yayma olarak hizmet vermek
- Yatırımcı grupları için aracı olmak
- Alternatif bir fon kaynağı elde etmek
- Finansal performansı takip etmek
- Operasyonel planlama yapmak
- Stratejik planlama yapmak
- Potansiyel müşteri ve tedarikçilere tanıtım yapmak
- (Profesyonel) şirket yöneticilerinin işe alınmasını sağlamak
- İş danışmanlığı yapmak
- Koçluk / Mentorluk yapmak
- Finansörlük yapmak
- Arkadaşlık / Sırdaşlık yapmak



## İKİNCİ BÖLÜM

### DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE RİSK SERMAYESİ SİSTEMİ

#### 2.1. Dünyada Risk Sermayesi Uygulamaları: Örnek Ülke İncelemeleri

Risk sermayesinin gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ülkede yaygın olarak kullanılan bir sistem olduğunu söylemek mümkündür. 2001 yılı itibariyle, sistemin yaratmış olduğu işlem hacminde ciddi bir potansiyel olduğu görülmektedir. (Çizelge-1). Buna göre, en çok yatırım miktarına sahip ülkeler arasında birincilik hiç kuşkusuz ABD’de bulunmaktadır. Fakat sistemin gelişme potansiyeli sergilediği ülkeler arasında Kanada, Japonya, Almanya, Hong Kong, İngiltere ve Avustralya gibi ülkelerin de olduğu dikkati çekmektedir.

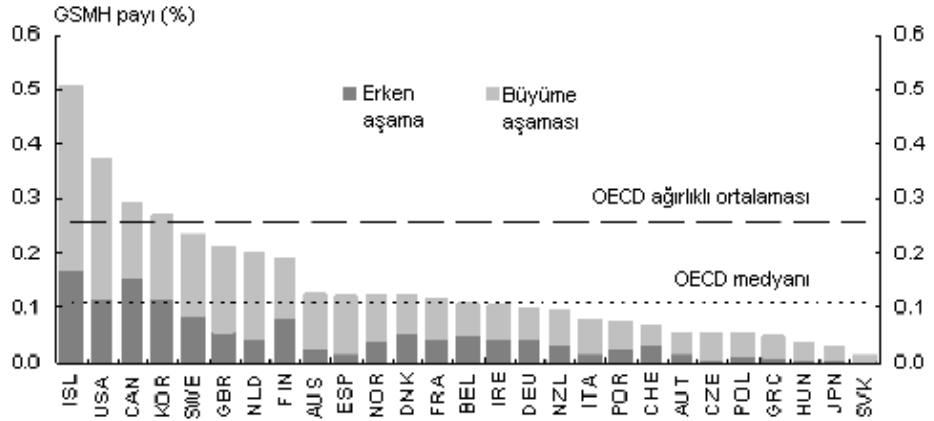
Çizelge-1: 2001 Yılında 39 Ülkede Risk Sermayesi Sistemine Yapılan Yatırım Miktarları ( Milyon \$)

Ülke	Risk Sermayesi Yatırım Miktarı	Ülke	Risk Sermayesi Yatırım Miktarı
Avustralya	1.273	Malezya	80
Avusturya	47	Hollanda	208
Belçika	112	Yeni Zellanda	46
Kanada	3.172	Norveç	74
Çin	1.590	Pakistan	0
Çek Cumhuriyeti	8	Filipinler	24
Danimarka	172	Polonya	28
Finlandiya	159	Portekiz	18
Fransa	635	Singapur	1.052
Almanya	1.306	Slovakya	3
Yunanistan	36	İspanya	125
Hong Kong	1.864	Sri Lanka	0
Macaristan	18	İsveç	270
İzlanda	7	İsviçre	85
Hindistan	1.133	Tayvan	393
Endonezya	9	Tayland	22
İrlanda	43	İngiltere	1.051
İtalya	330	Amerika	41.005
Japonya	2.148	Vietnam	3
Güney Kore	1.695		

**Kaynak:** Gompers, P. and J. Lerner (2004), The Venture Capital Cycle. Cambridge, MA: MIT Press.

Risk sermayesi sisteminin çeşitli ülkelerde yıldan yıla geliştiği söylenebilir. Her ne kadar, ülkelerin sıralamaları değişik yıllarda farklılık gösterse de, sistemin en çok Batılı ülkelerde yaygın olarak tercih edildiği gözlenmektedir. Örneğin, Şekil-2’de görüldüğü üzere, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) verileri kapsamında yapılan bir değerlendirmede, 2000 – 2003 dönemini kapsayan süreçte, sistemin Gaysi Safi Milli Hasıla (GSMH) içerisindeki payının en çok olduğu ülkeler arasında İzlanda, ABD ve Kanada’nın başı çektiği görülmektedir.

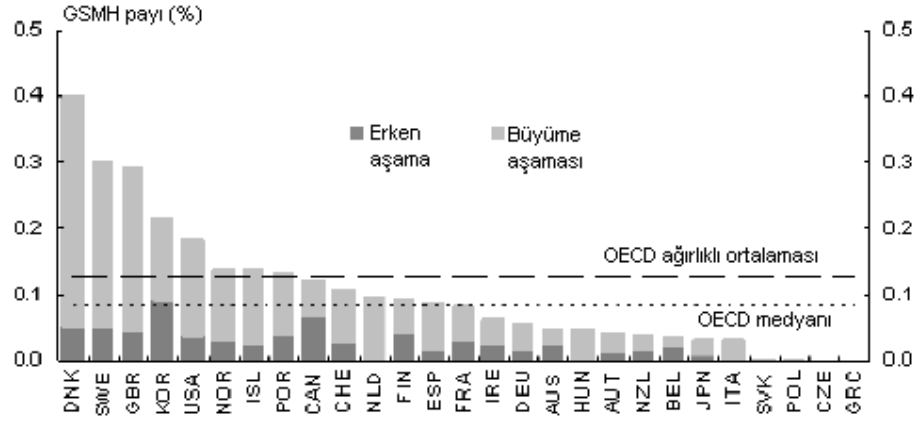
**Şekil 6:** OECD Ülkeleri Arasında Risk Sermayesi Yatırımlarının GSMH İçerisindeki Payının Karşılaştırılması (2000 – 2003)



**Kaynak:** OECD, 2005.

Fakat, yukarıda verilen bu profilin, 2005 yılında bir parça değiştiği saptanmıştır. Buna göre, Şekil-2’de görüldüğü üzere, ilk sıralarda yer alan ülkeler genellikle İskandinav Ülkeleri olmuştur. Yıldan yıla böyle ufak çaplı sıralama değişiklikleri gerçekleşse de, daha geniş bir kronolojik bağlamda gerçekleştirilen genel bir değerlendirmenin sonuçları sistemin Batılı ülkelerdeki yaygın kullanımını doğrular niteliktedir.

**Şekil 7: OECD Ülkeleri Arasında Risk Sermayesi Yatırımlarının GSMH İçerisindeki Payının Karşılaştırılması (2005)**



**Kaynak:** OECD, 2005.

Risk sermayesi sisteminin ülkelere göre ne kadarlık bir işlem hacmine sahip olduğuna ilişkin bu bilgilerin yanı sıra, dünyadaki farklı uygulamaları kısaca analiz etmek, sistemi tam olarak anlamak için büyük bir önem arz etmektedir. Çünkü, risk sermayesi sisteminde, farklı ülkelerde farklı tip uygulamalarla karşılaşmak olasıdır (Recklies ve Recklies, 2000). Bu sebeple, aşağıda yer alan bölümde, önemli bir finansman seçeneği sunan risk sermayesi sisteminin dünya üzerinde belli başlı uygulama örnekleri ele alınacaktır.

### 2.1.1. Amerika Birleşik Devletleri: Risk Sermayesinin Doğuşu ve Gelişmesi

Risk sermayesi finansman modelini benimseyen ilk resmi fon oluşumu, 1946 yılında ARDC ile başlamıştır. Daha önceleri ABD'de risk sermayesi yatırımları, yatırım uzmanları olan zenginler, yatırım grupları veya aileler tarafından öznel yöntemler ile yürütülmüştür (Çımat A, Laçinel. A, 2002, 112).

1957 yılında Digital Equipment Corporation'e (DEC) yapılan 70.000 \$ risk sermayesi yatırımıyla Amerikan Araştırma ve Geliştirme Kurumunun ilk büyük başarısının temelleri atılmıştır. 1968 yılında DEC'in halka arz yolu ile borsaya

açılması sonucunda şirket değeri 355 milyon \$ olarak saptanmıştır. (03.04.2007. [http://en.wikipedia.org/wiki/American\\_Research\\_and\\_Development\\_Corporation](http://en.wikipedia.org/wiki/American_Research_and_Development_Corporation) )

ABD hükümeti, 1958 yılında başlattığı SBIC programı ve çeşitli teknoloji geliştirme programları sayesinde risk sermayesi piyasasının gelişimine yön vermeyi başarabilmiştir. Uygulanan bu programlar sayesinde büyük sermaye yatırımlarının özel sektöre aktarılmasına olanak tanınmıştır. Küçük işletmelere sağlanan vergi teşvikleri yanında emeklilik fonları ve şirketler tarafından sağlanan finansman kaynakları sayesinde Amerikan şirketlerine alternatif finansman yolları yaratılmıştır. 1971 yılında Kurulan NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automatic Quotation System) sayesinde risk sermayedarlarına karlı çıkış fırsatları sağlanmıştır ( Baygan, G, 2003, 5).

NASD (National Association of Securities Dealers) tarafından kurulan NASDAQ, bilgisayar ve telekomünikasyon altyapısı ile desteklenmiş elektronik araçlar arası kotasyon sistemidir. İnnovasyona ve hızlı büyüme arzusuna dayalı şirketler için cazip olan Nasdaq hisse senetleri piyasası iki tip pazardan oluşmaktadır. Ulusal Pazara giriş şartları daha ağır olduğu için ulusal pazarda büyük şirketler işlem görmektedir. Küçük Ölçekli Pazarda (Small Cap Market) büyüme potansiyeli yüksek olan şirketlerin hisse senetleri işleme tabi olmaktadır. ( Erkumay, 2000, 29)

Dünyanın Teknoloji Borsası olarak da anılan NASDAQ piyasası, risk sermayesi ile fonlanmış şirketlerin büyüme aşamalarında ihtiyaç duydukları yeni sermaye arttırmalarına olanak sağlamaktadır.

Daha önceki bölümlerde ele alındığı üzere, ABD’de risk sermayesi sisteminin gerçek anlamda doğuşu, 1970li yılların sonunda yasal mevzuatta gerçekleşen iki değişiklikle olmuştur. Sermaye gelirlerinin vergi oranlarındaki düşüş ile Amerikan İşçi Kurumu’nun emeklilik fonu kurallarını yeniden düzenlemesi ile risk sermayesi yatırımları ciddi oranda artmıştır (Gompers ve Lerner, 1999, s.6).

1980'lerin başında Amerikan risk sermayesi piyasasını etkileyen yasal mevzuattaki bu değişim, aynı dönemde yaşanan ekonomik krize paralel olarak fikrin bireyler ve kurumlar arasında yaygınlaşması ile uygun bir gelişme ortamı bulmuştur. Stevenson vd.lerine göre (1987) Risk sermayesi fikri, ülkede özellikle 1982-1983 ekonomik krizinin olduğu günlerde, finans ve siyaset çevrelerinden pek çok kişi arasında yaygınlaşmış ve risk sermayesinin ulusal, ekonomik ve bireysel amaçların gerçekleştirilmesi konusunda büyük önemi olduğunu kabul edilir olmuştur.

Sistemin doğmuş olduğu ana merkez olması nedeniyle, risk sermayesinin gelişim sürecini de en hızlı şekilde ABD'de tamamladığı görülmektedir. Aşağıda yer alan tablo, 1992-2001 yılları arasını kapsayan bir süreçte, risk sermayesi sisteminin toplam birincil halka arz (Initial Public Offering - IPO) işlemlerine göre büyüme hacmini ortaya koymaktadır. Buna göre, 1992 yılında 3.1 milyar dolar olan risk sermayesi yatırımlarının, 2001 yılında yaşanan kriz öncesinde 87.3 milyar dolara yükseldiği görülmektedir. Sektörün, tüm diğer sektörlerin 2001 yılında yaşadığı gibi, ciddi bir daralma sergilediği ve 47.6 milyar dolara kadar indiği görülmektedir.

Çizelge 2: ABD'de Risk Sermayesi Yatırımları ve Toplam IPO İşlemleri (1992-2001)

YIL	RİSK SERMAYESİ FONU (MİLYAR DOLAR)	TOPLAM IPO İŞLEMLERİ (MİLYAR DOLAR)
1992	3.05	20.97
1993	6.80	28.16
1994	7.06	16.24
1995	7.38	24.46
1996	13.17	40.65
1997	17.33	28.97
1998	31.01	32.20
1999	50.91	62.69
2000	87.27	60.54
2001	47.64	33.97

Kaynak: Ritter, J. Some Factoids About the 2002 IPO Market.” <http://bear.cba.ufl.edu/ritter>. (Erişim Tarihi: 03.12.2008)

1980-2007 yılları arasında Amerika'da gerçekleşen risk sermayesi yatırımlarına bakıldığında 1995 yılına kadar belli bir trend içinde yükselişine devam eden risk sermayesi yatırımlarının 90'ların sonuna doğru hızlı bir yükseliş aşamasına girdiği anlaşılmaktadır. 2000'li yıllarla birlikte Amerika'da yapılan risk sermayesi yatırımların patlama yaşadığı ve bu sürecin 2007 yılına kadar hiç düşüş yaşamadan devam etmiş olduğu anlaşılmaktadır. 2007 yılının verileri 2006 yılıyla karşılaştırıldığında %8 'lik bir kayıp olduğu fark edilmektedir (NVCA, 2006).

2006 yılı verileri dikkate alındığında risk sermayesi kullanan işletmeler toplam istihdamın % 9,1'ini ve toplam Gayri safi Milli Hasılanın % 17,6 oluşturmuşlardır (NVCA, 2006).

### **2.1.2. Avrupa Ülkelerinde Risk Sermayesi Uygulamalarına Genel Bakış**

Risk sermayesi sisteminin Avrupa'da gelişiminin, ABD'ye nazaran daha yavaş bir seyir izlediği görülmektedir (Bottazzi ve Da Rin, 2002). Fakat, gerek Amerika'da sistemin ulaştığı uygulama başarısı, gerekse risk sermayesinin istihdam yaratıcı ve verimlilik artırıcı etkisinin fark edilmesiyle, Avrupa ülkelerinde de sistem giderek yaygınlaşmıştır (Schertler, 2001).

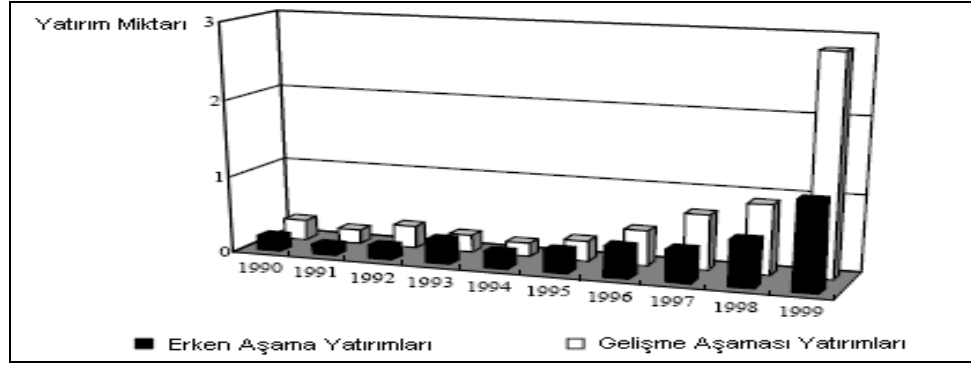
Sistemin ilk örneklerinden biri İngiltere'de 1945 yılında Bank of England tarafından başlatılmıştır. Avrupa ülkelerinde, Amerika'da ki uygulamasından farklı olarak, risk sermayesi ile sermaye fonu kavramları genellikle birbirleriyle eş anlamlı olarak kullanılmakta olduğu görülmektedir. Avrupa ülkelerinde risk sermayesi sistemi "management buy-outs and buy-ins (MBO/MBIs)" gibi yöntemleri de içermektedir (Recklies ve Recklies, 2000). Bu açıdan, bazı uygulama farklarının oluştuğu da görülmektedir. Kuğu (2004) bu noktayı şu şekilde özetlemektedir: "Avrupa'da risk sermayesi tanımı, borsada kotasyonu olmayan girişimlere hisse alımı yolu ile kurucu ortak olunarak sağlanan sermayedir (private equity). Özellikleri bakımından Amerika ve Avrupa'da uygulanan risk sermayesi yöntemleri birbirinden farklıdır. Avrupa'da uygulanan risk sermayesi (venture

capital) ve kurucu ortaklık hissedarlığı (private equity) eş anlamlı olarak kullanılırken, Amerika’da bu iki kavram birbirinden ayrılmaktadır.” (s.144)

Sistemin Avrupa ülkeleri arasında uygulanmasında bazı kronolojik farklar da mevcuttur. Örneğin, İngiltere’de, Bank of England tarafından kurulan ve 1945 yılından 1980 yılına geçen süreçte, hemen hemen tek organize olmuş risk sermayesi kaynağını sunan kurum, Endüstriyel ve Ticari Finans Şirketi’dir. (Industrial and Commercial Finance Corporation). Daha sonra, ismini “Investors in Industry ” (3i) olarak değiştiren bu kurum, İngiltere’de sistemin gelişmesine ön ayak olmuştur. Buna rağmen, 1979 yılına gelindiğinde İngiltere’de sadece 20 uzman risk sermayesi örgütü mevcuttur. Fakat, 1980’lerde ülkede yaşanan gelişmelerin de etkisi ile, bu sayı 1989’larda ciddi oranda artmış, sadece İngiliz Risk Sermayesi Birliği’ne (British Venture Capital Association) üye 120 kurum mevcutken, bunun dışında faaliyet gösteren 60 örgüt daha alanda faaliyet göstermiştir. Sistemde işlem hacimlerinde de artışın 1980’li yıllardan itibaren başladığı göze çarpmaktadır. Örneğin 1984 yılında, yönetilen toplam fon miktarı 280 milyon sterlin iken, 1989 yılında, yıllık toplam yatırım miktarı 1.420 milyar sterline ulaşmıştır. Her ne kadar 1990’ların başında, ülke genelinde yaşanan ekonomik durgunluk nedeniyle yaşanan yavaşlama eğilimi ile bu miktar 1.106 milyar sterline düşse de, sistemin günümüze dek İngiltere’de başarı ile uygulandığını söylemek mümkündür (Martin, R. 1992, 162-163).

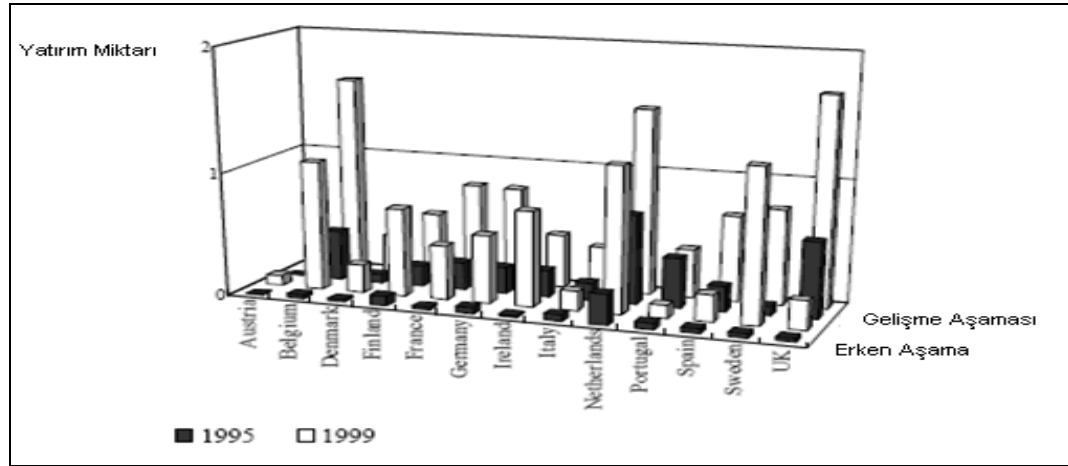
Avrupa risk sermayesi piyasasına genel olarak bakıldığında, yatırımların genel olarak 1995 yılındaki miktarından 1999’a dek önemli bir atılım gerçekleştirdiği görülmektedir (Şekil 8). Gerek erken dönem gerekse gelişme aşamasına yönelik yatırımlarda bu iki dönem arasında ciddi bir fark olduğu açıktır.

Şekil 8: Erken Aşama ve Gelişme Aşamasına Yönelik Yatırım Miktarlarının Karşılaştırılması



Şekil 9'da da görüldüğü üzere, özellikle Belçika ve Hollanda risk sermayesi piyasaları, sistemin daha yerleşik konumda bulunduğu İngiliz ve Amerikan piyasalarının hacmine erişen bir grafik çizmektedir.

(Çeşitli Avrupa Ülkeleri – 1995-1999) (GSMH'da milyon dolar başına düşen yatırım)



Kaynak: International Financial Statistics CD ROM IFS (2000). (Aktaran: Schertler, 2001, s.21)

Fakat, Schertler'e göre (2001), Avrupa risk sermayesi piyasasını tam olarak anlamak için, sadece yatırım figürlerine bakmak yetersiz olabilir. Ona göre, Avrupa'da hükümetlerin piyasalar üzerinde oynadıkları aktif rolü dikkate alarak yapılacak bir analiz daha verimli sonuçlar vermesi bakımından önemlidir (s.21)



### **2.1.3. Diğer Dünya Ülkelerinde Örnek Uygulamalar**

Her ne kadar risk sermayesi sisteminin doğuşu ve gelişmesi batı menşeli ülkelerde gerçekleşmiş olsa da, sistemin başka ülkelerde de başarı ile uygulandığı görülmektedir. Bu ülkeler arasında özellikle İsrail ve Japonya'nın sistemin uygulanması aşamasında önemli başarılar kaydettiklerini söylemek mümkündür.

#### **2.1.3.1. İsrail'de Risk Sermayesi Sistemi ve YOZMA Programı**

Risk sermayesi konusunda hızlı bir gelişme gösteren İsrail'de hükümetlerin de destekleri ile ülkeye yatırım yapacak olan yabancı teknoloji şirketlerine teşvikler sunulmaktadır. Bu teşvikler sayesinde, ülkeye girecek olan yüksek teknoloji firmalarının, teknoloji ve know-how gerektiren endüstri kollarında yenilikçi ve işletmecilik kültürünü hızlandıracağı düşünülmektedir. Yozma programı kapsamında yabancı bir risk sermayesi şirketi İsrail'li bir ortakla birlikte bir yatırım için 12 milyon ABD Doları tutarında bir finansman sağladığında, İsrail devleti de söz konusu yatırıma 8 milyon ABD Doları tutarında bir sermaye ile destek olmuştur. Yatırımdan birkaç yıl sonra da devletin payının özel sektör tarafından satın alınmasına olanak tanınmıştır (Kaya, A, 2007).

İsrail'in başarısının altında bir kaç sebep yatmaktadır. Yazılım endüstrisinin atılımı, devletin yazılım sektörünü hizmet sektörü olarak tanımlamaktan vazgeçip sanayi kolu olarak kabul etmesi ile 1991 yılında başlayan bu süreç içerisinde yazılım sanayine teşvik sağlamasıdır (Tünel, www.bthaber.net , 09.09.2008).

Dünyanın ikinci silikon vadisi olarak adlandırılan İsrail' de risk sermayesi şirketlerinin sağladıkları start-up finansmanı sayesinde 4 binden fazla firma İsrail ekonomisine kazandırılmıştır. NASDAQ'da işlem gören 100' den fazla İsraili şirket bulunmaktadır.

1993 yılında Hükümet tarafından kurulan Yozma programı kapsamında risk sermayesi fonu kurulmuştur. Yozma programının, kuruluş aşamasında İsrail'de faaliyet gösteren sadece bir risk sermayesi fonu bulunmaktaydı. Yozma programı için tahsis edilen sermaye, 100 milyon\$ olarak belirlenmiştir. Yozma programı içerisinde yabancı yatırımlara liderlik edecek 10 adet risk sermayesi fonu

oluşturulmuştur. Herbir fonun büyüklüğü 20- 25 milyon \$ arasında değişen fonların ortaklık yapılarına bakıldığında % 40 İsrail hükümetinin %60 ise yabancı yatırımcıların olacak şekilde oluşturulduğu görülmektedir. Programın yabancı yatırımcılara sağladığı en büyük opsiyon; fonlar içinde bulunan hükümetin payının 5 yıl içersinde yabancı yatırımcılara satış imkanı tanınmasıdır. Bu instiyatif sayesinde, oluşturulan 10 adet risk sermayesi fonu toplam 210 milyon \$' lık fon büyüklüğüne ulaşmıştır (<http://www.iva.co.il/content.asp?pageId=37> , 09.09.2008).

2008 yılı verilerine göre İsrail' de 80 civarında risk sermayesi fonu faaliyet göstermektedir. Toplam fon büyüklüğü 10.6 milyar \$ ulaşan pazarda, 1000 şirketten fazlası başlangıç sermayesi kullanmıştır. Program dahilinde finansman kaynağı sağlayan birçok şirkette başarılı çıkışlar gerçekleştirilmiştir. Nasdaq'da işlem gören Amerikan merkezli şirketler çıkarıldığında, Kanada'nın ardından İsrail ikinci sıradadır.

### **2.1.3.2. Japonya'da Risk Sermayesi Sistemi**

Gelişmiş ülkeler arasında yer alan ve dünya'nın en büyük ikinci ekonomisi olan Japonya'nın risk sermayesi gelişimine bakıldığında ekomisinin gerektirdiği büyüklükler görülememektedir.

Japonya'da risk sermayesi çalışmaları 1963 yılında başlamıştır. Japon Küçük İşletme Kanununa dayanarak küçük işletmeler için Tokyo, Nagoya ve Osaka şehirlerinde 3 yatırım şirketi kurulmuştur. Bu şirketler hisse senedi karşılığında küçük işletmelere özkaynak sağlamak üzere kurulmuşlardır ve fon sağladıkları işletmelerin hisselerinin % 15' inden azını, % 50'sinden fazlasını alamamaktadırlar (Ceylan, 2002, s 198).

Kamu Kuruluşlarının desteği ile kurulan risk sermayesi şirketleri, daha sonraları banka ve aracı kuruluşların kurmuş oldukları şirketler ile gelişmişlerdir. Japonya'da bankalar tarafından verilen yatırım kredilerinin %80 i oranında kefalet verilmektedir. Risk Sermayesi kullanan şirketlerin üçte ikisi kuruluş tarihi itibari ile 10 yıldan eskidir. Buda risk sermayesinin kullanım aşamasının genellikle gelişme döneminde olduğunu işaret etmektedir (<http://www.bayilik.com/risk6.asp> ).

Japonyada açılmakta olan işyeri oranı, kapanan işyeri oranında daha düşüktür. 1999 yılı verilerine göre % 4,1 lik yeni iş yeri açılma oranına karşın, işyeri kapanma oranı % 5,9 dur. Yeni bir işe başlamanın zorluğunun arkasında yatan faktörler aşağıdaki gibi sıralanabilir. (February 2003, Overview of the results of the Japan-U.S. Entrepreneurial Forum 11/28/2002 Establishment of the JVCA)

- 1 İşe başlamak için gereken finansmanı bulmaktaki zorluk
- 2 Müşteri ve tedarikçi safhalarında karşılaşılan pazarlama zorlukları
- 3 Yönetimsel zorluklar

1995 Nisan'ında "Girişimci Küçük İşletmelerin Desteklenmesi'ne Dair Kanun" nun Japon Hükümetince kabul edilmesi ile beraber küçük işletmeler vilayetler düzeyinde bile kendilerine finansal destek yaratabilmişlerdir. Bu destekler, aşağıdaki şekillerde olabilmektedir; (<http://www.hmtokyo.jp/Tesvikler.htm> )

***Doğrudan Yatırım** : Girişimci vakıfları tarafından şirket sermayesine doğrudan katılmak,*

***Doğrudan Olmayan Yatırım** : Kurulan şirketin normal ve hisse senedine çevrilebilir tahvillerine yatırım yapmak,*

***Borç Garantisi** : Girişim şirketlerince çıkarılan borçlanma senetlerinin %70'ine kadar garanti vermek,*

***Uzman ve Eğitim Desteği** : Girişim şirketlerinin ihtiyaç duyabileceği eğitim, seminer, üretim ve pazarlama teknikleri ile ilgili uzman desteği sağlamak şeklinde teşviklerdir.*

Japonyadaki risk sermayesinin dağılımı sektörel olarak incelendiğinde, elektronik, bilgisayar ve teknoloji sektörlerinin ağırlığı farkedilmektedir (ceylan , a.g.e. s 198).

## **2.2. Türk Ekonomisi ve Risk Sermayesi Sistemi**

Türk ekonomisinin yapısı incelendiğinde küçük ve orta boy işletmelerin öneminin çok büyük olduğu görülmektedir.

Türkiye'deki işletmelerin büyük bölümü KOBİ sınıfındadır. KOBİ'ler istihdam yaratma, katma değer yaratma konusundaki etkileri nedeniyle ekonomimiz için büyük önem taşımaktadırlar.

Risk sermayesi; kuruluş aşamasında olan; yeni bir fikir ve teknolojik üstünlük sağlayan girişimi destekleyen bir finansman modeli olması açısından KOBİ'lerin büyümeleri ve gelişmeleri için gerekli olan finansman kaynağını sağlayabilme özelliği taşımaktadır.

Gelişmiş Ülkelerinin 1950'lerden beri uygulanmakta olduğu risk sermayesinin Türk ekonomisinde kendine yer bulması 1990'ların başına denk gelmektedir. 90'ların başında Türkiye'de temsilcilikleri bulunmayan risk sermayesi fonlarının kısa süreli şirketlere giriş çıkış yapmaları ile başlayan süreç içerisinde bir çok başarılı ve başarısız uygulamalar bulunmaktadır.

### **2.2.1. 1990-2007 Yılları Arasında Türk Ekonomisi'ne Bakış**

1990'lara yeni ekonomi programı ile giren ekonomimiz, öncelikle reel sektöre finansman sağlayan bankacılık sektörünü kontrol altına alarak, yerli paranın değerini korumayı ve fiyat istikrarını sağlamayı hedeflemiştir (Arıcan,2002).

1990 yılında uygulamaya konan para programının temel hedefi; MB parası, toplam iç varlıklar, toplam iç yükümlülükler ve MB bilançosunun toplam büyüklüğünün beş yıllık bir süre zarfında kontrol altına almaktır (TCMB,1990). Program, MB'nın iç kredilerini denetim altına alınması temeline dayanmaktadır.

Bu dönemde Körfez Krizi ile birlikte oluşan belirsizlik ortamı ve dünya konjonktüründe meydana gelen dalgalanmalar; yurt içinde kendini gösteren enflasyon oranı yükselmesi ve hükümetin izlediği popülist politikalar neticesinde oluşan kamu açıkları, ekonomide parasal genişlemeye yol açmıştır. Uygulamada bulunan mevcut para programının kendinden bekleneni verememesi, özellikle 1993 yılında MB'nın parasal büyüklükleri kontrolünü zorlaşması yeni bir program ilan edilmesini gerekli kılmıştır. İlan edilen yeni programda, MB'nın temel amacı diğer

programlarda olduğu gibi finansal istikrarın korunması, kurların ve faizlerin istikrarın yeniden tesisidir (TCMB,1993).

Döviz talebinin artması ve sonuçta döviz kurlarındaki yükselme ekonomiyi finansal krize sürüklenmesine neden olmuştur. 1994 yılında yaşanan krizin diğerlerinden farkı, dış borç ödemek için ülkeden içinden borçlanılması ve kısa zamanda dış borçların iç borca dönüşmesidir(Parasız, 1995). Ekonomik istikrarın yeniden sağlanması amacıyla 1994 yılında Uluslararası Para Fonu (IMF) ile yeni bir Stand-by anlaşması yapılmış olup, sonuçta 5 Nisan İstikrar Paketi hazırlanmıştır. Bu tedbirler paketi enflasyonu düşürmeyi, mali piyasalarda ve döviz kurlarında bir denge sağlamayı, orta vadede kamu açıklarına ve dış açığa çözüm getirmeyi hedeflemiştir. Paketin uzun dönemli hedefi ise istikrarlı bir ekonomik büyümenin yakalanması yönünde olmuştur (Sakal,2003). Aynı dönemde OECD ekonomilerinde gözlenen canlanma ve yukarı yönlü trend, ihracat rakamlarımıza olumlu yansiyarak ekonomideki küçülmeye rağmen ihracat artmıştır (Özdemir, 1996).

1996 yılında imzalanan Gümrük Birliği anlaşması ile ekonomimiz için yeni bir dönüm noktası olmuştur. Gümrük Birliğinin ekonomimiz için arz ettiği önemi Varol (2003); “Türkiye ile AB ülkeleri arasındaki gümrük duvarlarının kaldırılması, taraflar arasında malların ortak dolaşımı, üçüncü ülkelere ortak gümrük tarifelerinin uygulanmasını, taraflar arasında ticaret ve rekabet politikalarının uyumlaştırılmasını hüküm altına alan bir anlaşma olarak ele alınabilir” şeklinde ifade etmektedir. Bu anlaşma sadece dış ticaret politikasını kökten değiştirmekle kalmamış, aynı zamanda yabancı yatırımlar içinde ülkemizin cazibe merkezi olarak algılanmasına neden olmuştur.

Gümrük Birliği Anlaşması sonrası dönemde, Meksika'da başlayan ve daha sonra tüm Latin Amerika ülkelerini etkileyen kriz, gelişmekte olan ülkelere, artan iç talep baskısı ve yabancı sermaye akımlarının büyümesi sonucunda artan ekonomik büyüme ile gelişmiş ve ithalatın artmasına neden olmuştur. Güneydoğu Asya ülkelerinde ulusal paranın sürekli değer kazanan ABD dolarına endekli olması, finans piyasalarında istikrarsızlığın artmasında etkileyen diğer bir unsur olmuştur. Güneydoğu Asya ülkelerinde çıkan bu kriz "domino etkisi" ile diğer ekonomilere yayılmıştır (TCMB, 1998). Uzakdoğu'da kaynaklı olan bu krizin etkilerinin Türkiye'yede de hissedilmiş ve Türkiye'deki sıcak para çıkışı ile

sonuçlanmıştır. Bu durum faiz oranlarının hızla yükselmesine neden olmuştur. Tüm bu olumsuzluklara ve yurtdışından gelen şoklara rağmen, 1995-1997 yılları arası dönem, Türkiye ekonomisinin normalleşme sürecine girdiği ve krizin yaralarının sarıldığı bir dönem olarak değerlendirilebilir (Özel,2005).

Enflasyonla mücadeleyi ve istikrarlı bir büyümeyi amaçlayan yeni bir para politikası Merkez Bankası tarafından 1998 yılında yürütülmeye başlanmış olup, çeşitli nedenlerle Merkez Bankasının bu programındaki hedef ve önceliklerin aynı yıl içinde değişmiştir. Ancak bu programı, diğerlerinden farkı, maliye politikası ile para politikası arasındaki uyum olduğunu söylenebilir. IMF ile Haziran ayında imzalanan “Yakın İzleme Anlaşması” çerçevesinde yılın ikinci yarısı için, Net İç Varlıklar büyüklüğü hedef değişken olarak belirlenmiştir (Arıcan,2002). Buna göre piyasaya sürülecek ulusal paranın miktarını, ülke içindeki yabancı para tarafından belirlenecektir. Diğer bir ifadeyle Merkez Bankası kendisine takasa sunulan yabancı para karşılığı olarak para arzında bulunabilecektir. Buradaki amaç, MB tarafından finanse edilen kamu açığını azaltmaktır.

Bankaların likidite sıkıntısı yaşaması ve piyasalarda artan tedirginlik faiz oranları ve kur artış hızı hedefi arasında yaşanan uyumsuzluk artarak devam etmiş ve 2001 yılı şubat ayında yaşanan siyasi kriz kırılabilirlik maksimum seviyede bulunan Türkiye ekonomisinin tarihindeki en büyük ekonomik krizi yaşamasına neden olmuştur (Önder, 2007). Mevcut döviz kuru sistemini daha fazla savunamayan ekonomi yönetimi, ortak karar doğrultusunda 22 Şubat 2001 tarihinde dalgalı kur rejimi sistemine geçiş kararı almış ve IMF ile ortak yürütülen programın bu tarihten itibaren dalgalı döviz kuru rejimi altında yürütüleceğini ilan etmiştir.

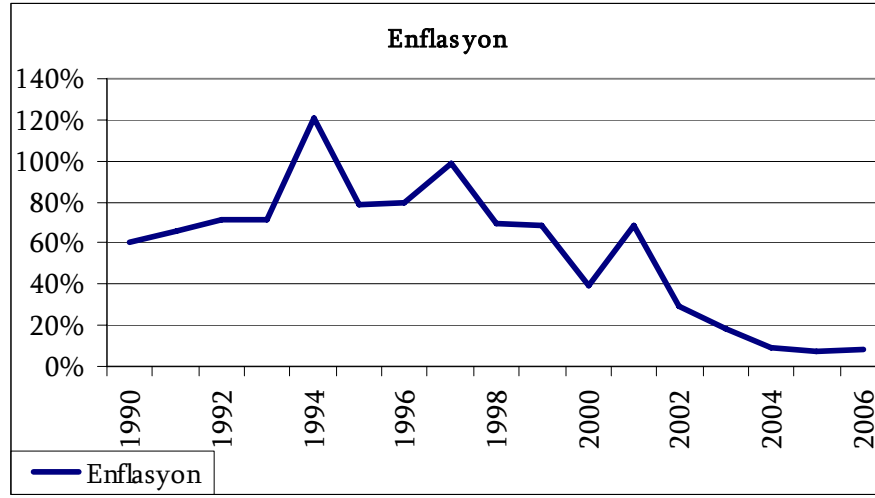
“Mayıs 2001 tarihinde uygulanmaya konulan ekonomik istikrar programının başarıyla devam ettiği görülmektedir. Program uygulanmaya başladıktan sonra enflasyon oranlarındaki düşüş hızlanmış, otuz yıl süren kronik enflasyon ortamından çıkılarak tek haneli enflasyon oranları yakalanmış, makroekonomik istikrar sağlanmaya başlamış ve sürdürülebilir bir ekonomik büyüme elde edilmiştir.” (Önder, 2007).

Ekonomik kriz sonrası dönemde küresel ekonomiyi etkileyen bir diğer unsur da Irak Savaşıdır. Irak Savaşının getirdiği belirsizlik ortamı nedeniyle 2002 yılının ilk yarısında küresel durgunluk devam etmiştir (TCMB, 2003). Savaşın sona

ermesi ile belirsizlikler azalmış, başta petrol fiyatlarında yaşanan düşmeyi, ekonomik istikrar ortamının tekrar temin edilmesi izlemiştir.

1990 – 2006 yılları arası dönemde uygulamaya konan istikrar programları ve dış alemden gelen şokların ülke ekonomisinde yarattığı etkileri enflasyon, faiz oranları, yatırım ve döviz kurlarının zaman serisi grafikleri üzerinde de görmek mümkündür. Bu bağlamda girişimciler içinde başlıca belirsizlik kaynağı olan enflasyon oranının söz konusu dönemdeki yıllara yaygın grafiği aşağıdaki gibidir.

Şekil 10: 1990 Sonrası Enflasyon Oranı



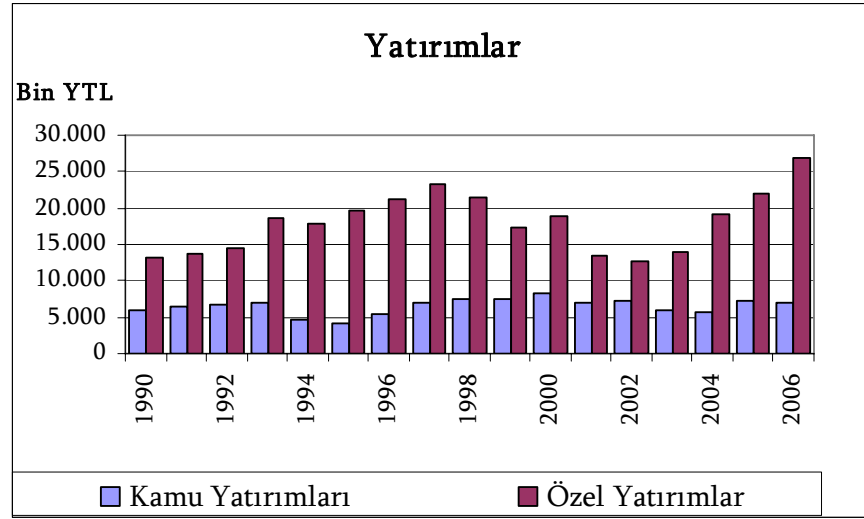
**Kaynak:** DPT ve Hazine Müsteşarlığı verilerinden derlenmiştir.

Şekilde de görüleceği gibi, kriz dönemlerinde enflasyon oranları sıçrama yaparak, olağan seviyesinin üzerine çıkmıştır. Bu sıçramaları 1994, 1997, 2001 yıllarında meydana gelen krizlerde gözlemlemek mümkündür. Enflasyonun birden fazla nedenin olmakla birlikte, kriz dönemlerinde yaşanan sıçramaların temel nedeninin döviz kurlarında meydana gelen artışlar olduğu ve girdi maliyetlerinin yükselmesinden kaynaklandığı söylenebilir.

Şekil 11 ise aynı dönemde yapılan kamu ve özel sektör yatırım miktarlarını göstermektedir. İncelenen dönemde enflasyonun etkisi yoğun olarak hissedildiğinden yatırım rakımları GSMH Deflatörü ile reelleştirilerek sunulmuştur.

1994 ve 2001 yıllarında yaşanan ekonomik krizlerin, yatırımcılar için yarattığı belirsizlik ortamı ve özel sektör yatırımları üzerindeki etkisini yukarıdaki grafikten anlaşılmaktadır. Bu bakımdan enflasyon oranlarının sunulduğu grafik ile yatırım grafiğinin birbirleri ile uyumlu olduğu görülmektedir.

Şekil 11: 1990 Sonrası Kamu ve Özel Sektör Yatırım Tutarları

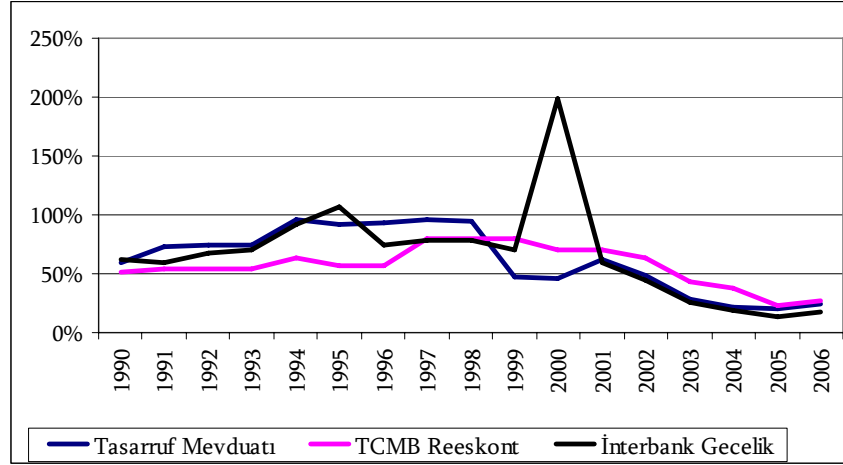


**Kaynak:** DPT ve Hazine Müsteşarlığı verilerinden derlenmiştir.

Ülkede yapılan yatırımları etkileyen diğer bir unsur da faiz oranlarıdır. 1990'larda uygulanan para programları ile sağlanamayan fiyat istikrarı ve yüksek seyreden enflasyon oranı, yüksek faiz oranını da beraberinde getirmiştir. Bu durum girişimcileri yabancı kaynaktan ziyade özkaynakları ile yatırım yapmaya yöneltmiştir. Ancak 2000 sonrası dönemde uygulanan programları yaratmış olduğu güven ortamı, faizlerin düşmesine ve yatırımların banka ve diğer finansal kuruluşlar ile yapılmasına imkan tanımıştır.



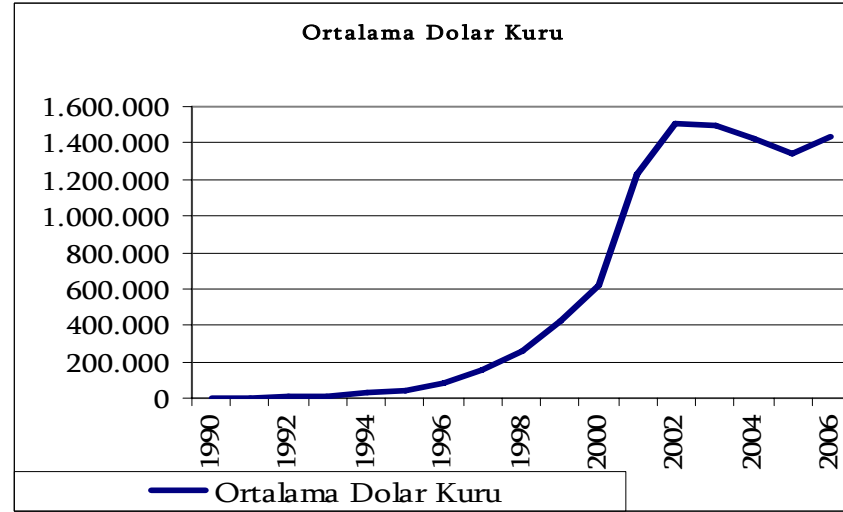
Şekil 12: 1990 Sonrası Faiz Oranları



**Kaynak:** DPT ve Hazine Müsteşarlığı verilerinden derlenmiştir.

Yapılacak yatırımları belirleyen diğer bir unsurda döviz kurlarıdır. Özellikle sanayi işletmeleri yatırım yapmak ve sonrasında üretimde bulunabilmek için dışarıdan hammadde ve ara girdi temin etmeye ihtiyaç duymaktadır. Döviz kurlarındaki artış yatırım iklimini olumsuz etkilemektedir.

Şekil 13: 1990 Sonrası Ortalama Döviz Kuru



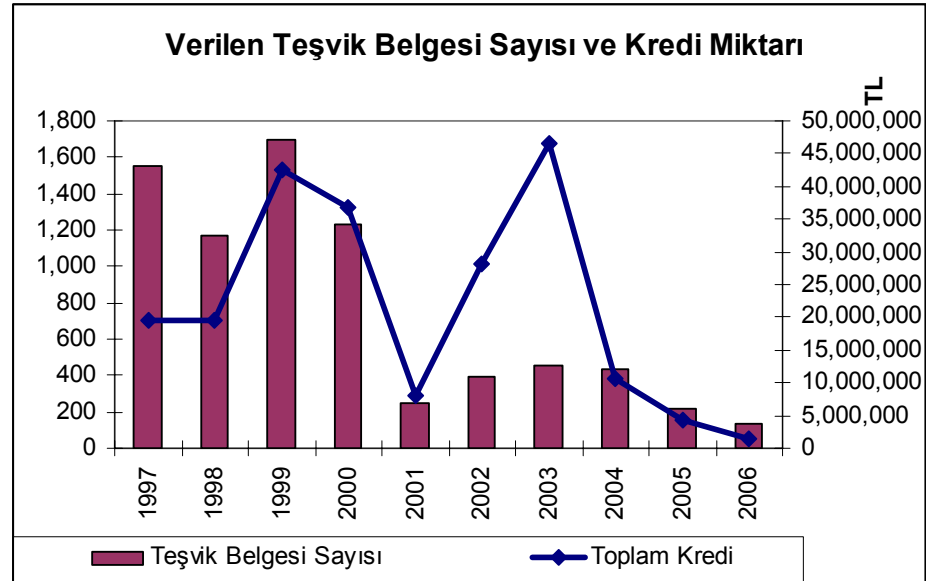
**Kaynak:** DPT ve Hazine Müsteşarlığı verilerinden derlenmiştir.

Şubat Krizinin Kobilere üzerindeki etkisini inceleyen Yüksel ve Murat (2002) da bu konuyla ilgili olarak;

“Şubat 2001 krizine yol açan faizlerde ve enflasyonda artış ile döviz kurlarındaki dalgalanma reel sektörü -özellikle KOBİ'leri- çok derinden etkilemiştir. Bu olumsuzluk bir taraftan reel kesime yeni kredi imkanlarını ortadan kaldırırken, diğer taraftan reel kesimin kredi geri ödemelerinde sıkıntılara yol açmıştır.” diye ifade etmiş ve çalışmasında 2001 ekonomik krizinin KOBİ'ler üzerindeki yansımalarını; işyeri kapanmaları, üretim ve kapasite kullanım oranlarında düşüş, maliyetlerde artış, istihdamda gerileme ve istihdam yükümlülüklerinde artış, finansman sorunu, KOBİ yatırımlarında gerileme olarak belirlemiştir. Araştırmada KOBİ'lerin kullandığı kredilerin toplam kredilere oranının %3 olduğundan bahsedilerek, özellikle kriz dönemlerinde küçük ve orta boy işletmelerin içinde buldukları finansman sorununa vurgu yapılarak, yine krizle birlikte yatırım teşviklerinin azalmasının KOBİ'leri zor durumda bıraktığından bahsedilmiştir.

Konuyla ilgili olarak Hazine Müsteşarlığının verilerinden derlenen KOBİ'lere verilen teşvik belgelerinin sayısı ve toplam kredi miktarları aşağıdaki grafikte derlenmiştir.

Şekil 14: 1997 Sonrası Verilen Teşvik Belgesi Sayısı ve Kredi Miktarı



**Kaynak:** DPT ve Hazine Müsteşarlığı verilerinden derlenmiştir.

Grafikte verilen teşvik belgelerinin sayısında 2001 yılında önemli bir kırılma olduğu görülmektedir. Kriz öncesi dönemde verilen teşvik belgesi sayısı ortalama olarak 1300 adet olarak gerçekleşirken, kriz sonrası dönemde ortalama olarak 300 adet olarak gerçekleşmiştir. Verilen toplam kredi miktarı da aynı şekilde azalmıştır.

### **2.2.2. 1990 Sonrası Dönemde KOBİ'lerin Karşılaştıkları Sorunlar**

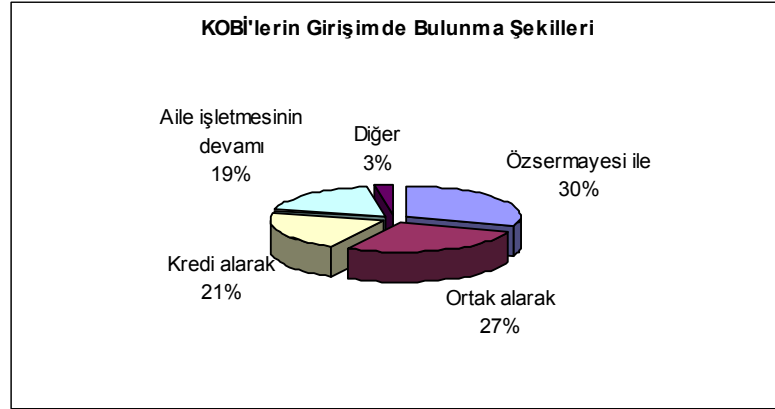
KOBİ'ler kısaca; sermayeden çok emek yoğun üretim yöntemleri kullanan, büyük firmalara kıyasla daha düşük yönetim giderleri ile yönetilebilen, hızlı karar verebilen, ve ucuz üretim gerçekleştiren iktisadi teşebbüsler olarak tanımlanabilir.

Avantajlarına rağmen ülkemiz gibi fiyat istikrarsızlıklarının yaşandığı ve ticari hatta bir çok belirsizliklerin olduğu gelişmekte olan ülkelere KOBİ'ler bu avantajlarını yeteri kadar kullanamadıklarını yukarıda verilen oranlardan gözlemek mümkündür. Elbette bu durumun çeşitli nedenleri vardır. Konuyla ilgili olarak Ay (2008) yaptığı çalışmada KOBİ'lerin ticari hayatlarında en çok karşılaştığı sorunların başında, pazarlama, planlama ve finansman sorunları geldiğini savunmaktadır. Nitekim KOSGEB verilerine göre de toplam kredilerden yaklaşık %4'ünden yararlanmaktadırlar.

Son yıllarda KOBİ'lerin sorunlarının tespiti ve çözüm önerisi sunmayı amaçlayan bir çok araştırma yapılmıştır. Tezin bu bölümünde yeni bir anket düzenlemekten ziyade, literatürde bu konuda çeşitli tarihlerde yapılmış çalışmalar ve değişik illerde uygulanmış anketler incelenip özetlenecektir. Bu bağlamda ele alacağımız ilk çalışma Arslan (2003) tarafından yapılan çalışmadır. Arslan (2003), çalışmasında KOBİ'lerin çalışma sermayesi ve finansal yönetim uygulamalarını incelemiştir. Ankara ilinde faaliyet gösteren 111 işletmeden oluşan bir örneklem üzerine uygulanan ankette göre KOBİ'lerin işe başlarken yabancı kaynak yerine özsermaye kullandıklarını ancak banka kredilerinden yatırımların finansmanında yararlandıklarını belirtmektedir. Ayrıca çalışmada ortaya çıkan diğer bir noktada leasing ve faktoring gibi yeni tekniklerden yararlanma oranlarının düşük olduğudur. Girişimlerin hayata geçme aşamasında gereksinim duydukları finansmana özkaynaklarından sağladıklarını, ankete katılan firmalardan sadece %20'sinin ticari

kredilere başvurdukları, sorulara verilen cevaptan anlaşılmaktadır. KOBİ'lerin işe başlarken gereken sermayeyi nasıl temin ettiklerine ilişkin soruya verilen yanıtların yüzdesi aşağıdaki şekilde özetlenmiştir.

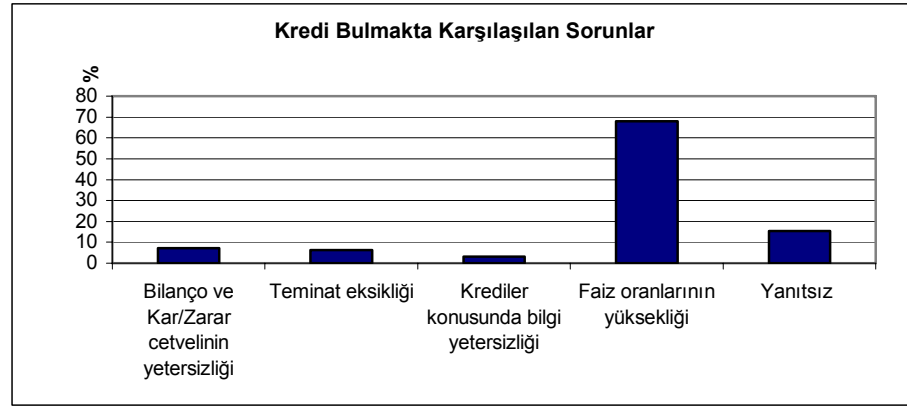
**Şekil 15:** KOBİ'lerin Girişimde Bulunma Biçimleri



**Kaynak:** Arslan (2003)

Konuyla ilgili diğer bir çalışmada Oktay ve Güney (2002) tarafından yapılmıştır. Araştırmada Türkiye'de faaliyet gösteren KOBİ'lerin yaşamakta olduğu genel sorunlar ve özel olarak da finansman sorunlarının incelenmiştir. Finansman sorunlarına yönelik yapılan anket çalışması için pilot bölge olarak belirlenen İstanbul, Trabzon, Gaziantep, Denizli ve Eskişehir'de, tesadüfi örneklemeyle seçilmiş 97 firmaya konu ile ilgili sorular yöneltilmiştir. Uygulanan ankette firmalara; bankayla çalışma oranları, tercih edilen kredi vadesi, faydalanılan dış finansman kaynakları, kredi bulmada karşılaştıkları sorunlar gibi sorular yöneltilmiştir. Konu ile ilgili olarak firmaların vermiş oldukları yanıtlar ve frekansları aşağıda grafik kullanılarak aktarılmıştır.

Şekil16: Kredi Bulmakta Karşılaşılan Sorunlar

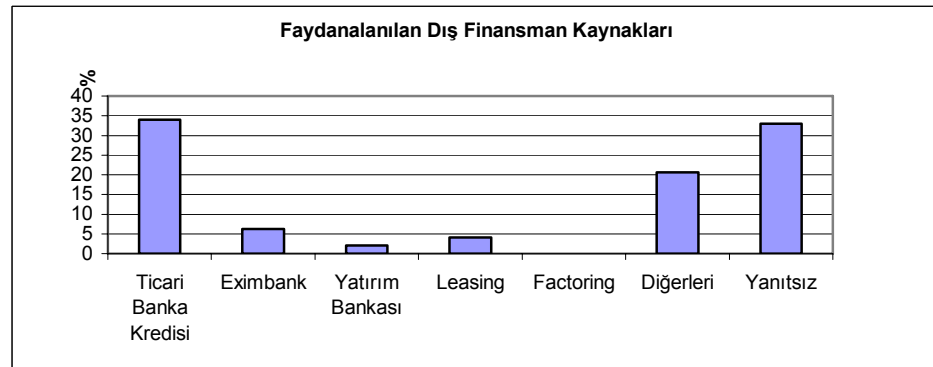


**Kaynak:** Oktay & Güney (2002)

Yukarıdaki grafikte görüleceği üzere Oktay ve Güney (2002)'in anket çalışmalarında, firmaların finansman temininde karşılaşılan en önemli sorun, faiz oranlarının yüksekliği çıkmaktadır. Faiz oranlarının yüksekliğinden yakınan firmalar, ankete katılan 97 firmanın %68.04'ünü oluşturmaktadır.

Aynı çalışmada, yabancı finansman kaynaklarının neler olduğu sorusuna verilen ağırlıklı cevabın Şekil 17'de alternatif finansman kaynaklarından ziyade, ticari banka kredi kullanımını olduğu görülmektedir. Ticari banka kredi kullanımının yüzdesi %34,9'dur. Diğer bir ifadeyle ankete katılanların üçte biri faiz oranlarının yüksek olmasına rağmen ticari banka kredilerini tercih etmektedir. Bu durum bir önceki grafik ile çelişir gibi görünse de kullanılan kredinin kısa vade olması KOBİ'lerin aslında işletme sermayesi ihtiyaçlarını banka kredileri ile karşılayabildiklerini, uzun vadeli yatırımları için kaynak sıkıntısı çektikleri, anketin ilerleyen bölümlerine verilen cevaplardan anlaşılmaktadır.

Şekil 17: Faydalanılan Dış finansal Kaynaklar



**Kaynak:** Oktay & Güney (2002)

Anket çalışmasında bulunan diğer bir soruda firmanın risk sermayesi ile ilgili tutumunun ifade edildiği bölümdür.

Anket sorusuna verilen cevaplardan anlaşılacağı üzere; yeterli bilgi birikimi ve becerisi olan ancak parası olmayan girişimcilerle, parası olan ve bunu yeni ürünler ve teknolojiler oluşturmak amacıyla kullanmak isteyen kişi ve kurumları bir araya getiren finans yöntemi (Chambers,2002) diğer adıyla risk sermayesi uygulaması hakkında işletmelerin genel olarak bilgi sahibi değiller. Araştırmada risk sermayesine karşı olan bu tutumun nedenin işletmelerin risk sermayesinden uzak durmalarının nedeninin işletmenin yönetimini kaybetme korkusundan kaynaklanabileceği vurgulanmaktadır (Yenidünya,2006).

Risk Sermayesinin Türkiye'deki durumu, firmalar tarafından nasıl anlaşıldığı ve nasıl uygulandığıyla ilgili olarak Yenidünya (2006) tarafından yapılan araştırmada, 32 firmaya konuyla ilgili 15 soruluk anket uygulamış ve söz konusu anketten elde ettiği sonuçlara göre; risk sermayesi, kullanan firmalar açısından başarılı bir sistem olduğu sonucuna varmıştır. Yenidünyanın yapmış olduğu ankette risk sermayesinin firma sahipleri tarafından nasıl anlaşıldığı, yeni bir finansman yöntemi olan risk sermayesine karşı girişimlerin tutumlarını ile ilgili öne çıkan soruların frekans ve yüzde dağılımları aşağıda grafikler yardımıyla özetlenmiştir.

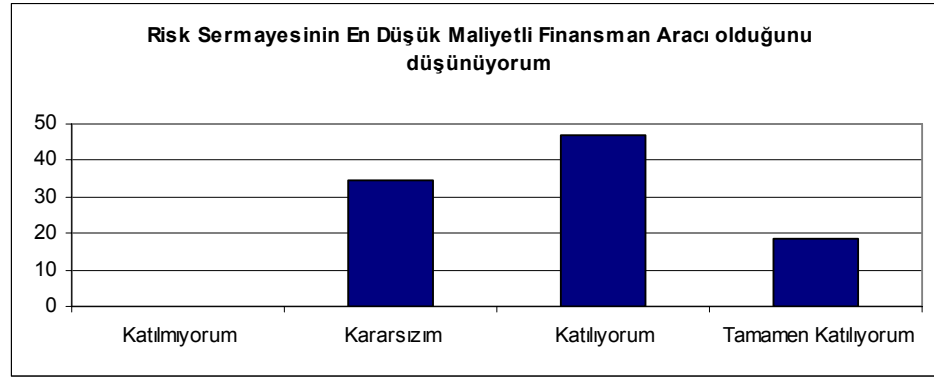
Şekil 18: Risk Sermayesi Hakkında Bilgi Düzeyi



**Kaynak:** Oktay & Güney (2002)

Buna göre ekonomik sistem içinde KOBİ'lerin finansal sorunlarının çözümünde diğer alternatiflere nazaran risk sermayesinin etkin olup olmadığı, risk sermayesi yatırımlarının firmamızın ihtiyaçlarını tam olarak karşılayıp karşılamadığı, en düşük maliyetli finansman aracının risk sermayesi olup olmadığına yönelik firma sahiplerinin tutumları şöyledir:

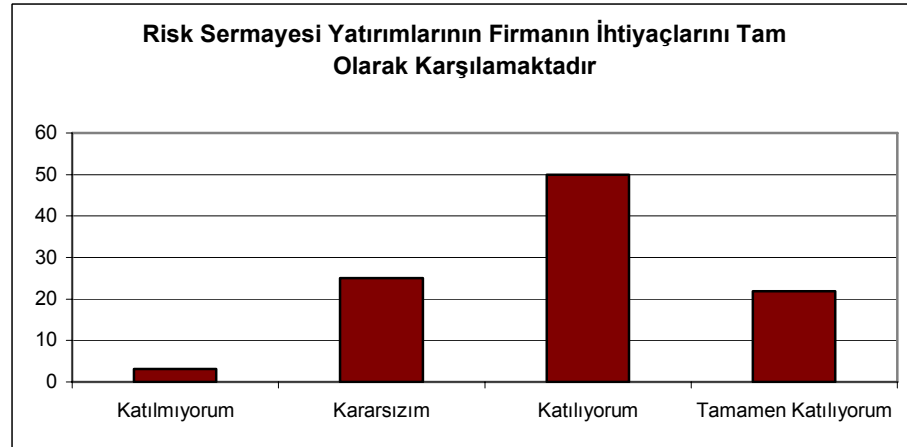
Şekil 19: En düşük maliyetli finansman aracının risk sermayesi olup olmadığı



**Kaynak:** Yenidünya (2006)

Grafiktende anlaşılacağı gibi ankete katılanların %67'si risk sermayesini diğer finansman araçlarına göre daha az maliyetli olarak görmektedir. Bu görüşün aksini kimse savunmazken ankete katılanların yaklaşık üçte biri kararsız kalmıştır.

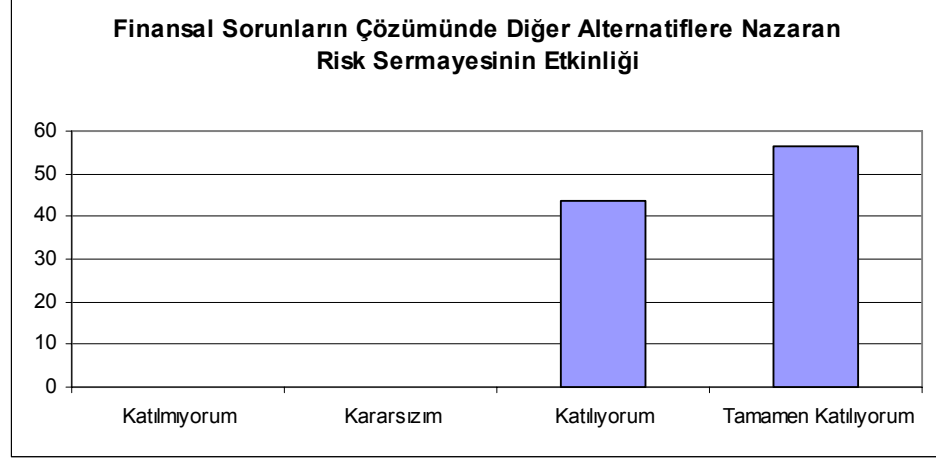
Şekil 20: Risk sermayesi yatırımlarının firmamızın ihtiyaçlarını tam olarak karşılayıp karşılamadığı



**Kaynak:** Yenidünya (2006)

Şekil 20’de firmaların finansman ihtiyaçları için risk sermayesinin yeterli fonu sağladığına inanların oranı %71 olarak tespit edilmiştir.

Şekil 21: KOBİ’lerin finansal sorunlarının çözümünde diğer alternatiflere nazaran risk sermayesinin etkinliği



**Kaynak:** Yenidünya (2006)

Sonuç olarak da ankete katılan 32 firmanın tamamı, risk sermayesi yönteminin etkin olduğu konusunda aynı yönde ve olumlu tutum sergilemişlerdir.

KOBİ’lerin finansman sıkıntılarını konu alan diğer bir çalışma da Yücel (2001) tarafından İzmir, Manisa ve Denizli illerinde faaliyet gösteren 137 işletmenin finans yapılarını ve finansman yöntemlerini belirlemek amacıyla yapılmıştır. Anket çalışmasının sonucunda, yapılacak yatırımlar için firmaların, % 51’inin iç kaynakları, % 40’ının banka kredilerini, % 43’ünün sermaye artırımını, % 18’inin ortaklardan alınan borçları ve % 11’inin leasing yöntemini tercih ettiği görülmüştür. Araştırmada finansman yöntemlerinden banka kredilerinin, ilk başvuru olan yol olmamakla birlikte, %40 gibi önemli bir orana sahip olduğu belirtilmiştir.

Karacaer ve Gönenç (2001) çeşitli illerden 263 işletme üzerinde yaptıkları anket çalışmasında işletmelerin yatırımları için gereksinim duydukları düşük maliyetli fona kolay ulaşamadıklarını, ancak fon kaynakları içerisinde banka kredileri önemli yer işgal ettiğini belirtmişlerdir. KOBİ’ler ile bankalar arasındaki



ilişkiyi ortaya koymaya çalışan, ticari kredi kullanma sıklığı ile ilgili soruya, firmalardan % 27.7'si her zaman, % 67.7'si bazen olmak üzere, yaklaşık %95.4'ü banka kredisi kullandıklarını belirtmiştir.

Aynı şekilde Çonkar (2001) Kayseri'de faaliyet gösteren 30 KOBİ üzerinde ve Yörük (2001) Tokat ilinde bulunan 64 KOBİ ile finansman kaynağı üzerine anket uygulamıştır. Karabıçak ve Altıntepe (2001) uygulanan faiz oranlarının yüksekliği nedeniyle bazı bölgelerde KOBİ'lerin hiç kredi talebinde dahi bulunmadıklarını göstermiştir.

### **2.3. Türkiye’de Risk Sermayesi Sisteminin Kurum ve Araçları**

Sağlam temellere dayanan ve etkin bir biçimde işleyen risk sermayesi pazarının oluşabilmesi için gerekli olan kurumsal oyuncuların Türkiye’deki yapılanmaları çeşitli şekillerde olabilmektedir. Risk Sermayesi pazarının gelişmiş olduğu ülkelerdeki gibi bir yapıya ulaşabilmek için risk sermayedarlarının yapacakları yatırımlara olanaklar sağlanırken, risk sermayesinin temel unsurlarından olan özgün, yaratıcı ve büyüme arzusu olan küçük işletmelerinde risk sermayesi sistemine erişimini kolaylaştırmak gerekmektedir. Bu amaçlarla kurulan kuruluşlar hakkında, bu bölümde bilgi verilecektir.

#### **2.3.1. Teşebbüs Destekleme Ajansının kuruluşu**

Ülkemizde 1986 yılında İş Vakfı; kamu ve özel sektöre ait kuruluşlar ve şahıslar tarafından istihdamı arttırmak için gerekli çalışmaları araştırıp, pilot uygulamalar yapmak amacıyla kurulmuştur. Daha sonra 1988 yılında, İşsizlikle Mücadele ve İstihdam geliştirme Yüksek Koordinasyon Kurulu, devlet tarafından kurularak KOBİ'lere destek sağlaması amaçlanmıştır. %100 hissesi İş Vakfı'na ait olan Teşebbüs Destekleme Ajansı (TDA) ise; bu kurulun ana faaliyetlerinden birisi olan risk sermayesi sisteminin oluşturulması amacıyla faaliyete geçirilmiştir.

Devlet tarafından kurulan büyük bir risk sermayesi şirketinin, daha küçük risk sermayesi şirketlerine finansman sağlaması ve sistemin devlet eliyle yaygınlaştırılması amaçlansa da, 1988-1989 döneminde alınan ekonomik kararlar

sonucunda TDA'nın bir finans kurumu olarak risk sermayesine ilişkin seçenekleri hayata geçirilememiştir ( İKV Yayınları sf 46).

### **2.3.2. Teknoloji Geliştirme Vakfı**

TGV 1991 yılında teknoloji yatırımlarını desteklemek amacıyla kurulmuştur. Türkiye ile Dünya Bankası arasındaki uluslararası bir anlaşma sonucu kurulan Vakıf, 480'in üzerinde projeyi desteklemiştir. Bu projelere, 170 Milyon ABD \$ üzerinde fon sağlayarak yaklaşık 340 Milyon ABD \$ tutarında Ar-Ge hacminin oluşumuna sebep olmuştur. (www.ttgiv.org.tr)

### **2.3.3. KOSGEB**

Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı; 20.04.1990 tarih 20498 sayılı resmi gazetede yayımlanan kanun ile *“Ülkenin ekonomik ve sosyal ihtiyaçlarının karşılanmasında Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi işletmelerinin payını ve etkinliğini artırmak, rekabet güçlerini ve düzeylerini yükseltmek, sanayide entegrasyonu ekonomik gelişmelere uygun biçimde gerçekleştirmek amacıyla, kurulmuştur”*(www.kosgeb.gov.tr/kurulus\_kanunu.aspx).

### **2.3.4. Türkiye Halk Bankası**

Halk Bankası 1938 yılında faaliyete başlamış, 1950 yılından itibaren de esnaf - sanatkar ve küçük ve orta boy işletmelerin finansman ihtiyaçlarını karşılayarak KOBİ lerin gelişmesi, büyümesi açısından önemli rol üstlenmiştir.

### **2.3.5. Türkiye Kalkınma Bankası**

Bankanın amacı; Türkiye'nin kalkınması için, anonim şirket statüsündeki teşebbüslere kârlılık ve verimlilik anlayışı içinde kredi vermek, iştirak etmek suretiyle finansman ve işletme desteği sağlamak, yurtiçi ve yurtdışı tasarrufları kalkınmaya dönük yatırımlara yöneltmek, sermaye piyasasının gelişmesine katkıda bulunmak, yurtiçi, yurtdışı ve uluslararası ortak yatırımları finanse etmek ve her türlü kalkınma ve yatırım bankacılığı işlevlerini yapmaktır. (<http://www.tkb.com.tr/icerik.aspx?icerikid=120> )

### 2.3.6. Türkiye’de Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

Esas faaliyet alanı risk sermayesi yatırımları olan; bu amaçla kurulmuş olan ve kayıtlı sermaye ile kurulan ortaklıklara girişim sermayesi yatırım ortaklığı denilmektedir. ( SPK. 2007.)

Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının faaliyet kapsamı aşağıda kısaca özetlenmiştir.(SPK. 2007)

- *Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına ilişkin esaslar tebliği çerçevesinde girişim şirketlerine yatırım yapabilirler.*
- *Yatırım yaptıkları şirketlere danışmanlık hizmeti verebildikleri gibi, yönetimine de katılabilirler.*
- *İkinci el piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirler.*
- *GSYO özkaynakları oranında borçlanabilirler.Bir yıldan kısa vadeli krediler için kullanabilecekleri kredi miktarı özkaynaklarının yarısı kadar ; bir yıldan uzun vadeli krediler için de özkaynaklarının en fazla iki katı kadar kredi kullanabilirler.*

21 Ocak 2009 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları'na İlişkin Esaslar Tebliği'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" ile Türkiye’de kurulu girişim sermayesi fonları, artık Türkiye’deki KOBİ'lere yatırım yapmak amacıyla yurtdışında kurulacak olan fonlara iştirak edebilecektir. Böylece, Türkiye’de yatırıma dönüştürülmek üzere önemli miktarda yabancı kaynak girişi sağlanması beklenmektedir.

Türkiye’de günümüze kadar kurulan Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları sayısı henüz istenilen düzeyde değildir. SPK’nın yaptığı düzenlemeden sonra kurulan şirketlerden bazıları aktif olarak çalışmamaktadır.

### **2.3.6.1. Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.**

22.04.1996 yılında kurulan Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Türkiye'nin ilk girişim sermayesi yatırım ortaklığı şirkettir. Şirketin kuruluş amacı [www.vakifgirisim.com.tr](http://www.vakifgirisim.com.tr) web sitesinde “*Yüksek teknolojiye dayalı bilginin ticari ürün haline dönüştürülmesi aşamalarında bir finansman modeli olarak hizmet vermek ve sektör ayırımı yapılmadan girişim sermayesi yatırımlarına uygun özelliklere sahip her türlü proje değerlendirmeye almaktır.*” olarak ilan edilmiştir.

Girişim Sermayesi yatırım ortaklığının nihai hedefi, sermaye aktarımında bulunduğu işletmelerin başarılı olması ve girişim sermayesi yatırım ortaklığının elinde bulunan pay senetlerini satarak hissederlarına ve yönettiği fona olumlu katkı sağlamaktır. Bu nedenle girişim ortaklıkları pasif değil aktif niteliklidir. Girişim Sermayesi yatırım ortaklıklarının herhangi bir pay senedi alıcısından farkı, pay senetlerinin değerlerinin artırılması hedefi ile hareket etmesidir. Vakıf Girişim Sermayesi yatırımdan üç tür çıkış yolu kullanmaktadır. (2007 faaliyet raporu, 8 [http://www.vakifgirisim.com.tr/2007\\_yılı\\_faaliyet\\_raporu.pdf](http://www.vakifgirisim.com.tr/2007_yılı_faaliyet_raporu.pdf))

- *Vakıf Girişim Hisselerini girişimciye satabilir.*
- *Vakıf Girişim blok olarak tüzel/gerçek kişi veya yatırımcılara satabilir.*
- *Vakıf Girişim Hisselerini Halka arz yolu ile satabilir.*

2000 yılının Temmuz ayında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Ulusal-Tüm, İMKB Ulusal-Mali ve Holding ve Yatırım endeksleri kapsamına dahil edilerek Halka Arz Sürecini tamamlayan şirket, bu yolla sermaye artırımına gitmiştir. Halka arz sürecinden sonraki finansal yapısı aşağıdaki gibi oluşmuştur. (İMKB şirket haberleri)

**Çizelge 3:** Vakıf Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Sermaye Payı (TL)	Sermaye Oranı %
T. Vakıflar Bankası T.A.O.	255.000	51
Güneş Sigorta A.Ş.	250	0.05
Vakıf Finansal Kiralama A.Ş.	250	0.05
Vakıf Deniz Finansal Kiralama A.Ş.	250	0.05
Vakıf-Kobi Araşt. Danış. A.Ş.	250	0.05
Diğer	<u>244.000</u>	48.8
<b>Toplam</b>	<b>500.000</b>	100.00

2007 yılı Faaliyet Raporuna göre ödenmiş sermayesi 900.000 TL, çıkarılmış sermayesi 2.000.000 TL olan girişim sermayesi yatırım ortaklığı şirketinin Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O'ya ait paylarının blok olarak satılması için girişimler başlatılmış gerekli bilgilendirmeler 22 .01 .2008 yılında İMKB' ye gönderilmiştir.([www.tumgazeteler.com/?a=2545829](http://www.tumgazeteler.com/?a=2545829) )

### **Yatırımlar ve Yatırımdan Çıkışlar**

Şirket, kuruluş aşamasından bu yana toplam üç risk sermayesi yatırımında bulunmuştur. Şirketin kuruluş amaçları arasında belirtildiği üzere bu yatırımların hepsi yüksek teknolojiye dayalı bilginin ticarileştirilmesine yönelik yatırımlardır. Risk Sermayesi yatırımı yapılan şirketlerden üçünün de tasfiye süreçleri tamamlanmıştır. 31.12.2007 bilanço tarihli itibari ile şirketin herhangi bir risk sermayesi yatırımı bulunmamaktadır.

### **Teknoplaza A.Ş.**

1996 yılında Orta Doğu Teknik Üniversitesi (ODTÜ) yerleşkesi içindeki Teknokent' te kurulan şirket aşınmaya dayanıklı, sert seramik kaplamalar üretimi ve pazarlama faaliyetini sürdürmüştür. Türkiye'de ilk kez tasarım ve üretim aşamaları Teknoplazma A. Ş. tarafından yapılan, fiziksel buharlaşma yöntemi ile çalışan bir kaplama reaktörü üretilmiştir. ([www.vakifgirisim.com.tr](http://www.vakifgirisim.com.tr) )

Teknoplazma A.Ş. 2006 Mayıs tarihi itibari ile tasfiye sürecine giren şirketin, yapılan Olağan Genel Kurulları sonucunda 27.12.2007 tarihinde tasfiye kapanışı

Ticaret Sicilinde tescil edilerek faaliyetine son verilmiştir.(  
[http://www.vakifgirisim.com.tr/faaliyet\\_rapor/2007\\_FAALIYET\\_RAPORU.pdf](http://www.vakifgirisim.com.tr/faaliyet_rapor/2007_FAALIYET_RAPORU.pdf),  
s.19)

### **İnova Biyoteknoloji A.Ş.**

1999 yılında Ege Serbest Bölgesin’de (ESBAŞ) kurulan Şirketin faaliyet alanı medikal ürünlerdir. Hepatit A, Hepatit B, HIV, vb hastalıklar ile hamileliğin teşhis edilmesinde kullanılan tanı kitlerinin üretimi esnasında gereken aktif maddeleri üretilip gerekli işlemlerden geçirildikten sonra nihai ürün olarak tanı kitleri üreten şirketin kapanışı 06.12.2007 tarihinde Ticaret Siciline faaliyetlerine son verildiğinin bildirilmesi ile gerçekleşmiştir. (vakifgirisim.com.tr)

Vakıf Girişim’in mali tablolarına yansıyan iştirak bedeli ile buna ilişkin enflasyon farkından tasfiye zararı 1.112.562 YTL dir. ([http://www.vakifgirisim.com.tr/faaliyet\\_rapor/2007\\_FAALIYET\\_RAPORU.pdf](http://www.vakifgirisim.com.tr/faaliyet_rapor/2007_FAALIYET_RAPORU.pdf), s.9)

### **Ortadoğu Yazılım**

Ortadoğu Teknik Üniversitesi Geliştirme Vakfı tarafından kurulmuş Türkiye’nin ilk internet servis sağlayıcı şirketi olan TR.NET’te belirli bir pay senedinin Vakıf Girişim ve Vakıflar Bankası tarafından alınması ile bilişim sektöründe faaliyet gösteren bu şirkete risk sermayesi yatırımı gerçekleştirilmiştir.

13.04.2007 tarihinde şirkette bulunan Vakıf Girişim ve Vakıflar Bankası hisselerinin satışı ile yatırımdan çıkış sağlanmıştır. Satıştan 1.150.000 USD tahsil edilmiştir. İştirakin, iştirak maliyet bedeli ile buna ilişkin enflasyon farkının altında satıldığından mali tablolara yansıyan iştirak zararı 5.513.647 YTL’dir. ([http://www.vakifgirisim.com.tr/faaliyet\\_rapor/2007\\_FAALIYET\\_RAPORU.pdf](http://www.vakifgirisim.com.tr/faaliyet_rapor/2007_FAALIYET_RAPORU.pdf))

### **2.3.6.2. İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş**

Kuruluş aşamasında Dünya Bankası’nın desteğini sağlamayı başaran İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş., 2000 yılında kurulmuştur. Kuruluş

misyonu “yüksek büyüme potansiyeli olan sektörlerde rekabet avantajına sahip şirketlerin, Türkiye ekonomisine katkı sağlayacak projelerini gerçekleştirmeleri için yönetim bilgisi ve sermaye katkısı sağlamaktır.” İş girişim sermayesinin yatırım stratejileri aşağıdaki gibidir.([http://www.isgirisim.com.tr/TR/yatirim\\_stratejisi.asp](http://www.isgirisim.com.tr/TR/yatirim_stratejisi.asp) )

**Hedef** : KOBİ'ler

- **Gelişim Aşaması** : Girişim sermayesi, genişleme aşaması ve ileri aşamadaki şirketler
- **Kriterler** :Başarılı geçmiş performans ve büyüme odaklı vizyon ile birlikte sektörlerinde lider olma potansiyelinin bulunması
- **Coğrafi Odaklanma:** Türkiye'de kurulu ve tercihen yurtdışı bağlantıları olan şirketler
- **Yatırım Tipi** : Girişim sermayesi, büyüme amaçlı sermaye (sektör konsolidasyonları da dahil) ve yeniden yapılandırma işlemleri
- **Kontrol** : Azınlık veya çoğunluk pay sahipliği
- **Yatırım Çesidi** : Sermaye aktarımıveya hisse senedine dönüştürülebilir tahviller
- **Yatırım Büyüklüğü:** Proje başına ortalama 5-15 milyon ABD\$; daha büyük yatırım gereksiniminde aynı vizyona sahip, katma değeri yüksek müsterek yatırımcı ile işbirliği imk
- **Sektörler** : Büyük ve hızla büyümeye devam eden, giriş engellerinin bulunduğu, yasal düzenlemeler ve konjonktürel değişimlerin asgari düzeyde etkilediği sektörler
- **Çıkış Hedefi** : 3-7 yıl arası

2004 yılında İş Girişim Sermayesi'nin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda halka arz edilen % 37,69'u karşılığında 57,78 milyon \$ piyasa değeri oluşmuştur. 2007 yılı itibari ile ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir. ([http://www.isgirisim.com.tr/Tr/kurumsal\\_veriler.asp](http://www.isgirisim.com.tr/Tr/kurumsal_veriler.asp) )

Çizelge 4: İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş

Ortak Adı/ Ünvanı	Ödenmiş Sermaye (YTL)	Oran %
İş Yatırım	6.787.589	29
TSKB	3.900.000	16,67
TTGV	2.600.000	11,11
Anadolu Sigorta	1.560.000	6,67
Milli Reasürans	1.040.000	4,44
İş Faktoring	208.000	0,89
Diğer (Halka Açık)	7.304.411	31,22
Toplam	23.400.000	100

### Yatırımlar ve Yatırımdan Çıkışlar

İlk yatırımını kuruluşundan iki yıl sonra gerçekleştiren İş Girişim Sermayesi, 2002 – 2008 yılları arasında toplam 11 yatırım ve 4 yatırımdan çıkış operasyonu gerçekleştirmiştir. Yapılan yatırımlar incelendiğinde risk sermayedarı olarak yatırım yapılan şirketlerde genellikle azınlık hisselerinin alımı yoluna gidildiği fark edilmiştir. Çoğunluk hisse alımı sadece Cinemars (%66,28) ve Nevotek (%88,24) şirketlerine yapılan risk sermayesi yatırımlarında tercih edilmiştir. Cinemars şirketindeki yatırımdan çıkış operasyonu tamamlanmıştır. Çıkış süreci İş girişim'in elinde bulunan çoğunluk hisselerinin pay sahiplerine geri satışı ile tamamlanmıştır. Nevotek firmasında ise henüz yatırımdan çıkış kararı alınmamıştır. Yapılan 11 yatırımdan sadece ikisinde çoğunluk hisselerinin alımı yoluna gidilmesi ve Cinemars şirketindeki yatırımdan çıkış operasyonunda İş Girişim'in elinde bulunan hisselerin pay sahiplerine geri satışı yolu tercih edilmesi iş girişimin risk sermayedarı olarak yatırım yaptığı şirketleri pay sahipleri ile birlikte büyütürken ve yatırımdan çıkarken de öncelikli olarak pay sahiplerinin menfaatlerini koruduğunun bir işareti olarak kabul edilebilir.

Çizelge 5: İş Girişim Sermayesi'nin Yatırımları

No	Yıl	Şirket	Sektör	Tutar ABD \$	Çıkış
1	2002	Probil	Sistem Entegrasyonu	3.188.889	Hayır
2	2002	IT	Sistem Entegrasyonu	1.850.000	Hayır
3	2003	Cinemars	Sinema	11.500.000	2006 Pay sahiplerine satış
4	2003	Nevotek	IP Bütünleşik Çözümler	3.000.000	Hayır
5	2004	Step	Ev Aksesuarları	3.500.000	2008 Swicorp'a satış



6	2005	Tüyap	Fuarcılık	7.000.000	2007 Pay sahiplerine satış
7	2006	Beyaz Filo Kiralama	Araç Kiralama	4.000.000	2008 Pay sahiplerine satış
8	2007	Ode	Yapı Yalıtımı	5.000.000	Hayır
9	2007	Ortopro	Ortopedik Cerrahi	6.000.000	Hayır
10	2007	Turkmed	Diyaliz Hizmetleri	2.500.000	Hayır
11	2008	Frik İlaç	İlaç	13.358.325	Hayır

Kaynak : [www.isgirisim.com.tr](http://www.isgirisim.com.tr) sitesindeki bilgilerden derlenmiştir.

### 2.3.6.3. KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. KOBİ'lerin finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla TOBB, Halk Bankası, KOSGEB, TESK ve 16 Sanayi ve Ticaret Odası'nın ortaklığında kurulmuş bir girişim sermayesi şirkettir. Kobi Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin internet sitesinde iştirakler sekmesinin altında 3 firma ismi bulunmaktadır.<sup>2</sup>

### 2.3.6.4. Finans Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Finans Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş, SPK'dan 02.07.2004 tarihinde kuruluş iznini alması ile kurulmuş, herhangi bir risk sermayesi yatırımı yapmadan 14.10.2005 tarihinde, şirketin kendi başvurusu üzerine Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı statüsünden çıkarılmıştır. ([www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr) 14.10.2005 haftalık bülten, 4)

<sup>2</sup> Firmalara yapılan yatırımların zamanı, tutarı, pay sahipliği oranı, yatırımdan çıkış planı vb. bilgilere [www.kobias.com.tr](http://www.kobias.com.tr) web adresinde yer verilmediği için detaylı bilgilere ulaşılamamıştır.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### MALİ TABLOLAR VE ANALİZLER

#### 3.1. Mali Tablolar

Ticari hayatta faaliyet gösteren firmaların başlıca amacının; kar maksimizasyonunu sağlamak, büyümek, süreklilik ve firmanın piyasa değerinin artırılması olduğu düşünülebilmektedir. İşletmelerin, amaçlarına ne kadar yaklaştıklarını ve vergisel olarak üzerlerine düşen yükümlülükleri tespit edebilmek için, süresiz olarak varsayılan ömürlerini belirli dönemlere ayrılıp, faaliyet dönemi içinde yapılanları analiz etmeleri gerekmektedir. Bu analiz, işletmenin muhasebe sistemiyle doğrudan ilgilidir. Kesin ve doğru olarak tutulan muhasebe kayıtları yardımıyla bilanço, gelir tablosu ve nakit akım tablosu gibi temel tablolar oluşturulur ve analiz edilir.

Gerek Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliğinde (MSUGT), gerek Türkiye Muhasebe Standartlarına göre oluşturulması zorunlu kılınan bu tablolar, işletmenin yönetimin kademesinde yorumlanarak, işletmenin yukarıda sayılan amaçlarına ulaşmasına yardımcı olur. Mali Tablolar aşağıdaki tabloları içerir :

1. Bilanço
2. Gelir Tablosu
3. Satışların Maliyeti Tablosu
4. Fon Akım Tabloları
5. Nakit Akım Tablosu
6. Kâr Dağıtım Tablosu
7. Öz Kaynaklar Değişim Tablosu

Bu tablolardan, bilanço ve gelir tablosu, dipnotları ve ekleri ile birlikte temel mali tabloları, diğerleri ise ek mali tabloları oluşturmaktadır.

### **3.1.1 Mali Tabloların Tanımı**

Muhasebe Sistemi tarafından, işletmede para ile ifade edilebilen olaylar kaydedilip, sınıflandırılan mali bilgiler, mali tablolar halinde raporlanır ve işletme ile ilgili kişi ve kurumlara sunulurlar. (Sevilengül, 2005)

Ataman (1997)'nin tanımına göre ise; işletmenin varlık ve kaynak yapısı, dönem içindeki faaliyet sonucu, dönem karı ve vergisel yükümlüklerin oluşumu gibi mali konularda bilgi sunan ve muhasebe ilkelerine sadık kalınarak düzenlenmiş tabloları ifade etmektedir.

### **3.1.2 Mali Tabloların İlkeleri**

Mali tablolar ilkeleri, temel mali tabloların düzenlenmesinde işletmeler tarafından uygulanacak kuralları ifade eder. Uygulamada kullanılan mali tabloların temel ilkeleri, 1 sıra no.lu Muhasebe Uygulama Genel Tebliğinde açıklanmıştır. Buna göre temel mali tabloların düzenlenme ilkeleri, temel mali tablolara paralel olarak iki ana gruba ayrılmaktadır:

- a. Gelir Tablosu İlkeleri
- b. Bilanço İlkeleri

#### **3.1.2.1 Gelir Tablosu İlkeleri**

1 sıra no.lu Muhasebe Uygulama Genel Tebliği, gelir tablosu ilkelerinin amacını; “satışların, gelirlerin, satışlar maliyetinin, giderlerin, kâr ve zararlara ait hesapların ve belli dönemlere ait işletme faaliyeti sonuçlarının sınıflandırılmış ve gerçeğe uygun olarak gösterilmesini sağlamaktır. “ olarak tanımlamaktadır. Bu bağlamda mevzuatta benimsenen başlıca gelir tablosu ilkelerini şu şekilde maddeleyebiliriz:

- Gerçekleşmemiş satışlar, gelir ve karlar; gerçekleşmiş gibi veya gerçekleşenler, gerçek tutarından fazla veya az gösterilmemelidir.
- Belli bir dönemin satışları ve gelirleri bunları elde etmek için yapılan satışların maliyeti ve giderleri ile karşılaştırılmalıdır.
- Maddi ve maddi olmayan duran varlıklar ile özel tükenmeye tabi varlıklar için uygun amortisman ve tükenme payı ayrılmalıdır.

- Maliyetler; maddi duran varlıklar, stoklar, onarım, bakım ve diğer gider grupları arasında uygun bir şekilde dağıtılmalıdır.
- Arızı ve olağanüstü niteliğe sahip kâr ve zararlar meydana geldikleri dönemde tahakkuk ettirilmeli, fakat normal faaliyet sonuçlarından ayrı olarak gösterilmelidir.
- Bütün kâr ve zararlardan, önceki dönemlerin mali tablolarında düzeltme yapılmasını gerektirecek büyüklük ve niteliktekiler dışında kalanlar, dönemin gelir tablosunda gösterilmelidir.
- Karşılıklar, işletmenin kârını keyfi bir şekilde azaltmak veya bir döneme ait kârı diğer döneme aktarmak amacıyla kullanılmamalıdır.

### **3.1.2.2. Bilanço İlkeleri**

Yine aynı tebliğde, bilanço ilkelerinin amacı; “sermaye koyan veya sonradan, kendilerine ait kârı işletmede bırakan sahip ve hissedarlar ile alacaklıların işletmeye sağladıkları kaynaklar ve bunlarla elde edilen varlıkların muhasebe kayıt, hesap ve tablolarında anlamlı bir şekilde tespit edilmesi ve gösterilmesi yoluyla, belli bir tarihte işletmenin mali durumunun açıklıkla ve ilgililer için gerçeğe uygun olarak yansıtılmasıdır.” şeklinde açıklanmıştır.

Bilançoda yer alan varlıklar, yabancı kaynaklar ve öz kaynaklar kalemlerinin gayrisafi değerleri ile gösterilmeleri gerekmekte olup, kalemlerin net değerleri bilanço düzenlenmesinin gereği olarak indirim kalemlerinin ilgili hesapların altında açıkça gösterilmesi esastır. Bu doğrultuda benimsenen bilanço ilkeleri; varlıklar, yabancı kaynaklar ve özkaynaklar itibariyle farklılık arz etmektedir. 1 sıra no.lu Muhasebe Uygulama Genel Tebliği söz konusu bilanço unsurları ile ilgili ilkeleri ayrı ayrı açıklayarak hüküm altına almıştır.

### **3.1.3. Mali Tabloların Amaçları**

Finansal tabloların sunuşuna ilişkin 1 no.lu muhasebe standartlarının 7. maddesine göre;

“ Finansal tablolar işletmenin finansal durumunun ve finansal performansının biçimlendirilmiş sunumudur. Genel amaçlı finansal tabloların hedefi, geniş bir kullanıcı kitlesinin ekonomik kararlar almalarına yardımcı olan işletmenin finansal durumu, finansal performansı ve nakit akışları hakkında bilgi sağlamaktır. Ayrıca finansal tablolar, yöneticilerin kendilerine emanet edilen kaynakları ne etkinlikte kullandıklarını da gösterir. Finansal tablolar bu amaca ulaşmak için işletmeyle ilgili aşağıdaki bilgileri sunar:”

- a) varlıklar;
- b) yabancı kaynaklar; (veya borçlar)
- c) özkaynaklar;
- d) gelir ve giderler, karlar ve zararlar;
- e) özkaynaklardaki diğer değişimler; ve
- f) nakit akışları.

Mali tabloları kullananlar dip notta yer alan bilgiler ile yukarıda sayılan bilgilerin birlikte değerlendirilmesi neticesinde işletmenin gelecekteki nakit akışlarını ve özellikle bunların zamanını ve kesinliklerini tahmin etmelerine olanak sağlar. (1 No.lu Türkiye Muhasebe Standartları)

#### **3.1.4. Mali Tabloların Kullanıcıları**

Mali tablolar analizinin, çeşitli kişi ve kuruluşlar tarafından farklı amaçlarla yapılabileceğinden bahsedilmişti. Bu kişi ve kuruluşları, işletme ile olan organik ilişkilerine göre, işletme içi ve işletme dışı çevreler biçiminde temelde ikiye ayırarak incelemek mümkündür. Bu çalışmada böyle bir ayrıma gidilmeden mali tablolardan yararlanan gruplardan kısaca aşağıdaki gibi gruplandırmak mümkündür.

- a. İşletme yöneticileri,
- b. İşletme sahipleri
- c. Yatırım alanı arayan sermayedarlar,
- d. Potansiyel ortaklar,
- e. Kredi ve finans kuruluşları,
- f. İşletme ile ticari ilişkide bulunan diğer işletmeler,
- g. Devlet

Söz konusu gruplardan; işletme yöneticileri veya sahipleri, işletmenin karşı karşıya bulunduğu ekonomik ve finansal durumu değerlendirmek ve işletmenin faaliyet projeksiyonunu oluşturmak; işletme dışı çevrelerde yatırım alanı arayan sermayedarlar ve potansiyel ortaklar, karlı ve verimli yatırım alanı bulmak amacıyla mali tablolar analizi çalışmasında bulunmaktadır.

Kredi kuruluşları; açtıkları kredinin geri dönme güvencesini sağlayabilmek, işletmeyle ticari ilişkide bulunan diğer işletmeler ise, ticari yarışmadaki etkinliklerini arttırabilmek ve bu alanda süreklilik sağlayabilmek amacıyla, yine mali tablolar analizine ihtiyaç duymaktadır.

Devlet ise, işletmelerin doğal ortağı durumunda olduğundan vergi gelirlerini yükseltmek için, mali tablolar analizi çalışmasında bulunmaktadır. Mali tablolar analizdeki amaç farklılığı, mali analizin çeşitli türlerde yapılması sonucunu ortaya çıkarmıştır.

## **3.2. MALİ TABLO TÜRLERİ**

### **3.2.1 Bilanço**

Literatürde birden fazla tanımı olan bilançonun, sıklıkla başvuru alan içeriği açısından tanımı; “ Bilanço; bir işletmenin belli bir tarihte sahip olduğu varlıklar ile bu varlıkların sağlandığı kaynakları gösteren tablodur.” şeklindedir (TÜRMOB).

Aynı şekilde Sevilengül (2001) ise; varlıklar ile sağlandığı kaynaklar arasındaki eşitlikten hareketle, “işletmenin kaynakları ile bu kaynakların kullanılma yerlerini gösteren tablo” şeklinde tanımlamıştır. Bu tanımlamalardan yola çıkarak  $\text{Varlıklar} = \text{Sermaye} + \text{Borçlar}$ , bilançonun temel eşitliğine ulaşılır.

Bilançonun tanımı, 1 no.lu Muhasebe Uygulama Genel Tebliğinde ise; “Bir işletmenin belli bir tarihte sahip olduğu varlıklar ile bu varlıkların sağladığı kaynakları gösteren mali tablo olarak tanımlanmış olup bilançonun aktifinde yer

alan varlıklar, paraya dönüşme hızlarına göre en çok likitten en az likit değere doğru, pasifinde yer alan kaynaklar ise en kısa vadeli kaynaktan en uzun vadeli kaynağa doğru sıralanmaktadır.” şeklinde belirtilmiştir.

### **3.2.2 Gelir Tablosu**

İşletmenin belli bir dönemde elde ettiği tüm gelirler ile aynı dönemde katlandığı bütün maliyet ve giderleri ve bunların sonucunda işletmenin elde ettiği dönem net kârı veya zararı temel finansal tablolardan olan gelir tablosu aracılığı ile sunulur. İşletmenin geliri ise bir sıra no.lu Muhasebe Uygulama Genel Tebliğinde; “bütün bir faaliyet dönemi boyunca elde edeceği satış hasılatına dayanmakta olup, yaptığı üretimin maliyeti ile satış fiyatı arasındaki fark firmanın gelirini oluşturur.” Şeklinde tanımlanmaktadır (Akarçay, 1980, 13).

Gelir tablosu diğer bir tanımına göre ise; “işletmenin özkaynağında olumlu yada olumsuz etkileri olan işlemlerin önemli bir bölümünü belli bir dönem için özetleyen bir finansal tablodur.” Takan (2001: 188).

### **3.2.3 Fon Akım Tablosu**

Fon, belirli bir dönemde bir işletmenin faaliyetlerini finanse etmek için sağladığı kaynakları ifade etmektedir. Finansal durumdaki değişimleri açıklayan fon akım tablolarında kullanılan fon kavramı ise; tüm finansal araçlar anlamında veya net işletme sermayesi anlamında ya da para ve para benzerleri değerler anlamında kullanılır.

### **3.2.4 Kar Dağıtım Tablosu**

Kar dağıtım tablosunu kısaca işletmenin dönem kârının dağıtım biçimini gösteren tablo olarak tanımlayabiliriz. Kar dağıtım kavramı özellikle sermaye şirketleri için büyük önem arz etmektedir. Dönem kârından, ödenecek vergilerin, ayrılan yedeklerin ve ortaklara dağıtılacak kâr paylarının açıkça gösterilmesi ve şirketlerin hisse başına kâr ile hisse başına temettü tutarının hesaplanması bu tablonun başlıca amacıdır (TÜRMOB).

### **3.3. MALİ TABLOLAR ANALİZİ**

#### **3.3.1 Mali Tablolar Analizi Tanımı**

Modern muhasebe anlayışında, işletmelerin başta sürekliliğini sağlamak ve karlılığını devam ettirmek noktasında hayati öneme sahip olan muhasebe sisteminin son aşaması verilerin yorumlanmasıdır. Bu bağlamda oluşturulan mali tabloların çeşitli yöntemler kullanılarak analiz edilmesi gerekir. Mali tablolar analizinin literatürdeki tanımlarından ikisi şöyledir:

Mali tablolar analizini İbiş ve Argun ( 2004, 39) tarafından, işletmenin faaliyetleri sonucunda oluşturulan mali tabloların daha rahat anlaşılabilir, kullanılabilir bilgiler haline getirilmesi ve mevcut ekonomik durumu gibi faktörler göz önünde bulundurularak yorumlanması aşaması olarak tanımlanmaktadır.

Diğer bir tanımda ise, Faaliyet sonuçlarının tutarsal olarak değerlendirilerek, incelenen kalemler arasındaki ilişkilerin ifade ettiği anlam, dönemler itibariyle değişimleri ve değişimlerde hangi faktörlerin rol oynadığı ve bunların işletme için arz ettiği önemi ortaya çıkaran tekniklerdir ( Gücenme, 1996, 7).

#### **3.3.2 Mali Analizin Amacı**

Ülkemizde ilk çalışmaları II.Dünya Savaşı öncesi dönemde İktisadi Devlet Teşekküllerinin Yüksek Denetleme Kurulu tarafından denetimiyle başlayan ve nihai haline, 26.12.1992 tarihli Resmi Gazetenin mükerrer sayısında yayımlanan Muhasebe Sistemi Uygulama Tebliği ile 1994 te yürürlüğe giren Tek Düzen Hesap Çerçevesi ve Hesap Planı ile ulaşan mali tablolar analizini (Bektöre, Çömlekçi, Sözbilir, 2006, 4) yapılma amacına, analizin içeriği ve yapılış biçimine ve analizin işletmenin içinden veya dışından kişilerce yapılmasına göre üç grupta sınıflandırılmak mümkündür.

Yapılma amacına göre mali tablolar analizi; yönetim analizi, kredi analizi, yatırım analizleri olarak sıralanabilir. İşletme yönetimi tarafından yapılan analiz işletmenin faaliyet dönemindeki performansını, etkinliğini ve verimliliğini ölçmeyi hedeflerken, işletmeye kredi veren veya verecek olan finansal kuruluşlar tarafından



yapılan analiz, işletmenin borç ödeme gücünün ve likidite durumunun tespiti amacıyla yapılmaktadır. Yatırım analizleri, mevcut ve potansiyel yatırımcılar tarafından; işletmenin piyasa değerini, özsermaye ile yabancı kaynaklar arasındaki ilişkiyi açıklamak için kullanılır.

Mali tablolar analizi analizin içeriği bakımından, statik analiz ve dinamik analiz olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Statik analiz, belli bir dönem için düzenlenmiş mali tablolar üzerinde yapılır. Dolayısıyla statik analiz firmanın belli andaki mali fotoğrafının çekilmesi gibi düşünülebilir. Mali analiz yöntemleri arasında önemli bir yer tutmaktadır (Arat, Durmuş, 2000, 119). Dinamik analiz, birden fazla dönemin mali tablolarının analizidir. Analiz, hesap dönemleri itibariyle kalemlerin veya rasyoların gösterdiği, oluşturduğu trendin incelenmesinin yanında her dönemin mali tablosundan elde edilen sonuçların birbirleri ile kıyaslanması ile de yapılabilmektedir.

Analizi yapan kişi açısından mali analiz ise ;analizi yapacak olan kişilerin konumlarına göre; işletmenin içinde olanların yaptıkları iç analiz, işletmenin dışında olanlar tarafından yapılan dış analiz olmak üzere ikiye ayrılır. Bunlardan iç analiz; yöneticiler, işletme bünyesinde çalışan muhasebeciler, iç denetçiler tarafından yapılan analiz olup; yatırımcılar, bankalar, satıcılar, alıcılar, bağımsız denetçiler, mali danışmanlar, borsa yöneticileri, meslek odaları gibi işletme dışındaki kişi ya da kuruluşlarca yapılan analiz de dış analizdir. (Akgüç, 2006, 14)

### **3.3.3 Mali Tablolar Analizinde Kullanılan Yöntemler**

Modern muhasebe anlayışının en son ve en önemli kısmı olan yorumlama işlevini yerine getirebilmesi için temin edilen bilgilerin analiz edilmesi gerekmektedir. Analiz tekniklerinin muhasebe sisteminden elde edilen bilgilere uygulamak suretiyle bulunacak sonuçlar, işletmenin mali durumunu ve faaliyet sonuçlarını anlamak üzere yorumlanması şeklinde tanımlanabilir. Mali analizin günümüzde uygulanan dört türü vardır. Bunlar:

- Karşılaştırmalı Tablolar Analizi
- Dikey Analiz
- Trend Analizi
- Oran Analizi

Söz konusu yöntemler işletmenini temel mali tablolarına uygulanır.

### **3.3.3.1 Dikey Analiz (Yüzde Yöntemiyle Analiz)**

Dikey analiz, işletmenin bilanço ya da gelir tablosundaki kalemlerin kendi grupları ve genel toplam içerisinde ne kadarlık bir yüzdeye sahip olunduğunun tespiti edilmesi esasına dayanan bir yöntemdir.

Bu yöntem, bilanço ve gelir tablosuna ayrı ayrı uygulanarak dikey yüzdelerle ifade edilen tablolar oluşturulur. Bilançoda yer alan kalemler, aktifin veya pasifin içinde yer aldıkları gibi, aktif ve pasifte ana grupları içinde yer alan alt gruplar birinin kalemi durumundadır. Bu sebeple, bir bilançonun yüzdelerle gösterilmesinin temeli, aktif ve pasif toplamlarının 100 kabul edilerek, her aktif kalemin aktif toplamına, her pasif kalemin pasif toplamına olan oranının hesaplanmasıdır (Akgüç, 1995).

İşletmenin tek bir dönemdeki mali durumunun ve faaliyet sonuçlarının incelenmesi amacını taşıyan dikey analiz, statik analiz olarak adlandırılabilir. Dikey analiz çoğu kez yüzde yönetim ile analiz olarak da ifade edilir.

Yüzde yöntemi statik analiz için kullanılabilir gibi, dinamik analiz için de kullanılabilir. Dinamik analiz aracı olarak kullanıldığı takdirde farklı tarihlerde düzenlenmiş bilançolar yüzdeler hesaplandıktan sonra karşılaştırılır.

Yüzdelerin hesaplanışında şu formül kullanılır:

Bilanço Toplamına Göre Yüzde= (Bilanço Kaleminin Mutlak Değeri /Aktif (Pasif) Toplamı)\* 100

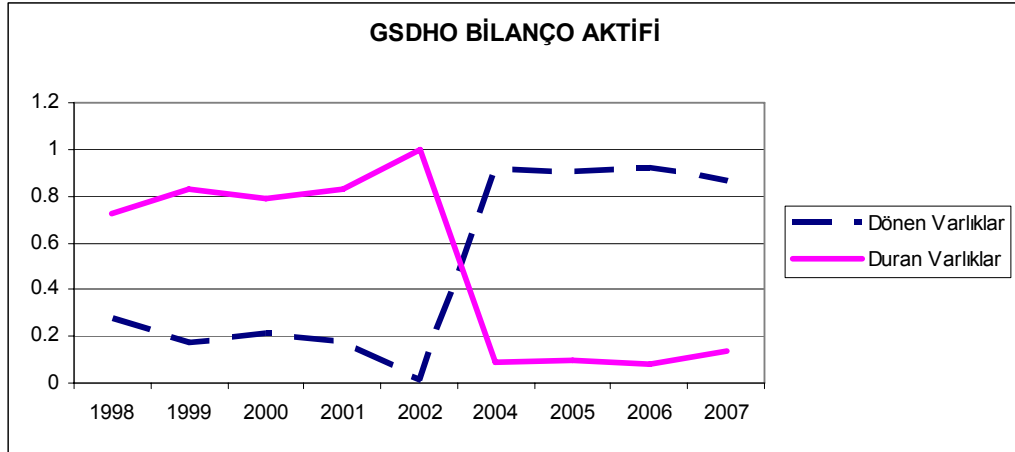
Gelir tablosunda dikey yüzdelerin belirlenmesinde ise her bir kalemin tutarı net satışlar tutarına oranlanarak bulunur. Gelir tablosunda dikey yüzdelerin bulunmasında net satışların tutarı 100 olarak kabul edilmektedir. Buna göre kullanılacak formül ise şöyle gösterilebilir;

$$\text{Dikey Yüzde} = \text{Gelir Tablosu Kalemi} * 100 / \text{Net Satışlar}$$

### 3.3.3.1.1 GSD Holding için Dikey Analiz Uygulaması

Çalışmamızın konusunu teşkil eden risk sermayesi kullanan GSD Holding'in 1998 – 2007 yılları arası dönemdeki bilanço ve gelir tablosunun yıllar itibariyle seyri görülmektedir. Bilançonun aktifinde yer alan dönen varlıklar ile duran varlıklar, aktif toplamın ne kadarını oluşturmaktadır sorusu aşağıdaki grafikte sunulmuştur. 2003 yılına kadar duran varlıklar toplamı dönen varlıkların yaklaşık dört katı kadar iken, bu tarihten sonra dönen varlıklar ile duran varlıkların aktif içindeki oranları eşitlenmiş, daha sonraki dönemde ise duran varlıkların aktifler içindeki önemi azalmıştır.

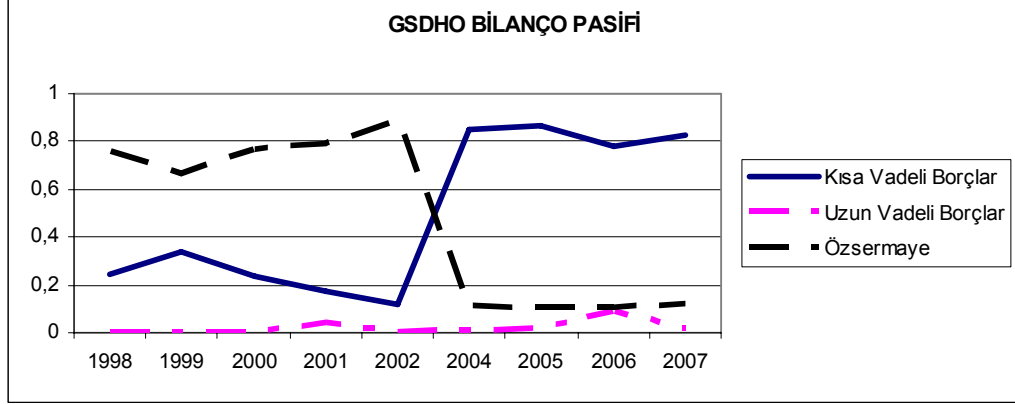
Şekil 22: GSDHO Bilançosunun Aktif Kısmının Yıllara Göre Seyri



Bilançonun pasif tarafına baktığımızda ise 1996 yılına kadar işletmenin borç toplamının özsermayesinin altında kaldığını, borçların vadelerine göre tasnif edilmesi ile de kısa vadeli yabancı kaynakların, uzun vadeliyle oranla ağırlıkta

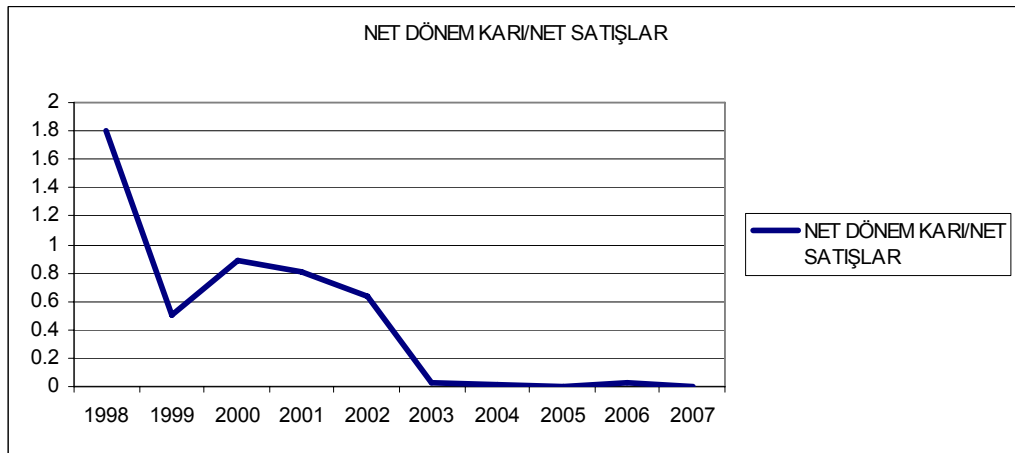
olduğunu görüyoruz. Ancak 2003 yılında işletmenin sermayesinin hızla eridiği bu kaybın kısa vadeli yabancı kaynaklarla karşılandığı anlaşılmaktadır.

Şekil 23: GSDHO Bilançosunun Pasif Kısmının Yıllara Göre Seyri



Şekil 24’de net dönem karının 1998-2003 arası dönemde hızla azaldığı görülmektedir. 2003 sonrası dönemde ise düşük kar marjı ile çalışılmış ve firma zarar etmiştir. Zararın nedeni, gelir tablosunun tetkikinden, satış maliyetlerinin yüksekliği olarak belirlenmiştir.

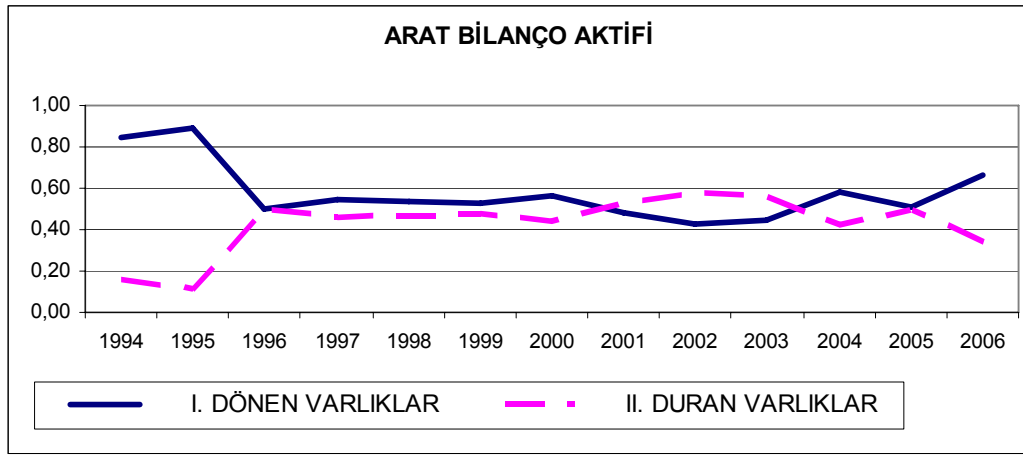
Şekil 23: Net Dönem Karı / Net Satışlar Oranı



### 3.3.3.1.2 Arat Tekstil İçin Dikey Analiz Uygulaması

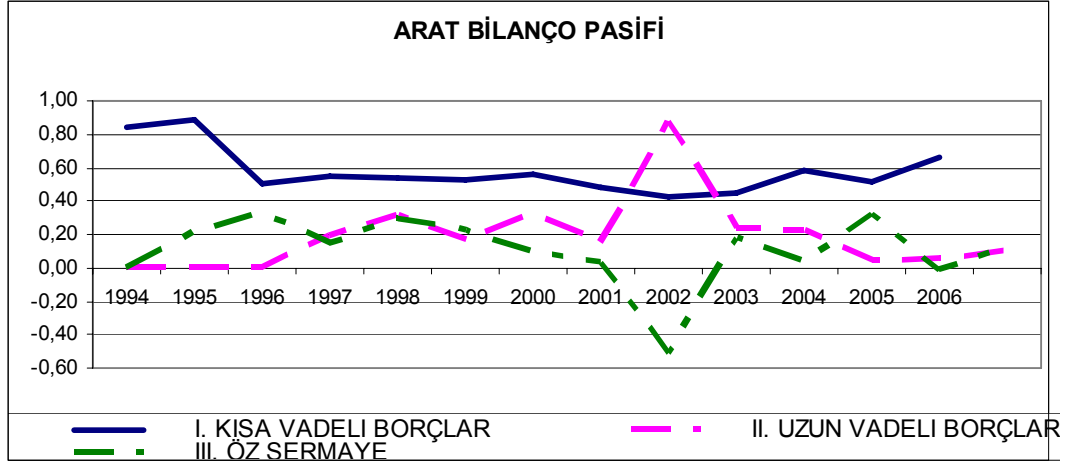
Çalışmamıza konu olan üç işletmeden biri olan Arat Tekstil'in 1994 – 2006 yılları arası dönemdeki bilanço ve gelir tablosunun yıllar itibariyle seyri görülmektedir. Bilançonun aktifinde yer alan dönen varlıklar ile duran varlıkların aktif toplamın ne kadarını oluşturmaktadır sorusu aşağıdaki grafikte sunulmuştur. 1996 yılına kadar dönen varlıklar toplamı duran varlıkların yaklaşık dört katı kadar iken, bu tarihten sonra ikisi de birbirine yaklaşmış ikisinin aktifler içindeki %50 civarına gelmiştir.

Şekil 25: Arat Tekstil Bilanço Aktifi

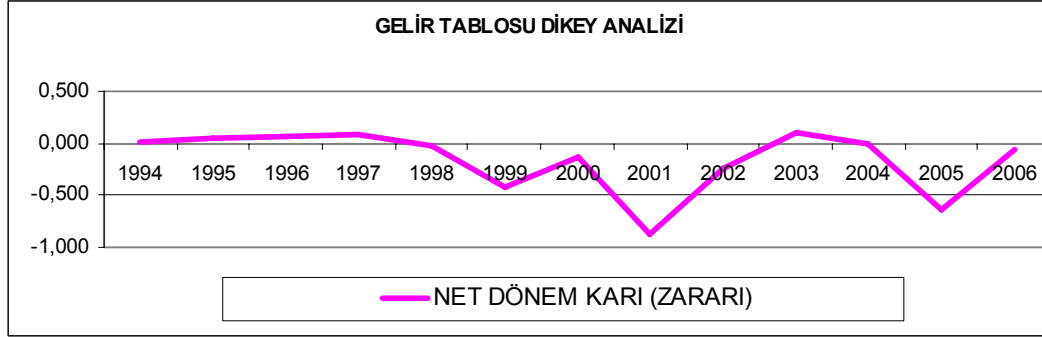


Bilançonun pasif tarafına baktığımızda ise 1996 yılına kadar işletmenin borçlarının büyük bir kısmının kısa vadeli olduğu görülmekte iken, 1996'den sonra kısa vadeli borçların toplamı göreceli olarak azalma eğilimine girmiş, buna karşılık uzun vadeli yabancı kaynağın ve sermaye nisbi olarak artış göstermiştir. 2001 yılında yaşanan kriz işletmeyi finansal olarak sarsmış, ancak işletme eriyen sermayesini aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi uzun vadeli yabancı kaynakla yerine koymuştur.

Şekil 26: Arat Tekstil Bilanço Pasifi



Şekil 27: Arat Tekstil Net Dönem Karı (Zararı)



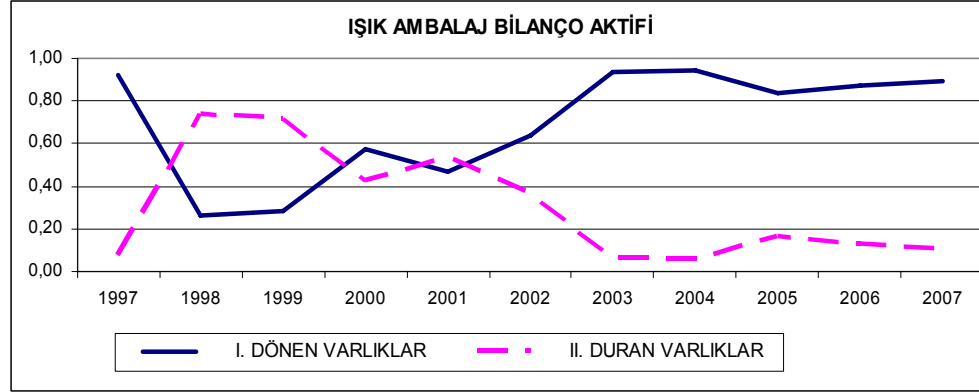
Şekil 26'da net dönem karının 1999-2002 ve 2005-2006 dönemlerinde negatif olduğu görülmektedir. Bu dönemlerde firma zarar etmiştir. Zararın nedeni gelir tablosunun tetkikinden finansman giderlerinin yüksekliği olduğu anlaşılmaktadır.

### 3.3.3.1.3 Isıklar Ambalaj İçin Dikey Analiz Uygulaması

1997-2006 yılları arasında her dönem için yapılan dikey analiz verilerinin birleştirilerek yapılan dinamik analizde elde edilen veriler aşağıdaki grafikler yardımıyla açıklanmıştır. Şekil 28'de söz konusu firmanın 1998 öncesi dönemde aktiflerinin hemen hemen hepsini dönen varlıklar oluşturuyor iken, 1998-2002 arasında dönen varlıklar ile duran varlıklar dengelenme eğilimine girmiştir. Ancak 2002 sonrasında aktifler içindeki dönen varlıkların oranı hızla yükselmiş ve %90 seviyesinde istikrarlı bir dengede ilerlemiştir. Söz konusu dönemlere ait bilançolar

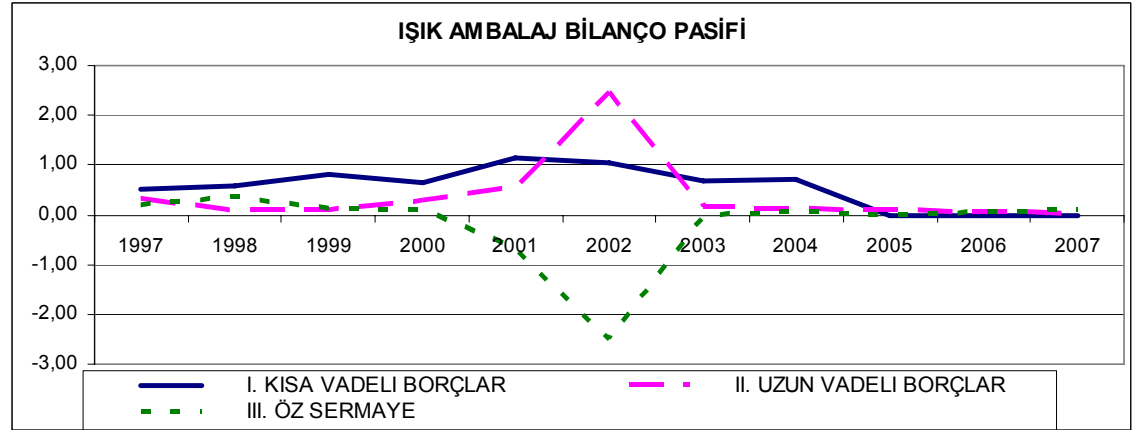
incelendiğinde dönen varlıklardaki bu hızlı artışın nedeni, ‘diğer dönen varlıklar’ kalemindeki aşırı yükselmedir.

Şekil 28: Işıklar Ambalaj Bilanço Aktifi



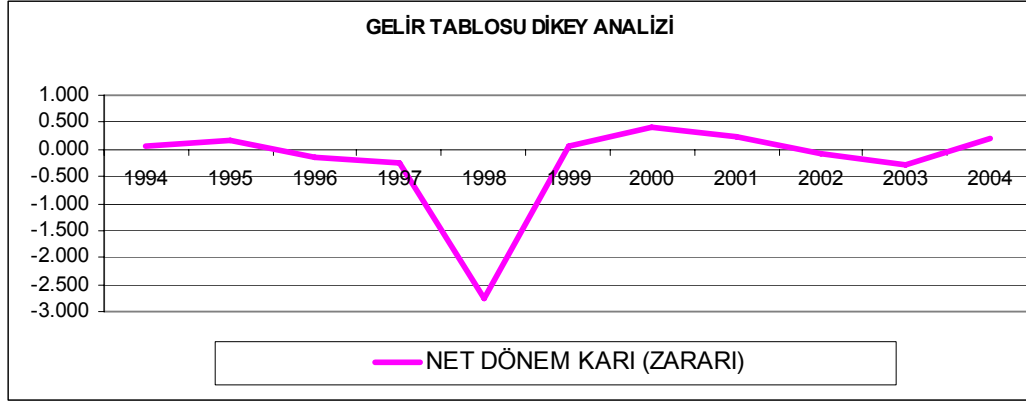
Işıklar Ambalaj’ın bilançosunun pasif kısmında ise 2002 yılında özsermaye azalışı, uzun vadeli yabancı kaynaklar ile finanse edilmiştir.

Şekil 29: Işıklar Ambalaj Bilanço Pasifi



Işıklar Ambalajın net dönem karı 1997-1999 arasındaki dönemde negatif seyrederken, diğer dönemlerde kar elde etmiştir.

Şekil 30: Isıklar Ambalaj Net Dönem Karı (Zararı)



### 3.3.3.2 Trend Analizi

İşletmenin incelenen döneme ait büyüme, likidite, borçluluk, faaliyet döngüsü ve karlılık gibi kriterlerin, temel alınan dönem veya bir önceki döneme göre değişimini gösteren bir analiz türüdür (Bodur, Tenker, 2005, 28).

Diğer bir ifadeyle trend analizi, aralarında ilişki olan mali tablo kalemlerinin uzun sürede gösterdikleri eğilimleri karşılaştırmak suretiyle yapılan incelemedir. Böylece, işletmenin uzun süredeki başarısı, uygun yatırım kararları alıp almadığı, uygun finansal kaynaklar kullanıp kullanmadığı, varlıklarını verimli ve etkin kullanıp kullanmadığı gibi yorumlar yapılabilir.

Birbirini izleyen birden fazla yılı kapsayan bilanço ve gelir tablosuna veya aralarındaki ilişki incelenmek istenen mali tablo kalemlerine uygun trend analizinin yapılabilmesi için bilanço ve gelir tablosu kalemlerinin ele alınan yıllar itibarıyla trendi (eğilim yüzdeleri) hesaplanması esastır. Bunun için ele alınan yıllardan işletmenin mali durumu ve faaliyet sonuçları bakımından en normal sayılabilecek yıl baz olarak kabul edilir. Baz yılın kalemleri 100 kabul edilir ve her kalemin diğer yıllardaki tutarları aynı kalemin baz yıldaki tutarına oranlanır. Bu oranlama işleminde şu formül kullanılır;

$$\text{Eğilim Yüzdesi} = (\text{Cari Tutar} * 100) / \text{Baz Yıl Değeri}$$



Eğilim yüzdelerinin hesaplanmasında bilanço ve gelir tablosu için aynı yöntem kullanılır. Ayrıca baz yılda rakamı olmayan bir kalemin diğer yıllar için eğilim yüzdeleri hesaplanmaması genel bir kuraldır.

### **3.3.3.3 Oran Analizi**

Oran analizi, bir döneme ait mali tablolarında yer alan kalemler arasında matematiksel ilişki kurularak bulunan oranların incelenmesiyle yapılan analiz türüdür. Diğer analiz tekniklerinden farklı olarak, mali tabloların bütününe uygulanabilen ve mali tabloların bünyesinde gizli bulunan kalemler arası ilişkilerin ortaya çıkarılmasına yardımcı olan oran analizinin en büyük özelliği incelenmek istene bir tek konuda bile uygulanabilir olmasıdır. Kısaca oran analizinin amacı, işletmenin borç ödeme gücünü, varlıkların verimliliğini, yabancı kaynak kullanımını ve kârlılığını ölçmektir. Uygulamada en çok kullanılan oran analizleri şunlardır;

- Likitide Oranları,
- Mali Oranlar,
- Faaliyet Oranları,
- Kârlılık Oranları.

#### **a. Likitide Oranları**

İşletmenin kısa vadeli borç ödeme gücünü ölçmeye yarayan likitide oranı bu fonksiyonu yerine getirmek için dönen varlıkların toplamları ya da kalemleri ile kısa vadeli yabancı kaynaklar arasında çeşitli ilişkiler kurulur.

#### **b. Mali Oranlar**

İşletmenin finansmanında yabancı kaynaklardan yararlanma derecesini ölçmeye yarayan mali oranlar ile işletme borçlarının mali yapı içerisindeki yeri ve bu mali yapının getirdiği sonuçlar araştırılır. Ayrıca yabancı kaynakların öz kaynaklar karşısındaki durumu ile maddi duran varlıkların finansmanında kullanışları ve borçlanma giderlerinin dönem kârıyla karşılanması ele alınır.

### **c. Faaliyet oranları**

İşletme varlıklarının verimli kullanılıp kullanılmadığının bir ölçüsü olan Faaliyet oranı, bu amaçla varlıklar toplamı veya varlık kalemleri ile satışlar arasında ilişkiler kurulur. Kurulan ilişkilerden şu faaliyet oranları ortaya çıkmaktadır;

- Ortalama Tahsilat Dönemi Oranı,
- Alacakların Devir Hızı Oranı,
- Stok Devir Hızı Oranı,
- Nakit Devir Hızı Oranı,
- Dönen Varlıkların Devir Hızı Oranı,
- Maddi Duran Varlıkların Devir Hızı Oranı,
- Aktif Devir Hızı Oranı.

### **d. Kârlılık Oranları**

Kârlılık oranları, işletmenin faaliyetleri sonucunda ölçülü ve yeterli bir kâr elde edip etmediğini ölçmeye yarar. Kâr ile kaynaklar ve kâr ile satışlar arasında ilişki kurularak ortaya çıkarılan kârlılık oranları şunlardır;

- Kaynakların Kârlılık Oranları,
- Satışların Kârlılık Oranları.

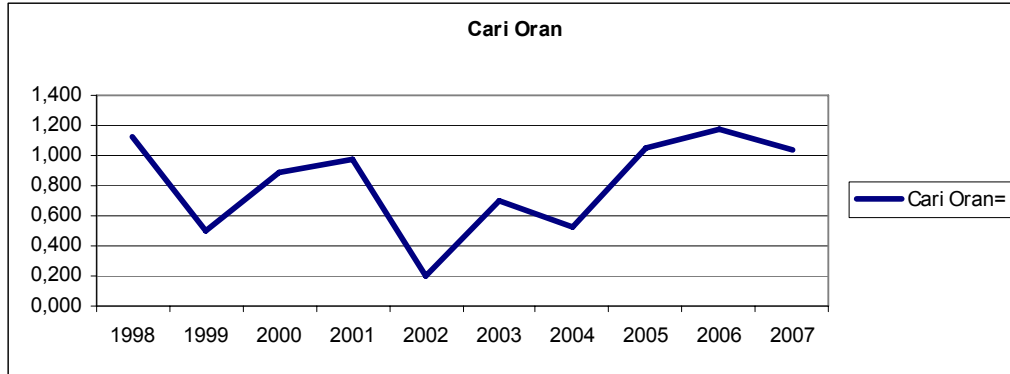
Kaynakların Kârlılık Oranlarında, kâr ile kaynaklar arasında ilişki kurularak özkaynakların ve uzun vadeli yabancı kaynakların verimli kullanılıp kullanılmadığı belirlenir. Kaynakların Kârlılığı Oranlarında iki oran ele alınır;

- Sermayenin Amortismanı Oranı,
- Öz kaynakların Amortismanı Oranı.

#### **3.3.3.3.1 GSD Holding için Oran Analizi**

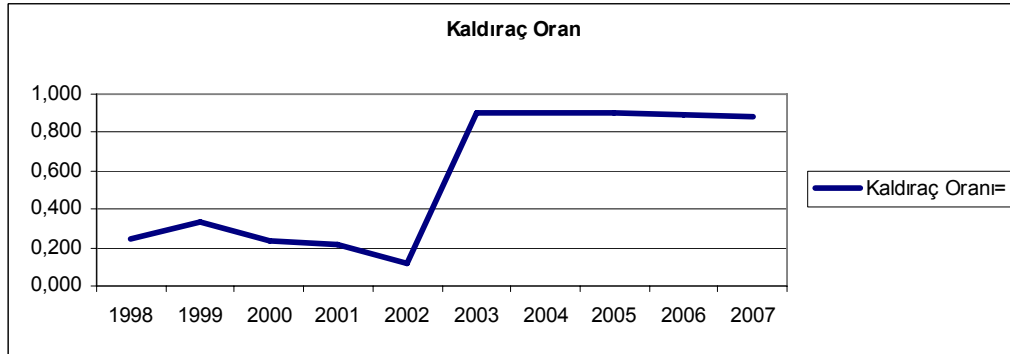
Yukarıda sayılan rasyo çeşitlerini araştırmamıza konu olan GSDHO' ya uyguladığımızda aşağıdaki grafikleri elde etmekteyiz.

Şekil 31:Yıllar İtibariyle GSDHO Cari Oran Değerleri



Şekil 31’de dönen varlıkların / Kısa Vadeli Yabancı kaynaklara oranı sunulmaktadır. Bu oran işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü ortaya koymaktadır. Gelişmiş ülkelerde bu oranın 2 olması beklenirken, gelişmekte olan ülkelerde 1,5 yeterli görülmektedir. Olaya GSDHO açısından bakıldığında, cari oran 0,8 etrafında salınım göstermektedir. Bu oran uluslararası standartların altında gibi görünse de sektör ortalamasına yakındır.

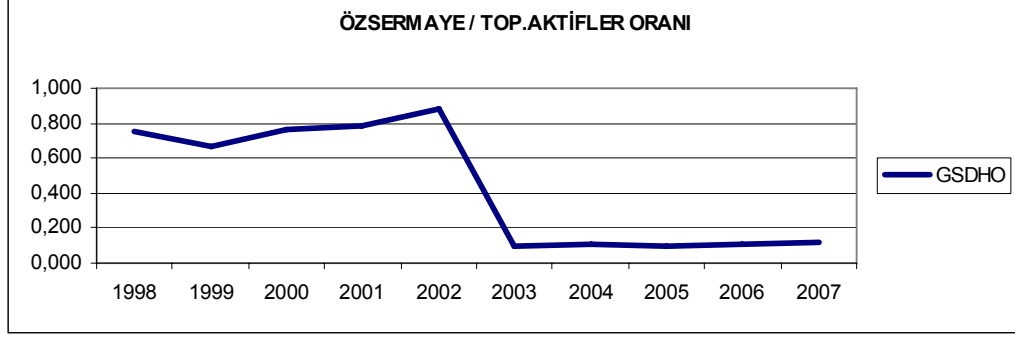
Şekil 32: Yıllar İtibariyle GSDHO Kaldıraç Oran Değerleri



Yukarıda sunulan grafik aktiflerin yüzde kaçının yabancı kaynaklarla finanse edildiği göstermektedir. Toplam Borçların, aktif toplamına oranlanmasıyla hesaplanan bu değer 2002 öncesi dönemde düşükken diğer bir ifadeyle aktiflerin büyük bir kısmının özkaynaklarla finanse edildiğini gösteririrken, kriz sonrası dönemde varlıkların finansmanı %90 oranında yabancı kaynaklarla sağlanmaya başlanıldığını göstermektedir.

Finansal kaldıraç oranında meydana gelen hızlı yükselme, işletmeye kredi verenler açısından yüksek risk ihtiva etmektedir. Finansal emniyet marjının daralması, işletmenin faiz ve borç ödeme açısından zor duruma düşme olasılığının yüksek olduğunu göstermektedir.

Şekil 33: Yıllar İtibariyle GSDHO Özsermaye/Top.Aktifler Oranı Değerleri



“Özsermaye / Toplam Aktifler” oranı aktiflerin ne kadarının işletme sahipleri tarafından finanse edildiğini göstermektedir. Söz konusu oranda meydana gelen yıllar itibariyle iyileşme, işletme yönetiminin başarısı olarak kabul edilirken, oranda meydana gelen azalma, özellikle durgunluk dönemlerinde firmaların zorlanacağını gösteririr (Akgüç,1995). GSDHO’nun 2002 yılı ile birlikte düşmeye başlayan Özsermaye / Toplam Aktifler oranı, işletmenin borçlarını çevirmede zorlanacağını göstermektedir.

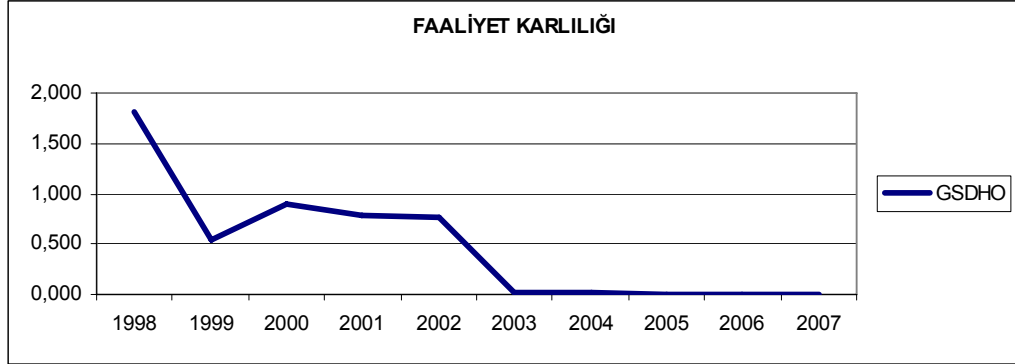
Şekil 34: Yıllar İtibariyle GSDHO Özsermaye Karlılığı



Net Karın, Özsermayeye oranlanması ile bulunan bu oran firma sahipleri veya ortakları için büyük önem arz eder. Buna göre ortaya konulan sermayenin bir birimine ne kadar kar isabet ettiğini gösterir. Grafiğin incelenmesinde işletmenin

özsermaye karlılığının 2005 yılına kadar azaldığı, 2005 sonrasında ise yukarı yönlü bir trend izlediği görülmektedir. Bu durum sermayedarlar için olumsuz bir durumdur.

Şekil 35:Yıllar İtibariyle GSDHO Faaliyet Karlılığı



Şekil 35’de işletmenin karlılığının giderek azaldığını göstermektedir. Gelir tablosunun detaylı tetkikinden bu durumun maliyet giderlerinin artışından kaynaklandığı anlaşılmaktadır.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### VERİLERİN TOPLANMASI VE İSTATİSTİKİ ANALİZ

#### 4.1. Analiz Edilen Şirketlerin Tanımı

Ülkemizde 90'lı yılların başından beri çok çeşitli risk sermayedarları, çeşitli endüstrilerde faaliyet gösteren büyüme arzusunda sahip şirketlere yatırımlarda bulunmuşlardır. Fakat yapılan yatırımların hacimsel boyutları gerekse niceliksel durumları dünyadaki uygulamaları ile karşılaştırıldığında henüz ülkemizde risk sermayesi yatırımcılarının ve yatırıma konu olan şirketlerin çok fazla olmadığı gibi mevcut yatırımlar hakkında da yeterli bilgiye kamuoyunun sahip olmadığı anlaşılmaktadır.

140 ülkede faaliyet gösteren muhasebe, denetim, vergi ve yönetim danışmanlığı hizmeti sunan uluslararası bir firma olan Deloitte'in 2007 yılında yayınlamış olduğu "Türkiye'de Girişim Sermayesi. "Private Equity": Türk Şirketleri ve Yatırımcılar için Pratik Yaklaşım" adlı raporunda Türkiye'deki Risk Sermayesi yatırımları hakkındaki bilgilere ulaşılabilen ilk rapordur. Şirketin çeşitli kaynaklardan derlediği bilgilere dayandırarak oluşturduğu "Türkiye'de Girişim Sermayesi Yatırımları" (EK:2) tablosunu incelediğimizde 1995-2007 yılları arasında çeşitli risk sermayedarları toplam 51 risk sermayesi yatırımında bulunmuştur.

Tezin amacına uygun olarak risk sermayesi kullanan şirketlerin risk sermayesinden önceki mali disiplinleri ile risk sermayesi kullandıktan sonraki dönemlerinin mali disiplinlerini karşılaştırabilmek için tabloda yer alan şirketler üzerinden hareket edilerek risk sermayesi kullanmış ve İMKB'de işlem gören şirketler ayrıştırılmıştır. Elde edilen şirket havuzundan analize konu edilecek şirketler seçilirken, şirketlerin belirli bir period için risk sermayesi kullanmış olması; risk sermayedarının yatırımdan çıkış kararı alarak elinde bulundurduğu pay senetlerini satmak suretiyle şirket ile olan organik bağını kesmiş olması kriterleri göz önüne alınmıştır. Bu kriterler uyan altı şirket bulunmaktadır. Altı şirket

arasından üçü seçilerek bu şirketlerin mali tablolarına İMKB'nin resmi sitesinden ulaşılmıştır.

Analize konu olan şirketlerden 1996 yılında kurulan GSD Holding 1999 yılında İMKB'de işlem görmeye başlamıştır. Finansal hizmetler sektöründe faaliyet gösteren şirketin risk sermayesi yatırıma konu olan 1997-2003 yılları arasındaki mali tablolarının performansı 2004-2007 yılları arasına denk gelen risk sermayedarının yatırımdan çıkmasından sonraki dönemin mali tablolar performansı ile karşılaştırılmıştır. Ayrıca şirketin faaliyette bulunduğu sektördeki konumun belirleyebilmek için İMKB'de aynı endeks koduyla işlem gören diğer firmalarında yıllık mali tablolarına ulaşılmış ve sektör için ortalama rasyolar hesaplanmıştır. Bu sayede şirketin kendi içersindeki performansına bakılırken aynı zamanda sektördeki konumunda belirlenme olanağı sağlanmıştır. Şirket ticari faaliyetlerine devam etmektedir.

Arat Tekstil Türkiye'de risk sermayesi kullanan ilk şirketlerdendir. 1995-1998 yıllarında risk sermayesi kullanan şirket tekstil sektöründe faaliyet göstermektedir. 1999-2007 yılları arasındaki mali tablolarının performansı risk sermayesi kullanılan dönem ile karşılaştırılmıştır. 21.03.2007 tarihinde İMKB göz altı pazarında işlem görmeye başlayan ve şirkete tanınan yasal süreler içersinde üzerine düşen yükümlülükleri tamamlamadığı için Arat Tekstil San. ve Tic. A.Ş.'nin hisse senetlerinin sürekli olarak işlem görmekten men edilmesine ve Borsa Pazarlarından çıkarılmasına 14/11/2008 tarihinde karar verilmiştir.

Ambalaj sektöründe faaliyet gösteren Işıklar Ambalaj 2000-2002 yılları arasında risk sermayesi kullanmıştır. 1998 yılından beri İMKB'de işlem gören Işıklar Ambalaj faaliyetlerine devam etmektedir.

#### **4.2. Araştırmanın Amacı**

Risk Sermayesi yatırımları kullanılan farklı sektörlerdeki üç şirketin mali tablolarının performansları risk sermayesi dönemleri ile sonraki dönemleri arasında farklılıklar olup olmadığına bakmaktır. Buradan elde edilecek bulgular ışığında firmalarımızın özelinde tezin önceki bölümlerinde belirtilen risk sermayesi yatırımlarının faydalarının uygulamada şirketlere yansımaları ölçülmeye

çalışılacaktır. Araştırmanın başından aranan, risk semayesi kullanmış olmak, risk sermayedarının yatırımdan çıkış yapmış olması ve şirketin halka açık olması şartlarının aranması araştırmanın sınırlılıklarıdır. Ayrıca araştırmaya konu olan zaman dilimlerinde Türkiye’de ve Dünyada çeşitli ekonomik krizler yaşanmıştır. Önceki bölümlerde Türkiye’nin yatırım iklimi çeşitli makro-ekonomik veriler ışığında kısa bir özet halinde anlatılmaya çalışılmıştır. Mali tablolardan elde edilen verilerdeki çeşitli dalgalanmaların ilgili yıllara denk gelip gelmediğine bakılmıştır. 2003 yılından itibaren Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) uygulamasına geçilmesi ile bazı bilanço ve gelir tablosu kalemlerinin tanımları ve değerlemelerinde değişiklikler meydana gelmiştir. 2004- 2006 yılları arasındaki bazı kalemlerde meydana gelen farklılıkların etkileri göz önünde bulundurulmaya çalışılmıştır. Bu kısıtlar veri setinin alındığı SPK’nın çalışmasında da belirtilmiştir.

### **4.3. Araştırmanın Yöntemi**

İlgili şirketlerin mali tablolarına İMKB’nin resmi internet sitesinden ulaşılmıştır. Şirketlerin yıllık mali tabloları kullanılarak elde edilen bilanço ve gelir tablolarından likidite oranları, finansal yapı oranları, karlılık oranları hesaplanarak, SPK Araştırma Dairesinin 2007 yılında yayınlamış olduğu “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Payları İşlem Gören Şirketlerin Finansal Yapıları Ve Kârlılıklarının Analizi: 1992-2006” adlı çalışmadaki sektör bazında likidite oranları, finansal yapı oranları ve karlılık oranları ile karşılaştırılmıştır. SPK Araştırma Dairesinin yayınlamış olduğu çalışma finansal hizmet sektörlerini içermemektedir. GSD Holding’in faaliyet alanı finansal hizmetler sektörü olduğu için SPK’nın veri setinden yararlanılamamıştır. İMKB’de işlem gören şirketlerin endekslerine bakılarak içlerinden XHOLD endeksine dahil olan şirketler ayrıştırılmış ve bu şirketlerin yıllık mali tablolarından analizin bütünlüğünü koruyabilmek için ortalama likidite oranları, finansal yapı oranları ve karlılık oranları hesaplanmıştır. Analize konu olan şirketlerin oranları ile sektör oranları karşılaştırılarak farklılıklar gözlemlenmeye çalışılmıştır. Şirketlerimizin bilanço kalemlerindeki değişiklikleri ölçebilmek için ise yatay, yüzde ve trend analizi gibi mali tablolarda birden çok yılın verilerini karşılaştırmak için kullanılan analizler kullanılmıştır.



Analize konu olan üç şirketin 3'er aylık mali tablolarından elde edilen likidite oranları, finansal yapı oranları ve karlılık oranları şirketlerin mali tablo performanslarında meydana gelen değişimleri şirket bazında ve daha detaylı biçimde göstermeye yardımcı olacağı düşünüldüğü için tercih edilmiştir.

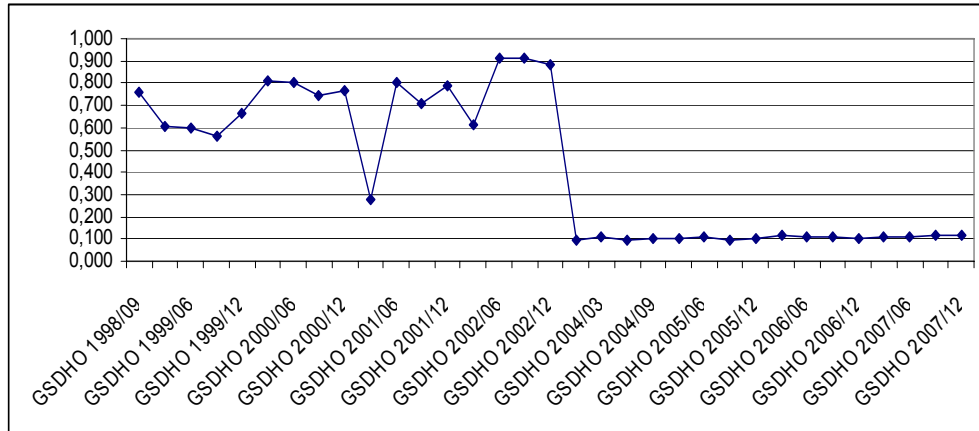
#### 4.4. Veri Analizi ve Araştırmada Kullanılan İstatistik Tekniği

Verilerin analizinde SPSS 13 (Sosyal Bilimler için İstatistik Paketi) kullanılmıştır. Araştırmaya konu olan 3 farklı sektördeki şirketin, 3' er aylık ve yıllık mali tablolarından elde edilen likidite oranları, finansal yapı oranları ve karlılık oranları non- parametrik bir test olan Mann- Whitney U testi kullanılarak risk sermayesi kullanılan dönem ile kullanılmayan dönem arasında istatistiksel olarak anlamlı çıkan farklılıklar olup olmadığı irdelenmeye çalışılmıştır.

##### 4.4.1 GSD Holding

GSD Holdingte bulunan D-Tipi patron hisselerinin “özsermaye/toplam varlıkları” oranının zaman serisi grafiği aşağıdaki gösterilerek başlanmıştır.

Şekil 36: Özsermaye / Toplam Varlıkları oranının zaman serisi grafiği



Grafik incelendiğinde risk sermayesi şirketinin GSD Holdingte bulunan D-Tipi patron hisselerini İMKB’de satarak GSD Holdingin ortaklık yapısından 2003 yılında çıkması özsermaye/toplam varlıklar rasyosunda ani bir düşüş ortaya çıkarttığı görülmüştür. Zaman serisi incelendiğinde 2003 yılı öncesinde bulunan

rasyolarının ortalama 0.718 civarında bir seyir gösterdiği saptanmıştır. 2001 yılında ilgili rasyodaki ani düşüşün 2001 yılında olan krizden kaynaklandığı düşünülmektedir. 2003 yılı sonrası rasyolara bakıldığında ise ortalama 0.107 etrafında dağıldığı görülmüştür. Bu ortalamalar arasında fark olup olmadığına bakmak için Mann-Whitney testi uygulanmış ve aşağıdaki sonuçlar bulunmuştur.

**Çizelge 6:** GSD Holdingin 2003 faaliyet Dönemi ve Sonrasının Karşılaştırılması

	Likidite oranı	Kaldırac oranı	kısvadeliak	Finansa lborcak	Özsermaye / toplam Varlıklar	Aktif karlılık	Özsermaye Karlılığı	Net kar marjı	Burut kar marjı	Faaliyet karlılık
<b>Mann-Whitney</b>	76,000	14,500	70,000	70,000	14,500	,000	6,000	5,000	1,500	4,000
<b>Wilcoxon W</b>	196,000	185,500	241,000	241,000	134,500	120,000	126,000	125,000	121,500	124,000
<b>Z</b>	-2,133	-4,357	-2,354	-2,354	-4,357	-4,883	-4,664	-4,701	-4,831	-4,826
<b>Asymp. Sig. (2-tailed)</b>	,033	,000	,019	,019	,000	,000	,000	,000	,000	,000
<b>Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]</b>	,033 <sup>a</sup>	,000 <sup>a</sup>	,018 <sup>a</sup>	,018 <sup>a</sup>	,000 <sup>a</sup>	,000 <sup>a</sup>	,000 <sup>a</sup>	,000 <sup>a</sup>	,000 <sup>a</sup>	,000 <sup>a</sup>
<b>2003 Yılı Öncesi Ortalama</b>	0.957	0.282	0.222	0.274	0.718	0.226	0.318	0.764	0.831	0.831
<b>2003 Yılı Öncesi Ortanca</b>	0.951	0.244	0.186	0.243	0.756	0.237	0.313	0.731	0.957	0.775
<b>2003 Yılı Sonrası Ortalama</b>	0.332	0.894	0.563	0.591	0.106	0.006	0.058	0.020	-0.099	0.005
<b>2003 Yılı Sonrası Ortanca</b>	0.353	0.893	0.777	0.855	0.107	0.005	0.048	0.018	-0.106	0.000

Buna göre Likidite Oranı, Özsermaye Karlılığı, Net Kar Marjı, Brüt Kar Marjı, Faaliyet Karlılığı ve özsermaye / toplam varlıklar oranının 2003 yılı ve sonrası ortalama değerlerinin birbirinden farklı olduğu tespit edilmiş, risk sermayesi şirketinin hisselerini devretmesinden sonra izleyen dönemlerde şirket rasyolarının 2003 ve öncesi dönemlere kıyasla düşük seviyede seyrettiği istatistiksel olarak kanıtlanmıştır. Ayrıca Kısa Vadeli borçların alacaklara oranı ve Finansal Borçların aktif oranında önemli bir yükselmenin olduğu tablonun tetkikinden görülmektedir.

Diğer bir ifadeyle işletmenin risk sermayesi kullandığı dönem ile risk sermayesinin sonrası dönemde firmanın gerek finansal yapısında gerekse de karlılık durumunda farklılık tespit edilmiş ve risk sermayesinin kullanıldığı dönemde firma olumlu yönde etkilenmiştir.

GSD Holding rasyolarının zaman serisi verilerini iki alt döneme ayırıp inceledikten sonra firma rasyolarının sektör ortalamaları karşısındaki durumu yine Mann-Whitney analizi ile test edilmiştir. Bu bağlamda işletme rasyolarının 2003 yılı ve öncesi değerlerinin diğer şirket rasyoları ile aynı merkez değerine sahip olup olmadığına bakabilmek için parametrik olmayan istatistiksel yöntemlerden biri olan Mann-Whitney U testi gerçekleştirilmiş ve aşağıdaki değerler elde edilmiştir.

$H_0$  : Şirketlerin 2003 yılı ve öncesi bileşik özsermaye rasyo gözlem değerleri, GSD Holdingin özsermaye rasyo gözlem değerleri ile aynıdır.

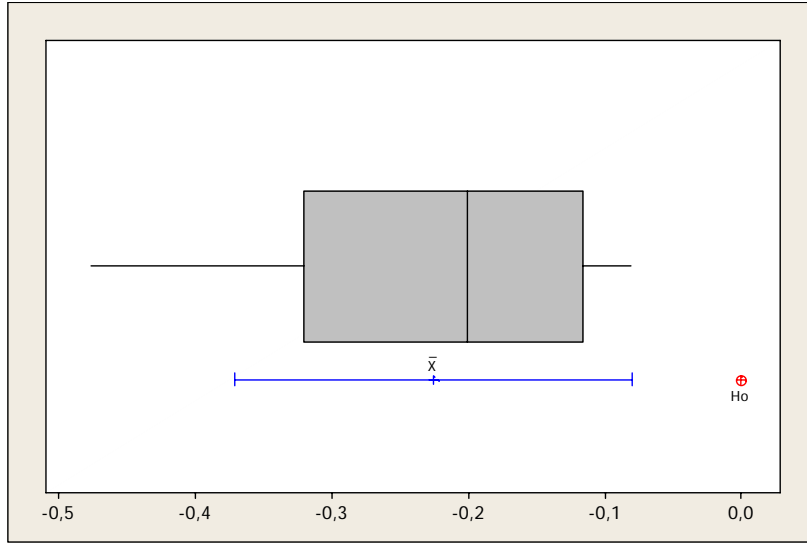
$H_1$  : Şirketlerin 2003 yılı ve öncesi bileşik özsermaye rasyo gözlem değerleri, GSD Holdingin özsermaye rasyo gözlem değerlerinden farklıdır.

**Çizelge 7:** 2003 yılı ve öncesi için özsermaye rasyosuna ait Mann Whitney Test Sonuçları

<b>Mann-Whitney Test ve CI:</b>			
		<b>Gözlem Sayısı</b>	<b>Ortanca</b>
Setör Ortalaması :	Özsermaye Karlılığı	6	0,1030
Firma :	Özsermaye Karlılığı	6	0,2910
ETA1 - ETA2 için Nokta Tahmini :	-0,2260		
ETA1 - ETA2 için %95,5 CI :	(-0,3230;-0,0840)		
W :	21,0		
ETA1=ETA2 , ETA1 ≠ETA2 Testi ; 0,0051'de Anlamlıdır.			
Test 0,0050'de Anlamlıdır			

Yapılan analizde GSD Holding'in özsermaye rasyoları araştırmaya konu edilen diğer şirketlerin yıllık bazdaki bileşik özsermaye rasyoları ile karşılaştırıldığında irdelenen şirketin 2003 yılı ve öncesi performansına bakıldığında diğer şirketlerin rasyolarının merkez değerinin üzerinde seyrettiği istatistiksel olarak kanıtlanmıştır. Farklara ilişkin kutu grafiği Şekil 37'de verilmiştir.

**Şekil 37:** Farklara ait kutu grafiği



2003 yılında risk sermayesi şirketinin IMKB’de kendi payına düşen hisseleri satarak GSD holdingle ortaklık yapısının değiştirmesi sonucu GSD Holding’in bilançosundaki rasyoların 2003 yılından sonrası için araştırmaya konu edilen diğer şirketlerin rasyolarının seviyesi ile aynı olup olmadığına bakabilmek için Mann-Whitney testi yapılmış ve aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

$H_0$  : Şirketlerin 2003 yılı sonrası bileşik özsermaye rasyo gözlem değerleri, GSD Holdingin özsermaye rasyo gözlem değerleri ile aynıdır.

$H_1$  : Şirketlerin 2003 yılı sonrası bileşik özsermaye rasyo gözlem değerleri, GSD Holdingin özsermaye rasyo gözlem değerlerinden farklıdır.

**Çizelge 8:** 2003 yılı sonrası için özsermaye rasyosuna ait Mann Whitney Test Sonuçları

<b>Mann-Whitney Test ve CI:</b>			
		<b>Gözlem Sayısı</b>	<b>Ortanca</b>
Setör Ortalaması :	Özsermaye Karlılığı	4	0,1090
Firma :	Özsermaye Karlılığı	4	0,0620
ETA1 - ETA2 için Nokta Tahmini :	0,0470		
ETA1 - ETA2 için %95,5 CI :	(-0,0900;0,1840)		
W :	21,0		
ETA1=ETA2 , ETA1 ≠ETA2 Testi ; 0,4705'de Anlamlıdır.			
Test 0,0050'de Anlamlıdır			

Buna göre 2003 yılında risk sermayesi şirketinin IMKB’de kendi payına düşen hisseleri satarak GSD holdingle ortaklık yapısının değiştirmesi sonucu GSD Holdingin bilançosundaki rasyoların 2003 yılından sonrası için araştırmaya konu edilen diğer şirketlerin rasyolarının seviyesine yaklaştığı istatistiksel olarak aşağıdaki gibi gösterilmiştir.

GSD Holding’in net karlılık rasyolarının 2003 yılı ve öncesi değerlerinin diğer şirket rasyoları ile aynı merkez değerine sahip olup olmadığına bakabilmek için parametrik olmayan istatistiksel yöntemlerden biri olan Mann- Whitney U testi gerçekleştirilmiş ve aşağıdaki değerler elde edilmiştir.

$H_0$  : Şirketlerin 2003 yılı ve öncesi bileşik net karlılık rasyo gözlem değerleri, GSD Holdingin net karlılık rasyo gözlem değerleri ile aynıdır.

$H_1$  : Şirketlerin 2003 yılı ve öncesi bileşik net karlılık rasyo gözlem değerleri, GSD Holdingin net karlılık rasyo gözlem değerlerinden farklıdır.

**Çizelge 9:** 2003 yılı ve öncesi net karlılık rasyolarına ait Mann-Whitney test sonuçları

<b>Mann-Whitney Test ve CI:</b>			
		<b>Gözlem Sayısı</b>	<b>Ortanca</b>
Setör Ortalaması :	Net Karlılık	6	0,322
Firma :	Net Karlılık	6	0,721
ETA1 - ETA2 için Nokta Tahmini :	-0,253		
ETA1 - ETA2 için %95,5 CI :	(-0,888;1,187)		
W :	35,0		
ETA1=ETA2 , ETA1 ≠ETA2 Testi ; 0,5752'de Anlamlıdır.			
Test 0,5745 'de Anlamlıdır			

Yapılan analizde GSD Holding’in net karlılık rasyoları araştırmaya konu edilen diğer şirketlerin yıllık bazdaki bileşik net karlılık rasyoları ile karşılaştırıldığında irdelenen şirketin 2003 yılı ve öncesi için net karlılıkta herhangi bir farklılık olmadığı istatistiksel olarak kanıtlanmıştır.

2003 yılında risk sermayesi şirketinin IMKB’de kendi payına düşen hisseleri satarak GSD holdingle ortaklık yapısının değiştirmesi sonucu GSD Holdingin

bilançosundaki net karlılık rasyoların 2003 yılından sonrası için araştırmaya konu edilen diğer şirketlerin bileşik net karlılık rasyo seviyesi ile aynı olup olmadığına bakabilmek için Mann-Whitney testi yapılmış ve aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

$H_0$  : Şirketlerin 2003 yılı sonrası bileşik net karlılık rasyo gözlem değerleri, GSD Holdingin net karlılık rasyo gözlem değerleri ile aynıdır.

$H_1$  : Şirketlerin 2003 yılı sonrası bileşik net karlılık rasyo gözlem değerleri, GSD Holdingin net karlılık rasyo gözlem değerlerinden farklıdır.

**Çizelge 10:** 2003 yılı sonrası net karlılık rasyolarına ait Mann-Whitney test sonuçları

<b>Mann-Whitney Test ve CI:</b>			
		<b>Gözlem Sayısı</b>	<b>Ortanca</b>
Setör Ortalaması :	Net Karlılık	4	0,03400
Firma :	Net Karlılık	4	0,01550
ETA1 - ETA2 için Nokta Tahmini :	0,01750		
ETA1 - ETA2 için %95,5 CI :	(-0,02601;0,05500)		
W :	22,0		
ETA1=ETA2 , ETA1 ≠ETA2 Testi ; 0,3123'de Anlamlıdır.			

Yapılan analizde GSD Holding'in net karlılık rasyoları araştırmaya konu edilen diğer şirketlerin yıllık bazdaki bileşik net karlılık rasyoları ile karşılaştırıldığında irdelenen şirketin 2003 yılı sonrası için net karlılıkta herhangi bir farklılık olmadığı istatistiksel olarak kanıtlanmıştır.

GSD Holding'in Finansal Borç/Aktifler rasyolarının 2003 yılı ve öncesi değerlerinin diğer şirketlerin bileşik rasyoları ile aynı merkez değerine sahip olup olmadığına bakabilmek için parametrik olmayan istatistiksel yöntemlerden biri olan Mann-Whitney U testi gerçekleştirilmiş ve aşağıdaki değerler elde edilmiştir.

$H_0$  : Şirketlerin 2003 yılı ve öncesi bileşik Finansal Borç/Aktifler rasyo gözlem değerleri, GSD Holdingin Finansal Borç/Aktifler rasyo gözlem değerleri ile aynıdır.

$H_1$  : Şirketlerin 2003 yılı ve öncesi bileşik Finansal Borç/Aktifler rasyo gözlem değerleri, GSD Holdingin Finansal Borç/Aktifler rasyo gözlem değerlerinden farklıdır.

**Çizelge 11:** 2003 yılı ve öncesi Finansal Borç/Aktifler rasyolarına ait Mann-Whitney test sonuçları

<b>Mann-Whitney Test ve CI:</b>			
		<b>Gözlem Sayısı</b>	<b>Ortanca</b>
Setör Ortalaması :	Finansal Borç/Aktifler	6	0,2050
Firma :	Finansal Borç/Aktifler	6	0,2050
ETA1 - ETA2 için Nokta Tahmini :	-0,0015		
ETA1 - ETA2 için %95,5 CI :	(-0,1190;0,1660)		
W :	38,0		
ETA1=ETA2 , ETA1 ≠ETA2 Testi ; 0,9362'de Anlamlıdır.			

Yapılan analizde GSD Holding'in Finansal Borç/Aktifler rasyoları diğer şirketlerin yıllık bazdaki bileşik Finansal Borç/Aktifler rasyoları ile karşılaştırıldığında istatistiksel olarak herhangi bir farklılık söz konusu değildir.

2003 yılında risk sermayesi şirketinin IMKB'de kendi payına düşen hisseleri satarak GSD holdingle ortaklık yapısının değiştirmesi sonucu GSD Holdingin bilançosundaki Finansal Borç/Aktifler rasyoların 2003 yılından sonrası için araştırmaya konu edilen diğer şirketlerin bileşik Finansal Borç/Aktifler rasyo seviyesi ile aynı olup olmadığına bakabilmek için Mann-Whitney testi yapılmış ve aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

$H_0$  : Şirketlerin 2003 yılı sonrası bileşik Finansal Borç/Aktifler rasyo gözlem değerleri, GSD Holdingin Finansal Borç/Aktifler rasyo gözlem değerleri ile aynıdır.

$H_1$  : Şirketlerin 2003 yılı sonrası bileşik Finansal Borç/Aktifler rasyo gözlem değerleri, GSD Holdingin Finansal Borç/Aktifler rasyo gözlem değerlerinden farklıdır.

**Çizelge 12:** 2003 yılı sonrası Finansal Borç/Aktifler rasyolarına ait Mann-Whitney test sonuçları

<b>Mann-Whitney Test ve CI:</b>			
		<b>Gözlem Sayısı</b>	<b>Ortanca</b>
Setör Ortalaması :	Finansal Borç/Aktifler	4	0,202
Firma :	Finansal Borç/Aktifler	4	0,854
ETA1 - ETA2 için Nokta Tahmini :	-0,631		
ETA1 - ETA2 için %95,5 CI :	(-0,707;3,929)		
W :	17,0		
ETA1=ETA2 , ETA1 ≠ETA2 Testi ; 0,8852'de Anlamlıdır.			

Yapılan analizde GSD Holding'in 2003 yılı sonrası Finansal Borç/Aktifler rasyoları diğer şirketlerin yıllık bazdaki bileşik Finansal Borç/Aktifler rasyoları ile karşılaştırıldığında iki rasyo arasında istatistiksel olarak herhangi bir farklılık söz konusu değildir.

GSD Holding'in Finansal kaldıraç rasyolarının 2003 yılı ve öncesi değerlerinin diğer şirket rasyoları ile aynı merkez değerine sahip olup olmadığına bakabilmek için parametrik olmayan istatistiksel yöntemlerden biri olan Mann-Whitney U testi gerçekleştirilmiş ve aşağıdaki değerler elde edilmiştir.

$H_0$  : Şirketlerin 2003 yılı ve öncesi bileşik Finansal kaldıraç rasyo gözlem değerleri, GSD Holdingin Finansal kaldıraç rasyo gözlem değerleri ile aynıdır.

$H_1$  : Şirketlerin 2003 yılı ve öncesi bileşik Finansal kaldıraç rasyo gözlem değerleri, GSD Holdingin Finansal kaldıraç rasyo gözlem değerlerinden farklıdır.

**Çizelge 13:** 2003 yılı ve öncesi Finansal kaldıraç rasyolarına ait Mann-Whitney test sonuçları

<b>Mann-Whitney Test ve CI:</b>			
		<b>Gözlem Sayısı</b>	<b>Ortanca</b>
Setör Ortalaması :	Finansal kaldıraç	6	0,2220
Firma :	Finansal kaldıraç	6	0,2395
ETA1 - ETA2 için Nokta Tahmini :	-0,0645		
ETA1 - ETA2 için %95,5 CI :	(-0,5699;0,0922)		
W :	31,5		
ETA1=ETA2 , ETA1 ≠ETA2 Testi ; 0,2623'de Anlamlıdır.			

Yapılan analizde GSD Holding'in Finansal kaldıraç rasyoları araştırmaya konu edilen diğer şirketlerin yıllık bazdaki bileşik Finansal kaldıraç rasyoları ile karşılaştırıldığında irdelenen şirketin 2003 yılı ve öncesi için Finansal kaldıraç rasyosunda herhangi bir farklılık olmadığı istatistiksel olarak kanıtlanmıştır.

2003 yılında risk sermayesi şirketinin IMKB'de kendi payına düşen hisseleri satarak GSD holdingle ortaklık yapısının değiştirmesi sonucu GSD Holdingin bilançosundaki Finansal kaldıraç rasyoların 2003 yılından sonrası için araştırmaya



konu edilen diğer şirketlerin bileşik Finansal kaldıraç rasyo seviyesi ile aynı olup olmadığına bakabilmek için Mann-Whitney testi yapılmış ve aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

$H_0$  : Şirketlerin 2003 yılı sonrası bileşik Finansal kaldıraç rasyo gözlem değerleri, GSD Holdingin Finansal kaldıraç rasyo gözlem değerleri ile aynıdır.

$H_1$  : Şirketlerin 2003 yılı sonrası bileşik Finansal kaldıraç rasyo gözlem değerleri, GSD Holdingin Finansal kaldıraç rasyo gözlem değerlerinden farklıdır.

**Çizelge 14:** 2003 yılı sonrası Finansal kaldıraç rasyolarına ait Mann-Whitney test sonuçları

<b>Mann-Whitney Test ve CI:</b>			
		<b>Gözlem Sayısı</b>	<b>Ortanca</b>
Setör Ortalaması :	Finansal kaldıraç	4	0,8540
Firma :	Finansal kaldıraç	4	0,8965
ETA1 - ETA2 için Nokta Tahmini :	-0,0375		
ETA1 - ETA2 için %95,5 CI :	(-0,9009;-0,0062)		
W :	10,0		
ETA1=ETA2 , ETA1 ≠ETA2 Testi ; 0,0304'de Anlamlıdır.			

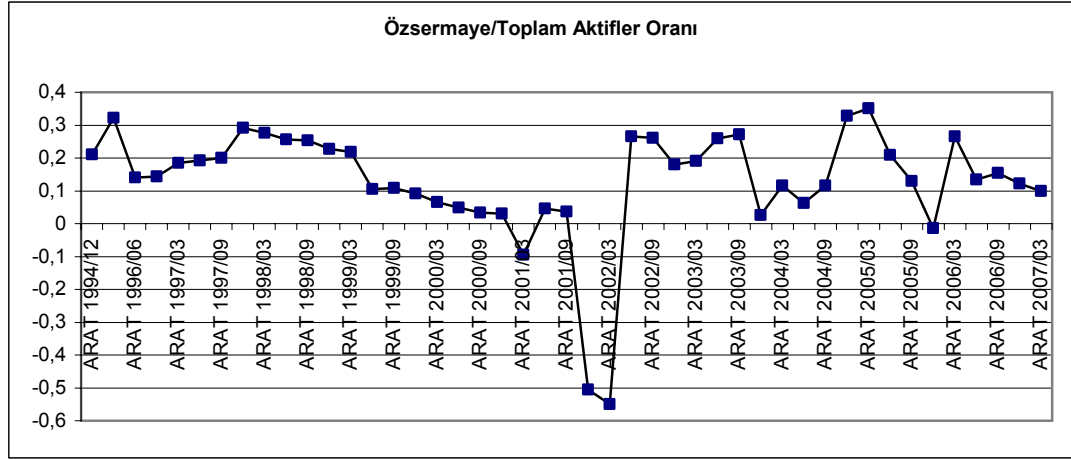
Yapılan analizde GSD Holding'in Finansal kaldıraç rasyoları araştırmaya konu edilen diğer şirketlerin yıllık bazdaki bileşik Finansal kaldıraç rasyoları ile karşılaştırıldığında irdelenen şirketin 2003 yılı sonrasında Finansal kaldıraç rasyosunda istatistiksel olarak anlamlı bir artış yaşanmıştır.

#### **4.4.2. Arat Tekstil**

Risk sermayesinin kullanan firmalar açısından inceleme konusu yapıldığı bu bölüme, Arat Tekstil rasyolarının istatistiki analizi ile devam edilmektedir. Bu bağlamda işletmenin üçer aylık verilerinden elde edilen rasyo değerleri; risk sermayesinin uygulandığı dönem ve risk sermayesi sonrası dönem olmak üzere iki alt döneme ayrılarak incelenecektir.

Arat Tekstilte bulunan D-Tipi patron hisselerinin “özsermaye/toplam varlıkları” oranının zaman serisi grafiği aşağıdaki gösterilerek başlanmıştır.

Şekil 38: Özsermaye / Toplam Varlıkları oranının zaman serisi grafiği



Grafik incelendiğinde risk sermayesi şirketinin Arat Tekstil bulunan D-Tipi patron hisselerini IMKB’de satarak Arat Tekstil ortaklık yapısından 1998 yılında çıkması özsermaye/toplam varlıklar rasyosunda bir düşüş ve istikrarsızlığı ortaya çıkarttığı görülmüştür. Zaman serisi incelendiğinde 1998 yılı öncesinde bulunan rasyolarının ortalama 0.208 civarında bir seyir gösterdiği sapmıştır. 1998 yılı sonrası rasyolara bakıldığında ise ortalama 0.107 etrafında dağıldığı görülmüştür. Ayrıca bu dönemde ani yükselmeler ve düşüşler yer almaktadır. Bu ortalamalar arasında fark olup olmadığına bakmak için Mann-Whitney testi uygulanmış ve aşağıdaki sonuçlar bulunmuştur.

Çizelge 15: Arat Tekstil’in 1998 faaliyet Dönemi ve Sonrasının Karşılaştırılması

	Cari Oran	Likidite Oranı	Kaldıraç Oranı	Kısa Vadeli Borçlar/Aktifler Oranı	Finansal Borçlar/Toplam Borçlar	Özsermaye/Toplam Aktifler Oranı	Aktif Karlılığı	Özsermaye Karlılığı	Net kar marjı	Brüt kar marjı	Faaliyet karlılığı
Mann-Whitney U	45,000	90,000	102,000	91,000	101,000	84,000	93,000	109,000	72,000	33,000	34,000
Wilcoxon W	640,000	685,000	168,000	157,000	662,000	679,000	654,000	670,000	667,000	628,000	469,000
Z	-3,750	-2,562	-2,245	-2,535	-2,182	-2,720	-2,399	-1,965	-3,037	-4,068	-3,801
Asymp. Sig. (2-tailed)	,000	,010	,025	,011	,029	,007	,016	,049	,002	,000	,000
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,000a	,009a	,024a	,010a	,029a	,006a	,015a	,050a	,002a	,000a	,000a

<b>1998 Yılı Öncesi Ortalama</b>	1.095	0.449	0.775	0.563	0.803	0.225	0.019	0.074	0.035	0.232	0.065
<b>1998 Yılı Öncesi Ortanca</b>	1.056	0.455	0.781	0.553	0.816	0.219	0.016	0.081	0.048	0.222	0.084
<b>1998 Yılı Sonrası Ortalama</b>	0.784	0.332	0.841	0.672	-0.179	0.096	0.672	0.666	-0.222	0.024	-0.263
<b>1998 Yılı Sonrası Ortanca</b>	0.791	0.304	0.884	0.657	0.634	0.115	-0.031	-0.298	-0.146	0.004	-0.194

Buna göre Cari Oran, Likidite Oranı, Kaldıraç Oranı, Kısa Vadeli Borçlar/Aktifler Oranı, Finansal Borçlar/Toplam Borçlar, Özsermaye/Toplam Aktifler Oranı, Aktif Karlılığı, Özsermaye Karlılığı, Net kar marjı, Brüt kar marjı, Faaliyet karlılığı oranının 1998 yılı ve sonrası ortalama değerlerinin birbirinden farklı olduğu tespit edilmiş, risk sermayesi şirketinin hisselerini devretmesinden sonra izleyen dönemlerde şirket rasyolarının 1998 ve öncesi dönemlere kıyasla düşük seviyede seyrettiği istatistiksel olarak kanıtlanmıştır. Ayrıca Finansal Borçların aktif oranında azalma görülmesine rağmen Kısa Vadeli borçların alacaklara oranı yükselmenin olduğu tablonun tetkikinden görülmektedir.

Diğer bir ifadeyle işletmenin risk sermayesi kullandığı dönem ile risk sermayesinin sonrası dönemde firmanın gerek finansal yapısında gerekse de karlılık durumunda farklılık tespit edilmiş ve risk sermayesinin kullanıldığı dönemde firma olumlu yönde etkilenmiştir.

Arat Tekstil rasyolarının zaman serisi verilerini iki alt döneme ayırıp inceledikten sonra firma rasyolarının sektör ortalamaları karşısındaki durumu yine Mann-Whitney analizi ile test edilmiştir. Bu bağlamda işletme rasyolarının 1998 yılı ve öncesi değerlerinin diğer şirket rasyoları ile aynı merkez değerine sahip olup olmadığına bakabilmek için parametrik olmayan istatistiksel yöntemlerden biri olan Mann-Whitney U testi gerçekleştirilmiş ve aşağıdaki değerler elde edilmiştir.

Bu göre 1998 yılında risk sermayesi şirketinin IMKB’de kendi payına düşen hisseleri satarak Arat Tekstil ortaklık yapısının değiştirmesi sonucu Arat Tekstil bilançosundaki rasyoların 1998 yılından sonrası için araştırmaya konu

edilen diğer şirketlerin rasyolarının seviyesine yaklaştığı istatistiksel olarak aşağıdaki gibi gösterilmiştir.

Arat Tekstilin net karlılık rasyolarının 1998 yılı ve öncesi değerlerinin diğer şirket rasyoları ile aynı merkez değerine sahip olup olmadığına bakabilmek için parametrik olmayan istatistiksel yöntemlerden biri olan Mann-Whitney U testi gerçekleştirilmiş ve aşağıdaki değerler elde edilmiştir.

$H_0$  : Şirketlerin 1998 yılı ve öncesi bileşik Nakit Oranı gözlem değerleri, Arat Tekstilin Nakit Oranı gözlem değerleri ile aynıdır.

$H_1$  : Şirketlerin 1998 yılı ve öncesi bileşik Nakit Oranı gözlem değerleri, Arat Tekstilin Nakit Oranı gözlem değerlerinden farklıdır.

**Çizelge 16:** 1998 yılı ve öncesi için Nakit Orana ait Mann-Whitney Test Sonuçları

<b>Mann-Whitney Test ve CI:</b>			
		<b>Gözlem Sayısı</b>	<b>Ortanca</b>
Setör Ortalaması :	Nakit Oranı	5	0.21
Firma :	Nakit Oranı	5	0.1886
Mann-Whitney U	11,500		
Wilcoxon W	56,500		
Z	-2,569		
Asymp. Sig. (2-tailed)	,010		
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,008 <sup>a</sup>		

Yapılan analizde Arat Tekstilin Nakit Oran araştırmaya konu edilen diğer şirketlerin yıllık bazdaki bileşik özsermaye rasyoları ile karşılaştırıldığında irdelenen şirketin 1998 yılı ve öncesi performansına bakıldığında diğer şirketlerin rasyolarının merkez değerinin üzerinde seyrettiği istatistiksel olarak kanıtlanmıştır.

1998 yılında risk sermayesi şirketinin IMKB’de kendi payına düşen hisseleri satarak Arat Tekstille ortaklık yapısının değiştirmesi sonucu Arat Tekstilin bilançosundaki rasyoların 1998 yılından sonrası için araştırmaya konu edilen diğer şirketlerin rasyolarının seviyesi ile aynı olup olmadığına bakabilmek için Mann-Whitney testi yapılmış ve aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

$H_0$  : Şirketlerin 1998 yılı sonrası bileşik Nakit Oranı gözlem değerleri, Arat Tekstil'in Nakit Oran gözlem değerleri ile aynıdır.

$H_1$  : Şirketlerin 1998 yılı sonrası bileşik Nakit Oranı gözlem değerleri, Arat Tekstil'in Nakit Oran gözlem değerlerinden farklıdır.

**Çizelge 17:** 1998 yılı sonrası için Nakit Oran ait Mann Whitney Test Sonuçları

<b>Mann-Whitney Test ve CI:</b>			
		<b>Gözlem Sayısı</b>	<b>Ortanca</b>
Setör Ortalaması :	Nakit Oranı	8	0.21
Firma :	Nakit Oranı	8	0.011
Mann-Whitney U	4,000		
Wilcoxon W	14,000		
Z	-1,162		
Asymp. Sig. (2-tailed)	,245		
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,343 <sup>a</sup>		

Buna göre 1998 yılında risk sermayesi şirketinin IMKB’de kendi payına düşen hisseleri satarak Arat Tekstil ortaklık yapısının değiştirmesi sonucu Arat Tekstil bilançosundaki rasyoların 1998 yılından sonrası için araştırmaya konu edilen diğer şirketlerin rasyolarının seviyesine uzaklaştığı istatistiksel olarak aşağıdaki gibi gösterilmiştir.

Arat Tekstil’in net karlılık rasyolarının 1998 yılı ve öncesi değerlerinin diğer şirket rasyoları ile aynı merkez değerine sahip olup olmadığına bakabilmek için parametrik olmayan istatistiksel yöntemlerden biri olan Mann- Whitney U testi gerçekleştirilmiş ve aşağıdaki değerler elde edilmiştir.

$H_0$  : Şirketlerin 1998 yılı ve öncesi bileşik Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı gözlem değerleri, Arat Tekstil'in Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı gözlem değerleri ile aynıdır.

$H_1$  : Şirketlerin 1998 yılı ve öncesi bileşik Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı gözlem değerleri, Arat Tekstil'in Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı gözlem değerlerinden farklıdır.

**Çizelge 18:** 1998 yılı ve öncesi Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı ait Mann-Whitney test sonuçları

<b>Mann-Whitney Test ve CI:</b>			
		<b>Gözlem Sayısı</b>	<b>Ortanca</b>
Setör Ortalaması :	Nakit Oranı	5	0.460
Firma :	Nakit Oranı	5	0.673
Mann-Whitney U	16,000		
Wilcoxon W	61,000		
Z	-2,165		
Asymp. Sig. (2-tailed)	,030		
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,031 <sup>a</sup>		

Yapılan analizde Arat Tekstil'in Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı araştırmaya konu edilen diğer şirketlerin yıllık bazdaki bileşik Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı ile karşılaştırıldığında irdelenen şirketin 1998 yılı ve öncesi için Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı bir farklılık olmadığı istatistiksel olarak kanıtlanmıştır.

1998 yılında risk sermayesi şirketinin IMKB'de kendi payına düşen hisseleri satarak Arat Tekstille ortaklık yapısının değiştirmesi sonucu Arat Tekstil'in bilançosundaki Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı rasyolarının 1998 yılından sonrası için araştırmaya konu edilen diğer şirketlerin bileşik Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı seviyesi ile aynı olup olmadığına bakabilmek için Mann-Whitney testi yapılmış ve aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

$H_0$  : Şirketlerin 1998 yılı sonrası bileşik Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı gözlem değerleri, Arat Tekstil'in Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı gözlem değerleri ile aynıdır.

$H_1$  : Şirketlerin 1998 yılı sonrası bileşik Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı gözlem değerleri, Arat Tekstil'in Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı gözlem değerlerinden farklıdır.

**Çizelge 19:** 1998 yılı sonrası Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı ait Mann-Whitney test sonuçları

<b>Mann-Whitney Test ve CI:</b>			
		<b>Gözlem Sayısı</b>	<b>Ortanca</b>
Setör Ortalaması :	Nakit Oranı	8	0.470
Firma :	Nakit Oranı	8	0.692
Mann-Whitney U	3,500		
Wilcoxon W	13,500		
Z	-1,307		
Asymp. Sig. (2-tailed)	,191		
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,200 <sup>a</sup>		

Yapılan analizde Arat Tekstil'in net karlılık rasyoları araştırmaya konu edilen diğer şirketlerin yıllık bazdaki bileşik net karlılık rasyoları ile karşılaştırıldığında irdelenen şirketin 1998 yılı sonrası için Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı herhangi bir farklılık olmadığı istatistiksel olarak kanıtlanmıştır.

Arat Tekstil'in Faaliyet Karı/Net Satışlar rasyolarının 1998 yılı ve öncesi değerlerinin diğer şirketlerin bileşik rasyoları ile aynı merkez değerine sahip olup olmadığına bakabilmek için parametrik olmayan istatistiksel yöntemlerden biri olan Mann-Whitney U testi kullanılarak gerçekleştirilmiş ve aşağıdaki değerler elde edilmiştir.

$H_0$  : Şirketlerin 1998 yılı ve öncesi bileşik Faaliyet Karı/Net Satışlar rasyo gözlem değerleri, Arat Tekstil'in Faaliyet Karı/Net Satışlar rasyo gözlem değerleri ile aynıdır.

$H_1$  : Şirketlerin 1998 yılı ve öncesi bileşik Faaliyet Karı/Net Satışlar rasyo gözlem değerleri, Arat Tekstil'in Faaliyet Karı/Net Satışlar rasyo gözlem değerlerinden farklıdır.

**Çizelge 20:** 1998 yılı ve öncesi Faaliyet Karı/Net Satışlar rasyolarına ait Mann-Whitney test sonuçları

<b>Mann-Whitney Test ve CI:</b>			
		<b>Gözlem Sayısı</b>	<b>Ortanca</b>
Setör Ortalaması :	Nakit Oranı	5	0.17
Firma :	Nakit Oranı	5	-0.213
Mann-Whitney U	14,500		
Wilcoxon W	59,500		
Z	-2,303		
Asymp. Sig. (2-tailed)	,021		
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,019 <sup>a</sup>		

Yapılan analizde Arat Tekstil'in Faaliyet Karı/Net Satışlar rasyoları diğer şirketlerin yıllık bazdaki bileşik Faaliyet Karı/Net Satışlar rasyoları ile karşılaştırıldığında istatistiksel olarak bir farklılık söz konusudur.

1998 yılında risk sermayesi şirketinin IMKB'de kendi payına düşen hisseleri satarak Arat Tekstille ortaklık yapısının değiştirmesi sonucu Arat Tekstil'in bilançosundaki Faaliyet Karı/Net Satışlar rasyolarının 1998 yılından sonrası için araştırmaya konu edilen diğer şirketlerin bileşik Finansal Borç/Aktifler rasyo seviyesi ile aynı olup olmadığına bakabilmek için Mann-Whitney testi yapılmış ve aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

$H_0$  : Şirketlerin 1998 yılı sonrası bileşik Finansal Borç/Aktifler rasyo gözlem değerleri, Arat Tekstil'in Finansal Borç/Aktifler rasyo gözlem değerleri ile aynıdır.

$H_1$  : Şirketlerin 1998 yılı sonrası bileşik Finansal Borç/Aktifler rasyo gözlem değerleri, Arat Tekstil'in Finansal Borç/Aktifler rasyo gözlem değerlerinden farklıdır.

**Çizelge 21:** 1998 yılı sonrası Faaliyet Karı/Net Satışlar rasyolarına ait Mann-Whitney test sonuçları

<b>Mann-Whitney Test ve CI:</b>			
		<b>Gözlem Sayısı</b>	<b>Ortanca</b>
Setör Ortalaması :	Nakit Oranı	8	0.04
Firma :	Nakit Oranı	8	-0.213
Mann-Whitney U	1,500		
Wilcoxon W	11,500		
Z	-1,899		
Asymp. Sig. (2-tailed)	,058		
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,057 <sup>a</sup>		



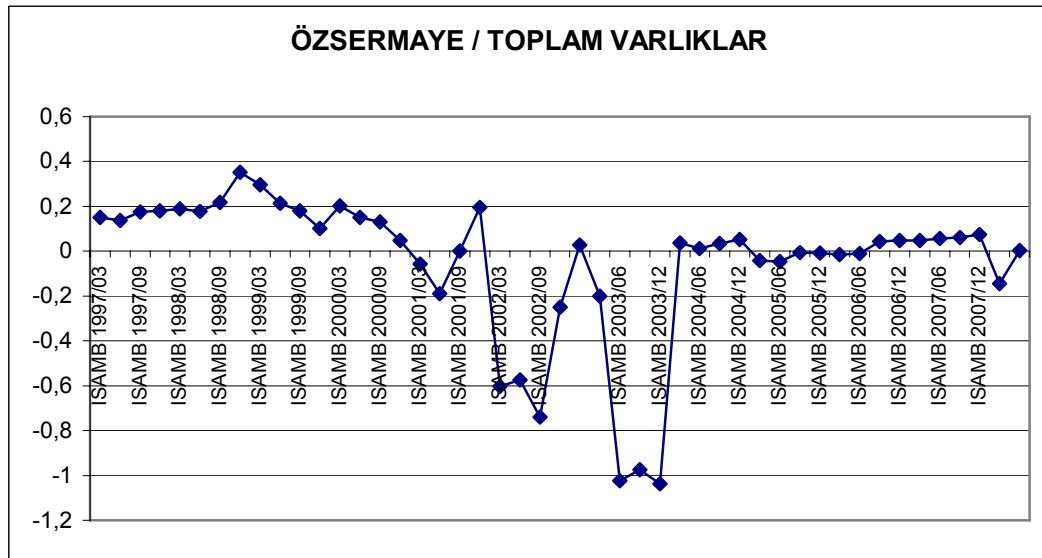
Yapılan analizde Arat Tekstil'in 1998 yılı sonrası Finansal Borç/Aktifler rasyoları diğer şirketlerin yıllık bazdaki bileşik Finansal Borç/Aktifler rasyoları ile karşılaştırıldığında iki rasyo arasında istatistiksel olarak herhangi bir farklılık söz konusu değildir.

#### 4.4.3. Işıklar Ambalaj

İncelememize konu olan üçüncü firma olan Işıklar Ambalajın üçer aylık verilerinden elde edilen rasyo değerleri; risk sermayesinin uygulandığı dönem ve risk sermayesi sonrası dönem olmak üzere iki alt döneme ayrılarak inceleme yoluna gidilmiştir. Bu bağlamda oluşturulan seriler 2002 yılı öncesi ve sonrası olmak üzere iki alt kategoriye ayrılarak analize sokulmuştur.

Işıklar Ambalaj'da bulunan D-Tipi patron hisselerinin "özsermaye/toplam varlıkları" oranının zaman serisi grafiği aşağıdaki gösterilerek başlanmıştır.

**Şekil 39:** Işıklar Ambalajın Özsermaye / Toplam Varlıkları oranının zaman serisi grafiği



Grafik incelendiğinde risk sermayesi şirketinin Işıklar Ambalajda bulunan D-Tipi patron hisselerini IMKB'de satarak Işıklar Ambalajın ortaklık yapısından 2002 yılında çıkması özsermaye/toplam varlıklar rasyosunda ani bir düşüş ortaya çıkarttığı görülmüştür. Zaman serisi incelendiğinde 2002 yılı öncesinde bulunan rasyolarının ortalama 0.0283 civarında bir seyir gösterdiği saptanmıştır. 2002 ve 2003 yıllarında ilgili rasyodaki ani düşüşlerin 2001 yılında olan krizden ve firmanın risk sermayesi uygulamasından çıkma süreçlerinde yaşanan yönetsel ve ticari durumlardan kaynaklandığı düşünülmektedir. 2002 yılı sonrası rasyolara

bakıldığında ise ortalama -0.1381 olarak hesaplanmıştır. Grafiğin tetkikinden anlaşılacağı gibi firmanın 2001 krizi öncesinde firmanın gerek özsermaye/varlıklar rasyosu olsun, gerekse likidite, faaliyet ve mali yapı ile ilgili diğer rasyo ortalamaların da gözle görülür bir azalma mevcuttur. Burada ele alınan Işıklar Ambalaj sadece 2000 – 2002 yılları arasındaki dönemde risk sermayesi kullanmış olup, diğer dönemlerde yabancı kaynak ve özsermaye ile yoluna devam etmiştir. Ayrıca risk sermayesinin kullanıldığı dönem ile ekonomide yaşanan istikrarsızlığın çakışması risk sermayesinin işletmeye kattığı değeri sorgulama ortaya çıkan bir zorluktur. Yapılan bu açıklamalar ışığı altında ve çalışmanın da sistematığıne uygun olarak hesaplanan rasyo serileri arasında fark olup olmadığına bir de Mann-Whitney testi ile sınanmış olup, aşağıdaki sonuçlar bulunmuştur.

**Çizelge 22:** Işıklar Ambalajın 2002 faaliyet Dönemi ve Sonrasının Karşılaştırılması

	Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı	Özsermaye/Toplam Aktifler Oranı	Toplam Borçlar/Özsermaye Oranı	Net kar marjı	Faaliyet karlılığı
<b>Mann-Whitney U</b>	12,000	23,000	37,000	22,000	17,000
<b>Wilcoxon W</b>	90,000	101,000	115,000	100,000	95,000
<b>Z</b>	-3,464	-2,829	-2,021	-2,887	-3,175
<b>Asymp. Sig. (2-tailed)</b>	,001	,005	,043	,004	,001
<b>Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]</b>	,000(a)	,004(a)	,045(a)	,003(a)	,001(a)
<b>2002 Yılı Öncesi Ortalama</b>	0.1547	0.2165	2.3402	-0.3210	-0.3815
<b>2002 Yılı Öncesi Ortanca</b>	0.6815	0.1502	3.8275	-0.0728	-0.0909
<b>2002 Yılı Sonrası Ortalama</b>	0.8392	-0.2348	-11.641	-0.0226	-0.0713
<b>2002 Yılı Sonrası Ortanca</b>	0.8545	0.0025	5.3707	-0.0020	-0.1059

Buna göre Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı, Özsermaye/Toplam Aktifler Oranı, Toplam Borçlar/Özsermaye Oranı, Net kar

marjı, Faaliyet karlılığının 2002 yılı ve sonrası ortalama değerlerinin birbirinden farklı olduğu tespit edilmiş, risk sermayesi şirketinin hisselerini devretmesinden sonra izleyen dönemlerde şirket rasyolarının 2002 ve öncesi dönemlere kıyasla düşük seviyede seyrettiği istatistiksel olarak kanıtlanmıştır. Ayrıca Kısa Vadeli borçların alacaklara oranı ve Finansal Borçların aktif oranında önemli bir yükselmenin olduğu tablonun tetkikinden görülmektedir.

Diğer bir ifadeyle işletmenin risk sermayesi kullandığı dönem ile risk sermayesinin sonrası dönemde firmanın gerek finansal yapısında gerekse de karlılık durumunda farklılık tespit edilmiş ve risk sermayesinin kullanıldığı dönemde firma olumlu yönde etkilenmiştir.

Işıklar Ambalaj rasyolarının zaman serisi verilerini iki alt döneme ayırıp inceledikten sonra firma rasyolarının sektör ortalamaları karşısındaki durumu yine Mann-Whitney analizi ile test edilmiştir. Bu bağlamda işletme rasyolarının 2002 yılı ve öncesi değerlerinin diğer şirket rasyoları ile aynı merkez değerine sahip olup olmadığına bakabilmek için parametrik olmayan istatistiksel yöntemlerden biri olan Mann-Whitney U testi gerçekleştirilmiş ve aşağıdaki değerler elde edilmiştir.

$H_0$  : Şirketlerin 2002 yılı ve öncesi bileşik Cari Oranı gözlem değerleri, Işıklar Ambalajın Cari Oranı gözlem değerleri ile aynıdır.

$H_1$  : Şirketlerin 2002 yılı ve öncesi bileşik Cari Oranı gözlem değerleri, Işıklar Ambalajın Cari Oranı gözlem değerlerinden farklıdır.

**Çizelge 23:** 2002 yılı ve öncesi için Cari Oranı ait Mann Whitney Test Sonuçları

<b>Mann-Whitney Test ve CI:</b>			
		<b>Gözlem Sayısı</b>	<b>Ortanca</b>
Setör Ortalaması :	Cari Oranı	6	2.15
Firma :	Cari Oranı	6	0.5434
Mann-Whitney U	6,000		
Wilcoxon W	34,000		
Z	-2,366		
Asymp. Sig. (2-tailed)	,018		
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,017(a)		

Yapılan analizde Işıklar Ambalaj'ın Cari Oranı araştırmaya konu edilen diğer şirketlerin yıllık bazdaki bileşik Cari Oranı ile karşılaştırıldığında irdelenen şirketin 2002 yılı ve öncesi performansına bakıldığında diğer şirketlerin rasyolarının merkez değerinin üzerinde seyrettiği istatistiksel olarak kanıtlanmıştır

2002 yılında risk sermayesi şirketinin IMKB'de kendi payına düşen hisseleri satarak Işıklar Ambalajla ortaklık yapısının değiştirmesi sonucu Işıklar Ambalajın bilançosundaki rasyoların 2002 yılından sonrası için araştırmaya konu edilen diğer şirketlerin rasyolarının seviyesi ile aynı olup olmadığına bakabilmek için Mann-Whitney testi yapılmış ve aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

$H_0$  : Şirketlerin 2002 yılı sonrası bileşik Cari Oranı gözlem değerleri, Işıklar Ambalajın Cari Oranı gözlem değerleri ile aynıdır.

$H_1$  : Şirketlerin 2002 yılı sonrası bileşik Cari Oranı gözlem değerleri, Işıklar Ambalajın Cari Oranı gözlem değerlerinden farklıdır.

**Çizelge 24:** 2002 yılı sonrası için Cari Oranı ait Mann Whitney Test Sonuçları

<b>Mann-Whitney Test ve CI:</b>			
		<b>Gözlem Sayısı</b>	<b>Ortanca</b>
Setör Ortalaması :	Cari Oranı	5	2.58
Firma :	Cari Oranı	5	1.3365
Mann-Whitney U	,000		
Wilcoxon W	6,000		
Z	-1,964		
Asymp. Sig. (2-tailed)	,050		
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,100(a)		

Yapılan analizde Işıklar Ambalaj'ın net karlılık rasyoları araştırmaya konu edilen diğer şirketlerin yıllık bazdaki bileşik net karlılık rasyoları ile karşılaştırıldığında irdelenen şirketin 2002 yılı ve öncesi için net karlılıkta herhangi bir farklılık olmadığı istatistiksel olarak kanıtlanmıştır.

2002 yılında risk sermayesi şirketinin IMKB'de kendi payına düşen hisseleri satarak Işıklar Ambalajla ortaklık yapısının değiştirmesi sonucu Işıklar Ambalajın bilançosundaki rasyoların 2002 yılından sonrası için araştırmaya konu edilen diğer

şirketlerin rasyolarının seviyesi ile aynı olup olmadığına bakabilmek için Mann-Whitney testi yapılmış ve aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

$H_0$  : Şirketlerin 2002 yılı sonrası bileşik Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı gözlem değerleri, Işıklar Ambalajın Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı gözlem değerleri ile aynıdır.

$H_1$  : Şirketlerin 2002 yılı sonrası bileşik Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı gözlem değerleri, Işıklar Ambalajın Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı gözlem değerlerinden farklıdır.

**Çizelge 25:** 2002 yılı Öncesi için Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı ait Mann-Whitney Test Sonuçları

<b>Mann-Whitney Test ve CI:</b>			
		<b>Gözlem Sayısı</b>	<b>Ortanca</b>
Setör Ortalaması :	Kısa Vadeli Ticari Borçlar /Toplam Aktifler Oranı	6	0.15
Firma :	Kısa Vadeli Ticari Borçlar /Toplam Aktifler Oranı	6	0.200290361
Mann-Whitney U	7,000		
Wilcoxon W	35,000		
Z	-2,253		
Asymp. Sig. (2-tailed)	,024		
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,026(a)		

Yapılan analizde Işıklar Ambalaj'ın Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler rasyoları araştırmaya konu edilen diğer şirketlerin yıllık bazdaki bileşik Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler rasyoları ile karşılaştırıldığında irdelenen şirketin 2002 yılı ve öncesi için Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler istatistiksel olarak anlamlı bir artış yaşanmıştır.

2002 yılında risk sermayesi şirketinin IMKB'de kendi payına düşen hisseleri satarak Işıklar Ambalajla ortaklık yapısının değiştirmesi sonucu Işıklar Ambalajın bilançosundaki rasyoların 2002 yılından sonrası için araştırmaya konu edilen diğer şirketlerin rasyolarının seviyesi ile aynı olup olmadığına bakabilmek için Mann-Whitney testi yapılmış ve aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

$H_0$  : Şirketlerin 2002 yılı sonrası bileşik özsermaye rasyo gözlem değerleri, Işıklar Ambalajın Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı gözlem değerleri ile aynıdır.

$H_1$  : Şirketlerin 2002 yılı sonrası bileşik özsermaye rasyo gözlem değerleri, Işıklar Ambalajın Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı gözlem değerlerinden farklıdır.

**Çizelge 26** : 2002 yılı sonrası için Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı ait Mann Whitney Test Sonuçları

<b>Mann-Whitney Test ve CI:</b>			
		<b>Gözlem Sayısı</b>	<b>Ortanca</b>
Setör Ortalaması :	Kısa Vadeli Ticari Borçlar / Toplam Aktifler Oranı	5	0.08
Firma :	Kısa Vadeli Ticari Borçlar / Toplam Aktifler Oranı	5	0.0096
Mann-Whitney U	3,000		
Wilcoxon W	9,000		
Z	-,655		
Asymp. Sig. (2-tailed)	,513		
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,700(a)		

Yapılan analizde Işıklar Ambalaj'ın Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı araştırmaya konu edilen diğer şirketlerin yıllık bazdaki bileşik Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranı ile karşılaştırıldığında irdelenen şirketin 2002 yılı ve öncesi için net karlılıkta herhangi bir farklılık olmadığı istatistiksel olarak kanıtlanmıştır.

2002 yılında risk sermayesi şirketinin IMKB'de kendi payına düşen hisseleri satarak Işıklar Ambalajla ortaklık yapısının değiştirmesi sonucu Işıklar Ambalajın bilançosundaki rasyoların 2002 yılından sonrası için araştırmaya konu edilen diğer şirketlerin rasyolarının seviyesi ile aynı olup olmadığına bakabilmek için Mann-Whitney testi yapılmış ve aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

$H_0$  : Şirketlerin 2002 yılı sonrası bileşik Özsermaye/Toplam Varlıklar Oranı gözlem değerleri, Işıklar Ambalajın Özsermaye/Toplam Varlıklar oranı gözlem değerleri ile aynıdır.

$H_1$  : Şirketlerin 2002 yılı sonrası bileşik Özsermaye/Toplam Varlıklar Oranı gözlem değerleri, Işıklar Ambalajın Özsermaye/Toplam Varlıklar Oranı gözlem değerlerinden farklıdır.

**Çizelge 27** : 2002 yılı Öncesi için Özsermaye/Toplam Varlıklar Oranı ait Mann Whitney Test Sonuçları

<b>Mann-Whitney Test ve CI:</b>			
		<b>Gözlem Sayısı</b>	<b>Ortanca</b>
Setör Ortalaması :	Özsermaye/Toplam Varlıklar	6	0.52
Firma :	Özsermaye/Toplam Varlıklar	6	0.0889
Mann-Whitney U	10,000		
Wilcoxon W	38,000		
Z	-1,855		
Asymp. Sig. (2-tailed)	,064		
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,073(a)		

Yapılan analizde Işıklar Ambalaj'ın Özsermaye/Toplam Varlıklar rasyoları araştırmaya konu edilen diğer şirketlerin yıllık bazdaki bileşik Özsermaye/Toplam Varlıklar ile karşılaştırıldığında irdelenen şirketin 2002 yılı ve öncesi için Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık yoktur.

2002 yılında risk sermayesi şirketinin IMKB'de kendi payına düşen hisseleri satarak Işıklar Ambalajla ortaklık yapısının değiştirmesi sonucu Işıklar Ambalajın bilançosundaki rasyoların 2002 yılından sonrası için araştırmaya konu edilen diğer şirketlerin rasyolarının seviyesi ile aynı olup olmadığına bakabilmek için Mann-Whitney testi yapılmış ve aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

$H_0$  : Şirketlerin 2002 yılı sonrası bileşik Özsermaye/Toplam Varlıklar rasyo gözlem değerleri, Işıklar Ambalajın Özsermaye/Toplam Varlıklar Oranı gözlem değerleri ile aynıdır.

$H_1$  : Şirketlerin 2002 yılı sonrası bileşik Özsermaye/Toplam Varlıklar gözlem değerleri, Işıklar Ambalajın Özsermaye/Toplam Varlıklar rasyosu gözlem değerlerinden farklıdır.

**Çizelge 28:** 2002 yılı sonrası için Kısa Vadeli Ticari Borçlar/Toplam Aktifler Oranına ait Mann Whitney Test Sonuçları

<b>Mann-Whitney Test ve CI:</b>			
		<b>Gözlem Sayısı</b>	<b>Ortanca</b>
Setör Ortalaması :	Özsermaye/Toplam Varlıklar	5	0.57
Firma :	Özsermaye/Toplam Varlıklar	5	0.0482
Mann-Whitney U	1,500		
Wilcoxon W	7,500		
Z	-1,328		
Asymp. Sig. (2-tailed)	,184		
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,200(a)		

Yapılan analizde Işıklar Ambalaj'in Özsermaye/Toplam Varlıklar oranı araştırmaya konu edilen diğer şirketlerin yıllık bazdaki bileşik Özsermaye/Toplam Varlıklar Oranı ile karşılaştırıldığında irdelenen şirketin 2002 yılı ve öncesi için net karlılıkta herhangi bir farklılık olmadığı istatistiksel olarak kanıtlanmıştır.



## SONUÇ

Risk Sermayesinin yatırımcılar ve girişimçiler açısından sunduğu avantajlardan yararlanabilen gelişmiş ülkelerdeki şirketler beklenin üzerinde büyüme ve pazar payı yakalama olanağı bulmaktadır. Bu yüzdendir ki hem yatırımcılar hemde girişimçiler açısından risk sermayesi fayda sağlayan bir mekanizma olarak algılanmaktadır. Doğru zamanda doğru fikre yatırım yapılırsa kısa zaman içerisinde şirketlerin büyüme aşamalarını daha kolay geçtikleri gözlemlenmektedir.

Risk Sermayesi modelinin başarılı bir şekilde çalışabilmesi için yatırımcı ve girişimcinin risk sermayesi kullanmayı gerektirecek şartları sağlayabilmiş olmaları gerekmektedir. Risk sermayedarı açısından yatırım yapacağı şirketi kuruluş aşamasında yakalabilmek ilerde elde edeceği karını arttırmasına olanak sağlamaktadır. Girişimci açısından ise şirketinin kuruluş aşamasındaki genel ve üretim giderlerini karşılayabilmek ve pazar araştırması yapabilmek için gereksinim duyduğu özsermaye ihtiyacını, şirketinin mali tablo performanslarına yönelik ikna edici yeterlilikte kayıt bulunmadığı bir süreçte bile risk sermayedarının yapacağı yatırım ile özsermaye yapısını kuvvetlendirme imkanını da sağlayabilmektedir.

Dünyadaki uygulamalarına bakıldığında risk sermayesi yatırımının sadece şirketlere enjekte edilen sermayeden ibaret olmadığı görülmektedir. Risk sermayesi modelinin 1940'larda Amerika'da başlayan süreç günümüzde şirketlere parasal yardımdan fazlasını sağlayan küresel bazda pazar araştırmaları yapabilen, yüksek eğitilmiş çalışanları olan yönettikleri fonlar itibari ile milyon hatta milyar \$'lık bütçeleri olan, kurumsal yapıya sahip risk sermayesi fonları ortaya çıkmasını sağlamıştır.

Risk Sermayesi yatırımlarının başarıya ulaşmasındaki ana anahtar risk sermayedarı ve girişimci açısından önceden belirlenen bir eylem planına sahip olmasıdır. Risk Sermayesi yatırımlarının projeksiyonu yapılır iken 3 ila 7 yıl arasındaki bir zaman diliminde yatırımdan çıkış planlanmaktadır. Risk Sermayedarı hedeflediği iç verimlilik oranına (IRR) ulaştığında genellikle yatırımdan çıkış kararını uygulamaya koymayı hedeflemektedir. Yatırımdan çıkışın

birçok yolu bulunmakla birlikte en çok tercih edileni NASDAQ benzeri teknoloji borsalarında halka arza gitmektir. Risk Sermayesi yatırımı kabul eden girişimci, risk sermayedarının yatırım yaptığı şirketi büyütürken belli bir zaman diliminde yatırımdan çıkacağı gerçeğini kabullenmek zorundadır.

Dünya’da başarı ile sonuçlanmış bir çok risk sermayesi yatırımı olmakla beraber başarıya ulaşamamış yatırımlarda mevcuttur. Risk sermayesi yatırımlarını mucizevi yatırımlar olarak görmemek hem yatırımcılar hem de girişimciler açısından daha rasyonel davranış olarak kabul edilebilir.

Gelişmiş Ülkelerde uzun yıllardır uygulanma imkanı bulan risk sermayesi modeli ülkemizde 90’ların ortasından itibaren yabancı menşeli fonların kurdukları temsilcilikler ile uygulanmaya başlanmıştır. SPK’ nın yapmış olduğu çeşitli düzenlemeler ile pazarın ve oyuncuların düzenlenilmeye çalışıldığı ülkemizde gelişmiş ülkeler ile kıyaslandığında istenilen pazar büyüklüklerine ulaşamadığı söylenebilir. Bu durumun arkasında yatan faktörlerin çok çeşitlilik arz etmesi sebebi ile nedenleri hakkında kesin hükümler söylemek zordur.

Tezin amacında daha önce belirtildiği üzere yirmi yıllık zaman diliminde yaklaşık 50 adet gerçekleşmiş risk sermayesi yatırımı bulunmaktadır. Yatırımcıların çoğu yabancı menşeli şirketler olmakla birlikte son yıllarda Türk girişim sermayesi şirketleri pazarda daha etkin ve başarılı operasyonlar gerçekleştirmektedirler. Gerçekleşen yatırımlar incelendiğinde genellikle yatırımdan çıkış yolu olarak halka arzın tercih edilmediği görülmüştür.

Gerçekleşen yatırımların miktarları ve sonuçları hakkında kamuoyunun detaylı bilgilere ulaşması kolay olmamaktadır. Çalışmada burdan hareket ile İMKB’de işlem gören risk sermayesi kullanmış ve yatırımdan çıkış operasyonu gerçekleştirmiş olan şirketlerin mali performanslarını analiz edebilmek için aranan koşulları 3 şirketin mali tablolarına, mali analiz teknikleri uygulanarak risk sermayesi öncesi durum ile risk sermayesi sonrası durum arasındaki farklılıklar gözlemlenmeye çalışılmıştır. Elde edilen oranların istatistiksel olarak anlamlılığına Mann-Whitney U istatistik tekniği kullanılarak bakılmıştır. Mann-Whitney U

testinin seçilmesindeki amaç parametrik olmayan durumlarda en güvenilir testlerden biri olması ve iki bağımsız grubun aynı ana küleden gelip gelmediğini belirlemesidir. Analiz tekniğinin çalışabilmesi için şirketlerin oranları risk sermayesi kullandıkları dönem ve risk sermayesinden sonraki dönem olarak gruplandırılmıştır.

Finansal Hizmetler sektöründe faaliyet gösteren GSD Holding'in 1997-2003 yılları risk sermayesi olan dönem olarak gruplanmış, 2004- 2007 yılları ise risk sermayesiz dönem olarak gruplanmıştır. Risk Sermayesinin kullanılmadığı dönemdeki şirketin Likidite oranı, özsermaye karlılığı, net kar marjı, brüt kar marjı, faaliyet karlılığı oranlarındaki düşüş gözlemlenmiş olup ayrıca istatistiksel olarak kanıtlanmıştır. Ayrıca risk sermayesinin 2003 yılında çıkması ile birlikte özsermaye/toplam varlıklar oranında düşüş gerçekleşmiş ve bir daha bu oran risk sermayesi kullanılan dönemdeki seviyelerine ulaşamamıştır.

Tekstil sektöründe faaliyet gösteren Arat Tekstil 1995-1998 yılları arasında risk sermayesi kullanmıştır. 1998 yılı ve öncesi risk sermayesinin kullanıldığı dönem olarak gruplanmış 1999 yılı ve sonrası risk sermayesinin kullanılmadığı dönem olarak ele alınmıştır. Cari Oran, Likidite Oranı, Kaldıraç Oranı, Kısa Vadeli Borçlar/Aktifler Oranı, Finansal Borçlar/Toplam Borçlar, Özsermaye/Toplam Aktifler Oranı, Aktif Karlılığı, Özsermaye Karlılığı, Net kar marjı, Brüt kar marjı, Faaliyet karlılığı oranları risk sermayesi kullanıldığı dönemle risk sermayesi sonrası dönem arasında istatistiksel olarak anlamlı farklılık hesaplanmış olup, oranlar karşılaştırıldığında risk sermayesi kullanılan dönemin oranlarının daha yüksek olduğu belirlenmiştir.

Işıklar Ambalaj 2000-2002 yılları arasında risk sermayesi kullanmıştır. Firmanın mali tablolar analizinde görülen 2002 ve 2003 yıllarında özsermaye/toplam varlıklar rasyosundaki ani düşüşlerin 2001 yılında olan krizden ve firmanın risk sermayesi uygulamasından çıkma süreçlerinde yaşanan yönetsel ve ticari durumlardan kaynaklandığı düşünülmektedir. 2002 yılı sonrası rasyolara bakıldığında ise ortalama -0.1381 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca risk sermayesinin

kullanıldığı dönem ile ekonomide yaşanan istikrarsızlığın çakışması, risk sermayesinin işletmeye kattığı değerin sorgulamasını zorlaştıran bir unsurdur.

Risk Sermayesi Kullanan Halka Açık şirketlerin artması ile risk sermayesinin şirketlerin mali tablolarına yaptığı etkilerin ölçümlenmesi ve elde edilen bulguların geçerliliği daha da genişleyecektir. Araştırmanın konusu dahilinde incelemiş şirketlerde risk sermayesi kullanılan dönemler ile kullanılmayan dönemler arasında meydana gelen oransal değişimlerin istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir.

## KAYNAKÇA

AKARÇAY, VURAL, “Türkiye’de Devlet Muhasebesi ve Uygulaması”, İstanbul, 1980, s.13

AKGÜÇ, Ö., 1995, Mali Tablolar Analizi, 9. Baskı, Muhasebe Enstitüsü Yayını, Yayın No: 64, İstanbul.

AKMUT, Ö. 1990, Risk sermayesi, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilimler Fakültesi İşletme Ekonomisi Araştırma ve Uygulama Merkezi Yayınları, 19

ARAT VE DURMUŞ, İşletmelerde Mali Tablolar Tahlili: İlkeler ve Uygulamalar, 2000, s. 119.

ARICAN E. , 2002, Gelişmekte Olan Ülkelerde İstikrar Politikaları: Türkiye, Derin Yayınları, Yayın No:6, İstanbul. 121

ARSLAN,Ö., 2003 “Küçük Ve Orta Ölçekli İşletmelerde Çalışma Sermayesi Ve Bazı Finansal Yönetim Uygulamaları” C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 4, Sayı:1 ss:121-135.

ATAMAN, ÜMİT; “Tekdüzen Hesap Hesap Planı ve Mali Tablolar”, Türkmen Kitabevi, İstanbul 1997, s 431

AY,S.,Ç., 2008, “Türkiye’deki KOBİ’lerin finansman sorunları”, PARADOKS, Ekonomi, Sosyoloji ve Politika Dergisi, (e-dergi), <http://www.paradoks.org>, ISSN 1305-7979, Yıl:4 Sayı:1 (Ocak-2008) C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 4, Sayı 1, 2003

DUYGULU ABUK Aylin, “Kurala Bağlı Para Politikası Kapsamında Parasal Hedefleme: Türkiye Örneği”, a.g.e., s. 99.

AYPEK, N. , 1998, Sermaye Piyasası Aracı Olarak Risk Sermayesi ve Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği, Ankara, Tübitak

BARRY, C. B. VE DİĞERLERİ, 1990, “The Role of Venture Capital in The Creation of Public Companies,” Journal of Financial Economics. (Aktaran; Civan.M., Uğurlu, M., Risk Sermayesi Finansman Modeli Ve Gaziantep İlinde Kobi’lerin Halka Açılmasına Yönelik Model Önerisi, Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi ,Cilt XXI, Sayı 1, 2002, s. 79-109)

BAYGAN, G, MICHAEL, F, 2000/7 The Internationalisation of Venture Capital Activity in OECD Countries: Implications for Measurement and Policy, STI Working Paper, 8, OECD, France

BAYGAN, G. 2003 Venture Capital Policy Review: United States, STI Working Paper, DSTI/DOC (2003) 12, OECD, France

BEKTÖRE S., ÇÖMLEKÇİ F., SÖZBİLİR H., Mali Tablolar Analizi, Nisan Kitabevi. 2006, 4

BOTTAZZI, L., DA RİN, M., 2002, Venture capital in Europe and the financing of innovative companies, Economic Policy, 17 (34), ss. 229 – 270.

BREALEY R., MYERS S., MARCUS A., 2001, İşletme Finansının Temelleri, 3, (Ü. Bozkurt, T. Arıkan, Çev) İstanbul, Literatür yayımları (Orjinal Çalışma Basım Tarihi, 1995) (Brealey, 2001, 373).

İBİŞ C., ARGUN D., Mali Tablolar Analizi Uygulamaları, İstanbul: İstanbul Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası, 2004, s. 39

CEYHAN A., KORKMAZ T., 2008 Finansal Teknikler .6.Baskı. İstanbul : Ekin Yayınevi

CEYLAN, A 2002, İşletmelerde Finansal Yönetim.Bursa ekin Yayınları, s 198

CHAMBERS,N.R.,(2002), “Risk Sermayesi ve işleyişi”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, ss:75-88

CORNELIUS B., PERSSON O, 2006 Who's Who in Venture Capital, Technovation, 26, 142-150.

CORNELIUS B., 2005, The institutionalisation of venture capital. // Technovation., 25: 6,

BODUR Ç., TENKER S., Ticari Firmaların Kredi Derecelendirmesi: İMKB Firmalarında Uygulanması, İTÜ Dergisi/b Sosyal Bilimler, Cilt:2, Sayı:1, Aralık 2005, 28

ÇAPANOĞLU, G, 2005, Avrupa Birliği’nde Risk Sermayesi Uygulamaları ve Türkiye, İstanbul, İktisadi Kalkınma Vakfı Yayınları,

ÇİMAT A., LAÇİNEL A., 2002, Kobilerin Finansman sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesi. Vergi Denetmenleri Derneği Eğitim Yayınları Serisi Ankara

ÇONKAR, K. (2001),” Risk Sermayesi Finansman Yönteminin Küçük ve Orta Boylu, İşletmeler Açısından Önemi ve Uygulanabilirliği”, I. Orta Anadolu Kongresi: KOBİ' lerin Finansman ve Pazarlama Sorunları.

DİZZARD, J. W. 1982 Do We Have Too Many Venture Capitalists? Fortune, October 4,

ERKUMAY,M.A, 2000, Kobilerin Sermaye Piyasası Olanaklarından Faydalandırılması, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara

EROL,C. 1992 ‘ Faizsiz Kredi Modeli ‘Venture Capital Finansman Modeli, Bankacılar Dergisi, sayı 8 , 28

February 2003, Overview of the results of the Japan-U.S. Entrepreneurial Forum  
11/28/2002 Establishment of the JVCA

FETTAHOĞLU, A.(1992) Riziko Sermayesi Finansı Koşulları ve İşleyişi, Trabzon  
, Kosgeb

FREDRIKSEN, ØYSTEIN, CHRISTER OLOFSSON & CLAS WAHLBIN. (1997)  
“Are venture capitalists firefighters—a study of the influence and impact of venture  
capital firms.” Technovation 17(9): 503–511.

GALLESE, 1990, Venture Capital Strays far from its Roots, Business World, New  
York Times Magazine, Nisan 1, 24-39. (Aktaran: Cornelius, B. (2005), The  
institutionalisation of venture capital. // Technovation., 25: 6, s. 599-608.)

Girişim sermayesi fonlarının KOBİ'lere yatırımı artacak, 31,01,2009  
[http://www.referansgazetesi.com/haber.aspx?HBR\\_KOD=115970](http://www.referansgazetesi.com/haber.aspx?HBR_KOD=115970)

GOMPERS, P. , LERNER J. (2004), The Venture Capital Cycle. Cambridge, MA:  
MIT Press.

GOMPERS, P., LERNER, J. (1999), An Analysis of Compensation in the U.S.  
Venture Capital Partnership, Journal of Financial Economics, 51.

[http://en.wikipedia.org/wiki/American\\_Research\\_and\\_Development\\_Corporation](http://en.wikipedia.org/wiki/American_Research_and_Development_Corporation)  
American\_Research\_and\_Development\_Corporation,03.04.2007,

<http://www.bayilik.com/risk6.asp>

<http://www.hmtokyo.jp/Tesvikler.htm>

(<http://www.iva.co.il/content.asp?pageId=37>)

<http://www.sap.com/turkey/about/company/papers/>



İŞERİ, M. (2001). Risk Sermayesi ve Türkiye'deki Geleceği. İstanbul. Türkmen Kitabevi

KARABIÇAK, M., ALTUNTEPE N., (2001),” KOBİ'lerin Kredi Yoluyla Finansmanı”, I. Orta Anadolu Kongresi: KOBİ'lerin Finansman ve Pazarlama Sorunları.

KARACAER, S., GÖNENÇ.,H, (2001),” Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerde Çalışma Sermayesi ve Finansal Yönetim”, I. Orta Anadolu Kongresi: KOBİ'lerin Finansman ve Pazarlama Sorunları.

KAYA A. (2001) Dünyada ve Türkiye'de Risk Sermayesi. SPK Yayınları Ankara

KAYA R. (1992) , Bir Finansman Modeli Olarak Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama İmkanları,Ankara: Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı Yeterlik Etüdü.

KAYA, A, Genel Olarak Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Mevzuatı ve Değişiklik Önerileri, 09.09.2007,

[http://www.turkvca.org/Articles%5CAAbdullahKaya\\_20020924.doc](http://www.turkvca.org/Articles%5CAAbdullahKaya_20020924.doc)

<http://www.oecd.org/dataoecd/14/7/2093654.pdf>. sayfa 9

KUĞU, T.D. (2004); “Finansman Yöntemi Olarak Risk Sermayesi”, Yönetim ve Ekonomi,Cilt: 11 Sayı: 2, s: 141–153.

Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı Kurulması Hakkında Kanun, 11. 02. 2008

[http://www.kosgeb.gov.tr/kurulus\\_kanunu.aspx](http://www.kosgeb.gov.tr/kurulus_kanunu.aspx)

LİLES, P. (1977), Sustaining the Venture Capital Firm, Management Analysis Center, Cambridge

MARTIN, R. (1992 ) Financing Regional Enterprise: The Role of the Venture Capital Market, In Regional Development in the 1990s. The British Isles in Transition. (Ed. Ron Martin, Peter Townroe), Regional Studies Association, London: Spons Architecture Price Book

SAKAL M., Türkiye’de Mali Disiplin Sorunu: Kamu Açıkları ve Borçlanmanın Sürdürülebilirliği (1988-2000 Dönem Analizi), Gazi Kitapevi, Ankara, 2003, s. 217.

OKTAY, E. ,GÜNEY, A , (2002), 21.Yüzyılda Kobi’ler: Sorunlar, Fırsatlar Ve Çözüm Önerileri” Sempozyumu, 03-04 Ocak 2002, Doğu Akdeniz Üniversitesi, K.K.T.C

SEVİLENGÜL O., (2005) 12.Baskı Genel Muhasebe, Gazi kitapevi Ankara

SEVİLENGÜL, O. ,(2001), Genel Muhasebe, Gazi Kitapevi, 10.Baskı, Ankara.

ÖNDER, Y., (2007),” Dalgalanma Korkusu ve Türkiye Örneği”, Uzmanlık Yeterlik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.

ÖZDEMİR, E., (1996), “ Türkiye’de 1980 sonrası uygulanan dış ticaret politikaları ve bunların ekonomik büyüme üzerindeki etkileri 1980-1995 ”, Konya, Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

ÖZEL, S., (2005), Global Finansal Krizler, Deniz Kültür Yayınları, No:13, 1. Basım, İstanbul, s. 157.

AKGÜÇ Ö., Mali Tablolar Analizi, 12. Basım, İstanbul: Avcıol Basım Yayın, 2006, s. 16.

PARASIZ, İ., (1995), Kriz Ekonomisi, 5 Nisan 1994 Kararları, Ezgi Kitapevi, Bursa.  
Recklies, D., Recklies, O. (2000), The Venture Capital Industry: Analysis and Future Developments,

<http://www.themanager.org/resources/The%20Venture%20Capital%20Industry.htm>  
(Erişim Tarihi: 02.02.2009)şekil 2-3

RITTER, J. Some Factors About the 2002 IPO Market.”  
<http://bear.cba.ufl.edu/ritter>. (Erişim Tarihi: 03.12.2008)

SAKAL,M., (2003) Türkiye’de Mali Disiplin Sorunu: Kamu Açıkları ve Borçlanmanın Sürdürülebilirliği (1988-2000 Dönem Analizi), Gazi Kitapevi, Ankara, 2003, s. 217.

ÖZEL S., Global Finansal Krizler, Deniz Kültür Yayınları, No:13, 1. Basım, İstanbul, 2005, s. 157.

Sermaye Piyasası Kurumu, (2007). Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Yatırımcıları Bilgilendirme Kitapçığı-6. Ankara

STEVENSON, H.H., MUZYKA, D.F., AND TIMMONS J.A. (1987). Venture capital in transition: A montecarlo simulation of changes in investment patterns, Journal of Business Venturing, 2, 103-121.

ŞENYUVA. A. (1990). Cesaret Sermayesi. Ankara. İş Bankası Kültür Yayınları

ŞİRVAN. N. (2002). Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulanabilirliği. 8, Yazar, Zygmunt Jeffery-The Vc Way-sf 5 adlı kitaptan aktarmıştır)

TCMB, (1990), Yıllık Rapor, Ankara, s. 32.

TCMB, (1993), Yıllık Rapor, Ankara, s. 40.

TCMB, (1998), Yıllık Rapor, Ankara, s. 40

TUNCEL. K. (2000). Risk Sermayesi Finansman Modeli. (2. Baskı). Ankara. SPK Yayınları:37

TÜNEL.D, İsrail'in sırrı: Risk sermayesi ve Ar-Ge, 09.09.2008,h  
[http://www.bthaber.net/287/menu\\_haber\\_11.htm](http://www.bthaber.net/287/menu_haber_11.htm)

Türkiye Kalkınma Bankası, Tarihçe, Statü ve Sermaye Yapısı, 04,11, 2007,  
<http://www.tkb.com.tr/icerik.aspx?icerikid=120>

Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı, 11,04,2007, [www.ttg.org.tr](http://www.ttg.org.tr)

Türmob Yayınları, Muhasebenin Temel Kavramları Ve Tek Düzen Hesap Planı,  
Yayın No:234 [http://www.mesutozturk.com/hesap\\_plani.pdf](http://www.mesutozturk.com/hesap_plani.pdf)

GÜCENME Ü., Mali Tablolar Analizi, Bursa: Marmara Kitabevi Yayınları, 1996,  
s. 7.

ÜNAL, N. (2001). Risk Sermayesi Finansman Modeli. Vergi Dünyası, 243, 153

Vakıf Girişim Sermayesi 2007 yılı faaliyet raporu, 02.05.2008,

VakıfBank Vakıf Girişimdeki payını satıyor, 02.05.2008,  
<http://www.tumgazeteler.com/?a=2545829>

VAROL,G.M.,(2003 ), Cumhuriyetin 80. Yılında 1923-2003 Türk Dış Ticaretinin  
Gelişiminin Kısa Tarihçesi ,

WINTERS, T. E., MURFIN, D. L., (1988), Venture Capital Investing for Corporate  
Development Objectives, Journal of Business Venturing, 3, 207- 222.

[www.kobinet.org/hizmetler/bilgibankasi/finans/003d.html](http://www.kobinet.org/hizmetler/bilgibankasi/finans/003d.html) aktaran Kobi'lerin  
Finansman Sorunlarına Bir Çözüm Önerisi: "Risk Sermayesi Finansman Modeli" s  
9 DTM Dergisi, Sayı 33, Ekim 2004. şekil 5

YENİDÜNYA, S.,T (2006),” Risk Sermayesinin Türkiye’de uygulama olanakları” Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2006.

YÖRÜK, N. (2001), “KOBİ'lerin Kredi Yolu ile Finansmanda Karşılaştıkları Sorunlar ve Yönetim Uygulamaları”, I. Orta Anadolu Kongresi: KOBİ' lerin Finansman ve Pazarlama Sorunları.

YÜCEL, T. (2001), “Küçük ve Orta ölçekli İşletmelerde Çalışma Sermayesi ve Finansal Yönetim Uygulamaları”, I. Orta Anadolu Kongresi: KOBİ' lerin Finansman ve Pazarlama Sorunları.

YÜKSEL,Ö.,MURAT,G., (2002 ),” Şubat Krizinin Kobiler Üzerine Etkileri ve Çözüm Önerileri”, 21. Yüzyılda KOBİ’ler : Sorunlar, Fırsatlar ve Çözüm Önerileri Sempozyumu, 3-4 Ocak 2002, Gazi Magosa

Yapı Kredi Yatırım, [www.yky.com.tr/anyfiles/dict/index.html](http://www.yky.com.tr/anyfiles/dict/index.html), 01.02.2007

[http://www.isgirisim.com.tr/TR/yatirim\\_stratejisi.asp](http://www.isgirisim.com.tr/TR/yatirim_stratejisi.asp) İş Girişim Sermayesi Yatırım Stratejisi, 04.05.2008,

Zaimoğlu T. (2001)Risk Sermayesi ve Türkiye ‘de Uygulama Olanakları. İkinci baskı.Ankara Nurol Matbaacılık

1 No.lu Türkiye Muhasebe Standartları

1 sıra no.lu Muhasebe Uygulama Genel Tebliği

## **EKLER**

### **EK:1**

## **GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARINA İLİŞKİN ESASLAR TEBLİĞİ**

(Seri: VI, No: 15)

(20/3/2003 tarihli ve 25054 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.)

Tebliğ değişikliklerine ilişkin liste;

1- (7/1/2004 tarihli ve 25339 sayılı Resmi Gazete’de “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ” Seri: VI, No: 16 yayımlanmıştır.)

2- (21/1/2009 tarihli ve 27117 sayılı Resmi Gazete’de “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ” Seri: VI, No: 23 yayımlanmıştır.)

Yürürlükten Kaldırılan Tebliğ:

(6/11/1988 tarihli ve 23515 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Seri: VI, No: 10 sayılı “Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” aşağıda metni yer alan Seri: VI, No: 15 sayılı Tebliğ ile yürürlükten kaldırılmıştır.)

## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **Amaç, Kapsam, Dayanak ve Tanımlar**

#### **Amaç ve kapsam**

**Madde 1** - Bu Tebliğin amacı, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının kurucularına ve kuruluş usullerine, hisse senetlerinin Kurul kaydına alınması ve halka arzına, yönetimine ve yöneticilerinde aranacak niteliklere, faaliyet konuları ve portföy sınırlamaları ile kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine ilişkin esasları düzenlemektir.

#### **Dayanak**

**Madde 2** - Bu Tebliğ, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 22 nci maddesinin birinci fıkrasının (o) bendine, 36 ncı maddesine ve 39 uncu maddesine dayanılarak hazırlanmıştır.

#### **Tanımlar**

**Madde 3** - Bu Tebliğde geçen;

- a) Kurul: Sermaye Piyasası Kurulunu,
- b) Bakanlık: Sanayi ve Ticaret Bakanlığını,
- c) Kanun: 28/7/1981 tarihli ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununu,
- d) TTK: Türk Ticaret Kanunu,
- e) TTSG: Türkiye Ticaret Sicili Gazetesini,
- f) Ortaklık: Girişim sermayesi yatırım ortaklığını,
- g) Girişim Sermayesi Yatırımı: Bu Tebliğin 20 nci maddesindeki esaslar çerçevesinde yapılan yatırımı,

h) Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı: Kayıtlı sermayeli olarak kurulan ve çıkarılmış sermayelerini esas olarak girişim sermayesi yatırımlarına yönelten ve Kanunda risk sermayesi yatırım ortaklığı olarak ifade edilen ortaklıkları,

i) Girişim Şirketi: Türkiye’de kurulmuş veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı olan şirketleri,

j) Portföy Değeri: Ortaklığın aktifinde bulunan, girişim sermayesi yatırımları ile ikincil piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçları ve ters repo işlemlerinin rayiç değerleri toplamını,

k) Lider Sermayedar: Ortaklık hisse senetlerinin halka arz edilmesi sonrasında pay edinimleri hariç olmak üzere, ortaklıkta tek başına veya bir araya gelmek suretiyle sermayenin asgari % 25’i oranında pay sahibi olan ve bu Tebliğin 5 ve 6 ncı maddelerinde yazılı şartları taşıyan ortak ya da ortakları,

l) Nitelikli Yatırımcı: Yatırım fonları, emeklilik fonları, menkul kıymetler yatırım ortaklıkları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, özel finans kurumları, portföy yönetim şirketleri, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20 nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibariyle bu kurumlara benzer olduğu Kurulca belirlenecek diğer yatırımcılar ve halka arz tarihi itibariyle en az 1 trilyon Türk Lirası tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişileri,

m) (Ek: Seri: VI, No: 23 sayılı Tebliğ ile) Tahsisli Satış: Sermaye artırımlarında artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri ile mevcut hisselerin hissedarlarınca, halka arz edilmeyerek, doğrudan dışarıda yerleşik kişilere ve/veya kayıt öncesi belirlenmiş yurt içinde yerleşik kişilere tahsisli olarak satışını ifade eder.

## İKİNCİ BÖLÜM

### Kuruluş ve Dönüşüme İlişkin Esaslar

#### Kuruluş şartları

**Madde 4 -** Ortaklıklar ani usulde kurulabilirler. Ayrıca faaliyet konuları farklı olan şirketler esas sözleşmelerini Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun olarak değiştirerek girişim sermayesi yatırım ortaklığına dönüşebilirler. Ortaklıkların kuruluşunun ya da faaliyet konusu farklı olan şirketlerin girişim sermayesi yatırım ortaklığına dönüşümlerinin Kurulca uygun görülebilmesi için;

a) Ani usulde kurulacak ise,

1) Kayıtlı sermayeli anonim şirket şeklinde kurulması,

2) Başlangıç sermayesinin 5 trilyon Türk Lirasından az olmaması,

3) Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması,

4) Ticaret unvanında “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı” ibaresinin bulunması,

5) Esas sözleşmesinin TTK, Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine göre düzenlenmesi,

6) Ortaklıkta % 10'dan fazla paya sahip tüzel kişi ortakların yönetim kurulu üyelerinin 5 inci maddede sayılan şartları taşıması,

7) Kanunun 30 uncu maddesinin birinci fıkrasının (f) bendinde belirtilen portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere Kurula başvurması,

8) Kurucu ortaklardan en az birisinin lider sermayedar olması,

b) Dönüşecek ise,

1) Kayıtlı sermaye sistemi içinde yer alması veya bu amaçla Kurula başvurmuş olması,

2) Başlangıç veya ödenmiş sermayesinin 5 trilyon Türk Lirasından az olmaması,

3) Ticaret unvanını "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı" ibaresini içerecek şekilde değiştirmek üzere Kurula başvuruda bulunması,

4) Esas sözleşmesinin TTK, Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine göre düzenlenmesi için Kurula başvurmuş olması,

5) Ortaklıkta % 10'dan fazla paya sahip tüzel kişi ortakların yönetim kurulu üyelerinin 5 inci maddede sayılan şartları taşıması,

6) Kanunun 30 uncu maddesinin birinci fıkrasının (f) bendinde belirtilen portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere Kurula başvurması,

7) Mevcut ortaklardan en az birisinin lider sermayedar olması, şarttır.

**(Ek fıkra: Seri: VI, No: 16 sayılı Tebliğ ile)** Birinci fıkranın; (a) bendinin (6) numaralı alt bendi ile (b) bendinin (5) numaralı alt bendinde yer alan şartlar kamu kurumları ve kamu kurumu niteliğindeki tüzel kişiler için aranmaz.

Ortaklıkların kuruluş veya dönüşümden sonraki tüm esas sözleşme değişiklikleride Kurulun iznine tabidir.

### **Kurucuların nitelikleri**

#### **Madde 5 - Ortaklıklarda;**

a) Kurucular ile sermayedeki doğrudan veya dolaylı pay sahipliği % 10 veya daha fazla olan gerçek veya tüzel kişilerin muaccel vergi ve prim borcu bulunmaması,

b) Sermayede % 10 ve daha fazla paya sahip olacak kurucuların, gerekli kaynağı kendi ticari, sınai ve sair yasal faaliyetleri sonucunda her türlü muvazaadan arı olarak sağlamaları,

c) Gerçek kişi ortakların;

1- Kendileri veya sınırsız sorumlu ortak oldukları kuruluşlar hakkında iflas kararı verilmemiş ve konkordato ilan edilmemiş olması,

2- 7/9/2000 tarihli ve 24163 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: V, No: 46 sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara ilişkin Esaslar Hakkında Tebliğin 9 uncu maddesinin birinci fıkrasının (d) bendinde belirtilen şartları taşıması,

şarttır.

### **Lider sermayedara ilişkin özel şartlar**

**Madde 6 - Ortaklıkta lider sermayedar olacak gerçek ve tüzel kişilerin girişim sermayesi yatırım ortaklığı kurucusu ve ortağı olmanın gerektirdiği mali güç, itibar ve yeterli tecrübeye sahip olmaları zorunludur.**

Ortaklığın ticaret unvanında doğrudan ismi veya unvanı kullanılan veya doğrudan olmasa da ortaklığın ticaret unvanında kendisi ile bağlantılı olduğu



izlenimini uyandıran bir ibareye yer verilen gerçek veya tüzel kişilerin bu Tebliğ kapsamında lider sermayedar olması zorunludur.

Ortaklıkta lider sermayedarın asgari % 25 sermaye payını temsil eden hisse senetlerine sahip olması ve bu hisse senetlerinin nama yazılı olması zorunludur.

### **Kuruluş ve dönüşüm işlemleri**

**Madde 7-** Ani usulde kurulacak veya dönüşecek olan ortaklıkların, kuruluş/dönüşüm başvuru formu ve bu formda belirtilen belgelerle birlikte Kurula başvurmaları zorunludur.

Kurula yapılacak başvuruda, ortaklığın yatırım yapmayı planladığı sektörler, yatırımların, sermaye artırımlarının ve halka arzın gerçekleştirilmesinin planlandığı dönemler, planlanan sermaye artırımlarının tutarları, alınacak veya verilecek danışmanlık hizmetlerinin kapsamı ve halka arzda hisse senetlerinin satılması planlanan yatırımcı kitlesine ilişkin bilgileri de içerecek şekilde hazırlanmış ayrıntılı fizibilite etüdüne de yer verilir.

Kurul, başvuruyu Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygunluk yönünden inceler ve herhangi bir aykırı husus bulunmaması halinde kuruluş veya dönüşüm talebini uygun görür.

Kurulca başvurunun uygun görülmesi halinde, ani usulde kuruluşta kuruluşun, dönüşümde ise esas sözleşme değişikliklerinin onaylanması talebi ve sermayenin bu Tebliğ hükümlerine uygun olarak ödenmiş olduğunu gösterir belgeler ve gerekli diğer belgelerle birlikte Bakanlığa başvurulur.

Ani usulde kurulan ortaklıklar, Bakanlığın kuruluş izni vermesinin ardından, TTK'nın ilgili hükümlerine uygun olarak ortaklığın ticaret siciline tescili ile tüzel kişilik kazanırlar.

Dönüşecek ortaklıklar ise, Bakanlığın onay vermesinin ardından, esas sözleşme değişikliklerinin genel kurul tarafından onaylanması amacıyla ortaklık genel kurulunu ve gerekiyorsa, TTK'nın 389 uncu maddesi hükmü uyarınca imtiyazlı pay sahipleri genel kurulunu toplantıya çağırırlar. Değişikliklerin onaylanması ve ticaret siciline tescili ile birlikte dönüşüm işlemleri tamamlanmış olur.

### **Portföy işletmeciliği faaliyet izni**

**Madde 8-** Kurul, portföy işletmeciliği faaliyet izni verilmesinde, ortaklığın faaliyetlerini yürütmeye elverişli bir mekana, donanımına, personele, organizasyona, yöneticilere sahip olup olmadığını inceler ve inceleme sonucunda ortaklığın portföy işletmeciliği faaliyetini yürütebileceği sonucuna varırsa bu konuda yetki belgesi verir.

Yetki belgelerinin, verildiği tarihi izleyen 15 gün içinde ticaret siciline tescili ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde ilanı zorunludur. Bu belgeye ilişkin her türlü değişiklik aynı şekilde tescil ve ilan olunur.

Kuruluşların veya dönüşüme ilişkin esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takip eden altı ay içinde portföy işletmeciliği faaliyet izni başvuru formu ve formda belirtilen belgeleri tamamlayarak Kurula göndermeyen veya başvurusunun sonucunda kendilerine faaliyet izni verilmesi uygun görülmeyen ortaklıkların, girişim sermayesi yatırım ortaklığı olarak faaliyette bulunma hakları ortadan kalkar. Ortaklıklar, 6 aylık sürenin bitiminden veya Kurulun olumsuz görüşünün kendilerine bildirildiği tarihten itibaren en geç 3 ay içinde esas sözleşme hükümlerini girişim sermayesi yatırım ortaklığı faaliyetini kapsamayacak şekilde

değiştirmek ve kayıtlı sermaye sisteminden çıkmak üzere Kurula başvurmakla yükümlüdürler. Ortaklıklar bu değişiklikleri yapmadığı takdirde, TTK'nın 434 üncü maddesinin birinci fıkrasının (2) ve (6) numaralı bentleri hükümleri gereğince münfesih addolunur.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar

#### Kayda alınma başvurusu

**Madde 9** - Ani usulde kurulan veya esas sözleşme tadili yoluyla girişim sermayesi yatırım ortaklığına dönüşen ortaklıkların portföy işletmeciliği faaliyet yetki belgesinin ticaret siciline tescilini takip eden üç yıl içinde, yatırım portföyünü oluşturarak, halka arz edilecek hisse senetlerinin kayda alınması talebiyle Kurula başvurmaları zorunludur.

Portföy işletmeciliği faaliyet yetki belgesinin ticaret siciline tescilini takip eden 3 yıl içinde, hisse senetlerinin kayda alınması başvurusunda bulunmayan veya gerekli şartları sağlamadığı için başvurusu Kurulca uygun görülmeyen ortaklıkların girişim sermayesi yatırım ortaklığı olarak faaliyette bulunma hakları ortadan kalkar. Ortaklıklar, sürenin bitiminden veya Kurulun olumsuz görüşünün kendilerine bildirildiği tarihten itibaren en geç 3 ay içinde esas sözleşme hükümlerini girişim sermayesi yatırım ortaklığı faaliyetini kapsamayacak şekilde değiştirmek ve kayıtlı sermaye sisteminden çıkmak üzere Kurula başvurmakla yükümlüdürler. Ortaklıklar bu değişiklikleri yapmadığı takdirde, TTK'nın 434 üncü maddesinin birinci fıkrasının (2) ve (6) numaralı bentleri hükümleri gereğince münfesih addolunur. Ancak kurul, hisse senetlerinin ihraç edileceği piyasalarda önemli olumsuzlukların ortaya çıkması halinde ortaklığın başvurusu üzerine kayda alma başvurusunun yapılmasına ilişkin süreyi bir yıl uzatabilir.

#### Halka arz

**Madde 10** - Ortaklık hisse senetlerinin halka arzında, bu Tebliğde düzenlenen hususlar dışında, Kurulun hisse senetlerinin halka arzına ve satış yöntemlerine ilişkin düzenlemelerine uyulur.

#### Kurul kaydına alınma

**Madde 11** - Kurul, kayda alma başvurularını izahname ve sirkülerin ortaklık ve halka arz olunacak hisse senetlerine ilişkin mevzuatta öngörülen bilgileri içerip içermediğini dikkate alarak kamunun aydınlatılması esasları çerçevesinde inceler.

Kurul, incelemeleri sonucunda açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı sonucuna varırsa, başvuru konusu hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasından imtina edilebilir. Kurul kaydına alınma, resmi teminat verilmesi şeklinde yorumlanamaz ve reklam amacıyla kullanılamaz.

#### Borsaya kotasyon

**Madde 12** - Ortaklıklar, satış süresinin bitimini takip eden 15 gün içinde çıkardıkları hisse senetlerinin Borsa kotuna alınması için gerekli belgenin verilmesi istemiyle Kurula başvururlar. Bu belgenin alınmasını takiben 15 gün içinde de hisse senetlerinin kote edilmesi isteği ile borsaya müracaat edilmesi zorunludur.

### **Kurula bildirim**

#### **Madde 13 - Ortaklıklar;**

a) Kuruluş esas sözleşmesinin ilan edildiği TTSG'nin bir nüshasını, ilan tarihini,

b) Halka arza ilişkin izahname, sirkülerler, satışa ilişkin ilan ve reklamların yayımlandığı gazetelerin birer nüshasını, yayın tarihlerini,

c) Halka arz sonrasında oluşan yeni ortaklık yapısı ve satış sonuçları hakkındaki bilgileri, satış süresinin bitimini,

d) Girişim şirketlerine yatırım yapılmasına ilişkin sözleşmelerin bir örneğini, sözleşmenin imzalanmasını,

e) Ortaklık portföyünde yer alan yatırımları kapsayan 3 aylık portföy tablosunu, ilgili dönemi,

f) **(Ek: Seri: VI, No: 23 sayılı Tebliğ ile)** Bu Tebliğin 17 nci maddesinin (f), (g) ve (h) bentleri kapsamında yapılan yatırımlar ve işlemlere ilişkin sözleşmeler, şirket ana sözleşmeleri, fon içtüzük ve izahnameleri ile diğer dokümanları, yatırımın yapılmasını

takip eden 6 iş günü içinde Kurula gönderir.

Girişim şirketlerine yatırım yapılması konusunda alınmış yönetim kurulu kararlarının en seri haberleşme vasıtasıyla en geç izleyen iş günü saat 9.00'a kadar Kurula ve hisse senetlerinin işlem gördüğü Borsaya bildirilmesi zorunludur.

### **Hisse senetlerinin devri**

**Madde 14 -** Halka arzdan önce ortaklık hisse senetlerinin devri herhangi bir orana bakılmaksızın Kurul iznine tabidir. Bu madde kapsamındaki pay devirlerinde, ortaklıkta pay edinecek yeni ortaklar için de kurucularda aranan şartlar aranır.

### **İmtiyazlı pay ihracı**

**Madde 15 -** Ortaklıklar, yönetim kurulu üyelerinin en fazla üçte ikisinin seçiminde aday gösterme imtiyazı veya kâr payında imtiyaz tanıyan hisse senedi dışında imtiyaz veren herhangi bir menkul kıymet ihraç edemezler. Yönetim kurulu üye sayısının üçte ikisi küsuratlı bir sayı olduğu takdirde, en yakın tam sayı esas alınır.

Halka açılma sonrasında hiç bir şekilde yönetim kurulu üyeliğine aday gösterme ve kâr payında imtiyaz da dahil olmak üzere imtiyaz yaratılamaz.

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **Ortaklığın Yönetimine ilişkin Esaslar**

#### **Yönetim kurulu üyeleri ve genel müdür**

**Madde 16 -** Ortaklıkta görev alacak yönetim kurulu üyelerinin ve ortaklıkta genel müdür olarak görev alacak kişilerin 5 inci maddenin (a) ve (c) bentlerinde yer alan şartları taşıması zorunludur.

#### **Faaliyet kapsamı**

##### **Madde 17 - Ortaklıklar;**

a) Bu Tebliğde belirtilen esaslar çerçevesinde girişim şirketlerine yatırım yapılabilir,

b) Girişim şirketlerinin yönetimine katılabilir, bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir,

c) Portföylerini çeşitlendirmek amacıyla ikinci el piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılabilir,

d) **(Değişik: Seri: VI, No: 23 sayılı Tebliğ ile)** Bir yıldan kısa vadeli olanlar için en son bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarında yer alan özsermayelerinin yarısını, bir yıl ve daha uzun vadeli olanlar için özsermayelerinin iki katını aşmamak kaydıyla borçlanabilir,

e) **(Ek: Seri: VI, No: 23 sayılı Tebliğ ile)** Yurtiçinde kurulan girişim sermayesi yatırım fonlarına yatırım yapabilir,

f) **(Ek: Seri: VI, No: 23 sayılı Tebliğ ile)** Sadece bu Tebliğde tanımlanan girişim şirketlerine yatırım yapmak üzere yurtdışında kolektif yatırım amacıyla kurulan kuruluşlara doğrudan ve dolaylı olarak yapılan yatırımlardan kaynaklanan riskin yatırıma yönlendirilen anapara miktarı ile sınırlı olması kaydıyla yatırım yapabilir,

g) **(Ek: Seri: VI, No: 23 sayılı Tebliğ ile)** Türkiye'deki girişim sermayesi faaliyetlerine yönelik olarak danışmanlık hizmeti vermek üzere yurtiçinde ve yurtdışında kurulu danışmanlık şirketlerine ortak olabilir,

h) **(Ek: Seri: VI, No: 23 sayılı Tebliğ ile)** Yurtiçinde kurulu portföy yönetim şirketleri ile yurtdışında kurulmakla birlikte faaliyet kapsamı sadece yurtiçinde kurulu girişim şirketleri olan portföy yönetim şirketlerine ortak olabilir.

#### **Yatırım sınırlamaları**

**Madde 18 - (Değişik: Seri: VI, No: 23 sayılı Tebliğ ile)** Ortaklıkların aşağıdaki yatırım sınırlamalarına uymaları gerekmektedir:

a) Ortaklıklar, ortaklık sermayesinin ya da tüm oy haklarının %10'undan fazlasına sahip olan ortakların, yönetim kurulu üyelerinin ve genel müdürün ayrı ayrı ya da birlikte sermayelerinin ya da tüm oy haklarının %10'undan fazlasına sahip oldukları şirketlere yatırım yapamazlar,

b) Ortaklıkların girişim sermayesi yatırımları dışında kalan ve Tebliğin 17 nci maddesinin (f), (g) ve (h) bentleri kapsamında yapılan yatırımları ile ikincil piyasalarda işlem gören menkul kıymetlere yapılan yatırımlarının toplamı portföy değerinin %50'sini aşamaz, herhangi bir girişim şirketine yatırım yapılmasını takip eden onuncu yılın sonundan itibaren, söz konusu şirkete yapılan yatırımların tamamı bu bent kapsamında değerlendirilir,

c) Ortaklıklar, Tebliğin 17 nci maddesinin birinci fıkrasının (c) bendi kapsamında yapılan yatırımlarda tek bir şirketin ihraç etmiş olduğu menkul kıymetlere portföy değerinin %10'undan fazlasını yatıramazlar ve tek bir şirketin sermayesi veya oy haklarının %5'inden fazlasına sahip olamazlar,

ç) Ortaklıklar tarafından, Tebliğin 17 nci maddesinin birinci fıkrasının (f) bendi kapsamında yapılan yatırımlar yatırım yapıldığı dönemdeki portföy değerinin %10'unu aşamaz, yatırım giderleri bu sınırlama kapsamında değerlendirilmez,

d) Ortaklıklar tarafından, Tebliğin 17 nci maddesinin birinci fıkrasının (g) ve (h) bentleri kapsamındaki şirketlere yapılan iştirak toplamı iştirakin gerçekleştirildiği dönemdeki portföy değerinin %10'unu aşamaz, yatırım giderleri bu sınırlama kapsamında değerlendirilmez,

e) Ortaklıklar, döviz, faiz ve piyasa riskleri gibi risklere karşı korunması amacıyla, esas sözleşmede ve izahnamede hüküm bulunmak ve Kurulca uygun görülmek koşuluyla, yatırım amacına uygun portföy yönetim teknikleri ile para ve sermaye piyasası araçlarını kullanabilirler, bu amaçla Kurulca belirlenecek esaslar çerçevesinde opsiyon sözleşmeleri, forward, finansal vadeli işlemler ve vadeli işlemlere dayalı opsiyon işlemlerine taraf olabilirler.

### **Danışmanlık hizmeti alınması**

**Madde 19** - Ortaklıklar, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak ve yönetim kurulunca karar alınmak kaydıyla, faaliyetleri ile ilgili konularda kullanılmak üzere girişim şirketlerinin seçimine ve yatırımların yönetimine ilişkin olarak uzmanlaşmış kişi ve kuruluşlardan danışmanlık hizmeti alabilirler.

Danışmanlık hizmeti alınan kişi ve kuruluşlarla yapılan sözleşmelerin bir örneği sözleşmelerin imzalanmasını takip eden 6 iş günü içerisinde Kurula gönderilir.

Danışmanlık hizmeti kapsamında sağlanacak hizmetlerin yürütülmesi için gerekli birimlere, hizmet alımı süresince atama yapılmayabilir. Bu durumda, imzalanacak sözleşme koşullarının Kurul tarafından onaylanması şarttır.

### **Girişim sermayesi yatırımı**

**Madde 20** - Ortaklıkların, girişim şirketlerine yapacağı girişim sermayesi yatırımları taraflar arasında imzalanacak bir sözleşme çerçevesinde yapılır. Söz konusu sözleşmede girişim şirketinin yönetimi hususu başta olmak üzere ortaklığın ve girişim şirketinin hak ve yükümlülüklerine yer verilmesi zorunludur.

Girişim şirketlerinin, sınai, zirai uygulama ve ticari pazar potansiyeli olan araç, gereç, malzeme, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesini veya geliştirilmesini amaçlamaları ya da yönetim, teknik veya sermaye desteği ile bu amaçları gerçekleştirebilecek durumda olmaları gereklidir.

Ortaklıklar, girişim şirketlerine ortak olabilir ve girişim şirketlerinin ihraç ettiği borçlanma senetlerini satın alabilirler.

Ortaklıklar, diğer girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarına da bu madde kapsamında yatırım yapabilirler.

Ayrıca;

a) Ortaklıkların sahip oldukları girişim şirketlerinin hisse senetlerinin, yatırım yapılan girişim şirketlerinin ortaklarına veya çalışanlarına satış opsiyonu veren sözleşmeler,

b) Girişim şirketi ortaklarına veya çalışanlarına şirketlerinin hisse senetlerini alım opsiyonu veren sözleşmeler,

c) Ortaklara girişimci şirketlerin hisse senetlerini alım opsiyonu veren opsiyon sözleşmeleri ile,

d) Ortaklıkların sahip oldukları girişim şirketlerinin hisse senetlerinin, yatırım yapılan girişim şirketlerinin ortaklarına veya çalışanlarına satışına ilişkin vadeli işlem sözleşmeleri,

e) Girişim şirketi ortaklarının veya çalışanlarının, şirketlerinin hisse senetlerini ortaklıklara satışına ilişkin vadeli işlem sözleşmeleri,

ve doğrudan ortaklıkların yatırım faaliyetlerine ilişkin diğer opsiyon ve vadeli işlem sözleşmeleri düzenlenebilir.

Bu sözleşmeler girişim sermayesi yatırımı olarak değerlendirilir.

Belirtilen nitelikteki vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinde, tarafların yükümlülükleri, girişim şirketlerine yapılan toplam yatırım tutarlarının portföy tablolarında

hangi esaslara göre izleneceği, yatırımcılara yapılacak açıklamaların kapsamı, yapılan yatırım tutarları ve benzeri konularda Kurulca belirlenen düzenlemelere uyulur.

Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile ilgili asgari bilgilere ortaklığın halka arza ilişkin izahname ve sirkülerlerinde yer verilmesi zorunludur.

**(Ek: Seri: VI, No: 23 sayılı Tebliğ ile)** Ortaklıkların yurtiçinde kurulu girişim sermayesi yatırım fonlarına yaptıkları yatırımlar da girişim sermayesi yatırımı olarak değerlendirilir.

## **BEŞİNCİ BÖLÜM** **Diğer Hükümler**

### **Hisse senetlerini sadece nitelikli yatırımcılara arzeden ortaklıklara ilişkin esaslar**

**Madde 21 - (Değişik: Seri: VI, No: 23 sayılı Tebliğ ile)** Esas sözleşmede hüküm bulunmak kaydıyla halka arzın sadece nitelikli yatırımcılara yapılmak üzere sınırlandırılması halinde;

a) Ortaklıklar, satış yapılan yatırımcıların bu Tebliğde belirlenen nitelikli yatırımcı vasıflarını haiz olduklarına dair bilgi ve belgeleri temin etmek ve düzenli olarak tutmakla yükümlüdürler.

b) Hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması şarttır. Söz konusu hisse senetleri, halka arzdan sonra da sadece nitelikli yatırımcılara devredilebilir. Ortaklıklar, devralan yatırımcıların nitelikli yatırımcı vasıflarını haiz olduklarına dair bilgi ve belgeleri temin etmek zorundadırlar. Nitelikli yatırımcı vasıflarını haiz olmayanlara yapılan pay devirleri, pay defterine kaydolunmaz.

c) Kuruluş ve dönüşüm için asgari başlangıç veya ödenmiş sermayenin 1 milyon Türk Lirasından az olmaması şarttır.

ç) Lider sermayedar olması zorunluluğu yoktur ve bu Tebliğde yer alan lider sermayedara ilişkin hükümler uygulanmaz.

d) Nitelikli yatırımcıya arzdan önce yatırım portföyünün oluşturulmuş olması şartı aranmaz, ancak nitelikli yatırımcıya arzı takip eden birinci yılın sonundan itibaren 18 inci maddenin (b) bendinde yer alan şartı sağlayamayan ortaklıkların girişim sermayesi yatırım ortaklığı olarak faaliyette bulunma hakları ortadan kalkar. Ortaklıklar, bir yıllık sürenin bitiminden itibaren en geç üç ay içinde esas sözleşme hükümlerini girişim sermayesi yatırım ortaklığı faaliyetini kapsamayacak şekilde değiştirmek üzere Kurula başvurmakla yükümlüdürler. Ortaklıklar bu değişiklikleri yapmadığı takdirde, TTK'nın 434 üncü maddesinin birinci fıkrasının (2) ve (6) numaralı bentleri hükümleri gereğince münfesihi addolunur.

e) 12 nci madde ile 13 üncü maddenin ikinci fıkrası uygulanmaz.

f) Hisse senetlerinin nitelikli yatırımcıya arzında bu Tebliğde tanımlanan tahsisli satış yöntemi uygulanır.

g) Hisse senetlerinin nitelikli yatırımcılara arzında, izahname ve sirküler düzenleme zorunluluğu bulunmamaktadır.

ğ) Hisse senetlerinin nitelikli yatırımcıya arzı yapılmadan önce 15/11/1998 tarihli ve 23524 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Seri: I, No: 26 sayılı Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliğinin (6) numaralı ekinde belirtilen belgelerle birlikte Kurula başvuruda bulunulması zorunludur.

h) Ara mali tabloların bağımsız denetimden geçirilmesi, Kurula gönderilmesi ve ilanı gerekmez. Ancak yıllık bilanço ve gelir tablosu ile ayrıntılı bağımsız

denetim raporunun yıllık olağan genel kurul toplantı tarihini izleyen bir ay içinde Kurula gönderilmesi ve TTSG'de ilanı zorunludur.

ı) Bu Tebliğin 18 inci maddesinin birinci fıkrasının (ç) ve (d) bentlerindeki sınırlamalar %25 olarak uygulanır.

#### **İlgili mevzuata tabiyet**

**Madde 22** - Ortaklıklar, mali tablo ve raporlar, kâr dağıtımı, ilan ve reklamlar gibi hususlarda Kurul düzenlemelerine uyarlar. Bu Tebliğde hüküm bulunmayan hallerde Kurulun halka açık şirketlere ilişkin düzenlemelerine ve ilgili diğer mevzuat hükümlerine uyulur.

#### **Fona yatırılacak ücret**

**Madde 23** - Ortaklık hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasından önce Kanununun 28 inci maddesi uyarınca kayda alma ücreti Kurul hesabına peşin olarak yatırılır.

#### **Kurulca esasları belirlenen belgeler**

**Madde 24** - Kurul, bu Tebliğde belirtilen izahnamenin, esas sözleşmenin, başvuru formlarının, portföy tablolarının şekil şartlarını, içeriklerini ve bu belgelerin Kurula iletilmesine ilişkin usul ve esasları belirlemeye yetkilidir.

#### **Kurulca belirlenecek tutarlar**

**Madde 25** - Kurul, 3 üncü, 4 üncü ve 21 inci maddelerde belirtilen tutarları belirlemeye yetkilidir.

#### **Başvuruların Kurulca değerlendirilmesi**

**Madde 26** - Başvurular ile ilgili belgelerin tam olarak Kurula iletilmesi ile Kurul'ca incelemeye başlanır. Başvurulara ilişkin olarak talep edilebilecek ilave belge ve bilgilerin Kurulca belirlenen sürede tamamlanması zorunludur.

#### **Kaldırılan hükümler**

**Madde 27** - 6/11/1998 tarihli ve 23515 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VI, No: 10 sayılı Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği yürürlükten kaldırılmıştır.

**Geçici Madde** - Bu Tebliğin yayımından önce kurulmuş risk sermayesi yatırım ortaklıkları için, lider sermayedara ve asgari ödenmiş sermayeye ilişkin hükümler uygulanmaz.

#### **Yürürlük**

**Madde 28** - Bu Tebliğ yayımı tarihinde yürürlüğe girer.

#### **Yürütme**

**Madde 29** - Bu Tebliğ hükümlerini Kurul yürütür.

**EK: 2****1995-2007 Yılları Arasında Türkiye'deki Risk Sermayesi Yatırımları**

Sayı	Yıl	Risk Sermayedarı	Şirket	Sektör	Mülkiyet	Tahmini Yatırım (milyon \$)	Çıkış
1	1995	Nomura (Sparx Group)	Ünal Tarım	Gıda	Azınlık	2	Evet
2	1995	Nomura (Sparx Group)	Arat Tekstil	Tekstil	Azınlık	2	Evet
3	1996	Vakıf Risk Sermayesi	Teknoplaza	Üretim	Azınlık	1	Evet
4	1996	Nomura (Sparx Group)	Eka Elektronik	Elektronik	Azınlık	2	Evet
5	1996	Nomura (Sparx Group)	Aba Ambalaj	Paketleme	Azınlık	6	Evet
6	1997	Nomura (Sparx Group)	Rant Leasing	Leasing	Azınlık	2	Evet
7	1997	Nomura (Sparx Group)	Gsd Holding	Tekstil	Azınlık	8	Evet
8	1997	Nomura (Sparx Group)	Biomar	Biyoteknik	Azınlık	1	Evet
9	1997	Merrill Lynch Investment	Termoteknik	Radyatör Panel Üreticisi	Azınlık	5	Evet
10	1998	FMO	Tüyap	Sanat Eğlence ve Rekreasyon	Azınlık	7	Evet
11	1999	Vakıf Risk Sermayesi	Innova Biotechnology	Medikal	Azınlık	2	Evet
12	1999	Merill Lynch Investment	BIM	Perakende	Azınlık	15	Evet
13	1999	Citicorp Inv. Services	Merko	Gıda	Azınlık	2	Evet
14	1999	Safron Advisors Ltd	Alfa Menkul	Aracı Kurum	Azınlık	5	Evet
15	1999	Safron Advisors Ltd	Jumbo	Mutfak Aletleri	Azınlık	6	Evet
16	2000	Commercial Capital	Işıklar Ambalaj	Kağıt ve Paketleme	Azınlık	10	Evet
17	2000	Safron Advisors Ltd	Net One	ISP	Bilinmiyo r	4	Hayır
18	2000	AIG Blue Voyage Fund	Galatasaray Sportif	Futbol	Azınlık	21	Evet
19	2000	AIG Blue Voyage Fund	AFM	Sanat Eğlence ve Rekreasyon	Azınlık	7	Hayır
20	2000	Vakıf Risk Sermayesi	Ortadoğu Yazılım Hizmetleri	İnternet, ISP	Azınlık	1	Evet
21	2000	EFG Hermes Group	Probil	Sistem Entegratörü	Azınlık	21	Hayır



22	2000	EFG Hermes Group	Gorbon İşıl	Sofra Gereçleri	Azınlık	1	Evet
23	2000	Taurus/Bank of Amerika	BIM	Perakende	Azınlık	19	Evet
24	2002	İş Risk Sermayesi	Probil	Sistem Entegratörü	Azınlık	6	Hayır
25	2003	İş Risk Sermayesi	Nevotek	Bilişim ve BT	Azınlık	3	Hayır
26	2003	Soros Investment Capital	Unkom Gıda Sanayi	Gıda	Azınlık	13	Hayır
27	2003	İş Risk Sermayesi	Mars Sinema	Sanat, Eğlence ve Rekreasyon	Azınlık	5	Hayır
28	2003	Turkven Private Equity	Uno	Gıda	Azınlık	13	Evet
29	2003	İş Risk Sermayesi	ITD	Bilişim ve BT	Azınlık	4	Hayır
30	2004	İş Risk Sermayesi	Step Halıcılık	Mobilya Halıcılık	Azınlık	3	Hayır
31	2004	MT Invest	Karyateks	Tekstil	Azınlık	1	Hayır
32	2005	İş Risk Sermayesi & FMO	Tüyap Holding	Sanat, Eğlence ve Rekreasyon	Azınlık	36	Evet
33	2005	Turkven Private Equity & Pound Cap. Inv.	Trendtech and Retomedia	Bilişim ve BT	Azınlık	25	Hayır
34	2005	İş Risk Sermayesi	Tepe Cinemax	Sinema	Azınlık	14	Hayır
35	2005	The International Investor	Docar Operasyonel Filo Kiralama	Gayrimenkul ve Leasing	Azınlık	29	Hayır
36	2005	Turkven Private Equity	Intercity	Gayrimenkul ve Leasing	Azınlık	15	Hayır
37	2006	Providence Equity Partners Ltd.	Digiturk	Yayıncılık	Çoğunluk	150	Hayır
38	2006	Texas Pasific Group	Mey İçki Sanayi ve Ticaret A.Ş.	İçecek ve Tütün Ürünleri	Çoğunluk	810	Hayır
39	2006	Partners in Life Sciences & Citigroup Venture Capital International	Biofarma İlaç Sanayi ve Tic A.Ş.	İlaç Sanayi	Çoğunluk	240	Hayır
40	2006	Turkven & Advent Int	Roma Plastik	Plastik	Çoğunluk	76	Hayır
41	2006	AIG Capital partners Inc	For You	Perakende Ticaret	Azınlık	25	Hayır
42	2006	Global Finance House, IDB, Goldman, Sachs, Babcock Brown	TAV	Havaalanı Opr.	Azınlık	650	Hayır
43	2006	Turkven Private Equity and FMO	Pronet Güvenlik Hizmetleri	İdare, Destek, Atık Yönetimi	50-50	10	Hayır
44	2006	Bancroft Private Equity	Standart Profil	Otomotiv	Çoğunluk	90	Hayır
45	2006	İş Risk Sermayesi	Beyaz Filo Oto Kiralama	Filo Kiralama	Azınlık	10	Hayır

46	2006	Ottoman Fund	Riva (GS)	Gayrimenkul	Bilinmiyor	110	Hayır
47	2006	GEM Global Equities Management S.A	Deva Holding	İlaç Sanayi	Çoğunluk	162	Hayır
48	2007	Citigroup Venture Capital	Boyner	Perakende	Azınlık	46	Hayır
49	2007	Citigroup Venture Capital	Beymen	Perakende	50-50	143	Hayır
50	2007	İş Risk Sermayesi	Ode Yatırım	Maden Üretimi	Azınlık	5	Hayır
51	2007	National Bank Of Kuwait	Yudum	Yenilebilir Yağ Üretimi	Çoğunluk	Bilinmiyor	Hayır

Kaynak: Deloitte, “Türkiye’de Girişim Sermayesi. "Private Equity": Türk Şirketleri ve Yatırımcılar için Pratik Yaklaşım”, 2007,16-17