

T.C.
CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

GİRİŞİMCİLİK FİNANSMANINDA RİSK SERMAYESİ
VE
TÜRKİYE UYGULAMALARI ÜZERİNE ÖNERİLER

Tayfun Deniz KUĞU

DANIŞMAN ÖĞRETİM ÜYESİ
Prof. Dr. Tuna TANER

MANİSA
2005

ÖNSÖZ

Günümüzün globalleşen dünyası ve Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne girme yolunda önemli mesafeler kaydettiği bir dönemde hem toplumsal, hem de ekonomik dönüşüm zorunlu hale gelmiştir. Bu açıdan dünyada özellikle 1980'li yıllardan itibaren belirgin şekilde öne çıkan girişimcilik kavramı, gelişimi, özellikleri, finansmanında risk sermayesinin kullanılmasının olumlu veya olumsuz yönlerinin irdelenmesi, bu tezin temel amaçlarını oluşturmaktadır.

Gelişmiş ülkelerin uzun yıllardan beri başarı ile uyguladığı risk sermayesi finansman yönteminin, girişimciliğin, yeniliğin ihtiyaç duyduğu finansmanın karşılanmasında diğer alternatiflere göre belirgin özelliği vardır. Mevcut işletmeler açısından da bakıldığında, gerek Ar-Ge faaliyetleri, gerekse sermaye ihtiyaçları için olumlu sonuçlar doğurmaktadır.

Bu çalışmada girişimcilik, teknolojik yenilik, risk sermayesinin dünyada ve Türkiye'de uygulanma yöntemleri ve Türkiye uygulamalarının iyileştirilmesi konularında farklı bakış açıları geliştirilmeye çalışılmıştır.

Tezin hazırlanması sırasında, değerli görüş ve katkılarıyla beni yönlendiren danışman hocam sayın, Prof. Dr. Tuna Taner'e, çalışmamın her aşamasında yardımlarını esirgemeyen sayın, Yrd. Doç. Dr. Cevdet Kayalı'ya ve sayın, Öğr. Gör. Mahmut Kargın'a çok teşekkür ederim.

Manisa

2005

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	I
İÇİNDEKİLER.....	II
KISALTMALAR.....	V
ŞEKİL LİSTESİ.....	VI
TABLO LİSTESİ.....	VII
GİRİŞ.....	VIII
BİRİNCİ BÖLÜM.....	1
1. GİRİŞİMCİLİK KAVRAMI VE TARİHSEL GELİŞİMİ.....	1
1. 1. GİRİŞİMCİLİK ÖZELLİKLERİ.....	3
1. 2. GİRİŞİMCİLİĞİN ÖNEMİ.....	4
1. 3. GİRİŞİMCİLİĞİN TEMEL UNSURLARI.....	7
1. 3. 1. Genel Ülke Altyapısı.....	10
1. 3. 2. Girişimcilik Altyapı.....	13
1. 3. 2. 1. İnsan Kaynakları.....	13
1. 3. 2. 2. Yasal Düzenlemeler.....	13
1. 3. 2. 3. Sosyal, Politik ve Kültürel Altyapı.....	14
1. 3. 2. 4. Teşvikler ve Destek.....	15
1. 3. 2. 5. Girişimciliğin Finansmanı ve Finans Kaynakları....	15
1. 3. 2. 6. Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi.....	17
İKİNCİ BÖLÜM.....	19
2. RİSK SERMAYESİ TANIMI.....	19
2. 1. RİSK SERMAYESİNİN GENEL ÖZELLİKLERİ.....	20
2. 2. RİSK SERMAYESİNİN TARAFLARI.....	22
2. 2. 1. Mucitler.....	22
2. 2. 2. Girişimciler.....	22
2. 2. 3. Risk Sermayedarı.....	23
2. 3. RİSK SERMAYESİNDEKİ RİSK FAKTÖRLERİ.....	24
2. 3. 1. Teknolojik Risk.....	24
2. 3. 2. Üretim Riski.....	25
2. 3. 3. Pazarlama Riski.....	25

2. 3. 4. Yönetim Riski.....	25
2. 3. 5. Demode Olma Riski.....	26
2. 3. 6. Finansman Riski.....	26
2. 4. RİSK SERMAYESİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ.....	27
2. 5. A. B. D. VE AVRUPA'DA RİSK SERMAYESİ.....	29
2. 6. JAPONYA'DA RİSK SERMAYESİ GELİŞİM SÜRECİ.....	34
2. 7. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE RİSK SERMAYESİ GELİŞİM SÜRECİ.....	35
2. 8. RİSK SERMAYESİ SİSTEMİNİN ÖZELLİKLERİ.....	37
2. 8. 1. İş Plânı.....	38
2. 9. RİSK ERMAYESİ FON KAYNAKLARI.....	41
2.10. RİSK SERMAYESİ ŞİRKETLERİNİN TÜRLERİ.....	43
2. 10. 1. Özel Risk Sermayesi Şirketleri.....	43
2. 10. 2. Finansal Kurumların Risk Sermayesi Şirketleri.....	44
2. 10. 3. Finansal Olmayan Kurumların Risk Sermayesi Şirketleri.....	44
2. 10. 4. Küçük İşletme Yatırım Şirketleri.....	45
2. 11. RİSK SERMAYESİNDE KULLANILAN FİNANSMAN ARAÇLARI.....	46
2. 12. RİSK SERMAYESİNDE FİNANSMAN AŞAMALARI.....	47
2. 12. 1. Birinci Aşama Yatırımları.....	47
2. 12. 1. 1. Çekirdek Sermayesi (Seed Capital).....	48
2. 12. 1. 2. Başlangıç Finansmanı (Start-Up Capital).....	50
2. 12. 2. İkinci Aşama Yatırımları.....	53
2. 12. 2. 1. Erken Aşama (Earley Stage) Finansmanı.....	53
2. 12. 2. 2. Geçit Finansmanı (Gate Financing).....	54
2. 12. 3. Büyüme Yatırımlarının Finansmanı.....	54
2. 12. 4. İleri Aşama Yatırımlarının Finansmanı.....	55
2. 12. 4. 1. Köprü Finansmanı (Bridge Financing).....	56
2. 12. 4. 2. İşletme Hisselerinin Satın Alınması (Buy-Out, Buy-In).....	56

2. 12. 4. 2. 1. İşletme Yöneticilerince Satın Alınması (Management Buy-Out).....	56
2. 12. 4. 2. 2. İşletme Dışı Yöneticilerce Satın Alınması (Management Buy-In).....	58
2. 12. 4. 2. 3. Üçüncü Kişilerce Satın Alınması (Leveraged Buy-Out).....	59
2. 13. YATIRIMDAN ÇIKIŞ (EXIT).....	60
2. 14. RİSK SERMAYEDARININ YATIRIM STRATEJİLERİ.....	62
2. 14. 1. Çapraz yatırımlar.....	62
2. 14. 2. Sendikasyon Yatırımları.....	62
2. 14. 3. Araştırma-Geliştirme Ortaklığı.....	63
2. 15. RİSK SERMAYESİ ŞİRKETLERİNDE YÖNETİM SÜRECİ.....	63
2. 15. 1. Yönetimin Dışında Kalmak (Hands-Off).....	63
2. 15. 2. Yönetime Katılmak (Hands-On).....	64
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM.....	66
3. TÜRKİYE’DE RİSK SERMAYESİ UYGULAMALARI.....	66
3. 1. TÜRKİYE’DEKİ RİSK SERMAYESİ ALTYAPISI.....	66
3. 2. RİSK SERMAYESİ ALTYAPISININ DİĞER ÜLKELERLE KARŞILAŞTIRILMASI.....	66
3. 3. RİSK SERMAYESİNİN TÜRKİYE’DEKİ GELİŞİM SÜRECİ.....	72
3. 3. 1. Risk Sermayesi Şirketleri.....	73
3. 3. 2. Yabancı Yatırım Ortaklıkları ve Teknoparklar.....	74
3. 3. 3. Aracı Finans Kurumları ve Danışmanlık Şirketleri.....	76
3. 3. 4. Şirketlerin Risk Sermayesi Fonları.....	77
3. 3. 5. Bankalara Bağlı Yatırım Ortaklıkları.....	77
3. 3. 6. Devlete Bağlı Kuruluşlar veya Mesleki Örgütler.....	78
3. 3. 7. Yabancı Sermaye Yatırımları.....	79
3. 4. AVRUPA BİRLİĞİ’NİN FİNANSAL DESTEK PROGRAMI.....	79
3. 5. RİSK SERMAYESİNİN HUKUKSAL AÇIDAN İNCELENMESİ.....	81
3. 6. TÜRKİYE’DE RİSK SERMAYESİNİN MEVCUT DURUMU.....	83
3.7. TÜRKİYE’DE GİRİŞİMLERİN KARŞILAŞTIĞI FİNANSAL SORUNLAR.....	88

3. 8. FİNANSAL SORUNLARIN ÇÖZÜMÜ İÇİN RİSK SERMAYESİ...	90
3. 8. 1. Fon Kaynakları İle İlgili Öneriler.....	92
3. 8. 2. Yardım ve Teşviklerle İlgili Öneriler.....	93
3. 8. 3. Sermaye Piyasaları İle İlgili Öneriler.....	97
3. 8. 4. Devlete Düşen Görevler.....	98
SONUÇ.....	100
KAYNAKLAR.....	102
EKLER.....	110

KISALTMALAR

3I	: İngiltere Sanayi Yatırımları Birliği
A. B. D.	: Amerika Birleşik Devletleri
AB	: Avrupa Birliği
ANVAR	: Fransa Ulusal Araştırma ve Geliştirme Ajansı
ARDC	: Amerikan Araştırma ve Geliştirme Birliği
Ar-Ge	: Araştırma – Geliştirme Faaliyetleri
ECI	: Sanayi için Öz Sermaye Şirketi
E-Ticaret	: İnternet Üzerinden Ticaret
EUSDAQ	: Avrupa gelişmekte Olan Şirketler Piyasası
EVCA	: Avrupa Risk Sermayesi Şirketleri Derneği
GEM	: Dünya Girişimcilik Platformu
ICFC	: İngiltere Sanayi ve Ticari Finans Birliği
JASDAQ	: Japonya Gelişmekte Olan Şirketler Piyasası
KOBİ	: Küçük ve Orta Boy İşletmeler
KOSGEB	: Küçük Ölçekli İşletmeler Sanayi Geliştirme Birliği
M. S.	: Milâttan Sonra
MIT	: Massachusetts teknoloji Enstitüsü
NASDAQ	: Amerika Gelişmekte Olan Şirketler Piyasası
NVCA	: Amerikan Risk Sermayesi Şirketleri Derneği
OECD	: Dünya Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
PE	: Uzun Vadeli Finansal Destek
RSYO	: Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı
RSYŞ	: Risk Sermayesi Yatırım Şirketi
SBA	: Amerika Küçük Ölçekli İşletmeler Birliği
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TİDEB	: Tübitak Teknoloji İzleme ve Değerlendirme Bölümü
TTGV	: Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı
TÜBİTAK	: Türkiye Bilimsel ve Teknik Araştırmalar Kurumu
TÜSİAD	: Türkiye Sanayici ve İşadamları Derneği

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1: Girişimcilik Süreci İş Akış Şeması	4
Şekil 2: 1995, 1998 ve 2001 yılları Ar-Ge yatırımları	8
Şekil 3: Girişimciliği Etkileyen Faktörler	9
Şekil 4: 2001’de Yüksek ve Orta Seviyede Teknoloji Kullanan Sektörlerin Toplam Katma Değere Katkısı	12
Şekil 5: Bazı Ülkelerin Ar- Ge Harcamaları Dağılımı	12
Şekil 6: İşletmeler İçin Potansiyel Sermaye Kaynakları	18
Şekil 7: Risk Sermayesinin Çalışma Sistemi	21
Şekil 8: Risk Sermayesinde Taraflar	22
Şekil 9: Risk Sermayesi Taraflarının İlişkileri	23
Şekil 10: Avrupa’da Risk Sermayesi Fonlarının Zaman İçinde Büyüklüğü	34
Şekil 11: İsrail’de Risk Sermayesi yatırımlarının Gelişimi	36
Şekil 12: Risk Sermayesi Fon Kaynakları	41
Şekil 13: 2003’te Avrupa’da Risk Sermayesi Fon Kaynaklarının Dağılımı	43
Şekil 14: Risk Sermayesi Şirketlerinin İşleyişi	45
Şekil 15: Avrupa’da Risk Sermayesi Fonlarının Finansman Aşaması Dağılımı	48
Şekil 16: Hisselerin Satın Alınması İşleminde Pazarlık Safhası	58
Şekil 17: Avrupa’da Risk Sermayesi Fonlarının Sektörler İtibariyle Dağılımı	65
Şekil 18: Bazı Ülkelerde Ar- Ge Harcamalarının 1997-2001 Arası GSMH’ya Oranı	67
Şekil 19: Bazı Ülkelerde Kişi Başına Eğitim Harcamaları	68
Şekil 20: Her Bir Milyon Kişiye Düşen Bilimsel Dergi Sayısı	68
Şekil 21: İMKB-100 Endeksi 2003-2004	97

TABLO LİSTESİ

Tablo 1: A. B. D.'de Ar- Ge Harcamalarında İlk On Beş Şirket	9
Tablo 2: Bazı Ülkelerde 1997-2002 Arası Makroekonomik Yapıya Ait Rakamlar ve Nüfus Bilgileri	10
Tablo 3: Fon Kaynaklarının Avrupa'da Yıllar itibariyle Tutarı	42
Tablo 4: Fon Kaynaklarının Ülkelere Göre Dağılım Yüzdesi	42
Tablo 5: İşletmenin Toplam Sermaye Gereksinimi	49
Tablo 6: Borç Ağırlıklı ve Öz Sermaye Ağırlıklı Finansal Yapı	49
Tablo 7: Risk sermayesi Aşamalarında Kullanılan Fonların Avrupa Ülkelerine Göre Dağılım Yüzdesi	50
Tablo 8: Bazı Ülkelerde Birinci Aşama Sermaye Yatırımlarının GSMH'ya Oranı	51
Tablo 9: Risk Sermayedarının Yaptığı Finansman Oranında Payı	53
Tablo 10: Bazı Ülkelerde Büyüme ve Gelişme Aşamalarında Risk Sermayesi Kullanımının GSMH'ya Oranı	55
Tablo 11: Risk Sermayedarının Yatırım Aşamalarına Göre Gelir Beklentisi	60
Tablo 12: A. B. D.'de Risk Sermayesinden Faydalanan Firmalarla Diğerlerinin Büyüme Oranlarının Karşılaştırılması	65
Tablo 13: Bazı Ülkelerde Alınan Patentlerin Karşılaştırılması	69
Tablo 14: Türkiye'de Patent Başvuruları ve Sonuçları	70
Tablo 15: İşyerleri İtibariyle Finansman Kaynak Kullanım Oranları	89
Tablo 16: Türkiye'de Banka Kredilerinin Dağılımı	90
Tablo 17: AB Yatırım Bankasının Yatırım İçin Belirlediği Öncelikli Sektörler	91
Tablo 18: 1998-2002 Arası Verilen KOBİ Teşvik Belgelerinin Sektörel Dağılımı	95
Tablo 19: Destekleme ve Fiyat İstikrâr Fonundan Aktarılan Kaynakların Tutarı	96

GİRİŞ

Sanayi devriminden sonra iş hayatında yoğun bir rekabet ortamı gelişmiştir. Kişiler ve işletmeler, varolabilmek için çalışmaya, üretmeye ve yeniliklere açık olmaya ayak uydurabildikleri sürece başarılı olabilmektedirler.

1980'li yıllardan sonra, özellikle bilgisayar ve otomasyon sektöründe yaşanan baş döndürücü gelişmelere bağlı olarak, dünya hızla küçülmüş ve global bir pazar haline gelmiştir. Ülkeler ve işletmeler arasındaki farklılıklar azalmaya başlamış, yeniliklere en hızlı ayak uyduran örgütler bu değişimlerden kazançlı çıkmışlardır.

1990'lı yıllardan itibaren tüm işletmeler için bilgi önem kazanmış, bilgiye sahip olan rekabette öne çıkmaya başlamıştır. Ancak; günümüzde bilgiye sahip olmak da yetmemekte, bilgiyi en hızlı biçimde işlemek, üretime ve kazanca dönüştürmek yeteneği önemli hale gelmiştir.

Önceden işletmeler için piyasada eski ve tecrübeli olmak, yeni kurulan veya sektöre yeni giren bir işletmeye göre avantaj sayılırken, günümüzde yeniliklere açık olmama riski nedeniyle olumsuzluğa dönüşebilmektedir. Yeni olmak ise, en son teknolojiyi kullanmak ve tecrübelerden ders almak açısından bir avantaj olmakla birlikte, beraberinde bir çok riski de taşımaktadır. Pazarlama riski, üretim riski, finansman riski gibi bir çok risk faktörü her an olumsuzluğa dönüşerek, işletmeleri zor durumda bırakabilir.

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde, istikrarın çabuk bozulabilirliği, ekonomik dengelerin hassaslığı, döviz kurlarındaki dalgalanmalar, enflasyon v. b. etmenlerden ötürü girişimciler finansman konusunda zorlanmaktadır. Kredi kuruluşları kredi vermekte isteksiz davranmakta, daha başından riskli olarak gördükleri yatırımların uzun süreli finansmanından kaçınmaktadır. Kredi vermeye yanaşsalar bile, faizleri yüksek tutmakta veya süreyi mümkün olduğunca kısaltmaktadırlar. Girişimciler daha en başından yatırım fikrinden vazgeçmektedir.

Girişimcileri zorlayan bir başka konu da, gerekli zamanlarda yönetsel destek alamamaktır. Kredi kuruluşlarının aradaki ilişkiyi bir müşteri-kreditör ilişkisi olarak görmeleri sonucu, girişimci işletmenin bu tür gereksinimlerine cevap verememektedirler.

Bu nedenlerden dolayı, girişimcilik, rekabet ve finansman gibi kavramlar günümüzde daha da önemli hale gelmiştir. Finansman konusunda geliştirilen diğer yöntemler (örneğin; leasing, factoring, banka kredisi, v. d.), bir bütün olarak yeni bir fikrin ve devamında girişimciliğin desteklenmesinde daha tutucu olmuşlar ve girişimin çoğunlukla fikir aşamasından nihai tüketiciye ulaşmasına kadar geçen sürenin belli aşamalarında sorumluluk üstlenmeyi tercih etmişlerdir.

Bu çalışmada, girişimciliğin ve bütün dünya ekonomilerinde, özellikle de gelişmekte olan ülkelerde sanayinin can damarı sayılan küçük ve orta boy işletmelerin finansman sıkıntılarının çözümünde, risk sermayesi finansman yönteminin kullanımı ele alınmıştır. Diğer ülkelerde uygulanan risk sermayesi yöntemleri incelenmiş, rakamlar karşılaştırılmış ve yöntemin Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde, varolan diğer finansman yöntemleri yanında tercih edilebilecek bir alternatif olup olmadığı araştırılmıştır.

Bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, girişimci ve girişimcilik kavramları, tarihsel gelişimi ve ülke karşılaştırmalarıyla ele alınmıştır. Girişimciliğin finansmanına değinilmiş, potansiyel finansman kaynakları ve kullanımları ele alınmıştır.

İkinci bölümde risk sermayesi finansman yönteminin tanımı, tarihsel gelişimi, uygulanma yöntemleri, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerine katkıları karşılaştırmalı olarak ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Son bölümde ise, girişimciliğin ve somut olarak karşımıza çıktığı biçimiyle küçük ve orta boy işletmelerin Türkiye'deki durumları ele alınmış, yaşadıkları finansman sorunları ve bunların çözüm olanakları araştırılmış, alternatif bir finansman yöntemi olarak risk sermayesinin çözüme olası katkısı, uygulama süreci ve geçmişi açısından ele alınmış, uygulamada karşılaşılan sorunların çözümüne ve yöntemin geliştirilmesine yönelik öneriler sunulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. GİRİŞİMCİLİK KAVRAMI VE TARİHSEL GELİŞİMİ

Girişim (teşebbüs), en genel tanımı ile yeni bir değer oluşturma çabasıdır. Bu çabayı oluşturan kişi veya örgütlere ise girişimci (müteşebbis) adı verilmektedir (AKTOPRAK, 2004, 03). Bir başka tanıma göre ise girişim, fikrin eyleme geçirilmesidir (MÜFTÜOĞLU, 1994, 65). İktisadi bir tanıma göre de; girişim “iş adamının karar vermesidir” (BLAUG, 1987, 219).

Daha dar anlamda ise girişim, yeni işletmelerin kurulmasını ifade etmekle birlikte bir ürün, servis yada üretim prosesi ile ilgili herhangi bir yeniliğin ticari olarak uygulanabilir hale getirilmesini ifade etmektedir (ÇETİNDAMAR, 2002, 10).

Girişimci ise en geniş anlamıyla, girişim eylemini gerçekleştiren kişi veya örgüt olarak tanımlanmaktadır. Risk alarak yenilik veya geliştirme yapan kişi veya örgütlerdir (AKTOPRAK, 2004, 03).

Sanayi devriminden önce daha çok, ticaret yapan kişiler (tacir) olarak ortaya çıkan girişimci insan tipi, sanayileşme sürecinde bambaşka bir anlam kazanmıştır. Girişimcinin ekonomik değeri ve toplumdaki değeri artmıştır. Nitekim bu gelişmelerin sonucu olarak, iktisat biliminde de girişimci ve girişimcilik kavramlarına, ilk kez 1730’lu yıllarda Fransız Richard Cantillon tarafından değinilmiştir. Cantillon; girişimciliği, iş adamının emeği üretim sürecinde istihdam etme, sermaye sağlama işlevleri ile bilinmeyen geleceğin karşısındaki karar alma pozisyonu olarak tanımlamıştır (ALADA, 2000, 65).

20.Yüzyılda ortaya çıkan girişimcilik teorisine göre girişimci, risk alarak yenilik (innovation) yapan kişidir (ÇETİNDAMAR, 2002, 28). Diğer bir deyişle fırsatları gözleyen ve bulduğunda her tür riski alarak gerçekleştirmeye çalışandır.

Girişimcilik her ne pahasına olursa olsun para kazanmak demek değildir. Dolayısıyla, bir girişim sonucu kazanılan para, nasıl ve hangi yollardan kazanıldığı göz önüne alınmadan başarı ölçütü olarak kabul edilmemelidir. Başarılı girişimci devlete veya başka ekonomik birimlere ait geliri gerekli külfete katlanmadan, çeşitli yollardan kendisine transfer edebilme becerisini gösteren kimse demek değildir. Tam tersine,

iktisat bilimindeki anlamıyla, bir üretim faktörü olarak ekonomik değer yaratan kimsedir.

Yukarıdaki tanımlardan da anlaşılacağı üzere, girişimcilik; girişimcilerin risk alma, fırsatları kovalama, hayata geçirme ve yenilik yapma süreçlerinin tümüne verilen addır. Bu yüzdendir ki, hem işletmeyi faaliyete geçirme süreci, hem de yenilikler yapma süreci girişimciliğin inceleme konusudur (KANNIANINEN ve KEUSCHNINGG, 2001, 01).

İktisat biliminin temelini atan kişi olarak bilinen Adam Smith, girişimci ile kapitalisti özdeşleştirir. 19. yüzyılda ortaya çıkan neo-klasik ekol bu görüşü devam ettirmiş ve girişimcinin iş yeri yöneticisi olduğu düşünülmüştür. Bu dönemde girişimci, yönetici olarak maaş alan ve ekonomide özel bir yeri olmayan kişi olarak düşünülmüştür.

20. yüzyılın başında ise, Joseph Schumpeter; girişimcilik teorisinin temellerini atmıştır (ALADA, 2000, 65). Bu teoriye göre, ekonomi bir sistemdir. Ekonomideki değişimler dışarıdan değil, içeriden gelmektedir. Bu değişimleri yaratan da bizzat girişimcinin kendisidir. Eğer girişimci olmasaydı ekonomi kapalı bir sistem olarak kalır, hiçbir yenilik ve gelişme yaşanmazdı.

Schumpeter'e göre beş değişik girişimci davranışı vardır (AKDORUK, 2004, 03):

- Yeni bir malın yada servisin üretimi
- Yeni bir üretim metodunun geliştirilmesi
- Yeni bir pazarın oluşturulması
- Yeni bir hammadde kaynağının bulunması
- Sanayinin yeniden yapılandırılması

Görüldüğü gibi bu teorinin temelinde yenilik vardır. Bu nedenle girişimci sıfatı sürekli ve statik değildir. Bir anlayış ve davranış biçimidir. Kişi veya örgüt yenilik yaptığı sürece girişimci sıfatını taşır.

Kurulmuş işletmelerde de, şirket içi girişimci olmak mümkündür. Diğer bir deyişle işletmeler kendi iç organizasyonlarını düzenleyerek, işletme içinde çıkan yeni fikirlerin, ticari uygulamaya dönüştürülmesini sağlayabilirler.

1. 1. GİRİŞİMCİLİK ÖZELLİKLERİ

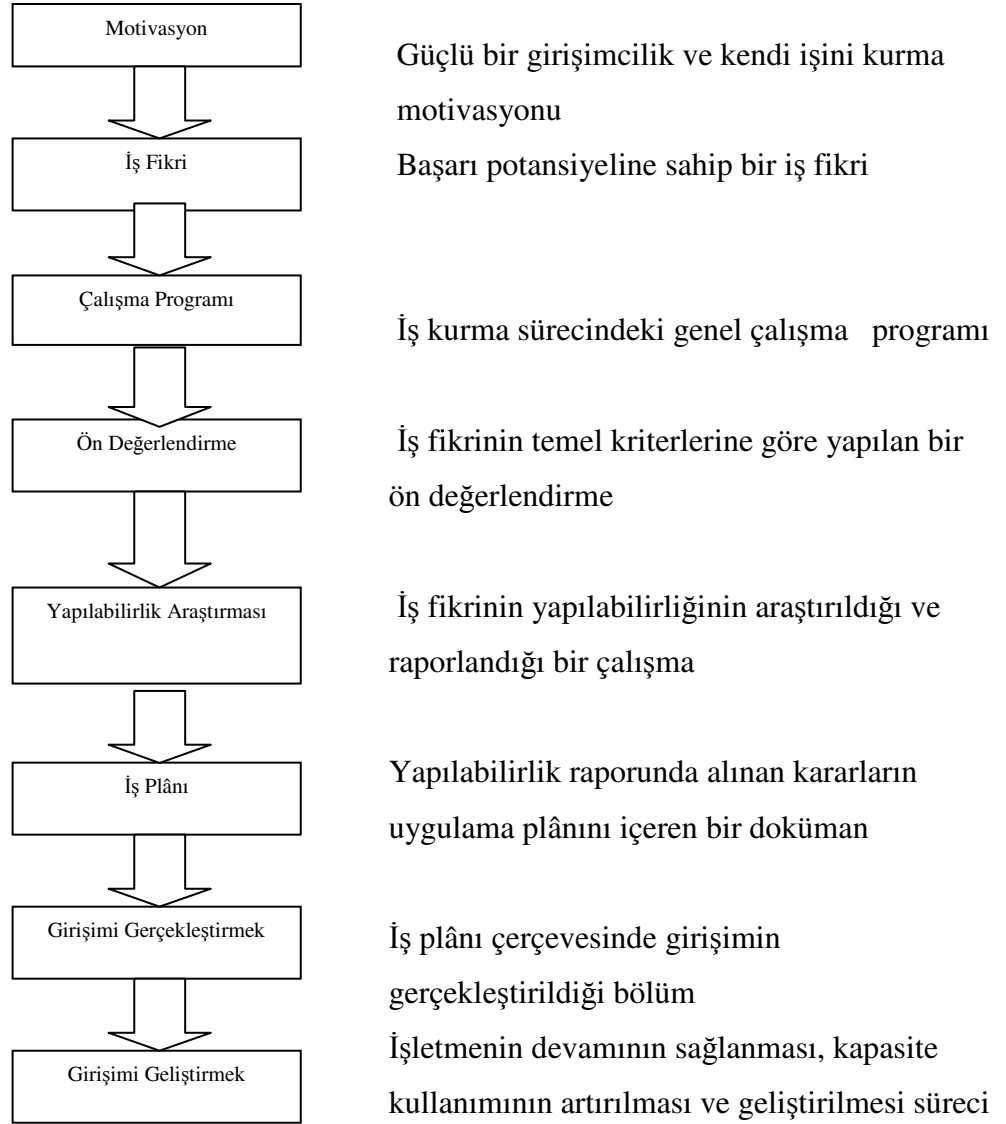
Girişimciliğin olması için girişimci veya girişimcilerin varolması gerekir. Niyeti ve olanakları olan bireyler yada kurumlar girişimi başlatırlar.

Girişimci her zaman detaylı düşünmek ve belirsizlik altında hızlı kararlar alarak uygulamaya geçmek durumundadır. Yaptığı işler temel olarak yenidir. Dolayısıyla girişimci özellikleri hızlı düşünme, belirsizlik altında karar alma, kararlı ve azimli olmayı gerektirir. Girişimciliğin belli bir kurallar dizisi yoktur. Bu nedenle genel kabul görmüş bir özellikler listesi bulmak zordur (SWEDBERG, 2000, 16).

Ayrıca girişimcinin sezgi özelliğinin de çok iyi olması gereklidir (ÇETİNDAMAR, 2002, 37). Girişimci olmak için mutlaka yeni bir icat yapmak gerekmez. Belirsiz olayları önceden görmek ve sezmek de önemlidir. Girişimci, olayları çok iyi gözlemler, sezgileri ile yorumlayıp, uzun dönemde gereksinim olacağını düşündüğü veya hayal ettiği ürün ve hizmetleri hayata geçirmek için gerekli kaynakları bir araya getirir. Bu yoruma göre de girişimcinin; sezgisi güçlü, hayal gücü yüksek, iyi gözlemci ve kaynaklara ulaşacak ilişkiler ağına sahip olması önemlidir. Düşünme ve muhakeme gücü ön plana çıkmaktadır.

Girişimci eskinin yerine yeniyi getirdiği için, yeniliklere olan dirence karşı da mücadele etmek durumunda kalmaktadır. Değişimi normal ve gerekli görür. Zorlukları yenmek için, hem üretim, hem de kullanım aşamasındaki zorlukları iyi hesaplamalı ve onları aşmaya yönelik çabaları göstermek durumundadır. Eskiye çok iyi tanımak ve bütünsel yaklaşım ile yeninin özelliklerinin çok iyi aktarabilmek gereklidir (TUSİAD, 2002, 44). Girişimcilik bir süreçtir.

Şekil 1: Girişimcilik Süreci Akış Şeması



Kaynak: KOSGEB, 2003, 13

1. 2. GİRİŞİMCİLİĞİN ÖNEMİ

Girişimcilik kapitalizmin başladığı dönemden itibaren etkin olmasına rağmen, 1980 yılından itibaren popülerlik kazanmış ve bir çok ülke, girişimci ekonomi oluşturmak için devlet programları hazırlayarak, altyapılarını güçlendirmeye ve girişimci sayılarını artırmaya çalışmışlardır. Dünya Girişimcilik Platformu (Global Entrepreneurship Monitor, GEM) tarafından 19 ülke arasında yapılan bir araştırmada,

yüksek girişimcilik faaliyetleri olan ülkelerin ortalama büyümenin üzerinde gelişim gösterdiği ortaya çıkmıştır (GEM, 2001, 42).

Girişimciliğin bu kadar önem kazanmasının nedenleri arasında üç özellik sayılabilir (TÜSİAD, 1999, 38):

- İstihdam sorununun artması
- Değişen ekonomik yapı
- Ekonomi ve işletme alanlarında teorik gelişmeler ve girişimciliğin genel kabul görmesi

İstihdam yaratan girişimciler, yeni şirketler kurarak ekonomiye ivme kazandırmışlardır. Girişimciliğin artışına paralel olarak, yeni şirket kuruluşunda da artış yaşanır. Yeni kurulan şirketler ilk başta küçük ölçekli işletmelerdir. Bu şirketlerin ekonomik, toplumsal ve politik hayatta oynadıkları rol uzun süre önemsenmemiştir. 1970’li yıllardan itibaren baş gösteren petrol bunalımı ve Asya’da yeni şirketlerin ortaya çıkarak, batılı büyük işletmeleri rekabet bakımından zorlaması sonucu, küçük işletmelerin de ekonomi hayatındaki yeri ve önemi anlaşılmıştır

Büyük ölçekli işletmelerin verimlilik sorununa karşın, küçük işletmelerin esnek ve değişken yapıları ile çok daha üretken ve istihdam yaratıcı olacakları düşünülmüştür (KOBİNET, 2003, 06).

Küçük işletmelerin gündeme gelmesi ile, girişimciliğin de önemi artmıştır. Önemli olan, girişimci ekonomilerde yeni işletmelerin kurulması ve küçük olarak kalmaları değil, aksine, bu tür işletmelerin sürekli olması ve büyümesidir (OECD, 2003, 26).

Örneğin; Amerika Birleşik Devletleri başta olmak üzere, gelişmiş ülkelerin “yeni ekonomi” denilen bir ekonomik yapıya dönüştükleri bilinmektedir. Bu yeni yapı ; temelde, yüksek teknolojiye dayalı üretim ve internet üzerinden ticaret (e-ticaret) ve iş süreçlerine dayanmaktadır. 1991 sonrası yaygınlaşmaya başlayan internet üzerinden ticaret; 1999 yılında, sadece A. B. D.’de 300 Milyar \$’ın üzerinde bir ticaret hacmi yaratmış ve bu alanda kurulan birçok küçük firma giderek büyümüştür (MUCUK, 2001, 235).

Yeni ekonomi ortamından tüm sektörlerin ve işletmelerin etkilenmeye başladıkları, yeni iş süreçleri ve üretim tekniklerinin oluşmaya başladığı görülmektedir. Yapısal değişimin temelinde sadece yeni teknolojiler değil, aynı zamanda farklı iş

modellerinin, üretim yapılarının ve teknoloji değişmelerinin oluşumunda öncü rol oynayan girişimciler de vardır. Ortaya çıkan fırsatları görebilen, bunların hayata geçirilmesi konusunda çalışanlar girişimcilerdir. Girişimcilerin bu sürece katkısı üç yönde olabilir:

- Üretim kaynaklarının yeni bir biçimde birleştirilerek, kullanılmayan üretim faktörlerinin kullanılmasını sağlar.
- Halen kullanılmakta olan üretim faktörlerinin girdilerini farklı biçimlerde bir araya getirir.
- Yeni düşüncelerin yaratılması, yayılması ve uygulanmasını hızlandırır.

Girişimcinin yaptıkları sonucu elde ettiği başarı veya başarısız sonuçlar, diğer girişimcilere örnek olur ve yol gösterir. Yeni teknoloji içeren girişimler, üstlendikleri riske rağmen daha çok kazancıda beraberinde getirir. Bu nedenle, yeni teknoloji geliştiren girişimcilik, tüm girişimcilik programlarında önde gelir.

Yeni teknolojilere dayalı sektörlerde yapılan girişimcilik, üç nedenden ötürü daha fazla kazanç ve toplumsal fayda oluşturur (SWEDBERG, 2000, 16):

- Yeni endüstrilerin doğmasına yol açar
- Kullanıldığı sektörde verimliliği artırır.
- Yeni teknoloji kullanılan sektörler daha çabuk ve daha hızlı büyür.

Teknolojiler sadece yüksek katma değerli ürünler üretilmesine yol açmaz, aynı zamanda tüm sektörlerde dolaylı veya dolaysız kalite ve verimlilik artışına da neden olurlar (OECD, 2001, 18). Kısacası yeni teknoloji ekonomik büyümenin dinamosu haline gelmiştir. Bu sektörler kalifiye iş gücü gerektirdiği ve büyük oranda bu tür iş gücünden yararlandığı için, yüksek gelirli istihdâm yaratarak ülke gelişimine de katkıda bulunur.

Ülke gelişimine bir örnek vermek gerekirse, 1995-2000 döneminde A. B. D.'de gerçekleşen sanayi üretim artışının %25'lik kısmının bilişim sektöründeki gelişmelerden kaynaklandığı belirtilmiştir (GILSON, 2002, 22).

Örneğin; seksenli yıllarda İngiltere'de Thatcher, A.B.D'de Reagan İktidarları döneminde, devletin küçülmesi ve özel sektörün önünün olabildiğince açılması politikaları başarılı olmuştur. Bu dönemde devletin ekonomi ve ticaret hayatından tamamı ile çekilmesine çalışılmış ve girişimcilik desteklenmiştir. Başka bir deyişle,

serbest piyasa ekonomisi toplumda yerleştirilmeye çalışılmıştır (SWEDBERG, 2000, 27).

Teorik alandaki çalışmalara gelince, bu konuda çok yönlü gelişmeler yaşanmıştır (GYNWALI ve FOGEL, 1994, 16). İşletme okullarında hızla artan girişimcilik eğitimi ve yapılan çalışmalar, konunun daha anlaşılır olmasına ve toplumda bilinçlenmenin artmasına neden olmuştur. Çeşitli araştırmalar yapılmış ve bunlar girişimcilikle ilgili dergilerde yayımlanmaya başlanmıştır. İdari problemleri çözme, karar verme, plnlama, proje yönetimi, pazarlama ve personel yönetimi gibi konularda çeşitli araştırmalar birbiri ardına yayımlanarak, literatürde önemli birikimler sağlanmıştır (ÇETİNDAMAR, 2002, 46).

1. 3. GİRİŞİMCİLİğİN TEMEL UNSURLARI

Girişimciliği belirleyen etmenlerin tespit edilmesi zordur. Çünkü her ülkede girişimciliği etkileyen faktörler farklıdır. Bu konudaki ciddi alışmalar İktisâdi İşbirliği ve Kalkınma rgt (Organisatin for Economic Co-operation and Development, OECD), Babson Collage ve London Business School tarafından ortaklaşa kurulan Dünya Girişimcilik Platformu (Global Entrepreneurship Monitor, GEM) tarafından yapılmaktadır. OECD tarafından gerçekleştirilen çalışmalar girişimciliğin temelini üç noktada görür (OECD, 2003, 17):

- Altyapı koşulları
- Devlet programları
- Kültürel davranışlar ve tutumlar

Dünya Girişimcilik Platformu ise, girişimciliğin temelini iki ana gurup altında toplar (GEM, 2001, 15):

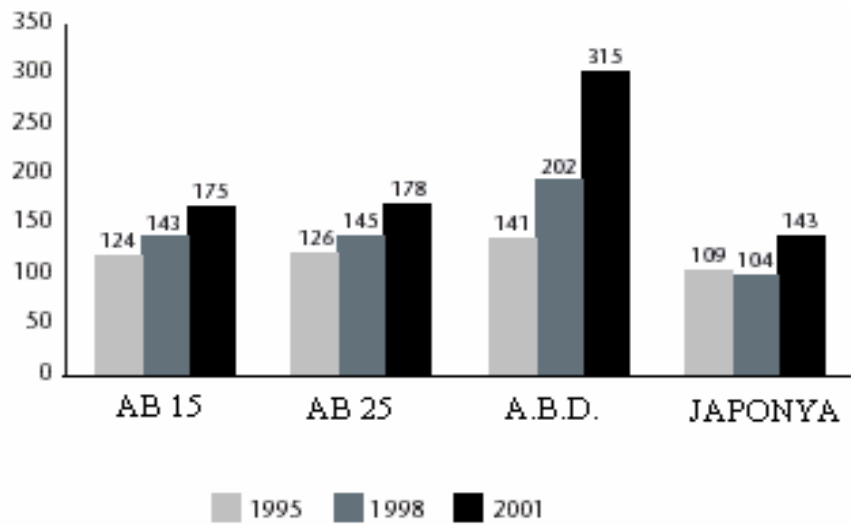
- lke altyapısı
- Girişimcilik altyapısı

lke altyapısında incelenen konular, ekonominin dışa açıklığı, devletin rolü, finans sektörünün etkinliği, teknoloji yoğunluğu, fiziksel altyapı, yönetim becerileri (competence), işgücü pazarının esnekliği, yasal kurumlar, ekonomik büyüme, sosyal, politik ve kültürel ortamdandır oluşur.

Girişimcilik ana başlığı altında ise finans, devlet politikaları, devlet programları, eğitim, Ar-Ge'ye ayrılan fonlar, ticari altyapı, iç pazarın dışa açıklığı, fiziksel altyapı ve kültürel normlar konuları bulunmaktadır.

Günümüzde işletmeler araştırma ve geliştirme (Ar-Ge) faaliyetlerine büyük önem vermekte ve büyük miktarda kaynakları bu faaliyetlere harcamaktadırlar.

Şekil 2: 1995, 1998 ve 2001 Yılları Ar-Ge Yatırımları (Milyar €)



Kaynak: EU Key Figures, 2004, 18

2004 yılı Avrupa Birliği araştırma raporuna göre, Avrupa Birliği üyesi ve adayı 25 ülkede, 1997-2001 arası Ar-Ge çalışmalarına ayrılan fonlar %4,5 büyürken, sadece A. B. D.'de bu oran %4,8 olmuştur. Aynı şekilde Japonya'da da bu fonlarda %2,6 büyüme gerçekleşmiştir (EUROPEANKEYFIGURES, 2004, 18-19).

Aynı dönem içerisinde, Ar-ge çalışmalarına ayrılan payların gayri safi milli hasılaya oranı açısından bakıldığında, en yüksek oranın %4,81 ile İsrail'e ait olduğu görülecektir. Türkiye'de bu oran %0,64 olmuştur.

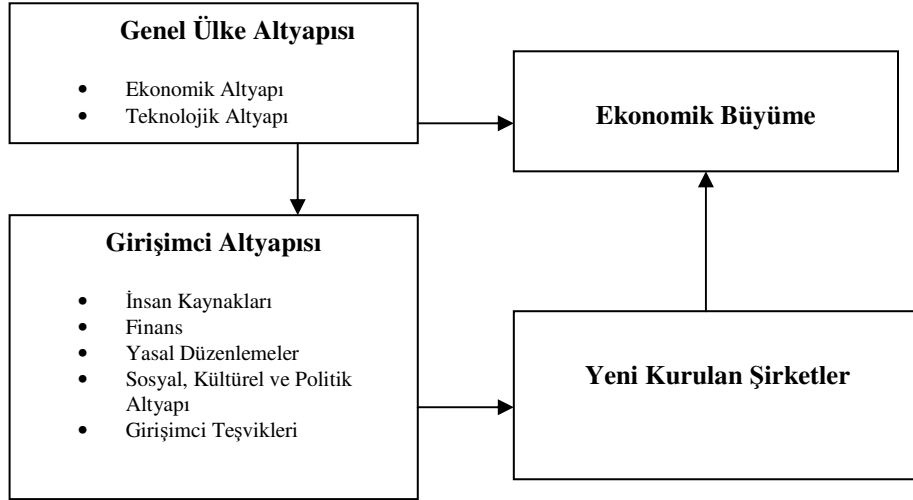
Kuşkusuz işletmeler bu harcamaları ileride rekabette üstünlük ve daha fazla kâr veya daha az maliyetle aynı malı üretebilme beklentisi ile gerçekleştirmektedirler. Örneğin; A.B.D.'de işletmeler büyüdükçe Ar-Ge faaliyetlerine ayırdıkları kaynak da büyümektedir. Bütün dünyada faaliyet gösteren, büyük ölçekli onbeş Amerikan şirketi, milyar dolarlık kaynakları bu tür faaliyetlere ayırmaktadırlar.

Tablo 1: A. B. D.'de Ar-Ge Harcamalarında İlk On Beş Şirket (2001)

Sıralama	Şirket	Ar-Ge Harcaması (Milyar \$)
1	Ford Motor Company	7,4
2	General Motors	6,2
3	Pfizer, Inc.	4,8
4	IBM	4,6
5	Microsoft	4,4
6	Motorola	4,3
7	Cisco Systems	3,9
8	Intel	3,8
9	Johnson & Johnson	3,6
10	Lucent Technologies	3,5
11	Hewlett- Packard	2,6
12	Merck & Company	2,5
13	Bristol- Myers Squibb	2,3
14	Eli Lilly and Company	2,2
15	Pharmacia	2,2

Kaynak: Global Insight- Venture Impact, 2004, 11

Şekil 3: Girişimciliği Etkileyen Faktörler



Kaynak: NVCA, 2003, 17

1. 3. 1. Genel Ülke Altyapısı

Girişimciliği etkileyen genel ülke altyapısı bir bütündür. Ülke içindeki dinamiklerin tamamı, girişimciliği az veya çok etkiler. Bu etkileri teorik olarak inceleyebilmek için, makro düzeydeki özellikleri, ekonomik altyapı ve teknolojik altyapı olarak iki bölümde incelemek olanaklıdır.

Tablo 2: Bazı Ülkelerde 1997-2002 Arası Makroekonomik Yapıya Ait Rakamlar ve Nüfus Bilgileri

Ülkeler	Gayri Safi Hasıla		Nüfus		Genç Nüfus (24-35 Arası)		Çalışan Sayısı		İşsiz Sayısı	
	2002 Milyar Euro	97-02 Arası % Değişim	2002 (1000)	97-02 Arası % Değişim	2002 (1000)	97-02 Arası % Değişim	2002 (1000)	97-02 Arası % Değişim	2002 (1000)	97-02 Arası % Değişim
Belçika	261	2,1	10.310	0,27	1.427	-1,79	4.189	1,22	319	-3,92
Danimarka	183	2,2	5.368	0,35	768	-1,14	2.776	0,62	129	-2,64
Almanya	2.108	1,5	82.440	0,10	11.171	-4,01	38.610	0,78	3.396	-2,16
Yunanistan	141	3,8	10.988	0,94	1.621	0,79	3.914	0,68	435	0,68
Fransa	1.521	2,7	59.344	0,42	8.166	-0,93	24.924	1,74	2.308	-4,87
İtalya	1.258	1,8	56.332	-0,40	9.104	-0,41	23.345	1,39	2.160	-4,03
İsveç	255	3,1	8.909	0,15	1.200	-0,91	4.347	1,64	228	-12,20
İngiltere	1.659	2,5	58.928	0,01	8.915	-1,29	27.659	0,55	1.533	-4,93
Polonya	200	5,3	38.632	0,00	5.441	1,55	13.782	-1,91	3.445	13,26
Türkiye	192	1,0	68.612	1,59	12.101	3,01	21.779	-0,44	2.535	32,13
Macaristan	70	4,3	10.175	-0,25	1.535	2,94	3.871	1,41	229	-8,34
AB-25**	9.599	2,5	451.864	0,13	66.226	-0,95	196.772	0,96	18.614	-1,42
A.B.D.	11.048	3,0	287.676	1,06	39.575	-0,94	148.729	1,05	8.378	4,45
Japonya	4235	0,5	127.066	0,18	19.148	1,59	65.492	-0,66	3.588	9,28

Kaynak: EU Key Figures, 2004, 86

Ekonomik yapıda istikrârlı bir ortamın mevcudiyeti girişimciliğin önünü açan temel etmenlerden bir tanesidir (TÜSİAD, 2002, 46). Enflasyon oranı, faiz oranları, döviz kurları gibi temel ekonomik göstergelerin çok sık ve büyük dalgalanmalar yaşamaması, dış borç- iç borç dengesinin ekonomiye zarar vermeyecek şekilde kurulması, yıllar itibariyle dengeli bir ekonomik büyüme hızının varlığı ekonomik istikrâr açısından önemli unsurlardır.

Girişimcilerin veya genel olarak ülke insanının, geleceğe yönelik belirsizliklerin mümkün olduğunca az olduğu bir ekonomik ortamın varlığı, ekonomik altyapı için önemlidir.

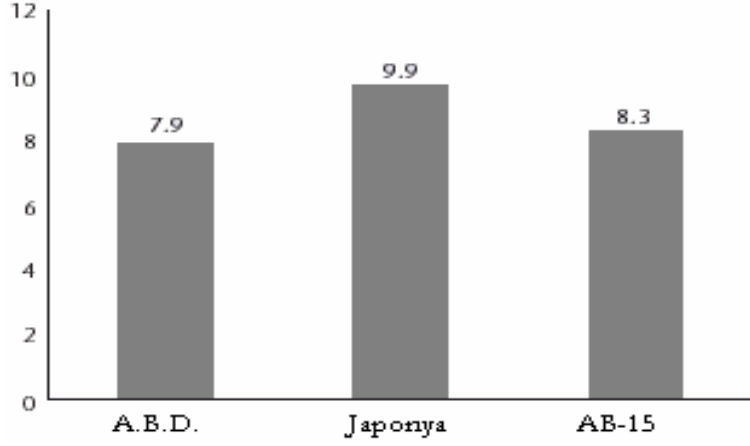
Yüksek vergi oranlarının varlığı veya dolaylı vergilerin fazlalığı, ekonomik açıdan bir düzensizliğe işaret eder. Vergi uygulamaları konusunda devletin adil olması önemlidir. Aynı şekilde, devletin ekonomiyeye aşırı katılımı, özel sektörü ekonomiden dışlayıcı bir unsur olmaktadır. Özel sektör, devletle rekâbet etmek istememektedir (TÜSİAD, 2002, 47).

Ekonomik altyapıda dikkate alınabilecek diğer göstergeler arasında, gelir dağılımı, ihracat ve ithalat oranları (dışa açıklığın ölçülmesi açısından), istihdâm ve işsizlikle ilgili rakamlar, kamu açıkları, firma büyüklükleri, sektör özellikleri sayılabilir.

20. Yüzyıla damgasını vuran ve günümüzde de önemini yitirmemiş olan yeniliklerin, özellikle teknolojik yeniliklerin ülke içinde ne ölçüde varolduğu, girişimciliğin ne ölçüde gelişme potansiyeli taşıdığına bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. İleri teknoloji ve bilgi yoğun teknoloji içeren ürünler ve bu sektörlerde çalışan iş görenlerin ülkede yarattığı katma değer, diğer ürünlerden ve iş görenlerden daha fazla olmaktadır

Ülke içindeki teknoloji üretimi kadar, kullanımına ait veriler de önem taşımaktadır (ÇETİNDAMAR, 2002, 22). Kullanımla ilgili verilerin de önemli olmasının nedeni; teknoloji üretmeyen ve kullanmayan bir toplumda teknoloji üretilse bile, bu teknolojinin, ticari ürün ve hizmete dönüşmesi aşamasına kadar çok sayıda olumsuzlukların ortaya çıkacağı kesindir.

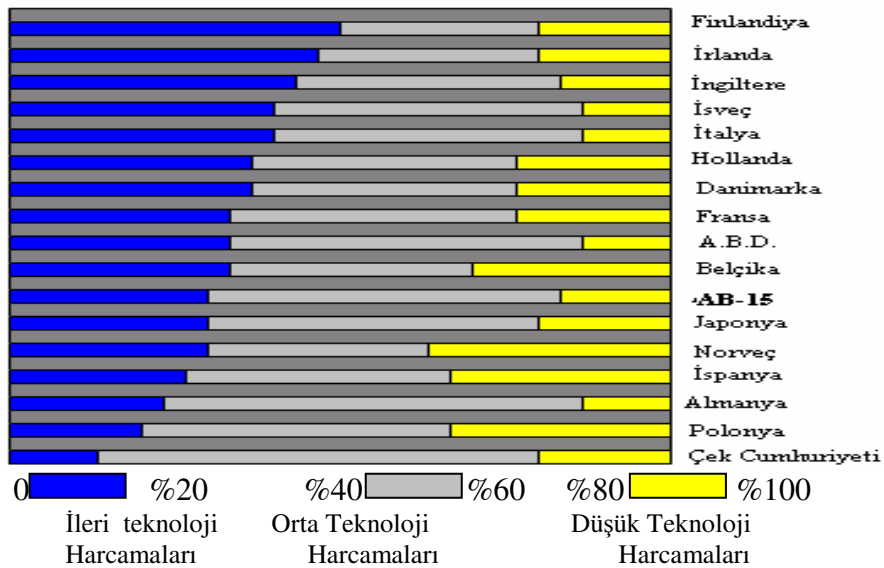
Şekil 4: 2001'de Yüksek ve Orta Seviyede Teknoloji Kullanan Sektörlerin Toplam Katma Değere Katkısı



Kaynak: EU Key Figures, 2004, 79

Bu başlık altında sadece teknoloji arzı ile ilgili veriler (örneğin; Ar-Ge harcamaları, Ar-Ge'de çalışan personel sayısı, patent ve fikri mülkiyete ait sayılar) değil, aynı zamanda teknolojinin kullanımına yönelik (örneğin; mobil telefon sahipliği, elektrik kullanım oranları, bilgisayar sahibi kişilerin sayısı gibi veriler) bilgiler de önemlidir. Buna teknolojinin toplum tarafından talebi de denmektedir.

Şekil 5: Bazı Ülkelerin Ar-Ge Harcamaları Dağılımı



Kaynak: EU Key Figures, 2004, 35

1. 3. 2. Girişimcilik Altyapısı

Ülke altyapısı genel olarak girişimcinin içinde bulunduğu ortama dair bilgilerle ilgilenirken, girişimcilik altyapısı; bizzat girişimciyi ve girişimi etkileyecek faktörlerdir. Girişimcilik altyapısı ile ilgili etmenler, girişimciliği hem nicel hem de nitel olarak etkileyen çok önemli faktörlerdir (AKTOPRAK, 2004, 02). Girişimci ve girişimlerin sayısının çokluğu yanı sıra, girişimlerin başarılı olması, sürekliliğinin sağlanması ve zaman içinde büyüebilmesi de önemlidir.

Girişimcilik altyapısı başlığı altında insan kaynakları, finans, yasal düzenlemeler, sosyal, kültürel ve politik altyapı, girişimci teşvikleri ve destek mekanizmaları gibi unsurlar yer almaktadır.

1. 3. 2. 1. İnsan Kaynakları

Girişimciliğin temel taşı girişimci (Entrepreneur), yani insandır. Nüfusun demografik özellikleri, girişimci potansiyeli hakkında bilgi verir. Gem tarafından yapılan araştırmada saptanılara göre, yeni kurulan şirketlerin sahiplerinin çoğunluğunun erkek olduğu ve girişimciliğin en yüksek olduğu yaş grubunun 25-34 olduğu görülmüştür (GEM, 2001, 44).

Ülkenin istihdâm yapısı ve eğitim düzeyi de girişimciliği etkiler. İstihdâmın sektörler arasındaki dağılımı, işsizlik oranı gibi rakamlar iş gücünün yapısını yansıtır. Eğitim düzeyi ise, bir yandan girişimciliği özendirdiği gibi, bir yandan da girişimlerin hayata geçmesinden sonra, girişimcilere ihtiyaçları olan yönetim becerilerinin kazandırılmasını sağlar.

İnsanların eğitim seviyesinin yükselmesi ile birlikte ücretli çalışma isteğinin azaldığı, yüksek eğitimli bireylerde kendi işini kurma isteğinin daha fazla olduğu görülmektedir (KOBİNET, 2003, 16).

1. 3. 2. 2. Yasal Düzenlemeler

Yenilik yapan, özellikle de teknolojik yenilik yapan girişimciler için en önemli konulardan bir tanesi, uzun yıllar sarf ettikleri zaman ve kaynaklar karşılığında hayata

geçirdikleri, fikir ve buluşlarının çeşitli yasal haklarla (örneğin; fikri mülkiyet hakları, patent) korunmasını isterler. Kopyalama veya teknoloji hırsızlığı nedeniyle rakipler, girişimcilerin emeklerine çok ucuz bedel karşılığında sahip olabileceklerdir. Girişimciler bu tür durumlarda dezavantajlı konumda yer alacak ve rekâbet güçlerini kaybedeceklerdir.

Girişimciliği teşvik edebilmenin yollarından bir tanesi de harcadıkları emek karşılığında elde edecekleri sonuçların korunacağı garantisidir (TATAR ve ÜNER, 1992, 02).

Şirketler hukuku ile ilgili yasal düzenlemeler açısından, şirketlerin kuruluşuna yönelik bürokratik engellerin ve maliyetlerin, girişimciler üzerinde caydırıcı bir etkisi olduğu bilinmektedir. Şirket kurma ve kapatma işlemlerinin kolaylaştırılması, iş kurarak risk alan girişimciye başlangıçta vergi avantajı veya vergi muafiyetlerinin tanınması, teşvik edici unsurlar olmaktadır.

Kurum ve kişisel gelir vergi oranlarının düşük olduğu, esnek iş gücü piyasalarının var olduğu ve ücret dışı işçi maliyetlerinin düşük olduğu ülkelerde, girişimcilik faaliyetlerinin daha yoğun olduğu gözlemlenmektedir (GIBB, 1995, 03).

Bu durum, en çok geçiş ekonomilerinin yaşadığı eski Doğu Blok'u ülkelerinde görülmektedir. "Visegrad ülkeleri" olarak adlandırılan Polonya, Macaristan, Çek Cumhuriyeti ve Slovakya'da 1984 yılında kendi işinde çalışan kişi sayısı 1 milyon kişiyken, bu sayı gerekli yasal düzenlemelerin yapılması sonucu, 1994 yılında 2,6 milyona yükselmiştir. 1980 ve 1990 yılları arasında Rusya'da da girişimcilikte büyük patlama yaşanmış ve daha önceden kamu görevlisi olarak çalışanlar bile işlerinden ayrılarak kendi işlerini kurmuşlardır. 1990'lı yıllardan itibaren vergilerin artırılması ve bürokrasinin yoğunlaşması sonucu, kaçak çalışan gölge şirketler ortaya çıkmış hatta bu sayı, kayıtlı şirketlerin %10'u ile %30'u arasındaki bir rakama ulaşmıştır. İşyerlerinde emekliler çalışmaya başlamış, kayıt dışı istihdâm ve part-time işgücü istihdâmı artmıştır (GIBB, 1995, 04).

1. 3. 2. 3. Sosyal, Kültürel ve Politik Altyapı

Yazılı olan kurallar kadar, yazılı olmayan ve işletmeleri, toplumu, bireylerin davranışlarını etkileyen, ülkelere özgü toplumsal, politik, ekonomik ve etik boyutları

olan altyapı da girişimciler için önemlidir. Girişimcilik, ekonomik ve teknolojik olduğu kadar değerler, algılamalar, davranışlar ve kurumsal yapıların da etkisi altındadır.

Girişimci özelliklerinin kabul gördüğü ve desteklendiği toplumlarda, yeni iş kurarak risk almak isteyenlerin sayısı fazla olacaktır. Toplum tarafından hoşgörü ile karşılandığı ölçüde başarılı olan girişimciler sayı ve devamlılık itibariyle diğer toplumdakilerden fazla olacaktır (GIBB, 1995, 06).

1. 3. 2. 4. Teşvikler ve Destek

Ülkeler arasında çeşitli farklılıklar bulunduğu gibi, ulusal veya bölgesel düzeyde uygulanan girişimci teşvikleri ile oluşturulan programlar sayesinde oluşan farklılıklar da mevcuttur.

Bütün dünyada girişimciliğin desteklenmesinin ana nedenlerinden bir tanesi de istihdâm yaratma özelliğidir (GIBB, 1995, 05). Son zamanlarda geliştirilen bütün destekleme, eğitim, danışmanlık gibi özelliklerin altında yatan ana fikir istihdâmdır.

Günümüzde girişimciliğin teşvik edilmesi konusu, sadece devletlere ve hükümetlere bırakılmamıştır. Onlarla işbirliği içinde, uluslararası kuruluşlar ve organizasyonlar tarafından gerek dünya ölçüsünde, gerekse ülkeler düzeyinde çeşitli programların hayata geçirilmesini teşvik etmektedirler. Örneğin; Avrupa Birliği hem üye ülkelerde, hem de aday ülkelerde girişimciliği artırıcı önlemlerin alınmasını ve girişimciliğin teşvik edilmesini bir kriter olarak kabul etmiştir (EU, 2003, 29).

1. 3. 2. 5. Girişimciliğin Finansmanı ve Finans Kaynakları

Sağlıklı ve istikrarlı biçimde işleyen ve gelişen bir ekonomi için farklı finansman kurumlarına ihtiyaç vardır. Çeşitlilik içeren bir finans yapısının en büyük önemi, girişimci işletmelerin kurulma aşamasından, büyüüp gelişen ve menkul kıymetler piyasasında halka açılmış bir işletme oluncaya kadar, geçmek zorunda kaldıkları çok farklı aşamalar boyunca yardım alabilecekleri farklı finans kurumlarını bünyesinde barındırmasıdır. Alternatif finansman seçenekleri, birbirini tamamlayıcı görevler üstleniyorsa sağlıklı bir yapı vardır demektir (CHRISTOFIDIS ve DEBANDE, 2001, 04).

Girişimciliğin ve yeni girişimlerin tüm dünyada karşılaştığı en önemli sorunların başında finansman gelmektedir. Çoğunluk, küçük ve orta boy işletmeler (KOBİ) olarak hayata geçirilen girişimlerin, ayakta kalabilmeleri ve rekâbet edebilmeleri için doğru zamanda ve doğru biçimde finanse edilmeleri gereklidir (KOBİNET, 2003, 01). Şayet girişimcinin kendi imkânları finansman için yeterliyse bir sorun yoktur.

İyi bir iş kurma fikrine, gerekli girişimcilik yeteneklerine ve becerisine sahip, ancak; iş kurmak için sermayesi olmayan girişimcilere, fikirlerini gerçeğe dönüştürmek için finansman gereklidir.

Finansman sıkıntısı içinde olan girişimciler ve firmaların başvurabilecekleri çok çeşitli finansman kuruluşları mevcuttur. Bunlar arasında aile bireyleri veya arkadaşlar, banka, devlet, sermaye piyasaları, iş ilişkisinde bulunan firmalar veya tanıdıklar, varlıklı bireyler (business angels), leasing şirketleri, factoring şirketleri, risk sermayesi şirketleri ve diğerleri.

Girişimlerin, özellikle ileri teknoloji içeren girişimlerin finansman bulmakta zorlanmalarının ardında çeşitli sebepler vardır (VAKIFRİSK, 2003, 06). Öncelikle bu tür girişimler oldukça yüksek maliyetli girişimlerdir.

Yeni girişimler maddi olmayan duran varlıklara (intangible assets) sahip olduklarından, teminat olarak gösterebilecekleri mal varlıkları yoktur.

Maddi olmayan duran varlıkların ve fikri mülkiyetin ekonomik değerini ispatlamak zor olduğundan yüksek risk içerirler. Bu yüzden yüksek teknolojiye dayalı işletmeler, geliştirdikleri teknolojilerinden satılabilir ürün veya hizmet oluşturuncaya kadar geçen süre içinde çok sayıda dış finansman sürecinden geçerler.

Birçok finansman kuruluşu, özellikle bankalar, radikal teknolojik dönüşüm yaratacak potansiyeldeki yeni teknolojileri ve düşünceleri değerlendirmekte, uzman personel yokluğundan veya kısa vadeli bakış açılarından dolayı zorluk çekerler.

Konusu öz sermaye temin etmek olmayan kurumlardan, öz sermaye temin etmek oldukça zordur. Özellikle bankaların görevi öz kaynak sağlamak değil, çeşitli dönemlerde ve değişen vadelerde kredi vermek, mali işlemlerde aracılık etmek ve hizmet işlemlerini gerçekleştirmektir (SEVİLENGÜL, 1999, 01).

Banka kredilerine bağımlı işletmeler zaman içinde güçsüzleşebilir ve finansal yükleri ağırlaşabilir. Bu durumda kalan işletmeler, yeniden banka kredisi bulmakta zorlanırlar. Zaten risk sermayesinin ortaya çıkması ve gelişmesindeki ana neden, küçük

ve orta boy işletmelere finansal kaynak sağlayan banka ve diğer aracı mali kuruluşların, but tür girişimler için yeterli ve uygun koşullarda fon aktaramamasıdır (AKKAYA ve İÇERLİ, 2001, 64).

1. 3. 2. 6. Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi

Risk sermayesi finansman şirketleri, sermaye bulmakta zorlanan girişimcilere kaynak sağlamakla birlikte, yeni girişimin finansmanındaki en önemli rolü; yatırım yaptıkları işletmelere değişik alanlarda sağladıkları yönetim yetkinlikleri (competence) ile ilgilidir. Risk sermayesi şirketlerinin bu yönü, banka yada yatırım bankası gibi finansal aracı kurumlarda yoktur. Bu yüzden 1980'lerin sonunda A. B. D.'de risk sermayesi şirketlerinin yeni kurulan işletmeler yerine, büyüme açısından geç aşamaya (later stage) ulaşmış işletmelere yatırım yapmaya başlamasından rahatsızlıklar duyulmuş ve risk sermayesinin en önemli özelliğini yitirdiğinden bahsedilmiştir (ÇETİNDAMAR, 2002, 15).

Risk sermayesi şirketlerinin sağladığı yönetim yetkinliği kavramı genel işletme yönetiminden daha öte bir anlam ifade eder. Bilimsel veya teknolojik buluş ve yeniliklerin ticarileştirilmesi aşamasında, risk sermayesi şirketlerinin önemli bir etkinliği olduğu gözlemlenmektedir. Fon yöneticileri, konularında uzmanlaşmış kişilerden oluştuğundan, sektördeki gelişmeleri izleyerek girişimci işletmenin yönlendirilmesi ve müşteri-pazar taleplerine yönelik çalışmaları konusunda önemli rol oynar.

Risk sermayesi şirketlerinin yönetim yetkinliği açısından bir başka katkısı da, yatırım yaptıkları işletmelerdeki girişimcilik kapasitesinin geliştirilmesidir. Yeniliklerin ve/veya teknolojik buluşların olması tek başına ekonomik büyümeye yol açmaz. Önemli olan bir sonraki adım olan girişimin yapılmasıdır (PORTER, 1990, 19).

A. B. D.'in Silikon Vadisi (Silicon Valley, SV), denen bölgesinde olduğu gibi, teknolojilerin yoğun olarak üretildiği belirli coğrafi bölgelerde gelişkin risk sermayesi ağlarının olması, o bölgelerde hem teknolojik yeniliğin, hem de ekonomik büyümenin hızlanmasına yol açmıştır (NVCA, 2002, 04).

Sayılan nedenlerden ötürü, yeni fikirlerin hayata geçirilmesinde, girişimciliğin desteklenmesinde risk sermayesi finansman yöntemi, uzun vadede diğer finansman

İKİNCİ BÖLÜM

2. RİSK SERMAYESİ TANIMI

Bütün gelişmiş ülkelerde uzun zamandan beri başarıyla uygulanan risk sermayesi finansman yönteminin bir çok tanımı bulunmaktadır. Risk sermayesi; “girişimcilerin iş fikirlerinin, küçük işletmelerin ileri teknoloji yatırımları, Ar-Ge faaliyetleri, kuruluş, ürün tutundurma, büyüme, iyileşme ve el değiştirme aşamalarında büyüme potansiyeli olan küçük işletmelere, öz sermaye iştiraki veya kredi aktarımı şeklinde bir finansman modelidir” (TTGV, 2004, 01).

Bir başka tanıma göre ise risk sermayesi; “iyi bir iş kurma fikrine, gerekli girişimcilik yeteneklerine ve bilgisine sahip, ancak; iş kurmak için gerekli sermayesi olmayan girişimcilere fikirlerini gerçeğe dönüştürmek için gerekli finansmanı sağlayan bir finansman yöntemi olmasının yanı sıra, risk sermayedarı tarafından yeni fikirler veya teknolojiler üreten, gelişme potansiyeli yüksek, küçük ve orta boy işletmelere, edinecekleri pay senetleri karşılığında yatırım yapma imkanı sunan bir yatırım yöntemidir” (KOBİNET, 2004, 01). Bu tanımlamadan da anlaşılacağı gibi, risk sermayesi, yatırım ve finansman boyutuyla düşünülmesi gereken bir yöntem olarak açıklanırken, aynı zamanda gerekli özellikleri taşıyan girişimciler için uygulanabilecek bir yöntem olduğu belirtilmektedir.

Türkiye Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yapılan bir tanıma göre risk sermayesi; “dinamik, yaratıcı, ancak finansal gücü yeterli olmayan girişimcilerin, yatırım fikirlerini gerçekleştirmeye olanak tanıyan bir yatırım finansmanı biçimidir” (SPK, 2004, 01).

Amerika Birleşik Devletleri, Ulusal Risk Sermayesi Birliği (National Venture Capital Association, NVCA) tanımına göre ise risk sermayesi, “önemli ekonomik katılımcı olma potansiyeline sahip, hızla gelişen genç işletmelere yönetim yardımı yanı sıra, yatırım yapan profesyonellerce sağlanan sermaye” olarak tanımlanmaktadır (NVCA, 2004, 01).

Özellikle son iki tanım üzerinde durulacak olunursa, gelişmiş ülke sermaye piyasaları ile gelişmekte olan ülke sermaye piyasaları arasındaki fark açıkça görülecektir. Türkiye Sermaye Piyasası Kurulu; yöntemine bir finansman, para ihtiyacı

olan bir girişimciye katkı sağlayarak rant elde etme şekli olarak bakmakta, NVCA ise, hem girişimci, hem de sermayedar tarafından yatırımı büyütme ve geliştirme yöntemi olarak bakmakta ve ortaklık olarak algılamaktadır. Risk sermayesi şirketlerini yönetim becerisine sahip profesyoneller olarak kabul etmektedir.

2. 1. RİSK SERMAYESİNİN GENEL ÖZELLİKLERİ

Risk sermayesi özellikle başlangıç evresinde olan şirketler için oldukça önemli bir kaynak sağlama aracı olarak karşımıza çıkar. Risk sermayedarlarının genel özelliklerini şu şekilde sıralamak mümkündür (İŞERİ, 2001, 11):

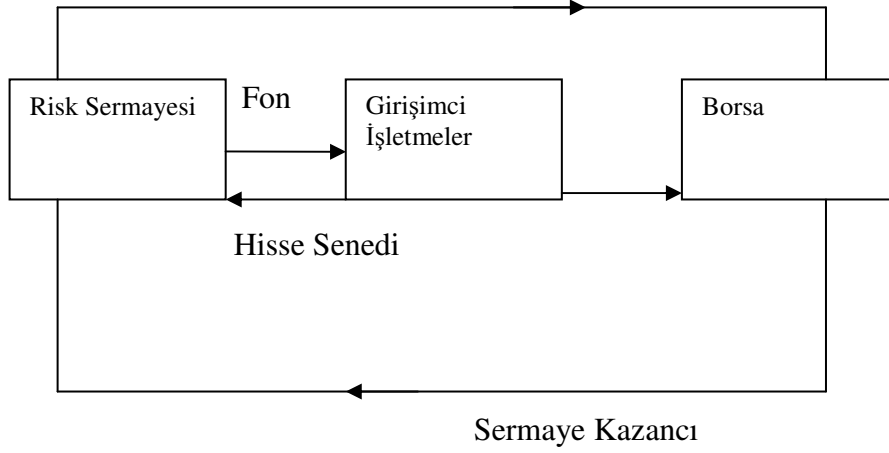
- Yeni ve hızlı büyüme potansiyeli olan şirketlere yatırım yapar.
- Bu tür şirketlerden hisse senedi alır.
- Yeni ürün ve hizmet geliştirilmesine yardımcı olur.
- Aktif şekilde şirket yönetimine katılır. Yüksek getiri beklentisi içinde yüksek riskler alır.
- Uzun vadeli düşünür.

Risk sermayesi bir finanslama şekli olarak karşımıza çıkmakla birlikte, diğer finansman türlerinden içerdiği yüksek risk faktörü nedeni ile ayrılmaktadır. Risk sermayesi kavramı içinde iş planları oluşturmak ne denli önem taşıyorsa, doğru insan (veya organizasyon) ve uygun fikirlere yatırım yapmak aynı derecede, hatta belki daha da fazla önem taşımaktadır.

Risk sermayesi yatırımı bir yatırım projesinin taşıdığı riske katılım ve ortaklık anlamında olup, hisse senedi karşılığı yatırımlara sermaye aktarımı şeklinde gerçekleşir. Risk sermayesi yatırımı aktif bir yatırım şeklidir ve katılan yatırımcılar açısından uzun vadeli bir yatırımdır. Başka bir deyişle risk sermayesi fonu, yatırımdan sağlayacağı kazancı hisse senetlerinin beş- on yıl gibi bir sürede borsada satışından elde edeceği gelirlerle sağlar.

Geleneksel finansman araçları, yeni girişimcinin değişen ihtiyaçlarına cevap vermekte yetersiz kalmaktadır. Bu noktada devreye giren risk sermayesi, yeni fikir veya teknolojilerin gelişip ticarileşmesi ve değer kazanması sonucu, girişimci şirketin hisse senetlerinin değerinin artması esasına dayanmakta ve ortaya çıkan değer artışı, risk sermayedarının kazancını oluşturmaktadır.

Şekil 7: Risk Sermayesinin Çalışma Sistemi



Kaynak: EVCA, 2000, 16

Risk sermayesinin konu edilebilmesi için bazı ön kabullerin varlığı şarttır (İŞERİ, 2001, 14). Bunlardan birincisi; yeni veya ileri bir teknolojinin geliştirilmesine olanak sağlayacak araştırma ortamı ve araştırmaların gerçekleştirilmesidir. İkincisi ise; yapılan çalışmalar sonucunda ortaya çıkan yeni fikir, ürün veya hizmetlerin ticari biçime dönüştürebilecek yetenek ve olanaklara sahip girişimcilerin varlığıdır.

Risk sermayedarı yeni fikirleri değerlendirmek, potansiyelini tahmin etmek ve somut bir projeye dönüştürebilmek için gerekli yetenek ve tecrübeye sahip olmalıdır. Risk sermayedarının rolü, sadece yeni projelerin geliştirilmesine karar vermek değildir. Aynı zamanda şu işlemlerin gerçekleşmesine aracı olmaktadır (VAKIFRİSK, 2003, 04):

- İşletme stratejisinin belirlenmesi
- Şirket mali yapısının periyodik olarak plânlanması
- Bütçe sisteminin geliştirilmesi
- Pazar problemlerinin çözümü
- Nakit akış yönetimi ve kontrolü sayesinde riskin azaltılması
- Pazarlama, yönetim, finans ve üretim dallarında kalifiye personelin bulunmasına yardım edilmesi

Bunun iki nedeni vardır. İlki, küçük ve orta boy işletmelerin yönetsel deneyimleri risk sermayesi şirketlerine oranla daha azdır. İkincisi ise, risk sermayesi şirketi riski azaltmak için işletmeyi kontrol altında tutmak isteyebilir.

2. 2. RİSK SERMAYESİNİN TARAFLARI

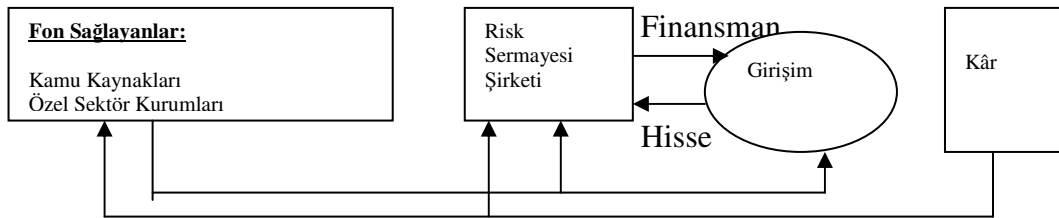
Risk sermayesinin tarafları; mucitler, girişimciler ve risk sermayedarı olmak üzere üç grupta toplanabilir (AYDIN ve BAŞ, 1992, 02). Her birinin yöntem içerisinde üstlendiği rol farklıdır.

2. 2. 1. Mucitler

Mucitler teknik anlamda, belirli bir sorunun çözümünü icat eden kişilerdir. İcatlar yeni bir ürün veya varolan ürüne yeni kullanım alanı yada üretim şeklinde yenilik olmak üzere gruplandırılabilir. Mucitler denince akla hemen bilim adamları gelse de, icatların bir çoğu amatörler tarafından gerçekleştirilmiştir.

Her girişimci bir mucit olamayacağı gibi, her mucit de bir girişimci olamaz. Örneğin; Thomas Edison sayısız bilimsel buluş yapmasına rağmen, başarılı biri girişimci olamamış ve icatlarının patent haklarını başkalarına satarak, elde edebileceğinden çok daha az kazanç elde etmiştir.

Şekil 8: Risk Sermayesinde Taraflar



Kaynak: NVCA, 2000, 15

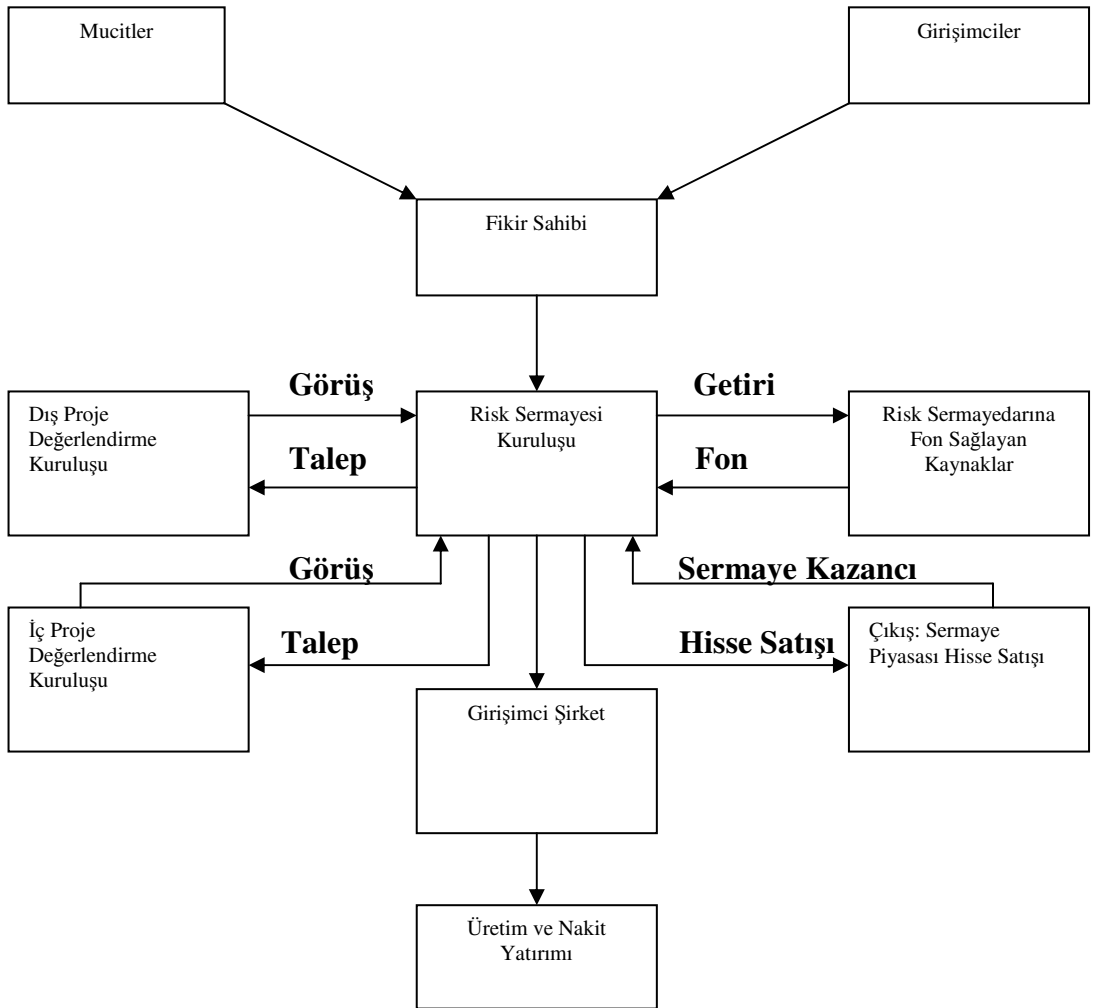
2. 2. 2. Girişimciler

Girişimciler; birinci bölümde özetlendiği üzere, yeni pazar, yeni tedarik ve finans kaynakları bulup, yeni ürün veya üretim tekniği geliştirerek refah üretme kapasitesi yaratan kişidir (VAKIFRİSK, 2003, 04). Her mucidin bir girişimci olması gerekmediği gibi, her girişimcinin de bir mucit olması gerekmez.

2. 2. 3. Risk Sermayedarı

Risk sermayedarı; genel anlamda risk sermayesi sağlayan kişi veya kuruluşlardır. Risk sermayesi şirketi, çeşitli kaynaklardan sağladığı fonları yeni girişimlere yatan kuruluşlardır (NVCA, 2003, 02). Risk sermayesi şirketleri, diğer proje değerlendirme ve danışmanlık kuruluşlardan da yardım alabilir.

Şekil 9: Risk Sermayesi Taraflarının İlişkileri



Kaynak: EVCA, 2001, 17

2. 3. RİSK SERMAYESİNDEKİ RİSK FAKTÖRLERİ

Açık bir ifade ile risk, “fiilen gerçekleştirilebilecek verim ile ilgili belirsizlik” olarak tanımlanır (TOROSLU, 2000, 02). Genel olarak risk kavramı; bir yatırımda, bir işletmede gerçekleşmiş bir başarısızlık değil, sadece başarısızlığa uğrama olasılığı ve bu olasılığı ifade eden bir kavramdır.

Belirsizlik ve risk kavramları birbiri yerine kullanılsa da, ikisinin anlamlarının karıştırılmaması gerekir (BOLAK, 1998, 162). Risk kavramı ile, gelecekteki olayların alternatif sonuçlarının ortaya çıkma olasılıkları bilinebildiği halde, belirsizlik kavramında, gelecekteki bir olayın ortaya çıkma olasılığına ait alternatifler arasındaki dağılım hakkında net bilgi bulunmamaktadır.

Risk sermayesindeki risk faktörlerinin ortaya çıkışında iki neden vardır. Bunlardan bir tanesi, daha önceden denenmemiş bir yeniliğin söz konusu olması, bir diğeri de, yeniliğin ticari anlamda değer kazanması için gereken sürenin uzun olmasıdır (5-10 yıl arası).

Risk faktörleri içinde teknoloji riski, üretim riski, finansman riski, demode olma riski, yönetim riski, pazarlama riski yer almaktadır (KAYA, 1992, 28) (TUNCEL, 1996, 03).

2. 3. 1. Teknolojik Risk

Girişimcinin yeni teknolojiler geliştirme ve uygulayabilmesi ile ilgili risklerdir (TOROSLU, 2000, 02). Genellikle Ar-Ge çalışmaları sırasında, girişimcilerin yeterli deneyime sahip olmamasından veya fonun bu aşamadaki çalışmaları karşılayacak kapasitede olmamasından kaynaklanır.

Ar-Ge çalışmalarının tutarını önceden kestirebilmek oldukça güçtür. Genelde, bu çalışmalar, hedeflenen bütçelerin çok üzerine çıkabilmektedir. Üzerinde çalışılan projeler, benzerleri olmadığı için kıyaslama yapma olanağından da yoksun olduğundan, gereksinim duyulan fon tutarı da belirsiz olabilmektedir.

2. 3. 2. Üretim Riski

Kullanılan teknolojinin büyük ölçekli üretime uygun olmamasından kaynaklanan risktir. Bu tür bir risk, üretilen örnek ürünün (numune) pazarlanabilir bir ürüne dönüştürülememesinde de söz konusudur.

Gelişmiş ülkelerde ve çok uluslu büyük işletmelerde araştırma ve geliştirmeye bütçelerden çok büyük paylar ayrılmaktadır. Buna karşılık ticari anlamda üretimde kullanılabilecek yeniliklerin sayısı oldukça azdır. Bir işletmenin yaptığı çalışmalar sonucu bir yenilik ortaya çıkabilir. Ancak; bu yenilik bir ürün olarak veya ürünün üretiminde kullanılacak düzeyde ticari olmayabilir.

2. 3. 3. Pazarlama Riski

Üretim aşamasındaki problemler aşılmıştır. Ürünün pazara sunumu, pazar büyüklüğü, rekâbet koşullarının varlığı durumunda ortaya çıkan bir risktir. Diğer bir deyişle, ürünün pazarlama aşamasındaki performansına bağlı olan bir risktir.

Risk sermayesi şirketi ve girişimcinin bu yatırımdan elde edeceği gelir, bir anlamda bu riskin varlığıyla yakından ilişkilidir. Ürün satılmazsa veya arzu edilen pazar seviyesine ulaşmazsa yatırımdan beklenen gelir elde edilemeyecektir.

2. 3. 4. Yönetim Riski

Yatırım yapılan işletmenin yönetim zafiyetlerinden kaynaklanabilecek risklerdir. Yöneticilerin tecrübesiz olma veya bilgilerinin yetersiz kalması ihtimalleri yönetim riskini doğurur.

Risk sermayesi, girişimcilere finansman desteği sağlarken, aynı önemde olan yönetim yeterliliği de sağlamaktadır. Deneyimli ve uzman kadrosu ile, girişimlerde ortaya çıkabilecek yönetim riskinin giderilmesi için çalışmaktadırlar (ÇETİNDAMAR, 2002, 15).

Risk sermayesi şirketine fon sağlayan kişi veya kuruluşlar, şirketin yatırım yaptığı girişimin iyi yönetildiği varsayımı ile hareket ederler. Çünkü; yatırımın başarısı,

yönetimin üretimi gerçekleştirip, satışı yapabilmesi ile doğrudan bağlantılıdır (ACAR, 2001, 29).

2. 3. 5. Demode Olma Riski

Teknolojik yenilik içeren ve mamul ömür eğrisi kısa olan ürünlerde pazar koşullarının ürün yeterli satış hacmine ulaşmadan teknolojisini eskitme riskidir. Örneğin; bilgisayar, elektronik ve iletişim sektöründe mâmül ömür eğrisi, diğer sektörlerle oranla çok daha kısa olmakta, bu nedenle yatırım süresi olarak daha kısa bir süre öngörülmektedir. Bu sektörler, demode olma riskinin daha yüksek olduğu sektörler olarak tanımlanmaktadır. (CHRISTOFIDIS ve DEBANDE, 2001, 56).

Bir ürünün üretim aşaması işletme veya girişimci için ne kadar başarılı olursa olsun, o ürün beğeni veya zevklere uygun düşmüyorsa yada daha yeni bir modeli piyasada mevcutsa, satılma şansını yitirmiş demektir.

2. 3. 6. Finansman Riski

Üretim aşamasında ürünleri pazara eksiksiz taşıyacak ek finansmanları temin edememe riskidir. Üretime başlanmıştır, ancak; ek finansman yetersiz kalmıştır. Başlangıç aşamasının sonunda ortaya çıkan bir risktir.

Bu riskin azalıp çoğalmasında, girişimcinin tercih ettiği finansman yöntemi büyük önem taşır. Bütün aşamaları kapsayacak türde bir finansman tercihi yapılmamışsa veya ürünün özelliklerine uymayan bir finansman yöntemi seçilmişse, üretimden nihai tüketiciye ulaşıncaya kadar geçen sürede bu riskin ortaya çıkması kaçınılmazdır.

Özellikle teknolojik yenilik içeren girişimlerin finansmanında risk sermayesinin tercihi, bu riskin azaltılmasında önemli bir rol üstlenecektir. Daha kısa süreli finansman kaynakları (örneğin; kısa vadeli banka kredisi,) bu riski artıracaktır.

2. 4. RİSK SERMAYESİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ

Tarihte yaklaşık ticaretin olduğu bütün toplumlarda risk sermayesi olarak adlandırılmasa da, benzer yöntemlerin uygulandığı görülmektedir. İslamiyet öncesinde Arap yarımadasında ve Orta Çağ Avrupa'sında benzer yöntemlerle, değişik isimlerle, yatırım, finansman ve girişimcilik ilişkisine rastlanmaktadır.

Her toplumun ve her dönemin kendi özel koşullarına göre şekillenmiş bir ticaret hayatı ve yatırım –finansman ilişkisi olmuştur. Günümüz modern iş hayatında olduğu gibi, eski çağlarda ve ticareti önemseyen toplumlarda, birikimi ile yatırım yapıp, para kazanmayı düşünen sermayedarlar ve sermaye sıkıntısı çeken, iş yapma isteğine sahip, gerekli özellikleri taşıyan girişimciler bir şekilde buluşmuşlardır. Burada sermayeyi sadece para olarak değil, takasta kullanılabilir mal, hayvan, insan ve diğer maddi değerler olarak kabul etmek gerekir (ARK, 2002, 01). Tarihte çok uzun dönemler boyunca, günün koşulları gereği insan (köle) ticareti de yapılmış ve insan çoğu zaman sermaye olarak kabul edilmiştir.

Elbette gerek girişimci özellikleri açısından, gerekse iş konuları bakımından işleyişi farklı olmakta birlikte, öz nitelikleri bakımından günümüzle benzerlikler göstermektedir (ARK, 2002, 01).

Dönemler ve coğrafi farklılıklar açısından ele alınacak olursa, en sık rastlanan biçimleri; Mudaraba, Murabaha, Muşaraka (İnan), Commenda, Venture Capital ve Private Equity olarak adlandırılabilir.

Sadece para değil; insan, mal, hayvan ve diğer kıymetli değerlerle birlikte risk sermayesine benzer uygulamaların kökenini, “Narruqum” olarak Asurlulara kadar götürmek mümkündür (ARK, 2002, 02). Çağdaş kullanımına en yakın şekli ise İslamiyet öncesi dönemde Hicaz Yöresinde görülmektedir. Arapça'da darb kökünden türemiş bir kelime olan mudaraba; yola çıkmak, yeryüzünde dolaşmak gibi anlamlara gelir. Ticaret için sefere çıkmaya da, darb'un f'it Ticare demişlerdir.

Mekke ve Medine'deki kabilelerin, buldukları coğrafi bölge özellikleri nedeni ile diğer gelir kaynakları sınırlı olduğundan, en önemli iş konuları ticaret olmuştur. Güneyde yer alan zengin Yemen ve kuzeyde yer alan gelişmiş kavimler arasında bulunan bu bölgede, iklim nedeni ile sınırlı tarım yapılabilmekteydi. Bu nedenle ticareti ve kervancılığı iyi bilen, Yollarda çeşitli tehlikelere karşı yeterince güçlü ve dayanıklı

olan kişiler, sermaye sahiplerinden sermaye temin ederek yazları kuzeydeki Suriye'ye, kışları güneydeki Yemen'e seferler düzenlenirdi. Bu şekilde emek ve sermaye, mudaraba adı altında ve belli bir proje için bir araya gelir ve kâr; başta öngörülen oranda paylaşılırdı (GAFOOR, 1995, 136).

İslâmiyet öncesi dönemde uygulanan mudaraba sistemi, İslâmiyet döneminde de aynen korunmuştur. İslâm Hukuku olarak adlandırılabilen Mecelle'de, Mudaraba işlemi aynen İslâmiyet öncesinde olduğu gibi tanımlanmış, sermaye sahibine, Rabbü'l Mal, emek sahibine (girişimci) ise Mudarib denilmiştir.

İki çeşittir. Zaman, yer, ticaret çeşitleri ve alışveriş yapılacak kişileri belirlemede sınırsız olan çeşidine mutlak mudaraba, belli coğrafi bölge ve/veya ticaret sınırlaması olan çeşidine mudaraba-ı mukayyede denilmektedir (ARK, 2002, 02). Zarar tamamen sermaye sahibine ait olmakla birlikte, anlaşmalar mutlak değil, oranlar üzerinden yapılırdı.

Bu uygulama, günümüz faizsiz bankacılık ve özel finans kurumlarındaki uygulamanın temelini oluşturmaktadır (ÇİZAKÇA, 1996, 100).

Mudaraba ile eş dönemli olarak kullanılan bir sistem olan murabaha sisteminde; sermaye sahibi, girişimci olarak adlandırılan kimsenin ihtiyacı olan makine, ekipman, hammadde veya yardımcı maddeyi önce kendisi satın alır, daha sonra belli bir kâr marjı ile peşin veya vadeli olarak girişimciye satar. Sermaye sahibine riski üstlenmeden kâr imkânı sağladığı için tercih edilen bir sistem olmuştur.

Muşaraka, diğerleri ile aynı dönemlerde kullanılan bir sistemdir. Burada hem sermaye sahibi, hem de girişimci bir miktar sermaye koymakta, kâr; mutlak değerler üzerinden değil, oranlar üzerinden bölüşülmektedir. Her iki taraf da sermaye koydukları için sermaye sahipleri olarak, mudaraba sistemindeki haklara sahiptirler. Savaşlarda yetim kalan çocuklara ait, babalarından kalan para, mal, hayvan, v.s. gibi varlıkların, İran- Medine arasında sefer düzenleyen tüccarlara sermaye olarak verilmesi ve kârın, hak sahipleri arasında paylaşılması sistemidir.

Ortaçağ Avrupa'sında Selçuklu Türkleri nedeniyle kapanan hac yollarının açılması için düzenlenen haclı seferleri, İslâm dünyasında uygulanan ticaret yöntemlerinin de Avrupalılarca benimsenmesini sağlamıştır.

Commenda kelimesine, yazılı metin olarak ilk defa İtalya'nın kuzeyindeki bir belgede, M.S. 976 yılında rastlanır. Aslen Latince kökenli bir kelimedir. "çok

güvenilen” anlamına gelmektedir. Mudaraba yöntemine benzer (TOROSLU, 2000, 115).

Arap yarımadasında kervanlarla yapılan ticaretin, İtalyanlar başta olmak üzere İspanyollar, Portekizliler ve diğer uluslar tarafından gemilerle, aynen mudaraba usulleri ile uygulanmasıdır. Avrupa’da risk sermayesi modelinin öncüsü olarak kabul edilmiştir.

Stan olarak adlandırılan varlıklı ve zengin tüccarlar, sermayesi olmayan ve tractator olarak adlandırılan girişimci gemi kaptanlarına, kârın büyük bölümü ve zararın tamamı kendilerine ait olmak üzere sermaye verirlerdi. Gemi kaptanları da Adventure adı verilen seferlere çıkarak, Hindistan ve Uzakdoğu ile ticaret yaparlardı. Risk sermayesi Latince kökenli olmakla birlikte, İngilizce karşılığı olan venture capital kelimesi, macera sermayesi olarak buradan gelmektedir (ARK, 2002, 03).

Günümüz risk sermayesi uygulamalarına benzerliği sadece isim yönünden değildir. Ortaçağda uygulanan yöntemi ile, gemiyi ve gemi yükünü kaybetme riskinin yüksek olması, bu yüksek riske karşılık kazancında yüksek olması özelliği, günümüz uygulamaları ile birebir örtüşmektedir. Her ikisinde de zarar sermaye sahibine aittir. Girişimci taraf zarara katılmaz. Kâr, hiç bir zaman mutlak değerler üzerinde değil, oranlar üzerinden hesaplanır. Her iki uygulama da, sadece belli bir iş için kullanılmakta ve sona ermektedir.

2. 5. A. B. D. VE AVRUPA’DA RİSK SERMAYESİ

Risk sermayesinin insanlık tarihindeki başlangıcı mudaraba ile olmuş, ortaçağda Avrupa’da commenda ile ticaret hayatına girmiştir (ARK, 2002, 03). 17.yüzyılın sonlarından itibaren ortaklıklar, ilk ticaret kanunları etrafında şirketleşmiş ve böylelikle commenda’nın bazı özellikleri ortadan kalkmıştır. Örneğin; belirli bir amaç etrafında geçici olarak birleşme, ileri derecede risk alma, yüksek oranda gelir isteği, girişimciye güven mekanizması, yeni oluşmaya başlayan şirketleşme girişimleri nedeniyle yerini, istikrâra, uzun vadeye ve sermaye temelinde ortaklıklara bırakmıştır.

Bu dönem, İngiltere’de 19. yüzyıl başlarında sanayileşme hareketleri ile birlikte, çok az sayıda ve farklı uygulamaları bünyesinde barındıran biçimiyle II. Dünya Savaşı sonuna kadar devam etmiştir.

1940-1945 yılları arasında, dünyada o döneme kadar görülmemiş derecede kanlı ve ulusların kaderini etkileyen bir savaş yaşanmıştır. Sonrasında Amerika Birleşik Devletleri'nde boş kalan devasa bir savaş sanayi, sadece savaşta kullanılmak üzere geliştirilmiş yeni buluş ve teknolojiler, yeniden düzenlenmesi gereken dünya sistemleri ve savaştan dönen binlerce Amerikalı işsize yeni iş sahaları açılması sorunu baş göstermiştir (TOROSLU, 2000, 116).

Amerika'nın göçmen atalarından gelen girişimci ruhları, risk sermayesi uygulamalarını venture capital olarak ortaya çıkarmış ve o günden bu yana başarı ile uygulamıştır.

II. Dünya Savaşı sonrasında Laurence Rockefeller, cephede birlikte savaştığı asker arkadaşlarına, savaştan sağ dönmeleri halinde iş kurmak için yardım sözü vermiştir (SEVİN, 1993, 38). Savaştan sonra iş kurmak isteyen arkadaşlarının müracaatı üzerine Rockefeller, arkadaşlarına söz verdiği gibi yardım etmiş, ancak; bu yardımı bir borç veya kredi olarak değerlendirmek yerine, kurdukları işletmelerden hisse alarak onlara ortak olmuştur. Bu girişim, modern anlamda ilk risk sermayesi uygulaması olarak adlandırılmaktadır (ARK, 2002, 04).

Risk sermayesi aslen Fransız olan Harvard profesörlerinden General George Doriot tarafından Amerika'ya tanıtılmıştır. Doriot, Fransa'nın Kuzey Afrika sömürgelerinde tanıdığı mudaraba uygulamasını, Fransız ihtilâlinde sonra Fransa Ticaret Hukuku'nda kendine yer bulan, komandit şirketler (société commandit) bilgisi ile geliştirerek, savaş sonrası Amerika'sında oluşan uygun zemin sayesinde anlatarak, risk sermayesi fikirlerinin yayılmasında önemli bir rol üstlenmiştir.

Modern anlamda risk sermayesi şirketlerinin ilk ortaya çıkışının Amerika Birleşik Devletleri Boston Eyaleti'nde kurulu bulunan, Massachusetts Teknoloji Enstitüsü (Massachusetts Institute of Technology, MIT) profesörlerinden bazıları tarafından, 1946 yılında kurulan Amerikan Araştırma ve Geliştirme Birliği (American Research and Development Corporation, ARDC) ile olduğu kabul edilmektedir. Bu birlik, ilk kamu risk sermaye şirketi olarak, risk sermayesi yatırımları için kurumsal bir örnek teşkil etmiştir (BYGRAVE ve TIMMONS, 1992, 15).

1953 yılında bazı bankalar ve yatırım şirketleri, küçük ve orta ölçekli işletmelere uzun vadeli fonlarla finansman sağlamak için, Küçük İşletmeler İdaresi (Small Business Administration, SBA)'ni kurmuşlardır (ÇETİNDAMAR, 2002, 19).

1958 yılında, Federal Rezerv Sistemi (Federal Reserve System, FRS) tarafından çalışmalarda, SBA' da yer alan üyelerin, daha çok kısa vadeli kredilere ve işletme sermayesine yöneldikleri saptanmıştır. Bu nedenle aynı yıl, Küçük İşletmelere Yatırım Kanunu (Small Business Investment Act, SBIA) yürürlüğe konularak, SBA iznine ve denetimine tabi, kâr amacı güden, küçük ölçekli işletmeler oluşturulmuştur. Aynı zamanda bu sektöre yapılacak özel sektör yatırımlarını teşvik etmek amacıyla, vergi indirimleri getirilmiş ve borçlanma olanakları artırılmıştır (ACAR, 2001, 26).

Bu yasaların 1978 yılında yeniden yorumlanması ile, emekli sandıklarına ait fonların, %2,5'lük kısmının risk sermayelerine yönlendirilmesi de büyük bir destek olmuştur (HENDERSON, 1988, 230).

Bütün bu çalışmaların temelinde, 1931 yılında İngiltere'de tespit edilen ve "McMillan Gap" (McMillan Açığı) olarak adlandırılan bir teşhis yer almıştır (EVCA, 2003, 04). Bu tespit, 100.000 Sterlin ve altındaki finansman ihtiyacını, yapılandırılmamış borsa dışı sermaye piyasalarından elde eden şirketlerle, 1.500.000 Sterlin ve fazlası finansman ihtiyacını borsadan temin etmek isteyen şirketler arasındaki boşlukta yer alan şirketlere dikkat çekmektedir.

Bu şirketler, büyük finansman ihtiyacı içinde bulunmaktadırlar. Gerekli büyüklük ve kriterlere sahip olamadıkları için borsadan fon sağlayamazken, bankaların talep ettikleri teminatları veremedikleri, geçmiş performans kriterlerini sağlayamadıkları veya yeni girişim oldukları için bankalardan da kredi temin edememektedirler. Bu şirketler iş fikrine sahip olmalarına rağmen, mevcut bankacılık sistemi içinde yer alamamaktadırlar (ARK, 2002, 04). Bu tür işletmelerin bir sistem içinde desteklenmesi gereği, risk sermayesi uygulamalarına büyük bir itici güç olmuştur. Sonuçta; 1971 yılında, Gelişmekte Olan Şirket Hisseleri Piyasası (National Association Securities Dealers Automated Quotations, NASDAQ) olarak adlandırabileceğimiz borsanın faaliyete geçmesi ile büyük hacim kazanmıştır.

Amerika Birleşik Devletleri'nde 1969 yılı risk sermayesi yatırımları, 2,3-3 milyon \$ tutarında iken, bu rakam; 1975'te 250 milyon \$, 1985'te 6,5 milyar \$, 1999'da 48 milyar \$ ve 2000 yılında 103 milyar \$ dolayında olmuştur (CEYLAN, 2002, 190-191).

Avrupa, commenda dan sonra risk sermayesinin etkinliğini kaybettiği bir döneme girmiştir. Amerika'da yıllar itibariyle meydana gelen gelişmelere seyirci

kalmış, daha çok Amerika ve Uzak Doğu kökenli yatırımlarla büyümesine devam etmiş, yenilik ve değişim yarışında bir takipçi olabilmiştir (UĞURLU ve CİVAN, 2002, 89).

İngiltere, risk sermayesi modelinin Avrupa ülkeleri içinde en fazla gelişme gösterdiği ülke olmuştur. İngiltere’de risk sermayesi alanındaki ilk çalışmalar, 19. yüzyıl başlarında, Stephenson, Arkwright, Crompton ve Brunel gibi zengin bireylerin, İngiltere endüstri devrimi sırasında yatırım projelerin finansmanında kullandıkları fonlara dayanmaktadır (TOROSLU, 2000, 116).

İngiltere’de risk sermayesi kavramı, Amerika Birleşik Devletleri’ndeki kavramdan daha farklıdır. İngiltere’de risk sermayesi, private equity olarak adlandırılmakta ve tanım gereği, borsada kotasyonu olmayan girişimlere hisse alımı yolu ile veya borç vererek sağlanan sermayeyi ifade etmektedir. Amerika’da risk sermayesi olarak kullanılan venture capital tanımı ise, private equity’nin altında yer almaktadır.

Avrupa’nın çeşitli ülkelerinde private equity ve venture capital eş anlamlı olarak kullanılırken, Amerika’da bu ayırım çok net biçimde kendini göstermektedir. Örneğin; İngiltere’de şirket hisselerinin kendi yönetici kadrosu tarafından toplanarak, yönetimin ele geçirilmesi (Management Buy Out) işlemi veya dışarıdan başka yöneticiler tarafından hisselerin toplanarak yönetimin ele geçirilmesi (Management Buy In), bir risk sermayesi işlemi sayılırken, Amerika’da bu işlemler risk sermayesi olarak adlandırılmamaktadır (ARK, 2002, 05).

Bugünkü anlamıyla ilk risk sermayesi oluşumu, 1930 yılında ilk profesyonel fon olan Charterhouse’ un kurulmasıyla gerçekleşmiştir. Charterhouse, bir risk sermayesi şirketi değil, sadece yatırımları finanse eden bir fondur. Bu fon, birkaç küçük yatırımı finanse ettikten sonra etkinliğini kaybetmiştir.

İngiltere’de ilk risk sermayesi şirketi, 1945 yılında, Bank of England önderliğinde, Sanayi ve Ticari Finans Birliği (Industrial and Commercial Finance Corporation, ICFC) olarak kurulmuştur. Başlangıçta ismi ICFC olan şirket, daha sonra Sanayi Yatırımları (Investments In Industries, 3i) adını almıştır. Bu şirket, II. Dünya Savaşı’ndan sonra ortaya çıkan işsizlik sorununa çözüm bulmaya ve teknoloji alanında söz konusu olan yenilikleri sanayiye kazandırmaya yönelik amaçları kendisine konu edinse de, 1980’li yıllara kadar çok fazla faaliyette bulunmamıştır (UĞURLU ve CİVAN, 2002, 90).

Risk sermayesi alanında büyük öneme sahip 3i kuruluşunun dışında, 1976 yılında kurulan Sanayi İçin Öz Sermaye Şirketi (Equity Capital for Industry, ECI), bu alandaki ilk özel risk sermayesi kuruluşu olmaktadır.

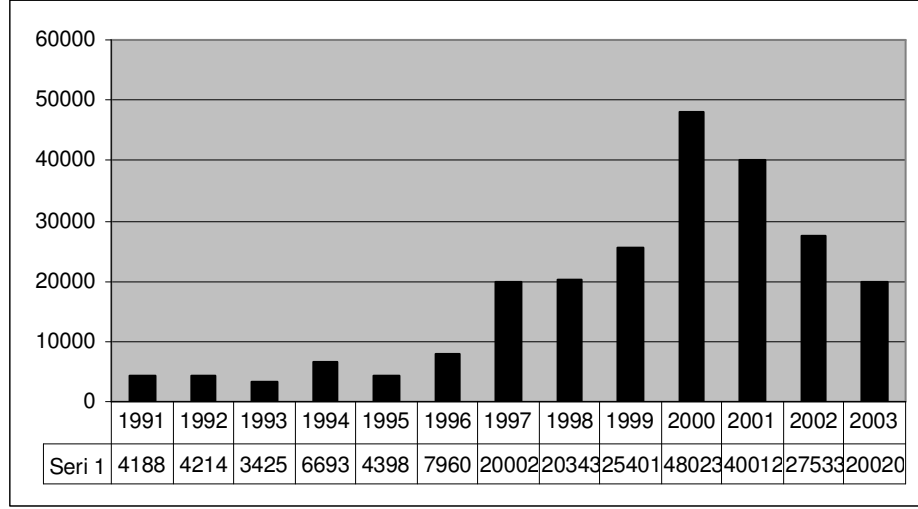
1980 yılında yasal çerçeveleri çizilen, Kotasyonu Hafifletilmiş Hisse Senetleri Piyasası (Stock Exchange of Unleashed Securities Market) ile, İngiltere’de küçük işletmelerin hisse senetlerinin, sermaye piyasasında büyük işletmelere göre daha hafif koşullarda kote edilmesi sağlanmış ve bu küçük işletmelerin hisselerinin alım satımında kolaylıklar sağlayarak risk sermayesi işlemlerine hız kazandırmıştır. Bu piyasa, Amerika’da over the counter olarak adlandırılan tezgah üstü piyasası ile benzerlikler göstermektedir.

İngiltere’de özel risk sermayesi şirketleri dışında, hükümet programları kapsamında, İş Başlatma Programı (Business Start-Up Scheme) ve İş Genişletme Programı (Business Expansion Scheme) olarak adlandırılan özel risk sermayesi fonları da oluşturulmuştur. Bu fonlar çerçevesinde hükümet, risk sermayesi için fonlar oluşturulmasını ve tasarrufların bu fonlara yönlendirilmesini teşvik etmiştir.

1981 yılında İngiliz Teknoloji Gurubu (British Technology Group) kurularak, küçük ve ileri teknoloji girişimlerine kredi ve destek vermeye çalışılmıştır (KAYA, 1992, 68).

İngiltere’deki bu gelişmeler, Avrupa’nın diğer ülkelerinde de benzer oluşumların gelişmesine yol açmıştır. 1967 yılında Fransa’da Ulusal Geliştirme ve Araştırma Ajansı (Agence Nationale de Valorisation de la Recherche, ANVAR) kurulmuştur. Fransa’da risk sermayesi alanında ağırlıklı olarak bankalar göze çarpar.

**Şekil 10: Avrupa’da Risk Sermayesi Fonlarının Zaman İçinde Büyüklüğü
(Milyon €)**



Kaynak: EVCA Yearbook, 2004, 01

Almanya’da ise risk sermayesi uygulamaları kamu sektörü önderliğinde gelişmiştir. 1978 yılında 28 Alman bankasının katılımıyla, büyük çapta bir risk sermayesi şirketi kurulmuştur. Devlet, bu şirketin zarar etmesi durumunda, bu zararın %75’ni karşılamayı garanti etmiştir. Ancak; bu girişim çok başarılı olmamış ve uzun yıllar zarar etmiştir. Zarar nedenleri arasında çok başlılık, aşırı bürokratik yapıya sahip olma gibi nedenler sayılabilir (CHRISTOFIDIS ve DEBANDE, 2001, 20).

2. 6. JAPONYA’DA RİSK SERMAYESİ GELİŞİM SÜRECİ

Batıdaki gelişmeleri sürekli olarak takip eden Japonya, başlangıçta bu ülkeler kadar başarılı olamamıştır. Bunun nedeni; Japonya’daki ekonomik ve finansal sisteme egemen olan kuruluşların büyük ölçekli kuruluşlar olması ve teknoloji geliştirme yatırımlarını bizzat bu kuruluşların kendilerinin yapması sayılabilir. Küçük ölçekli işletmeler, zamanla bu kuruluşların yönetimine girerek ortadan kaybolmuşlardır.

Bir diğer neden ise; Japonlardaki inanç sistemidir (KAYA, 1992, 71). Japonya’da işletmeler çalışanlarına çok iyi iş imkânları sunmakta ve çalışanlar,

neredeşye bir ömür boyu işverenlerine bağlı kalarak, iş değiştirmeyi veya kendi işlerini kurmayı düşünmemektedirler.

Japonya'da bütün bu olumsuz koşullara rağmen, risk sermayesi alanında önemli atılımlar kaydedilmiştir. Uzun vadeli banka kredilerine devlet garantisi sağlanması, bu gelişmelerden birincisi olmuştur.

1963 yılında Tokyo, Nagoya ve Osaka'da 3 yatırım şirketi kurulmuş ve bu şirketler 28 farklı iş kolunda faaliyet gösteren küçük ölçekli işletmelere hisse senedi veya hisse senedine dönüştürülebilir tahviller almak yoluyla ortak olarak finansman sağlamışlardır (JASDAQ, 2003, 06).

1972 yılında ticaret ve yatırım bankaları tarafından 8 özel risk sermayesi şirketi daha kurulmuş, fakat bunlar zaman içinde başarılı olamayarak kapanmıştır (RAMESH, 1995, 58).

Japonya'da risk sermayesi yatırımlarının geliştirilmesine yönelik çabalardan bir tanesi de, 1974 yılında küçük işletmeler kurma fikrinin hayata geçirilmesi amacıyla, Yeni Girişim Merkezi (Venture Enterprise Center, VEC) kurulması olmuştur (CLARK, 1987, 41).

1985 yılında, borsaya kote olma koşullarında iyileştirmeler ve çeşitli kolaylıklar sağlanarak, risk sermayesi alanında yeni iyileştirmeler gerçekleştirilmeye çalışılmıştır (RAMESH, 1995, 59).

Japonya'da risk sermayesi sektörel dağılımına bakıldığında önceliğin, elektronik, bilgisayar ve teknoloji sektörleri olduğu görülmektedir (CEYLAN, 2002, 198).

2. 7. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE RİŐK SERMAYESİ SRECI

A. B. D., İngiltere ve Japonya'daki gelişmelerin gerisinde kalmalarına rağmen, bazı gelişmekte olan ülkelerin, 1990'lı yılların başından itibaren risk sermayesi piyasalarının kendi ülkelerinde de kurulması için çalıştığı gözlenmektedir. Bu açıdan en başarılı ülkeler, güney ve güneydoğu Asya lkeleridir (VAKIFRİŐK, 2003, 33).

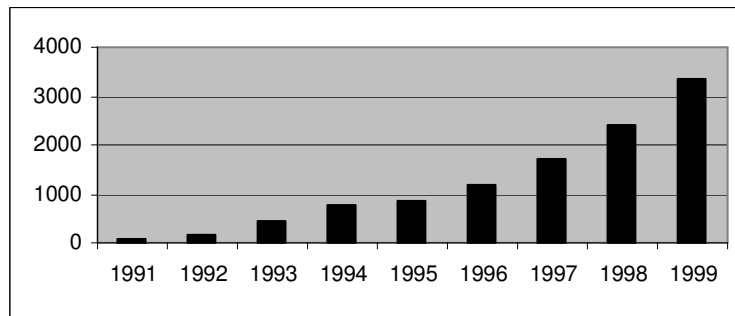
Bu bölgede yaratılan risk sermayesi fonları, 1991 yılında 21,9 Milyar \$ tutarındayken, asıl gelişimini Amerika ve Avrupa Birliği'ne paralel olarak 1998 yılından sonrasında göstermiştir (FOLTA, 1999, 06). Örneğin; sadece in ve Hong

Kong’da 1998 yılında risk sermayesi yatırımlarının tutarı 3,1 Milyar \$ olmuştur. Asya’da faaliyette bulunan ve Çin’e yatırılan risk sermayesi fonlarının tutarı da eklendiğinde bu rakam, 7,2 Milyar \$ dolayında olmuştur. Tayvan’da 1999 yılında 300 risk sermayesi şirketi tarafından, 10 Milyar \$’lık fon oluşturulmuştur (FOLTA, 1999, 07). Ayrıca Tayvan’da varlıklı bireyler (business angels) tarafından gayri resmi olarak, 10 Milyar \$’lık bir fonun girişimcilere aktarıldığı söylenmektedir (CHAN ve LEE, 2001, 98).

Avustralya’da da durum diğer Asya ve güneydoğu Asya ülkelerinden pek farklı değildir. Hükümetin bu yönde gösterdiği çabalar sonucu, 2000 yılında toplanan 1,2 Milyar \$’lık risk sermayesi fonunun %24 gibi bir bölümü uluslararası kaynaklardan, özellikle Asya ülkelerinden gelmektedir (VENTUREECONOMICS, 2003, 01).

Başarılı bir diğer ülke ise İsrail’dir. Devlet tarafından verilen Yozma fonları ile yerli ve yabancı finansmanın risk sermayesine akışı sağlanmıştır (LEIBOWITZ, 2000, 01). 5,7 Milyon nüfusu olan İsrail’de, 2000 yılında 3 Milyar \$’lık bir fon toplanarak büyük bir başarı elde edilmiştir. Bu fonların %45, yani yarıya yakın bir kısmı bilişim ve sağlık alanlarına yönelik, ileri teknolojiye dayalı girişimci firmalara aktarılmıştır. Fonların bir kısmı Amerika Birleşik Devletleri’nden gelmektedir. İsrail, A.B. D.’li risk sermayesi firmalarının yurtdışına yaptıkları yatırımlardan %7,7’lik oranla en yüksek payı almaktadır.

Şekil 11: İsrail’de Risk Sermayesi Yatırımlarının Gelişimi (Milyon \$)



Kaynak: EIB, 2001, 37

Ayrıca Dünya Bankası (World Bank, WB), gibi bazı uluslararası kurumlar da, oluşturdukları risk sermayesi fonlarını geliştirmekte olan ülkelere aktarmaktadırlar. 1997

yılında risk sermayesi destekleri Rusya Federasyonu, Kazakistan ve Ukrayna'ya verilmeye başlanmıştır.

Bu gelişmelere rağmen, gelişmekte olan ülkelerde risk sermayesi fonları küçük miktarlarda kalmaktadır. Bunun sebebini sekiz başlık altında, “profesyonel altyapı eksikliği” olarak toplamak mümkündür (VAKIFRISK, 2003):

- Finansman kaynağının yetersizliği
- Teknoloji olanaklarının kısıtlı olması
- Pazar büyüklüğünün dar olması
- Alım gücünün düşüklüğü
- Kalifiye iş gücünün eksikliği
- Girişimcilik kültürünün zayıflığı
- Menkul kıymetler borsalarının yetersizliği veya olmayışı
- Yasal yapının yetersiz kalması

2. 8. RİSK SERMAYESİ SİSTEMİNİN ÖZELLİKLERİ

Risk sermayesi şirketi (risk sermayedarı), çeşitli kaynaklardan herhangi bir faiz veya kâr payı konusunda taahhütte bulunmadan fon sağlar. Risk sermayesi sisteminin en önemli özelliklerinden birisi de herhangi bir taahhütte bulunulmamasıdır. Fon temin edenler, girişimin içerdiği yüksek riski bilmekte ve bunu baştan kabullenmektedirler. Onları bu tür bir yatırıma çeken en önemli unsur, yüksek gelir beklentisidir (SARIASLAN, 1992 10).

Karşılıklı güvene dayalı olarak bir fon kullanım sözleşmesi yapılır. Süresi 2 ile 10 yıl arasında değişmektedir. Sözleşme, fonun yönetimi için risk sermayesi şirketinin alacağı komisyonu (genelde fonun %2'si dolayındadır) ve elde edilecek gelirin ne şekilde paylaşılacağı gibi konuları kapsar. Genel uygulama; kârın %80'i fon verene, %20'si risk sermayesi şirketine kalması şeklindedir.

Risk sermayesi şirketleri müşterilerinden gelen talep doğrultusunda yatırım fonu oluşturabilir. Genelde fondan çıkışlar (exit) belli süre ile sınırlandırılır. Bu tür fonlara Belirli Süreli Fonlar (close-end funds) denir. Ancak; bazı risk sermayesi şirketlerinde fonun kullanım süresi belli değildir. Bu durumda Belirsiz Süreli Fonlar (open-end funds) söz konusudur (İŞERİ, 2001, 18).

Genel olarak bu tür risk sermayesi şirketleri limited veya anonim şirket olarak kurulur (yasalarda aksi belirtilmedikçe limited olarak kurulması yaygındır, ancak; bazı ülkelerde örneğin Türkiye’de yasa gereği anonim şirket olarak kurulma zorunluluğu vardır).

Risk sermayesi şirketleri, piyasada özgün, büyüme potansiyeli olan, yeni yatırım fikirlerine sahip girişimcilerin başvurularını değerlendirir. Risk sermayesi şirketleri, yeni girişimlere destek vermek için aradıkları koşulları beş ana başlık altında genellemektedir (VAKIFRİSK, 2003, 19):

- Teknolojik yönden yeterli düzeyde bulunması
- Projenin rantabl olması
- Yapılacak üretimin pazarlama imkanlarının bulunması
- Üretimle ilgili yeterli teknik bilgi ve teşebbüs gücünün bulunması
- Yapılacak yatırımın ekonomik, mali ve teknik olarak uygulanabilirliği

Girişimciler başvurularını iş planı (business plan) adı verilen yatırım teklifi ile yaparlar.

2. 8. 1. İş Plânı

İyi bir iş planı hazırlanması süreci, girişimcinin fikrinin hayata geçirilmesi için risk sermayedarı ile tanışması aşamasında kendini tanıtıcı en önemli adımdır. Girişimcinin neyi nasıl yapacağı, nasıl kâr edeceği, neden kendisine yatırım yapılması gerektiğini ikna edici biçimde açıkladığı bir rehberdir (CHRISTOFIDIS ve DEBANDE, 2001, 23). İş planında yer alması gereken bir diğer konu, girişimin gerçekleşmesi durumunda belli bir zaman sonra hangi konuma geleceğinin belirlenmesidir. İyi bir iş planında aşağıdaki unsurların bulunması gereklidir (KOSGEB, 2003, 36):

- Yapılacak işin tanımı
- Bu tür bir iş için gereken organizasyon yapısı
- Firmanın ürünü veya hizmeti
- Bu ürün veya hizmetin rakiplere göre nasıl farklılaştırılacağı (yeniliği)
- Rekabet avantajları
- Uzun vadede bu avantajları sürdürmek için gerekli maliyet (devamlılık)
- Ürün veya hizmetin sağlayacağı artı değer

- Hedef pazar büyüklüğü
- Büyüme hızı
- Pazarlama stratejisi
- Satış kanalları
- Projenin gerektirdiği yatırımın büyüklüğü
- Yatırımın geri dönüş şekli
- Kâra geçmek için gerekli süre
- Çalıştırılacak insan gücü

İş planı yukarıdaki konuları kapsayan ayrıntılı bilgileri içermelidir. Hatırda tutulması gereken nokta; risk sermayesi şirketinin değerlendirmeyi bu plana göre yapacağıdır (SARIASLAN, 1992, 10).

İş planına başlanırken yapılması gereken öncelikli işlem, yetkili imzaları taşıyan ve taleplerini belirten bir başvuru mektubunun hazırlanmasıdır. Başvuru mektubunda niyet ve beyan edilenlerin sorumluluğunun taşındığı açıkça belirtilir.

Başvuru mektubunu takiben girişimci ve proje hakkında detaylı bilgilerin bulunduğu ve girişimcinin kendisini risk sermayesi şirketine tanıttığı bölümlerin yer alması gerekir (BARTLETT, 1999, 76).

Risk sermayedarına gelen finansman tekliflerinin sayısı (deal flow) çoktur. A. B. D.'de risk sermayesi finansmanı için, bir firmaya müracaat edenlerin sayısı, yıl içinde, 300 ile 500 arasında değişmektedir (NVCA, 2003, 17). Bunlar arasından sıyrılıp, finansman görüşmelerine başlanabilmesi için, iş plânı hazırlığına gerekli özenin gösterilmesi gerekir. Bir iş plânında bulunması gereken unsurları on iki başlık altında toplamak mümkündür (İŞERİ, 2001, 26):

1. Girişimcinin Tanımı

- İşin amaçları
- Temel ürün ve servisler
- Pazar ve müşteriler
- Finanslama şartları hakkında kısa bilgiler

2. Şirket Tanımı

- Kuruluş tarihi
- Faaliyet gösterdiği endüstri kolu
- Şirketin kuruluş amaçları

- Bu amaçlara ulaşmak için kullanılması düşünülen stratejiler
- Şirketin rakiplerine göre üstün olduğu yönler

3. Ürünler

- Ürün tanımı ve karşılaştırmalar
- Üründeki yenilikler (varsa patentle ilgili bilgiler)
- Ürün geliştirme, Ar-Ge faaliyetleri
- Gelecekte üretilmesi planlanan ürünlerle ilgili bilgiler yer alır.

4. Piyasa ve Sektörle İlgili Bilgiler

- Piyasa ve faaliyette bulunulan sektörün geçmişi ile bilgiler
- Piyasa analizleri ve tahminler (işletme dışındaki uzman kuruluşlarca da hazırlanmış olabilir)
- Sektördeki yeni eğilimler

5. Rekabet

6. Pazarlama Programı

- Amaçlar
- Pazarlama stratejisi
- Satış ve dağıtım kanalları
- Müşteriler

7. Üretim

8. Hizmetler

9. Yönetim ve Sahiplik

- Kurucular ve kilit noktada çalışan personel
- Örgüt yapısı ve diğer personel
- Gelecekte kilit noktada çalışacak personel hakkında bilgi
- Teşvikler ve diğer destek mekanizmaları

10. Gerekli Sermaye

11. Finansal Veriler ve Finansal Tahminler

- Üç yıllık plânlar
- Beş yıllık plânlar

12. Ekler

- Detaylandırılmış yönetim profili

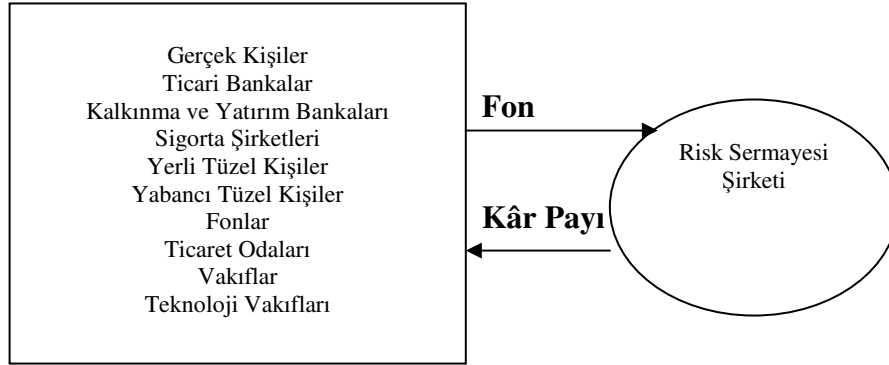
- Referanslar
- Ürün tanımlamaları

İş plânına ait belirtilen sıralamada uygulamada bazı değişiklikler görülebilir. Ayrıca iş plânında girişimcinin, yatırım giderlerine, işletme sermayesine, giderlerine, maliyetlerine ve gelirlerine ait bilgilerle, nakit akışı tablolarının da yer alması gerekir (İŞERİ, 2001, 26).

2. 9. RİSK SERMAYESİ FON KAYNAKLARI

Risk sermayesinin uygulandığı ülkelerde, mevzuat açısından farklılıklar görülmekle birlikte, risk sermayesi şirketine fon sağlayan kaynakları iki başlık altında toplamak mümkündür. Bunlar kamu kurum ve kuruluşları ile özel sektör birey ve kuruluşlarıdır (NVCA, 2003, 21).

Şekil 12: Risk Sermayesi Fon Kaynakları



Kaynak: European Investment Bank, 2001, 06

Tablo 3: Fon Kaynaklarının Avrupa’da Yıllar itibariyle Tutarı (Milyon \$)

Fon Kaynağı Türü	1999	2000	2001	2002	2003
Sermaye Piyasası Kaynaklı	58.113	552.726	198.244	38.086	85.209
Emeklilik Fonları	4.742.390	10.654.717	10.230.796	4.252.567	4.922.155
Bireysel Yatırımcılar	1.563.965	3.269.779	2.506.270	1.571.277	804.174
Akademik Kurumlar	101.434	197.928	823.484	428.325	384.843
Vakıflara Ait Fonlar	1.013.255	5.017.284	4.645.037	3.412.783	4.153.695
Bankalar	7.385.535	9.554.114	9.189.290	6.844.903	5.435.518
Özel Şirketler	2.422.498	4.787.360	2.209.361	1.896.480	1.204.650
Sigorta Şirketleri	3.354.436	5.687.227	4.700.316	3.588.538	2.214.314
Devlet Fonları	1.192.872	2.444.958	2.281.976	2.893.517	1.727.466
Kaynağı Belirsiz	1.710.272	1.844.149	1.425.084	1.109.611	4.378.627

Kaynak: EVCA Yearbook, 2004, 05

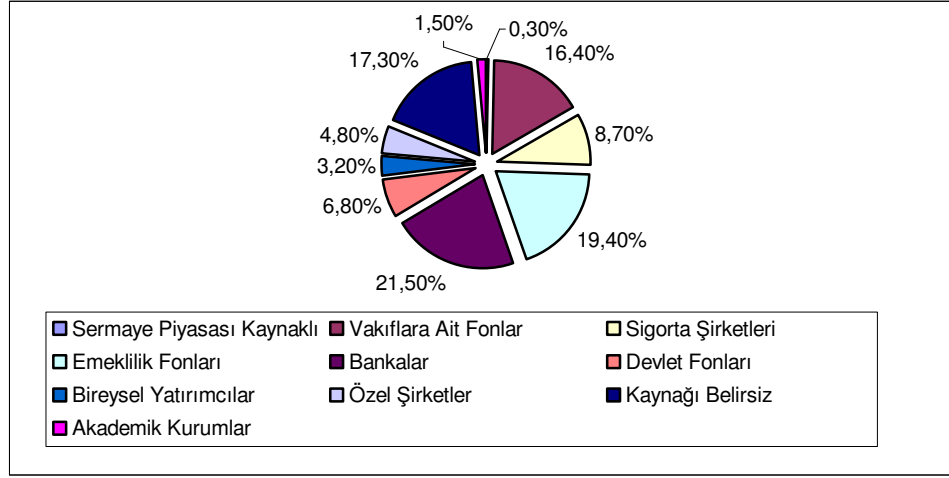
Tablo 4: Fon Kaynaklarının Ükelere Göre Dağılım Yüzdesi (2003)

Fon Kaynağı	Avrupa Ortalaması	İngiltere	Fransa	İtalya	Almanya	Hollanda	Finlandiya
Özel Şirketler	4,8	1,8	7,6	7,7	6,1	11,8	0,0
Bireysel Yatırımcılar	3,2	2,6	8,5	2,4	1,6	5,7	2,0
Devlete Ait Fonlar	6,8	6,4	3,8	3,3	24,0	4,5	1,6
Bankalar	21,5	14,8	36,3	43,8	40,7	33,3	16,8
Emeklilik Fonları	19,4	27,4	11,4	8,3	0,5	11,0	8,3
Sigorta Şirketleri	8,7	6,8	12,7	7,7	21,7	15,8	8,0
Vakıflara Ait Fonlar	16,4	19,9	10,6	19,9	3,0	14,5	34,4
Akademik Kurumlar	1,5	2,4	0,3	0,0	0,0	0,7	0,3
Sermaye Piyasası Kaynaklı	0,3	0,2	0,5	1,2	0,5	0,1	0,0
Kaynağı Belirsiz	17,3	17,7	8,3	5,8	1,9	2,7	28,5

Kaynak: EVCA Yearbook, 2004, 06

Kaynaklar arasında, bankalar, emeklilik fonları, sigorta şirketleri, varlıklı bireyler, büyük şirketler ve sermaye grupları gibi farklı kurumları saymak mümkündür.

Şekil 13: 2003'te Avrupa'da Risk Sermayesi Fon Kaynaklarının Dağılımı



Kaynak: EVCA Yearbook, 2004, 02

2. 10. RİSK SERMAYESİ ŞİRKETLERİNİN TÜRLERİ

Çeşitli kaynaklardan fon temin eden risk sermayesi şirketleri farklı türlerde örgütlenmişlerdir (VAKIFRİSK, 2003, 10). En gelişmiş şekliyle A. B. D.'de uygulanan risk sermayesi şirketlerini dört farklı başlık altında toplamak mümkündür

2. 10. 1. Özel Risk Sermayesi Şirketleri

Kurumsallaşmış risk sermayesi gruplarıdır. Bu grup, aile şirketlerini ve fonları kurumlar tarafından sağlanmış özel ortaklıkları kapsamaktadır. Özel risk sermayesi şirketlerinin ilk kurulanlarından bazıları A.B.D.'de Rockefeller, J.H. Whitney gibi varlıklı aileler tarafından kurulmuştur (TOROSLU, 2000, 116).

40 ve 50'li yıllarda faaliyet gösteren bu tür şirketler, risk sermayesinin başlangıcını teşkil etmektedir. Günümüzde risk sermayesi sistemine, sermaye özel ortaklıklar kanalıyla veya aileler adına kurulmuş vakıflar aracılığıyla gelmekte birlikte, sistemin başlangıcını oluşturan aile şirketleri sektördeki en deneyimli yatırımlar arasında bulunmaktadır.

Bu tür şirketlerce finanse edilen girişimler genelde "limited şirket" olarak yapılmaktadır. Yönetim kurullarında risk sermayesi şirketi de söz sahibi olmakta ve

konulan sermayenin %2,5 veya %3'ü kadar yönetim ücreti almaktadırlar. Sözleşmelerde aksi belirtilmedikçe genel uygulama olarak, uzun vadede koydukları sermaye karşılığı %20 kâr payı almaktadırlar (KOBİNET, 2003, 02).

2. 10. 2. Finansal Kurumların Risk Sermayesi Şirketleri

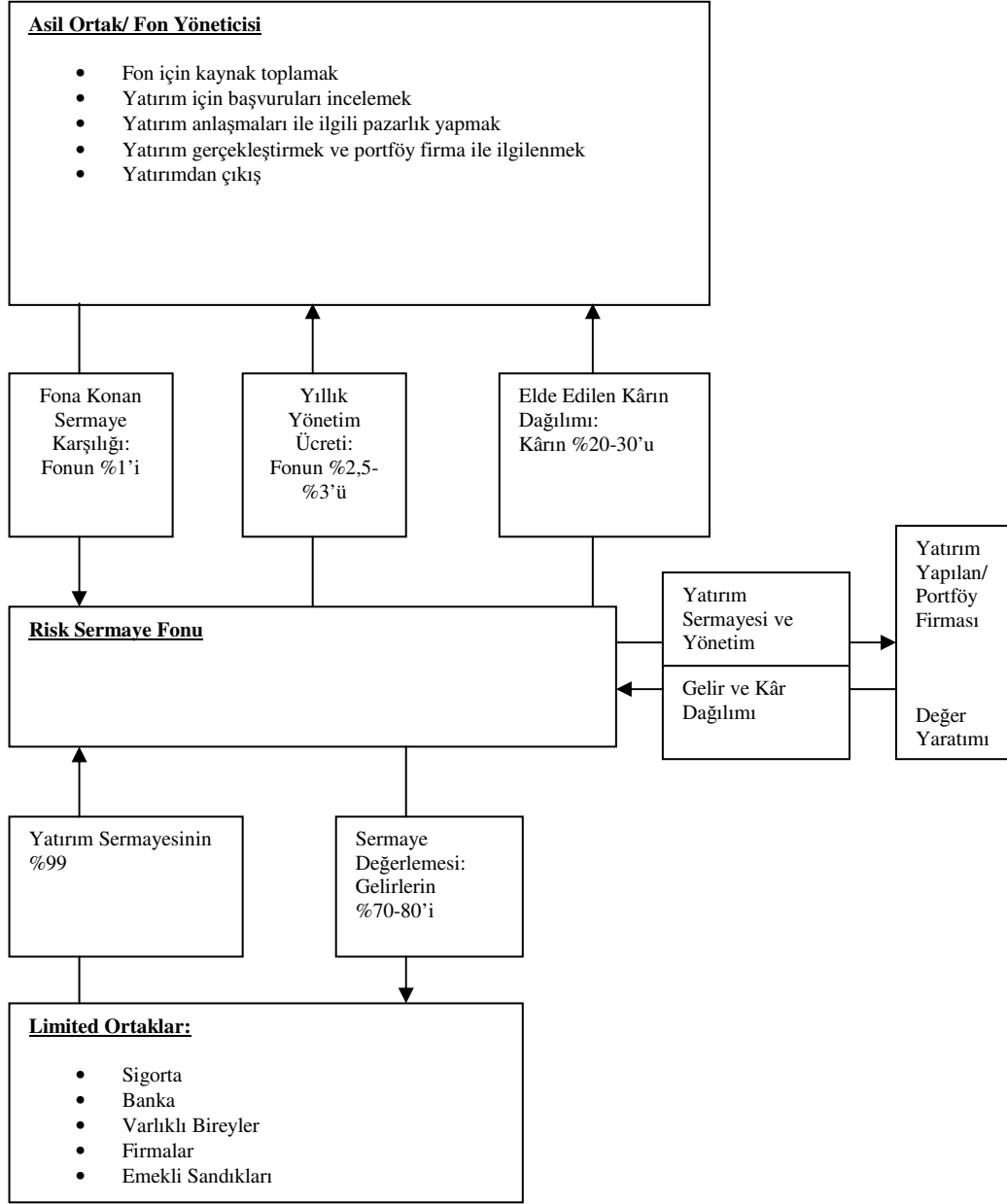
Ticari bankaların ve sigorta şirketlerinin bir çoğu, kendi kredi koşullarına uymayan, risk ve getiri potansiyeli yüksek girişimlerin finansmanı için risk sermayesi şirketleri kurmuşlardır.

Örneğin; Bank of America, First Boston International, First National of Chicago gibi büyük ticari bankalar, risk sermayesi sağlayan yatırım bankaları kurmuşlar ve aktif olarak piyasaya girmişlerdir.

2. 10. 3. Finansal Olmayan Kurumların Risk Sermayesi şirketleri

Yaklaşık 90 büyük sanayi şirketi risk sermayesi bölümleri oluşturmuşlardır. 100'den fazla sanayi şirketi de kendilerine ait olmayan ortaklıklara yatırım yapmış veya doğrudan risk sermayesi yatırımlarında bulunmuştur. Risk sermayesi sağlayan büyük şirketler arasında General Electric, Texaco, Kodak, 3M, Xerox sayılabilir (CHRISTOFIDIS ve DEBANDE, 2001, 06). Bu fonların 2001 yılında A.B.D.'deki büyüklüğü yaklaşık olarak 1,9 Milyar \$'dır.

Şekil 14: Risk Sermayesi Şirketlerinin İşleyişi



Kaynak: Çetindamar, 2002, 05

2. 10. 4. Küçük İşletme Yatırım Şirketleri

Küçük İşletme Yatırım Şirketleri Kanunu'na göre kurulmuş olan 390 kamu ve özel sektör şirketinden oluşmaktadır. Bu şirketler asgari 1 Milyon \$ sermaye ile kurulmak zorundadır. Bu şirketler kendi aralarında “kredi ağırlıklı” (lending oriented) ve “öz kaynak ağırlıklı” (equity oriented) olmak üzere ikiye ayrılırlar. Kredi ağırlıklı

şirketler, yerel idarelerden sağlanan fonlarla yatırım yapmaktadırlar. Öz kaynak ağırlıklı şirketler ise yüksek oranda devlet kaynaklarından yararlanmaktadırlar.

Bu tür şirketler, portföylerinin en fazla %33'lük kısmını gayrimenkul yatırımlarına ayırabilirler. Yurt dışında yatırım yapamazlar. SBA' dan sermayelerinin en fazla üç katına kadar borçlanabilirler. Bu nedenle, bu şirketlerin genelde kredi verme yönü gelişmiş ve risk sermayesi şirketi özelliğini kaybetmeye başlamışlardır (KOBİNET, 2003, 02).

Avrupa'da ise bankalar risk sermayesi için fon yaratmada toplam fonların %29'u ile en önemli kaynağı teşkil etmektedirler. Emeklilik fonlarının toplam içindeki payı ise %19 dur (EVCA, 2000, 02).

2. 11. RİSK SERMAYESİNDE KULLANILAN FİNANSMAN ARAÇLARI

Risk sermayesi şirketlerinin girişimci şirkete finansman sağlarken kullandıkları yöntem, finansman karşılığında hisse olarak ortak olmaktır (CİVAN ve UĞURLU, 2002, 87). Bu nedenle kullanılan araçlar da bu amaca yöneliktir.

Risk sermayedarlarının finansman sağlarken kullandıkları dört finansal ara. Söz konusudur (GOMPERS ve LERNER, 1998, 150):

- Adi Hisse Senedi (Common Stock)
- Tercihli Hisse Senedi (Preffered Stock)
- Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahvil (Convertible Debenture)
- Garantili Tahvil (Loan with Warrants)

Adi hisse senedi, ortaklık hakkını temsil eden hisse senedir. Ancak; finanse edilecek işletmenin taşıdığı riske göre, risk sermayedarına tahsis edilecek hisse senedi de farklılıklar gösterecektir. Risk sermayesi yatırımlarında kullanılan adi hisse senedi çeşitleri genellikle şunlardır (ESER, 1990, 63-64):

- Ertelenmiş hisseler (deferred shares); imtiyazlı hisseler kâr payı dağıtımını yapıldıktan sonra temettü alabilen hisselerdir.
- Öncelikli hisseler (preference shares); imtiyazlı hisse senetleri.

Tercihli hisseler (preferred stock); oydan yoksun hisse senedi olarak ifade edilen bu hisse senetleri sahipleri oy kullanamazlar ancak; kârdan pay alırlar.

Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil, risk sermayedarı, girişimci şirkete sağladığı fon karşılığında şirketin tahvillerinden alır. Belirli bir süre sonra girişimci şirket, almış olduğu borcu geri öder veya sağlanan fon karşılığında tahvilleri, fiyatı önceden belirlenmiş adi hisse senetleri ile değiştirir.

Garantili tahvilde ise, tahvillerin hisse senedine çevrilmesi durumunda, hisselerin tercihli hisseler olmasıdır.

2. 12. RİSK SERMAYESİNDE FİNANSMAN AŞAMALARI

Risk sermayesi finansmanın aşamaları, düşünceenin olgunlaşmasından piyasaya sürülmesine kadar yeni bir ürün veya teknolojik yenilik için kurulan yada varolan genç bir işletmenin kaynak gereksiniminin, bir risk sermayesi şirketi verdiği öz sermaye ile karşılanmasına dayanmaktadır (BERGER ve UDELL, 1998, 613). Bu süreci temel olarak beş ana başlık altında toplamak mümkündür (CHRISTOFIDIS ve DEBANDE, 2001, 07):

- Birinci aşama yatırımları
- İkinci aşama yatırımları
- Büyüme ve Gelişme yatırımları
- İleri aşama yatırımları
- Yatırımdan çıkış (Exit)

İleri aşama yatırımları ise risk sermayesi şirketi tarafından verilen yönetim desteğini, danışmanlık hizmetini içerir. Girişimci şirkete işletmecilik alanında yapılan bu tür yardımlar, şirketin büyümesini sağlamaya yönelik çalışmalardır.

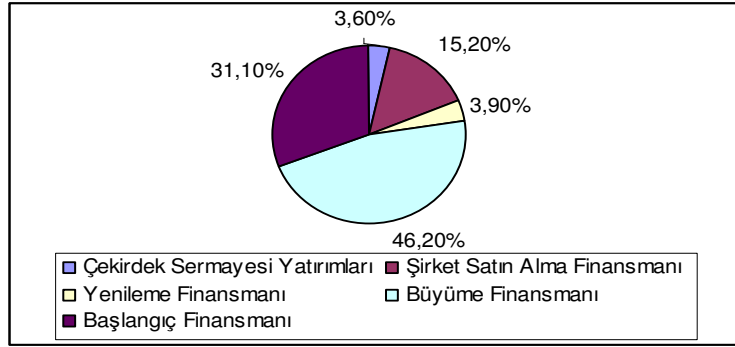
Son aşama ise, yatırımlardan çıkış aşamasıdır. Yatırım yapılan işletme gelişmiş ve belli bir pazar payına ulaşmıştır. Piyasada tutunmuş ve bir kârlılık seviyesi yakalamıştır. Risk sermayesi şirketi, hedeflediği kâra ulaşmak için sahip olduğu hisseleri satarak nakde geçer (GOMPERS ve LERNER, 1998, 149).

2. 12. 1. Birinci Aşama Yatırımları

Birinci aşama yatırımları, yatırımcının projesinin ilk oluşum aşamalarını içerir. fikir oluşma aşamasının ötesinde yatırımın başlaması amacını güden yatırımlardır. Risk

sermayesinin en uzun, en karmaşık ve emek isteyen, aynı zamanda risklerin en yüksek olduğu aşamasıdır (İŞERİ, 2001, 43). İki tür birinci aşama risk sermayesi türü vardır: Çekirdek sermayesi ve başlangıç finansmanı.

Şekil 15 : Avrupa’da Risk Sermayesi Fonlarının Finansman Aşaması Dağılımı (2003)



Kaynak: EVCA, Yearbook, 2004, 14

2. 12. 1. 1. Çekirdek Sermayesi (Seed Capital)

Bu aşamada firma henüz kurulmamıştır. Girişimci bir fikir geliştirmiştir, ancak; bu fikir henüz ne teknik ne de ticari olarak biçimlenmemiştir. Girişimciye yada herhangi bir icat yapana görüşünü ispat etmesi için verilir. Burada çekirdek kelimesi, girişimin gerçeğe dönüşmesi aşamasını belirtmek için kullanılmıştır.

Risk sermayedarının rolü yeni ürünün, hizmetin veya işletme plânının özelliklerini geliştirirken girişimciyi finanse etmektir (BYGRAVE, HAY ve PEETERS, 1999, 16). Bu aşama A.B.D.’de genellikle bir yıl sürer. Yatırımın geri dönüşü ise yaklaşık olarak on veya on iki yıl sürer.

Projenin uygulama olanağı bilinmediğinden en riskli yatırım biçimidir. İşletme projelerinin yaklaşık olarak %70’i bu aşamada uygulanamaz bulunup terk edilmektedir (KOBİNET, 2003, 02; İŞERİ, 2001, 44).

Yeni iş kuranlar ve yenilik fikri olan girişimciler çekirdek sermayesi aşamasında genellikle varlıklı yatırımcı (angel investor) olarak adlandırılan zenginlerce desteklenirler.

Çekirdek sermayesi aşamasında girişimci için iki türlü seçenek söz konusudur. Bunlardan birincisi, büyük çoğunluğu borç alma şeklinde gerçekleşen bir finansman paketi kullanmak, ikincisi ise, borçlanma oranını en alt düzeyde tutarak dışarıdan ortak kabul etmektir. Örneğin; ABC İşletmesinin toplam 200.000 \$ sermaye gereksinimi vardır. Sermayenin dağılımını bir tablo üzerinde görelim:

Tablo 5: İşletmenin Toplam Sermaye Gereksinimi

Sermaye Gereksinimi	(000) USD
Hazırlık masrafları	40
Lisans ve patent giderleri	10
Makine ve teçhizat	40
İşletme sermayesi	60
Yapı giderleri	10
Karşılıklar	20
Danışmanlık giderleri	20
Toplam	200

İşletmenin sermaye gereksinimi, borç ağırlıklı ve öz kaynak ağırlıklı finansman tercihinin seçilmesine göre farklılık gösterecektir (Borç/ Öz sermaye).

Tablo 6: Borç Ağırlıklı ve Öz sermaye Ağırlıklı Finansal Yapı

	Borç Ağırlıklı Finansal Yapı	Öz sermaye Ağırlıklı Finansal Yapı
Kurucu payı	50	50
Yeni ortak payı	-	50
Toplam özsermaye	50	100
Orta vadeli borç	50	50
Kısa vadeli (banka)borcu	100	50
Toplam borçlar	150	100
Borçlar/öz sermaye (%)	%300	%100

Girişimcinin risk sermayesi sağlayacak kaynağı seçerken, vizyonu, yatırım kriterleri ve yöneticileri hakkında bilgi sahibi olmalıdır. Önceden yaptığı yatırım projelerinin başarıları veya başarısız yatırımlarının nedeni araştırılmalıdır. Risk

sermayesi kaynağı aynı zamanda yönetim kurulunda da yer alacağından, yönetim eksikliklerini giderebilecek tecrübeye ve yeterlilikte bulunmalıdır.

Tablo 7: Risk Sermayesi Aşamalarında Kullanılan Fonların Avrupa Ülkelerine Göre Dağılım Yüzdesi (2003)

Finanslama Aşamaları	Avrupa Ortalaması	İngiltere	Fransa	İtalya	Almanya	Hollanda	Finlandiya
Satın Alma	63	69,9	57,4	74,4	71,5	56,0	59,6
Yenileme	8	11,0	9,5	4,4	0,2	4,2	2,7
Büyüme	21	14,5	23,8	19,2	16,6	36,5	20,9
Başlangıç	7	4,4	8,6	1,7	10,7	3,3	16,8
Çekirdek Sermayesi	1	0,2	0,7	0,2	1,1	0,0	0,1

Kaynak: EVCA Yearbook, 2004, 15

2. 12. 1. 2. Başlangıç Finansmanı (Start- Up Capital)

Girişim gerçekleşmiş ve firma kurulmuştur. Teknolojik yenilik projelendirilmiş, gerekli yatırımlar, iş plânları ve deneme üretimleri yapılmıştır. Şirketler ürün geliştirme ve temel pazarlama aşamalarını tamamlarlar. Ancak; ürün henüz ticari olarak satılma aşamasına gelmemiştir.

Yaygın olarak, risk sermayesi faaliyetlerinin temeli sayılmaktadır. Çünkü başlangıç ve risk sermayesi terimleri çoğunlukla aynı anlamda kullanılmaktadır (NVCA, 2003, 13).

Başlangıç aşaması, risk sermayedarları tarafından en çok yatırım yapılan aşamadır. Araştırma ve geliştirme aşamalarının ardından gelir. Sunulacak ürün veya hizmet, üretim aşamasındadır. Başlangıç sermayesi yeni bir şirkette ofis kiralınması, personel bulunması gibi hazırlıklar için kullanılır. Mevcut şirketlerde ise, üretim hattının hazırlanması, personelin eğitimi veya yeni personel alımı gibi hazırlık çalışmalarına harcanır. Bu nedenle finansman ihtiyacı çok yüksektir. Projenin başarısı kanıtlanmış değildir. Risk sermayedarının girişimciye kendi profesyonel bilgi ve tecrübelerini aktarmaya başladığı ve yönetim becerisini en fazla ön plâna çıkardığı aşamalardan bir tanesidir.

Risk sermayedarı, başlangıç safhasında girişimcinin iş plânına daha fazla dikkat yöneltmelidir (EVCA, 2003, 17). Pazar büyüklüğü, büyüme olanakları, pazardan alınacak pay konularında girişimcinin düşünceleri, hem risk sermayedarının uzmanları, hem de yabancı proje değerlendirme kuruluşları tarafından iyice değerlendirilmelidir.

Başlangıç aşamaları bütün risk sermayedarlarının beklediği yüksek kazançların kaynağı olduğu gibi, başarısız olmuş yatırımların da mezarlığıdır (KOSGEB, 2003, 02). Çekirdek sermayesi projelerine göre, başlangıç aşamasındaki riskler sayıca az olmakla birlikte maliyetleri daha yüksek olmaktadır. Risk sermayedarları, finansmanı dağıtarak riski paylaşmaya çalışırlar. Varlıklı yatırımcılar (angels investors), bu aşamada da yatırımın finansmanında aktif rol alırlar.

Tablo 8: Bazı Ülkelerde Birinci Aşama Risk Sermayesi Yatırımlarının Gayri Safi Milli Hasılaya Oranı

Yıllar	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Ülkeler									
AB-15	0.005	0.006	0.010	0.020	0.038	0.075	0.045	0.029	0.021
Belçika	0.003	0.010	0.014	0.063	0.090	0.107	0.039	0.042	0.014
Danimarka	0.002	0.002	0.002	0.008	0.019	0.020	0.085	0.075	0.050
Almanya	0.005	0.005	0.011	0.024	0.051	0.081	0.056	0.027	0.014
Yunanistan	0.004	0.006	0.005	0.004	0.017	0.007	0.024	0.009	0.007
İspanya	0.004	0.002	0.004	0.009	0.016	0.033	0.017	0.015	0.008
Fransa	0.002	0.008	0.007	0.020	0.038	0.081	0.038	0.032	0.025
İrlanda	0.002	0.005	0.002	0.027	0.045	0.109	0.033	0.021	0.025
İtalya	0.005	0.005	0.007	0.014	0.013	0.046	0.024	0.005	0.005
Polonya	-	-	-	0.0028	0.011	0.023	0.012	0.005	0.009
İsveç	0.003	0.003	0.002	0.011	0.102	0.088	0.097	0.097	0.064
İngiltere	0.003	0.004	0.009	0.014	0.019	0.103	0.058	0.036	0.039
Romanya	-	-	-	-	-	0.003	0.004	0.005	0.000
A. B. D.	0.042	0.056	0.058	0.084	0.166	0.298	0.099	0.045	-

Kaynak: EVCA- PriceWaterhouseCoopers, 2004, 02

Başlangıç finansmanı süresi bir ile üç yıl arasında sürmekte ve A.B.D.'de ortalama 1 Milyon \$ tutarında bir harcama gerektirmektedir (NVCA, 2003, 18).

Bir girişimcinin, risk sermayedarından başlangıç finansmanı alabilmek için beş konuda çok başarılı olması gerekmektedir. Bunlar, kendini tanıtmak, projeyi sunmak,

proje değerini gerçeğe yakın tahmin etmek, imzalayacağı sözleşmeyi iyi incelemek ve yasaları iyi bilmek.

Birinci aşama yatırımlarının karakteristik özellikleri şu şekilde sıralanabilir (BERGER ve UDELL, 1998, 616):

- Fikir
- Gelir yok, sadece belirsiz maliyetler
- Müşteriler ve rakipler hakkında az bilgi
- Genellikle ileri teknoloji
- Sadece girişimci kişinin veya şirketin vizyonunun varlığı
- Karmaşık ve zor çabalar
- Değer biğmede zorluk
- Yönetimde zorluk ve tecrübesizlik
- Nakit sıkıntısı
- Araştırma ve yönetim giderlerinin yüksekliği
- Geçmiş dönemler ait bilgi eksikliği
- Girişimin finansman ihtiyacının sürekli artması olasılığı
- Uzun dönemli yatırım
- Yatırımın tamamen başarısız olma olasılığı

200.000 \$ finansman ihtiyacı olan işletmenin başlangıç yatırımı aşamasında olduğu varsayılırsa, kendi kurucu payını koruyarak tercih ettiği finansman türüne göre borç ve öz sermaye rakamları sürekli değişecektir. Burada dikkat edilmesi gereken nokta; girişimcinin hisselerinin korunduğudur. Risk sermayedarının sağladığı öz sermaye oranında borçlanma oranları düşecektir. Buna karşılık risk sermayedarı yaptığı finansman karşılığında daha fazla hisse isteyecektir.

Risk sermayedarı genelde girişimci firmaya yaptığı yatırımı yeterli görür. Ancak; girişim gerçekleşmeye bařladıķa beklenmeyen problemler çıkabilecek ve ikinci veya üçüncü kez finansman (Second or third round financing) gerekebilecektir.

Tablo 9: Risk Sermayedarının Yaptığı Finansman Oranında Payı

	Mevcut Durum	1. Alternatif	2. Alternatif	3. Alternatif
Kurucu payı	50	50 (%50)	50 (%40)	50 (%25)
Yeni ortak payı	-	50 (%50)	75 (%60)	150 (%75)
Top. Öz Sermaye	50	100 (%100)	125 (%100)	200 (%100)
Toplam borçlar	150	100	75	0
Borç / Öz Sermaye	%300	%100	% 60	0

Kaynak: Kortum ve Lerner, 2000, 10

2. 12. 2. İkinci Aşama Yatırımları

Bu aşama, erken aşama finansmanı (early stage) ve geçit finansmanı (gate financing) olmak üzere ikiye ayrılır.

2. 12. 2. 1. Erken Aşama (Early Stage) Finansmanı

Bu aşamada işletme pazara sürdüğü bir mal veya hizmete sahiptir. Ancak; çok düşük satış hasılatları söz konusudur. İşletmenin bir marka imajı ve önemli bir pazar payı bulunmamaktadır. Başlangıç aşamasının devamı niteliğindedir (DAĞDELEN, 1992, 14).

İşletmenin piyasadan gelen tepkiler doğrultusunda, üretim sisteminde değişiklikler yapma veya dağıtım kanallarını artırma gereksinimleri ortaya çıkabilmektedir.

İşletme piyasadaki diğer işletmelere göre, piyasaya yeni girmiş, potansiyel rakip durumundadır. Rakipler, bu aşamada işletmenin farkına varmaya başlamışlardır denebilir. Rekabete dayanabilmek için ek finansmana ihtiyacı vardır. Diğer kaynaklardan fon sağlamak zordur. Çünkü, varlıkları henüz teminat olarak kullanılacak düzeye gelmemiştir. Hisse senetleri de borsaya kote edilmediğinden, sermaye piyasalarından fon temin etme olanağı yoktur.

2. 12. 2. 2. Geçit Finansmanı (Gate Financing)

Erken aşama finansmanının devamı niteliğindedir. Daha önce alınmış sermaye, piyasadaki talep artışına bağlı olarak tüketilmiştir. Üretim ve satışın devamı için ek sermayeye gereksinim duyulmaktadır. Amaç tam kapasiteyle üretim ve satışa ulaşabilmektir.

Bu finansman, işletmenin hedef pazarını büyütmek ve ölçek ekonomilerinden faydalanmak istemesi halinde, yeni yatırım gereksinimlerinden de ortaya çıkabilir. Burada söz konusu olan, üretimine yeni başlanan ürün veya hizmetten farklı bir şey üretmek değil, mevcudun kapasitesini artırmaktır (EVCA, 2003, 22).

Kendisinden önceki dönem finanslama aşamalarına göre, süre bakımından daha kısadır.

2. 12. 3. Büyüme Yatırımlarının Finansmanı

Bu aşamada işletme, başabaş noktasında veya kârlı olarak faaliyetini sürdürmektedir. Satış hacmi giderek yükselmekte, finansman ihtiyacı satışlardaki artışla birlikte artmaktadır. Satışlardaki bu artış, ürün üzerinde daha ayrıntılı çalışmaları gerektirebilir. Finansman, tesislerin genişletilmesi, pazarlama ve işletme sermayesi alanında kullanılmaktadır.

Risk sermayedarının bu aşamada yönetsel bilgi ve tecrübe aktarmasına gerek kalmaz. Sadece, yönetim kurulu üyeliği ve stratejik karar almalarda kendisini hissettirir (AYDIN ve BAŞ, 1992, 43).

Büyüme aşamasında firmalar, büyük firmalar tarafından hisseleri toplanarak ele geçirilebilmekte veya ortak girişim anlaşmaları (joint venture) yaparak, büyük işletmelerin finans gücünden de faydalanabilmektedirler. Ancak; bu işlem, küçük firmaların zaman içinde tüzel kişiliklerini kaybetmelerine neden olabileceğinden, kurucuları tarafından pek tercih edilmez.

Tablo 10: Bazı Ülkelerde Büyüme ve Genişleme Aşamalarında Risk Sermayesi Kullanımının Gayri Safi Milli Hasılaya Oranı

Yıllar	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Ülkeler									
AB-15	0.038	0.046	0.054	0.068	0.103	0.154	0.099	0.081	0.088
Belçika	0.047	0.040	0.067	0.044	0.175	0.108	0.082	0.047	0.032
Danimarka	0.019	0.022	0.013	0.017	0.033	0.092	0.095	0.053	0.057
Almanya	0.024	0.025	0.035	0.048	0.085	0.112	0.079	0.038	0.020
Yunanistan	0.006	0.026	0.010	0.014	0.040	0.151	0.053	0.023	0.007
İspanya	0.027	0.035	0.035	0.031	0.086	0.100	0.140	0.090	0.123
Fransa	0.041	0.053	0.044	0.054	0.090	0.150	0.054	0.057	0.091
İrlanda	0.035	0.057	0.047	0.023	0.043	0.103	0.078	0.060	0.035
İtalya	0.021	0.032	0.032	0.044	0.043	0.091	0.072	0.080	0.055
Polonya	-	-	-	0.046	0.095	0.089	0.059	0.044	0.045
İsveç	0.014	0.108	0.037	0.045	0.088	0.129	0.315	0.166	0.089
İngiltere	0.087	0.085	0.125	0.149	0.185	0.295	0.133	0.136	0.217
Romanya	-	-	-	-	-	0.040	0.048	0.030	0.118
A. B. D.	0.062	0.092	0.124	0.162	0.426	0.785	0.306	0.173	-

Kaynak: EVCA, PriceWaterhouseCoopers, 2004, 02

2. 12. 4. İleri Aşama Yatırımlarının Finansmanı

Firma tam kapasite üretime geçmiş, diğer firmalarla rekâbet edebilecek seviyeye ulaşmıştır. Pazar payı, önceki dönemlere oranlara iyice artmıştır. İşletme, yeni ürün veya hizmetin üretilmesinde ve yönetim konularında eksiklikleri olmasına rağmen tecrübe edinmeye başlamıştır.

Düşünce aşamasındaki girişim hayat geçirilmiş ve olgunlaşmıştır. İşletme her yönüyle faaliyettedir. Bundan sonra amaç; daha da büyüme ve hisse satışı yolu ile halka açılmaktır.

İki çeşit ileri aşama yatırımı vardır (GOMPERS ve LERNER, 1999, 203): Köprü Finansmanı (bridge financing), varlıkların satın alınması (buy- out).

2. 12. 4. 1 Köprü Finansmanı (Bridge Financing)

İşletmenin hisselerini borsada satmak suretiyle halka açılmasına ve sermaye toplamaya kadar geçen sürede, gereksinim duyduğu finansmanı sağladığı bir yöntemdir. Köprü finansmanına ara finansman (mezzanine financing) da denilmektedir. Bu tür finansmanda vade, iki yıl veya daha azdır. Piyasada tutunmak için gereksinim duyulan bir finansman yöntemidir.

İşletmeler bu tür gereksinimlerini genellikle yüksek faizli tahviller veya imtiyazlı hisse senetleri karşılığında temin etme yolunu seçerler (İŞERİ, 2001, 46).

Risk sermayesi şirketleri açısından bakıldığında, daha önceden başka firmaların yatırım yapmış olması önemli değildir (AYDIN ve BAŞ, 1992.08). Risk sermayesi şirketlerinin bu aşamada yatırım yapma istekleri iki nedene dayanır (ZAIİMOĞLU, 1995, 21). Birinci neden, performansa bağlı olarak girişimin riski büyük ölçüde azalmış, yönetimi ve faaliyetleri etkin hale gelmiştir. İşletme , bir veya iki yıl içinde üst seviyede büyüme ve genişleme potansiyeli taşımaktadır. İkinci neden ise, risk sermayesi şirketleri için çok hızlı nakde dönmek demektir (iki yıl veya daha az süre).

2. 12. 4. 2. İşletme Hisselerinin Satın Alınması (Buy-Out, Buy-In)

Bu finansman türünde şirketin hisseleri çeşitli kişilerce satın alınabilir. Bundaki amaç; şirketin kontrolünü ele geçirecek orandaki hisse senetlerini satın almaktır. Mevcut işletme finansman zorluğu içinde olduğu takdirde şirket içinden ve şirket dışından yöneticiler veya üçüncü kişiler şirket hisselerini satın alabilirler (WRIGHT ve ROBBIE, 1999, 219).

2. 12. 4. 2. 1. İşletme Yöneticilerince Satın Alınması (Management Buy-Out)

İşletme yöneticilerince satın alınması (management buy-out) işlemi; yönetici grubunun, hem işletmede çalışmasını, hem de şirketi kontrol edebilecek sayıda hisse senedine sahip olması durumunu ifade eder (WRIGHT ve ROBBIE, 1999, 219).

Şirket içindeki yönetici grup, hisse senetlerini satın almaya karar verdiğinde finansman gereksinimi ortaya çıkacaktır. Çünkü; yönetici grubun bu kadar parası

yoktur. Bu iş için kendisine fon sağlayacak risk sermayesi şirketi, banka, sigorta fonu veya emekli sandığı fonlarından birisi ile anlaşır. Tipik buy-out işlemlerinde, yöneticiler %30, fon temin edenler %70 oranında sermaye koyarlar. Sağlanan sermaye ile satın alınan hisselerin %70'i yöneticilerin, %30'u finansal destek sağlayanların olur (WRIGHT ve ROBBIE, 1999, 220).

Örneğin; İngiltere ve A. B. D.'deki mevduat ve kredi faizlerinin düşüklüğü, para ve sermaye piyasalarının genişliği buna olanak sağlamaktadır.

Hisse satın alınması işleminin görüşmeleri yöneticiler ile yatırımcı kuruluş arasında sürdürülürken, yöneticilerin uygun ortam yaratmak için başvurduğu çeşitli yöntemlere rastlanmaktadır. Bunlar:

- Bir veya birkaç yöneticiyi yetkili kılarak, diğerleri şirket işleri ile ilgilenirler.
- Görüşmeler için profesyonel bir müşavir tayin ederler.

Satın alma işlemini, şirketin şirket yöneticilerince “ele geçirilmesi” olarak da tanımlamak mümkündür (KOBİNET, 2003, 04).

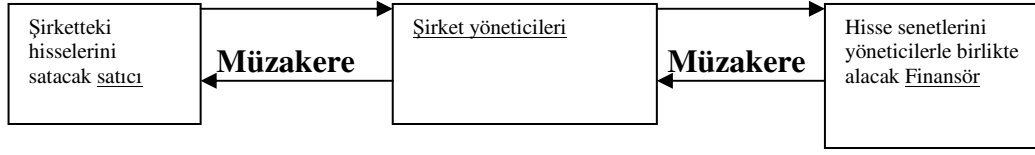
Örneğin; İngiltere’de 3I şirketinin 1990’lı yılların ikinci yarısından itibaren başlattığı bir uygulama, spin-out; hisselerin şirket yöneticilerince satın alınması işleminin bir başka versiyonu olarak kabul edilmektedir.

Spin-out işleminde 3I şirketi ile ana şirket tarafından yeni bir şirket kurulmakta ve belli bir müddet sonra ana şirketten ayrılmaktadırlar. Böylece destekleyiciler, şirket kendini toparlayana kadar riski yüklenmekte ve girişimin ilerlemesine yardımcı olmaktadır. Spin-out’ta yeni kurulan şirketin sahiplik ve kontrolü ana şirket, yönetim kadrosu ve risk sermayesi şirketi arasında dengelenmekte ve hiçbir ortağa %50’den fazla pay verilmemektedir (KOBİNET, 2003, 04).

Hangi finanslama modeli tercih edilirse edilsin, satın alma işlemlerini diğer risk sermayesi işlemlerinden farklı kılan özelliklerden bir tanesi, işlemde ilgili üç tarafın varlığı (satıcı, yönetici ve finansal destekleyici), diğeri ise ilgili taraflar arasında en az iki sözleşmenin (satıcı ile alım anlaşması, finansal destekleyici ile yatırım anlaşması) imzalanmasıdır.

Satın alma işlemine ele geçirme (take over) de denilmektedir (GOMPERS, 1998, 22).

Şekil 16: Hisselerin Satın Alınması İşleminde Pazarlık Safhası



Kaynak: Wright ve Robbie, 1999, 221

Başarılı bir satın alma işleminin gerçekleştirilmesi için aşağıdaki koşulların varlığı gereklidir (NVCA, 2003, 16):

- Yöneticilerde profesyonellik yanında girişimcilik özelliklerinin de bulunması
- Yönetim kurulunda tecrübeli dış yöneticilere duyulan gereksinim
- Kişisel ilişkilerde başarılı olunması
- Mali açıdan yöneticiler arasında denge bulunması veya dengenin kurulması
- Nakit girişimcilerin hızla nakit koyması
- Yönetim kadrosunun motivasyonu

2. 12. 4. 2. 2. İşletme Dışı Yöneticilerce Satın Alınması (Management Buy-In)

Şekil ve yapı olarak buy-out işlemlerine benzer özellikler gösteren, hisselerin işletme dışı yöneticilerce satın alınması (management buy-in) işlemleri, işlemlerin kökeni ve yüksek risk taşıma bakımından farklılaşmaktadır (GOMPERS, 1998, 22). Buradaki en büyük risk, işletme dışındaki yöneticilerin işletmeyi tanımamasıdır. Ayrıca buy-in işlemleri çoğunlukla iyi performans göstermeyen işletmelere uygulanmaktadır. Bu nedenle risk sermayedarı, görüşmelerde, araştırmada, finansal destekte ve teknik bilgi düzeyinde yeterli olmalıdır.

En önemli özelliği, yönetim ekibinin işletme dışından oluşturulmasıdır. Bu işlem, borsada kote edilmiş bir işletmeye veya daha önce işletme çalışanları tarafından hisselerin satın alınması işlemi uygulanmış bir şirkete yapılabilmektedir. İşletme dışından yöneticiler tarafından hisselerin satın alınması yönteminde şu hususlara dikkat edilmelidir (GOMPERS ve LERNER, 1999, 43):

- Yönetim ekibinin girişimcilik ruhu taşıması
- Mevcut ürünün pazarının yeterli büyüklükte olması veya büyüme olasılığının net biçimde görülebilmesi
- İyi bir nakit akışının varlığı veya olasılığı
- Yönetimde kontrolün sağlanabilmesi için yeterli miktarda öncelikli alım hakkına sahip olunması
- Şirket kurtarma belirtilerinin varlığı

2. 12. 4. 2. 3. Üçüncü Kişilerce Satın Alınması (Leveraged Buy-Out)

Bu tür işlemler bir işletmenin tamamının veya bir bölümünün yatırımcı bir grup tarafından, borçlanılarak sağlanan fonlar tarafından satın alınması işlemidir (İŞERİ, 2001, 46). Satın alınan işletmenin mal varlığı, alınan borç karşılığında alıcılar tarafından teminat olarak gösterilmektedir. Ödemeler satın alınan işletmenin nakit akışları ile sağlanmaktadır.

Mevcut ortaklar hisselerini primli fiyattan satma olanağı elde ederken, kazançlarını yeni işletmeye aktararak pay alırlar. Ayrıca; yönetim, çalışmakta olan bir işletmeye yatırım yaptığı için, bu işletmenin kârından da pay alma olanağına sahiptir.

Bu işlem sayesinde bağımsız yatırımcı grup, küçük bir nakit harcamasıyla başarılı bir işletmeyle önemli ölçüde ilişkiye geçmiş olurken, borç veren kurum ise yüksek bir getiri, güvenli bir yatırım ve hızlı gelişen bir alanda yeni müşteri sahibi olmaktadır.

Tablo 11: Risk Sermayedarının Yatırım Aşamalarına Göre Gelir Beklentisi

Finansman Aşaması	Gelir Beklentisi (Investment Risk/Reward, IRR)
Birinci Aşama	IRR> %60
İkinci Aşama	IRR > %50
Büyüme ve Gelişme Aşamaları	40>IRR> %35
İleri Aşama	IRR> %30

Kaynak: EIB, 2001, 13

2. 13. YATIRIMDAN ÇIKIŞ (EXIT)

Bu aşamada artık finansman yapılmaz, tam tersine gelir elde edilmesi aşamasıdır. İşletmenin hisselerinin değeri, risk sermayedarının beklediği noktaya ulaştığından, bundan sonra amaç, hislerin elden çıkarılıp, yeni teknoloji ve buluşların finansmanına yönelmek olacaktır (İŞERİ, 2001, 46).

Risk sermayedarları açısından en yaygın yatırımdan çıkış (exit) yöntemi olarak halka açılma (internal public offering) uygulansa da, diğer yöntemler olarak şirket satın alma (take over) ve birleşme (merger)'de görülmektedir (GOMPERS ve LERNER, 1999, 203).

Risk sermayesi yönteminde yatırımdan çıkış aşamasında ülkeler arasında farklılıklar görülse de, genel uygulama hisselerin, tezgah üstü piyasa (over the counter)'da blok olarak (full exit) veya kısmi olarak (partial exit) satılmasıdır. Çünkü, bu girişimler yeni veya genişlemekte olan işletmeler oldukları için ilk etapta birincil sermaye piyasası (primary market) şartlarını yerine getiremezler.

Gelişmiş ülkelerde sadece bu tür şirketlerin hisselerinin alınıp satıldığı ikincil sermaye piyasaları (secondary market) da oluşturulmuştur (KOBİNET, 2003, 08). Hisseler bu menkul kıymetler borsasına kote edilerek ikincil piyasada da işleme tabi tutulur (LONG, 2000, 206).

Bu piyasaların dünyadaki ilk örneği, A.B.D.'de 1971 yılında kurulan ve şirketlere otomatik kotasyon sağlayarak diğer sermaye piyasalarındaki koşullardan hafifletilmiş koşullar sağlayan, Gelişmekte Olan Şirket Hisseleri Piyasası (National Association Securities Dealers Automated Quotations, NASDAQ) kurulmuştur

(NASDAQ, 2003, 01). NASDAQ, tamamen elektronik ortamda ve yeni girişim özelliği taşıyan işletmeler yönelik işlem yapmaktadır.

Avrupa'da benzeri olan ESDAQ, Japonya'da JASDAQ, İngiltere'de Alternatif Yatırımlar Piyasası (Alternative Investment Market, AIM), Almanya'da Yeni Piyasa (Neue Markt, NM), Fransa'da Yeni Piyasa (Nouveau Marche, NM) ve Kanada'da Vencuver Borsası (Vencuver Stock Exchange, VSE) kurulmuştur (KOBİNET, 2003, 08).

Halka açılma yönteminin diğer yatırımdan çıkış yöntemleri ile karşılaştırılmasında çeşitli üstünlükleri ve eksiklikleri olduğu görülmektedir.

Üstünlükleri arasında, hisselerin menkul kıymetler borsasında işleme girmesi nedeniyle tercih edilen hisseler haline dönüşmesi, halka açılma sonrası sermaye ihtiyacının karşılanması, yatırımcıya likidite olanağı sağlaması, fiyatı arz ve talebe bağlı olarak değişen ve pazarlık özelliği olan finansal enstrüman yaratması ve daha sonraki sermaye artırım olanaklarının daha fazla olması sayılabilir.

Eksik yönleri arasında ise, yasal düzenlemeler sonucunda ilave yaptırımların uygulanması, denetim sıklığı, başarılı olunması yönünde oluşacak piyasa beklentisi ve baskısı, ek maliyetler ve kâr payı dağıtma zorunluluğu sayılabilir.

Halka açılma yönteminin başarı ile uygulanması için, uygun aracı kurumun seçilmesi önemlidir. Çünkü işletme ile yatırımcı arasındaki bağlantıyı sağlayacak halka, aracı kurumdur. Burada yapılacak hatalar bu sürecin olumsuz işlemesine, dolayısı ile risk sermayedarının beklediği getiriye elde edememesine yol açacaktır.

Bir diğer unsur da zamanlama (timing) dır. En uygun zamanın seçilmesi, risk sermayedarının geliri ile doğrudan bağlantılıdır. Örneğin; borsa endeksinin düşüş trendinde olduğu dönemlerde, halka açılma kararının uygulanması, yatırımcıların hisselerine talebini olumsuz etkileyecektir.

Halka açılarak yatırımdan çıkmak isteyen risk sermayedarları, istikrarlı bir kârlılık ve büyüme oranlarını yakalamış olmalıdırlar. Hisse senedine yatırım yapacak yatırımcıların, işletmelerin geçmiş performanslarına büyük önem verdiği unutulmamalıdır.

Halka açılma yönteminde hisselerin fiyatının belirlenmesi büyük önem taşır. İşletmeler, hisse senetlerinin fiyatını üç kurala göre belirler (İŞERİ, 2001, 48). Birinci kural, fiyatın benzer firmaların hisse fiyatlarına göre karşılaştırılması. İkinci kural,

fiyatın piyasada kolay işlem görmesi için belli bir seviyede oluşturulması. Üçüncü kural ise, hissenin piyasaya sunulacak fiyatının %10-15 arasında ıskontolu satılmasıdır.

Risk sermayedarı “yüksek risk-yüksek kazanç” yatırımcısıdır. Göze alacağı riskin üst ve alt sınırları, elde edeceği gelire (return on investment, roi) bağlıdır. Bu gelirin gerçekleşme aşaması ise yatırımdan çıkış aşamasıdır.

2. 14. RİSK SERMAYEDARININ YATIRIM STRATEJİLERİ

2. 14. 1. Çapraz Yatırımlar

Risk sermayesi sektöründe ortak bir özellik, bir risk sermayedarının veya risk sermayesi fonunun, diğer bir risk sermayesi şirketine veya fonuna yatırım yapmasıdır. Bazı ülkelerde (örneğin; Türkiye’de) bu tür çapraz yatırımlar (crosswise investment) kanunen yasaklanmıştır. Kanuni yasağın amacı; risk sermayesi şirketinin üstlendiği riskin daha da artmasını engellemektir. Bazı ülkelerde de çapraz yatırımlara, sadece farklı ülkelerdeki yatırımlar olması kaydıyla izin verilmektedir.

Buradaki amaç; değişik sektörlerde yatırım yapmak ve yerel yatırım olanaklarından faydalanmaktır. Aynı zamanda, teknik bilgi sağlamak ve yönetim ekibinin bilgi ve deneyimlerinden istifade etmektir (EVCA, 2003, 87).

2. 14. 2. Sendikasyon Yatırımları

Risk sermayesi sektöründeki bir diğer ortak özellikse sendikasyon yatırımları (birlikte yatırım) yapmaktır. Bu stratejide, bir yatırım, birden fazla risk sermayedarı ile birlikte yapılmaktadır. Çapraz yatırımdan farkı, risk sermayedarı karar verme yetkisini paylaşmamakta ve kendisinde tutmaktadır. Amacı; yatırım olanaklarını çeşitlendirmek, riski dağıtmak ve diğer sektörleri ve teknolojileri tanıyarak deneyim kazanmaktır. 2003 yılında Avrupa’da gerçekleşen toplam yatırımların %18,1’i uluslararası konsorsiyumların sağladığı sendikasyonlarla, %17.1’i ise ulusal düzeydeki finansman kurumlarının sağladığı sendikasyonlarla gerçekleşmiştir (EVCA, 2004, 16).

2. 14. 3. Araştırma- Geliştirme Ortaklığı

Risk sermayedarları, araştırma-geliştirme faaliyetleri yürütmek amacıyla ortaklıklar kurabilmektedir. Böylece yatırımcının kârlı olduğuna inandığı teknoloji veya işlem süreci geliştirebilir ve değerlendirebilir. Bu tür bir ortaklık ile Ar-Ge ile ilgili finansal risk paylaşılmış olur (VAKIFRİSK, 2003, 31).

2. 15. RİSK SERMAYESİ ŞİRKETLERİNDE YÖNETİM SÜRECİ

Risk sermayesi finansman yönteminden yararlanmanın nedenleri arasında finansal nedenler olduğu kadar, yönetim tecrübelerinden faydalanma isteği de vardır (TOROSLU, 2000, 01).

Yeni üretime geçmiş işletmelerde risk sermayesinden faydalanma sürecinin ayrılmaz bir parçası da, risk sermayedarının yönetime katılmasıdır. Risk sermayedarı, işletmenin yönetsel tecrübesizliğini gidermek, kendi bilgi birikimini aktarmak ve finansman sağlayarak riskini üstlendiği girişimi kontrol altında tutmak ister (ARK, 2001, 07).

Kontrol işlevini iki türlü yerine getirebilir. Birincisi yönetimin dışında kalarak (hands-off), ikincisi ise yönetime katılarak (hands-on).

2. 15. 1. Yönetimin Dışında Kalmak (Hands-Off)

Risk sermayedarı yönetime aktif katılımı tercih etmeyerek, yönetimin dışında kalır. Sadece kritik karar alma aşamalarına katılır. Temsilci veya gözlemci gibi hareket ederek, işletme ilişkisini sınırlı ve olağan raporlar çerçevesinde tutar.

Bu tür bir yönetim tercihi, yatırımın çok büyük miktarlara ulaşmadığı, yatırım süresinin az olduğu, işletmenin mevcut yönetici kadrosunun tecrübe ve bilgi birikiminin yeterli olduğu durumlarda, kendilerini rahat hissetmelerini sağlamak için yapılır (ARK, 2001, 08).

Amaç ve koşullar ne olursa olsun, bu tür bir yönetimin uygulanması, riski artırıcı bir unsur olmaktadır.

2. 15. 2. Yönetime Katılmak (Hands- On)

Risk sermayedarı için yönetime katılmayı tercih eden bir anlayışın temel niteliği, yönetime katılarak değer yaratma becerisidir (ARK, 2001, 09). Yönetici olmayan bir direktörün, üst yönetim, pazarlama, üretim yönetimi, dağıtım ve benzeri konularda tavsiyeleri ile gerçekleşmektedir. Risk sermayedarı kendisine gönderilen düzenli raporlarla yetinmeyecek ve işletmenin her türlü faaliyetinin içinde yer alacaktır.

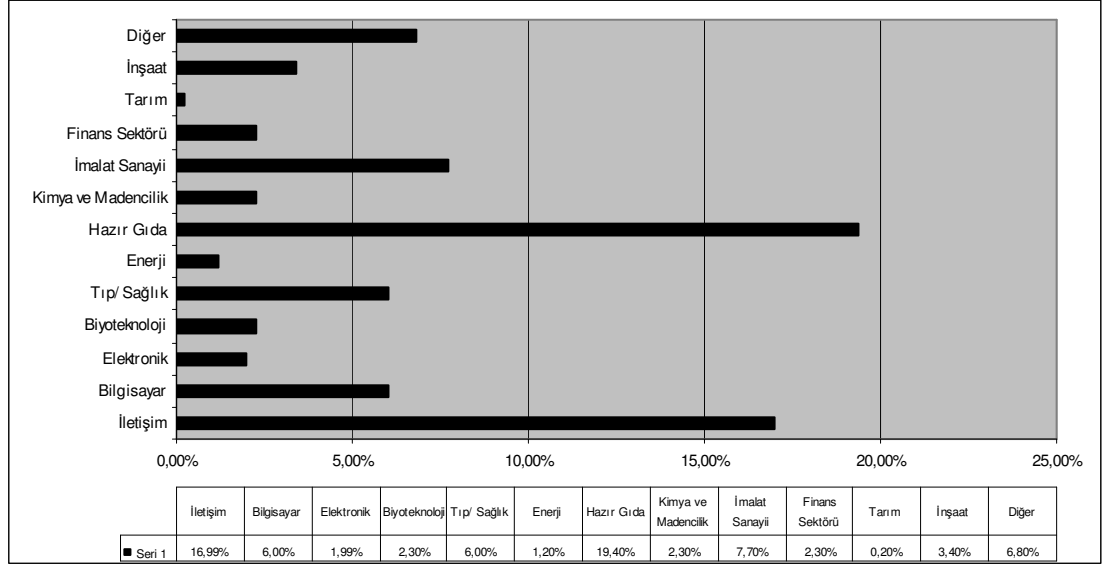
Risk sermayedarı, tavsiyelerde bulunma ve yönetsel destek sağlama şeklinde olabileceği gibi, aynı zamanda yatırım yapılan şirketin yönetim kurulunda temsilci bulundurarak karar verme sürecine katılma şeklinde de olabilir. Finansman sürecinin başlangıcında daha fazla başvuru bu yöntem, riskin yoğunluğu ile bağlantı içindedir (TOROSLU, 2000, 09).

Yönetime aktif katılım sürecinde, amaç; yönetimin işine sürekli karışmak değil, firmanın gelişiminde ve kârlılığında katma değer yaratmaktır (CHRISTOFIDIS ve DEBANDE, 2001, 46).

Pazarlama açısından, yeni bir ürünün piyasaya sunulması halinde veya rakiplerin pazara girmesi durumlarında, risk sermayedarının pazar ve ürünleri iyi tanınması nedeniyle girişimciye alması gerekli tavırlar hakkında yardımcı olmaktadır. Girişimci ise sadece uzman olduğu sektör hakkında bilgi sahibidir. Risk sermayedarı portföyündeki diğer işletmelerle mevcut işletme arasında iletişim kurarak birbirleri ile tedarikçi –müşteri konumuna girmelerine yardımcı olur.

Bir risk sermayedarının hand-on işlevinde bulunabilmesi için, muhasebeci, fon yöneticisi, bankacı gibi finansal özellikler ve teknik bilgilere sahip kişilerden oluşan bir grup tarafından yürütülmelidir.

Şekil 17: Avrupa’da Risk Sermayesi Fonlarının Sektörler İtibariyle Dağılım Yüzdesi (2003)



Kaynak: Evca Yearbook, 2004, 17

Tablo 12: A. B. D.’de Risk Sermayesinden Faydalanan Firmalarla Diğerlerinin Büyüme Oranlarının Karşılaştırılması (2000-2003)

Sektörler	Risk Sermayesi ile Finansman Sağlayan Firmaların Büyüme Oranları	Diğer Firmaların Büyüme Oranları
Biyoteknoloji	%23	%5
Finans	%4	-%1
İletişim	%5	-%18
Bilgisayar	-%1	-%14
Bilgisayar Yazılımı	%17	-%8
Sağlık Ürünleri	%16	-%2
Sağlık Hizmetleri	%10	%9
Enerji	%1	-%9
Yazılı ve Görsel Basın	%12	-%1
Yarıiletken Malzeme Üretimi	-%10	-%26
Toplam	%7	-%2

Kaynak: Global Insight- Venture Impact, 2004, 06

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TÜRKİYE'DE RİSK SERMAYESİ UYGULAMALARI

3. 1. TÜRKİYE'DEKİ RİSK SERMAYESİ ALTYAPISI

Girişimcinin içinde bulunduğu ekonominin boyutları başta yatırım kararları olmak üzere, izleyeceği stratejileri ve gelişimini de etkiler. Girişimcilik ve yenilikçilik açısından bakıldığında, en başarılı örnek olarak A. B. D. gösterilmektedir (OECD, 1998, 26). Bunun nedenleri arasında, toplumun girişimcileri desteklediği ve teşvik ettiği bir toplum yapısının olduğu söylenebilir. Böyle bir ortamın varlığı sayesinde, çok sayıda yeni teknoloji ve ürünler ortaya çıkmakta, piyasa koşullarında başarılı olanlar yaşamlarının sürdürürken, başarısız olanlar yarıştan çekilirler.

Girişimcilik A.B.D.'de yasalar tarafından da desteklenmektedir (ÇETİNDAMAR, 2002, 44). Piyasaya girmek ve piyasadan çekilmek konusunda yasalar mümkün olduğunca kolaylaştırılmış ve basitleştirilmiştir.

Türkiye ise mevzuat açısından hem oldukça karmaşık, hem de çok başlı bir denetim mekanizmasına sahiptir. Sanayileşmeye geç başlayan bir ülke olduğu için, girişimcilik kavramı ve kültürü ile, ancak; 1950'li yıllardan sonra tanışmıştır. Özel sektörün yapısı incelendiğinde, birkaç büyük aile şirketi ve holdingin egemenliği hemen göze çarpar. Ayrıca üretimin yarıya yakın kısmı devletin elindedir.

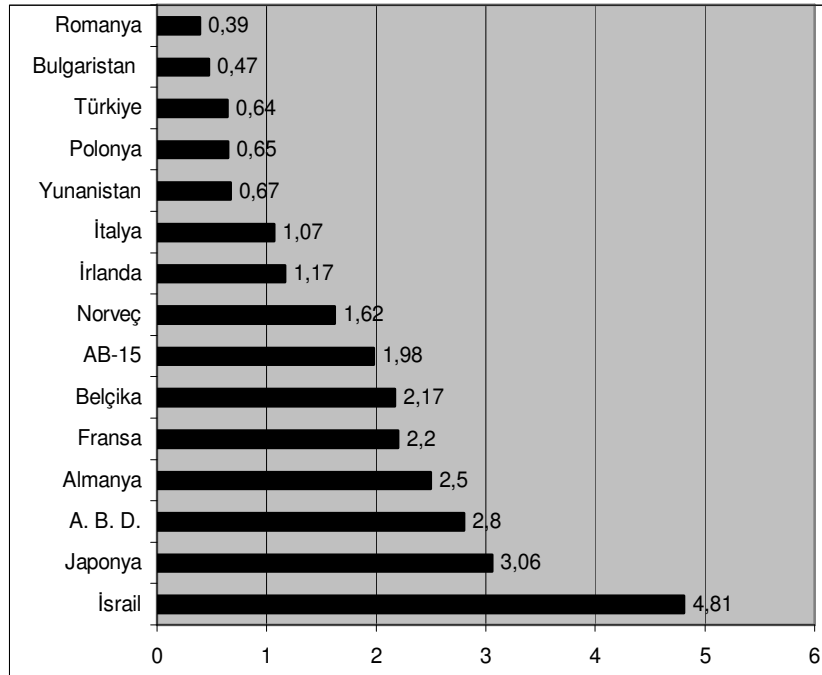
3. 2. RİSK SERMAYESİ ALTYAPISININ DİĞER ÜLKELERLE KARŞILAŞTIRILMASI

Gelişmiş ülkelerle gelişmekte olan ülkeler arasındaki teknolojik fark çok büyüktür. Gelişmiş ülkeler yenilikçilik alanında önde olmalarına rağmen, yeni teknolojilerin yaratılması açısından hem parasal kaynak, hem de eğitim yolu ile insan kaynaklarına sürekli yatırım yapmaktadırlar.

Eğitim alanında öğrenci başına yapılan harcama bakımından karşılaştırma yapıldığında, İsveç, 2001 yılında 13.651 \$ ile en yüksek sırayı almış ve rakam bir önceki yıla göre %6,7 artmıştır. Bu rakam Almanya'da %5'lik bir artışla, 10.183 \$

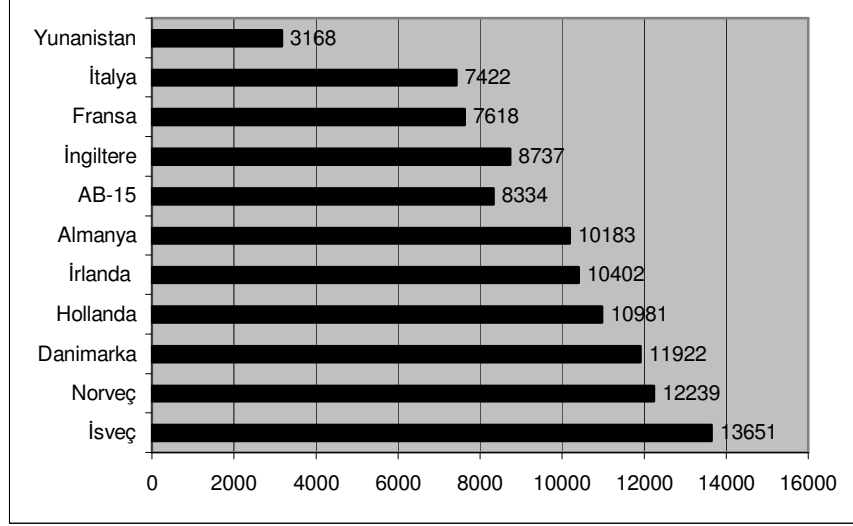
düzeyinde gerçekleşmiştir. İngiltere’de %3,7 artarak 8.737 \$ olmuştur. Avrupa Birliği üyesi ülkeler arasında ortalama rakam, %5 artışla, 8.334 \$ olarak gerçekleşmiştir. Türkiye, öğrenci başına 1.000 \$’ın altında para ayırdığı için, Avrupa Birliği raporundaki sıralamaya girememiştir.

Şekil 18: Bazı Ülkelerde Ar-Ge Yatırımlarının 1997-2001 Arası GSMH’ye Oranı



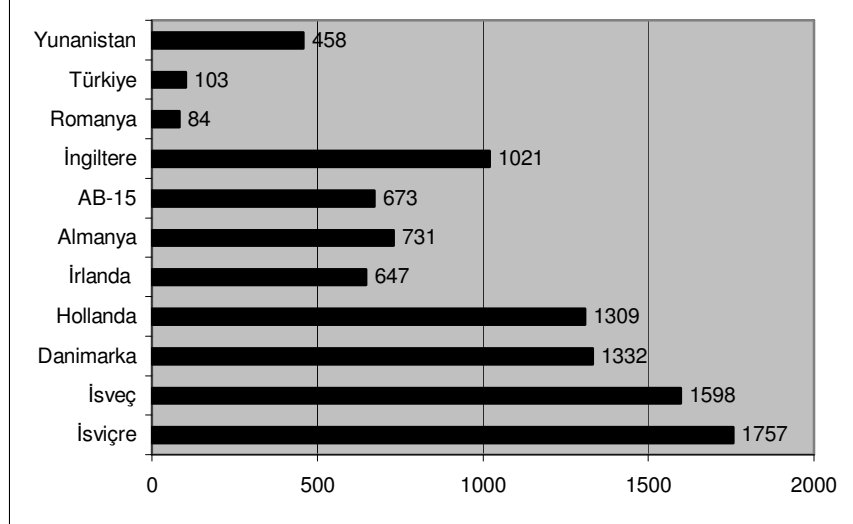
Kaynak: EU Key Figures, 2004, 22

Şekil 19: Bazı Ülkelerde Kişi Başına Eğitim Harcamaları (2001)



Kaynak: EU Key Figures, 2004, 49

Şekil 21: Her 1 Milyon Kişiye Düşen Bilimsel Dergi sayısı (2002)



Kaynak: EU Key Figures, 2004, 59

Bilimsel araştırmalar ve bilimsel üretimler açısından bakıldığında da gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında büyük farklılıklar görülecektir. Bilimsel üretimin en önemli göstergelerinden biri olan bilimsel yayın alanında 2002 yılında İsviçre, her 1 milyon kişiye düşen 1757 bilimsel dergi ile ilk sıradadır. İsveç, 1598 dergi ile onu izlemektedir. Türkiye’de ise bu rakam sadece 103’tür.

Bir diğerk bilimsel üretim ölçütü, bilimsel çalışmalar sonucunda elde edilmiş buluşların patent haklarıdır. Patent konusunda en sağlıklı bilgiler, A. B. D Patent ve Ticari Haklar Ofisi (United States Patent and Trademark Office, USPTO) ve Avrupa Patent Ofisi (European Patent Office, EPO) tarafından sağlanmaktadır.

Tablo 18: Bazı Ülkelerde Alınan Patentlerin Karşılaştırılması

Ülkeler	Avrupa Kökenli Yatırımlardan Alınmış Patent Hakları % (2000)	1995-2000 Arası Değişme %	A.B.D.ve Japonya Kökenli Yatırımlardan Alınmış Patent Hakları % (2000)	1995-2000 Arası Değişme %
Belçika	1,23	-0,6	0,43	1,2
Danimarka	0,78	1,4	0,27	4,9
Almanya	20,60	1,2	6,76	0,5
Yunanistan	0,04	0,6	0,01	6,1
Fransa	6,87	-2,2	2,41	-2,0
İrlanda	0,23	10,7	0,08	5,0
İngiltere	5,33	-1,3	2,30	-1,0
AB-15	46,79	0,4	16,17	0,2
Türkiye	0,02	28,2	0,01	23,05
A. B. D.	27,54	-1,5	51,76	-0,8
Japonya	17,20	0,2	20,86	-0,4
Finlandiya	1,29	3,9	0,49	4,9
İsviçre	2,44	-1,7	0,82	-3,3

Kaynak: EU Key Figures, 2004, 67

Tablo 14: Türkiye’de Patent Başvuruları ve Sonuçları

Yıllar	Patent Başvuruları		Verilen Patentler	
	Yerli	Yabancı	Yerli	Yabancı
2000	266	3178	26	1131
2001	299	2918	44	2092
2002	388	1491	44	1753
2003	467	696	79	1112

Kaynak: TPE, 2004

Türkiye’de girişimciliğin asıl önem kazanmaya başladığı süreç, küçük ve orta boy işletmeler (KOBİ) kavramı ile tanışmasıyla başlamıştır. Küçük ve esnek yapıları ile KOBİ’ler, tüm dünyanın gündemindedir (OKTAY ve GÜNEY, 2002, 01). Rekâbetin ve değişikliğin çok yoğun yaşandığı günümüzde, istihdamın ve üretimin büyük bölümü KOBİ’ler tarafından gerçekleştirilmektedir. KOBİ’ler değişimlere kolay uyum sağlayan yapılarıyla tüm dünyada önemli yer tutmaktadır.

Avrupa Topluluğu’nda (günümüzde Avrupa Birliği) 1985 yılında iş arayan her 25 kişiden 3’ü, yani %12’si işsiz kalmıştır (OKTAY ve GÜNEY, 2002, 02). Bu nedenle istihdamı artıracak çalışmalar ve araştırmalar yapılmış, KOBİ’lerin buna bir çözüm olduğu görülmüştür.

KOBİ’lerin ekonomiye katkılarını beş başlık altında toplamak mümkündür (OKTAY ve GÜNEY, 2002, 02):

- İstihdam yaratılması
- Esneklik sayesinde yeniliklere hızlı uyum
- Girişimciliği teşvik
- Butik üretim sayesinde ürün farklılaşması
- Büyük işletmelere ara malı temini

Küçük ve orta boy işletme kavramı üzerinde bir mutabakat sağlanmış değildir. Ancak; Amerika Küçük İşletmeler Birliği (SBA)’nin yaptığı tanıma göre, KOBİ; kendi faaliyet alanında hakimiyet kuracak bir büyüklüğü olmaksızın işletilen ve bağımsız mülkiyete konu olan işletmelerdir (SBA, 2003, 01).

Hangi işletmenin küçük, hangisinin büyük olduğuna dair genel kabul görmüş bir tanım olmamakla birlikte en genel kural, gelişmiş ülkelerde 200-300’den az işçi

çalıştıran işletmeler ile, gelişmekte olan ülkelerde 50'den az işçi çalıştıran işletmeler küçük işletme olarak kabul edilir.

KOBİ tanımlanmasında konulan sermaye miktarı, personel sayısı, ücretler toplamı, sabit varlıklar, makine sayısı, yıllık amortisman tutarı, kullanılan hacim, kullanılan alan, satış hasılatı kâr hacmi gibi çok çeşitli kriterler söz konusu olabilmektedir (KOBİNET, 2003, 06).

KOBİ'ler istihdam, gelir artışı ve kalkınmaya olan katkıları nedeniyle sanayileşmenin itici gücü olarak kabul edilirler. KOBİ'ler gelişmiş ülkelerdeki işyeri sayısının yaklaşık %98'ni, gelişmekte olan ülkelerde %95'ni, Türkiye'de ise %99'nu oluşturur (KOBİNET, 2003, 06).

Ülke içinde toplam talepte az miktardaki değişimin karşılanmasında, büyük ölçekli firmalara göre KOBİ'ler daha fazla fonksiyon üstlenmektedirler. Ayrıca, çoğunlukla emeğe ve el becerisine dayalı işletmeler olduklarından, sipariş üzerine ve özel mal üretiminde oldukça başarılıdırlar ve istihdama büyük katkıları olur.

KOBİ'ler büyük ölçekli işletmelere hammadde ve yarı mamul üreterek bir anlamda onların yan sanayisi ve tedarikçisi olarak çalışmaktadırlar. Bu durum, KOBİ türündeki işletmelerin ekonomideki ağırlıklarının artmasına ve piyasadaki tekelleşme çalışmalarını önleyici etki yaratmaktadır.

KOBİ'ler büyük işletmelere göre tüketiciye daha yakındır. Bu nedenle, tüketicinin değişen tercihlerini hemen algılayıp ürün üzerinde gereken değişiklikleri daha hızlı uygulayabilirler. İşyeri sahipleri çoğunlukla işyerinde işçilerle birlikte çalışır. Bu nedenle karar alma sürecine çalışanlar da katılma olanağı bulurlar. Bu durum motivasyonu önemli ölçüde artırır.

İşletmenin genel işlevleri herkes tarafından bilindiğinden, çalışan eksikliğinde üretimde çok fazla sorunla karşılaşılmaz.

Ancak; KOBİ olarak tanımlanan işletmelerin bazı zayıf yönleri de mevcuttur (KOSGEB, 2003, 02). Örneğin; pazarlama alanında sorun yaşayabilirler. İşletme sahibi, iyi bir pazar araştırması yapmadan genelde kendi uzman olduğu alanda iş yeri açar.

Bir başka olumsuzluk üretim maliyetleri açısından yaşanır. Üretim miktarı büyük boy işletmelerin üretim miktarından oldukça azdır. Kullanılan girdilerin alım şartları üzerinden pazarlık yapılamadığından maliyetler artar.

Türkiye’de yeni girişimler ve KOBİ’ler açısından bakıldığında, mali sistemin büyük ölçüde bankaların hakimiyetinde olması nedeni ile kredi olanakları oldukça sınırlıdır. Bu nedenle risk sermayesi finansman modeli, girişimciler, özellikle KOBİ’ler için bir finansman alternatifi olabilir.

Girişimci özellikleri taşıyan, ancak; sermaye yokluğu nedeni faaliyete geçemeyen potansiyel genç girişimcilerin önü açılacaktır. Aynı zamanda, mevcut girişim ve KOBİ’ler bu yöntem sayesinde fonlanarak piyasada canlanma sağlanabilecektir.

Risk sermayesi finansman modeli, Türkiye’de 1993 yılında yayımlanan bir tebliğ ile yasal olarak kendisine bir yer edinmiş, ancak; uygulamalar itibarıyla yetersiz kalmıştır.

3. 3. RİSK SERMAYESİNİN TÜRKİYE’DEKİ GELİŞİM SÜRECİ

Türkiye’de risk sermayesi ile ilgili ilk çalışmaların 1986 yılında kurulan Geliştirme ve Destekleme Fonu ve Teknoloji Destekleme Ajansı ile başladığı kabul edilir (ÇETİNDAMAR, 2002, 25). A. B. D.’de kurulan Küçük İşletmeler Birliği (Small Business Administration, SBA) örnek alınarak kurulan Teknoloji destekleme Ajansı, risk sermayesi piyasasının gelişimini sağlayacak bir devlet risk sermayesi şirketi olarak kurulmasına rağmen, hayata geçirilememiştir.

Ülkemizde risk sermayesi şirketlerinin ilk örneği olan Teknoloji Destekleme Ajansı, küçük girişimciye parasal destek, pazar araştırma desteği, pazar güvencesi desteği, eğitim desteği, uzman personel desteği, teknik destek gibi desteklerin sağlanması amacıyla kurulmuştur. Ancak; o dönemlerde Türkiye’de yaşanan siyasi ve ekonomik gelişmeler neticesinde başarılı olamamış ve işlem yapamamıştır (KOBİNET, 2003, 10).

Risk sermayesi uygulamaları, yasal düzenlemelerin yapılmasından önce, Türkiye’de yerleşik işletmelerin sermaye ihtiyaçlarını karşılamak için, yurt dışında ucuz maliyetli fon aramaları ve yurt dışında faaliyet gösteren risk sermayesi fonlarının Türkiye’de yatırım yapma fikrinden çıkmıştır. 1993 yılında SPK Tebliği’nin yayımlanmasından önce, yurt dışı kaynaklı bir çok risk sermayesi fonu, Türkiye’ye

gelerek cazip gördükleri sektörlerde yeni girişim veya kurulu bulunan işletmelere yatırım yapmışlardır (KOBİNET, 2003, 11).

Yurtdışından Türkiye'ye ilk risk sermayesi yatırımı, 1991 yılında Banker Trust ile Türk Petrol Holding'in ortak olmaları girişiminde yaşanmıştır. Bu girişim, Banker Trust'ın Türkiye'de yatırımlar ile ilgili politikalarında değişikliğe gitmesi sonucu, 50 Milyon \$'ın iade edilmesi karşılığında başarısızlıkla sonuçlanmıştır.

Risk sermayesinin gerçek anlamda temeli, 1993 yılında risk sermayesi mevzuatının hazırlanması ve Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmesi ile atılmıştır. Günümüzde tebliğde yer alan tanım itibari ile risk sermayesi yatırım şirketleri sayısı sadece iki tanedir. Bunlar Vakıf Girişim Yatırım Ortaklığı A. Ş. ve İş Risk Yatırım Ortaklığı A. Ş.'dir. Bunların haricinde faaliyetleri ile risk sermayesi sayılan ancak, tebliğde yer alan tanıma göre risk sermayesi yatırım ortaklığı sayılmayan çeşitli fonlar ve kurumlarda mevcuttur.

3. 3. 1. Risk Sermayesi Şirketleri

22.04.1996 tarihinde sermayesi'nin büyük çoğunluğu (%49,8) Türkiye Vakıflar Bankası A. Ş.'ye ait olmak üzere, Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A. Ş. kurulmuştur. 2 Trilyon TL kayıtlı, 250 Milyar TL başlangıç sermayesi ile kurulan şirket, 1998 de sermayesini 500 Milyar TL'na yükseltmiştir. Sektörün ilk şirketi olma özelliğini taşıyan Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A. Ş., 2004 yılında ismini Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. olarak değiştirmiştir (VAKIFGİRİŞİM, 2004, 02). Şirket yazılım, biyoteknoloji, kompozit malzeme ve makine imalat sektörlerini yatırım için öncelikli sektörler olarak belirlemiştir. 2000 yılında borsaya kote olmuştur.

Vakıf Girişim'in ilk yatırımı, 1996 yılında ODTÜ-KOSGEB Teknoloji Geliştirme Merkezi'nde faaliyet göstermekte olan Teknoplazma A. Ş.' dir. Fiziksel buharlaşma yöntemi ile çalışan bir kaplama reaktörünü, Türkiye'de ilk kez tasarlamış ve üretmiştir.

İkinci yatırımı ise, 1999 yılında Ege Serbest Bölgesi'nde faaliyete başlayan İnova Biyoteknoloji A. Ş.'dir. Şirket; Hepatit A, Hepatit B, HIV gibi çeşitli hastalıklar

ile, hamileliğin teşhisinde kullanılacak olan çeşitli tanı kitlerinin, biyoteknolojik yöntemlerle üretilmesinde faaliyet göstermektedir.

Şirketin üçüncü yatırımı ise, yine ODTÜ Kampus alanında faaliyet gösteren Ortadoğu Yazılım Hizmetleri A. Ş.'dir. Bu şirket, bünyesinde Türkiye'nin ilk internet servis sağlayıcısı (ISS) olan TR.NET'i barındırmaktadır.

İş Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A. Ş., İş Bankası tarafından 2000 yılı sonunda kurulmuştur. %45'lik payla en büyük ortağı İş Yatırım A. Ş.'dir. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası %20, Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı %12,5 oranında ortaktır. İş Girişim, Probil Bilgi Sistemleri A. Ş., İTD Bilgi Hizmetleri A. Ş., Cinemars (sinema sektörü), Nevotek (mobil telefon altyapı hizmetleri), Step halıcılık gibi yatırımları gerçekleştirmiştir.

3. 3. 2. Yabancı Yatırım Ortaklıkları ve Teknoparklar

Yabancı yatırım ortaklıklarının bir kısmı yurtdışında faaliyet gösteren ve Türkiye'de temsilcilik açmayan ama Türk aracı finansman kurumlarının yardımıyla yatırım yapan firmalardır. EMEA (Europa Middle East Africa), Zouk Ventures ve Softbank. Örneğin; EMEA isimli fon, yatırım firması Fidelity'nin eski başkanı ve Mısır kökenli yatırımcılar tarafından kurulmuştur. Türkiye'de ofisi olmamakla birlikte, Probil ve Gordon firmalarına yatırım yapmıştır. Zouk ise İngiltere'de kurulu bir firmadır.

Ayrıca Türkler tarafından kurulan fakat yabancı yatırım ortaklığı firmalarının Türkiye temsilcisi konumunda olan firmalar vardır. Örneğin; adı Turkish Ventures Capital Partners olan ve Türkler tarafından kurulmakla birlikte, Advent International Affiliate isimli bir yabancı yatırım ortaklığı firmasının Türkiye ortağı olan bir firmadır.

Yabancı yatırım ortaklıklarının en eskisi Japon firması Sparx Asset Management'dır. 1995 yılında Sparx Asset Management, Türkiye'de yatırım yapmak için İstanbul'da bir irtibat ofisi açmıştır. Sparx, Türkiye'de toplam yedi işletmeye 40 milyon \$'ın üzerinde yatırım yapmıştır. Yaptığı yatırımlardan Ünal Tarım ve Arat Tekstil, ikinci yılın sonunda hisselerini satmak suretiyle halka açılmış ve önemli oranlarda kâr sağlamıştır. Aynı şirketin Aba Ambalaj'a yaptığı yatırım ise zararlı sonuçlanmış ve işletme kapatılmıştır. Aynı şirketin halen Tekstilbank, Eka Elektrik, Rant Leasing' de ortaklıkları devam etmektedir (SÜEL, 2000, 88).

Safron firması 1999 yılında Türkiye'ye gelmiş ve Banker Trust ile birlikte Jumbo firmasına yatırım yapmıştır.

AIG Blue Voyage Fund ise 2000 yılında Galatasaray Spor Kulübü'ne yatırım yapmıştır. Ancak; bu anlaşma sonuçlanmamış ve sözleşme feshedilmiştir.

1997 yılında Merrill Lynch Uluslararası Yatırım Fonu, Termo Teknik A. Ş. adında, ısı ekipmanları üreten şirkete yatırım yapmış ve hisselerini iki kat fazla fiyatla İngiliz Caradon şirketine satmıştır. Son yıllarda da gıda satış mağazaları zinciri olan BIM'e yatırım yapmıştır.

Lehman Brothers Uluslararası Yatırım Fonu'nun Superonline'na yaptığı 70 Milyon \$'lık yatırım da bu kapsamda sayılabilir (SUPERONLINE, 2003, 01).

Kuluçkalar (Incubator) adıyla anılan kurumlar, şirket kurmaya çalışan yada projelerini hayata geçirmeye çalışan girişimcilere kurulma aşamalarında yardımcı olmaya çalışırlar (GOMPERS ve LERNER, 1999, 08). Kuluçkalar proje ve fikir sahibi olan girişimcilere ucuz ofis yeri ve ekipman sağlamanın dışında, gerekli hukuki ve yönetim konularında da destek verirler. Teknoparklardan daha küçük olan kuluçkalar bir veya birkaç alanda uzmanlaşırlar.

Amaçları ve girişimcilere sundukları hizmetler açısından kuluçkalar farklılık içerirler. İxir tarafından kurulan Okyanus risk sermayesi fonunda olduğu gibi bir grup, direkt olarak girişimcilere finansman sağlarken, bir başka grup girişimcilerin risk sermayesi gibi fonlar bulmalarına yardımcı olur. Türkiye'de henüz çok yeni olan kuluçkalar, esas olarak devlet kurumları yada üniversitelerden fazla, üretimde bulunan şirketler tarafından kurulmuştur.

Bilişim sektöründe 1998 yılından beri faaliyette olan kuluçkalar, projelerin fikir aşamasından ürün haline dönüşme aşamasına kadar girişimcilere yardımcı olurlar. Belirli bir süre desteklenen ve başarılı olan projeler, ana firma tarafından satın alınarak veya projeyi gerçekleştiren kişinin kuracağı firmaya ortak olarak sonlandırılır (GOMPERS ve LERNER, 1999, 09). İnternet ve yazılım alanında faaliyette bulunmak üzere İlab Holding 2000 yılında faaliyete geçmiştir.

2001 yılında karşılaştırmalı sigorta şirket bilgilerinin yer aldığı Sigortam. Net, 2004'de faaliyete giren bireysel emeklilik sistemi ile ilgili bilgilerin yer aldığı Besonline. Net, kimya ve plastik sektörü ile ilgili sanal ticaret ortamının bulunduğu,

ChemOrbis, çelik sektörü için SteelOrbis, ve sanal ticaret için Treda gibi girişimleri yapmıştır (İLABHOLDİNG, 2004, 01).

Superonline Incuba-TR, Türkiye'nin en büyük servis sağlayıcılarından olan Superonline'ın kurduğu bir kuluçka şirkettir. Bu şirkete aynı zamanda Ericsson ve Sun Microsystem de ortaktır. Şirket 50.000 \$ ile 2 Milyon \$ arasında yatırım yapabilmektedir. Şu ana kadar üç yatırım gerçekleştirmiştir.

Teknoparklar ise, kuluçkalara göre daha büyük alan üzerine kurulan ve sadece kuruluş aşamasında olan girişimcilere değil, herhangi bir üretim aşamasında olan ve teknolojiye dayalı firmalara destek olmak amacıyla kurulan yapılardır. Türkiye'de üç adet teknopark devletten izin alarak kurulmuştur Bunlardan ikisi üniversite bünyelerinde kurulan teknoparklardır. Birisi Orta Doğu Teknik Üniversitesi (ODTÜ) Kampus alanı içerisinde kurulan, diğeri Yıldız Teknik Üniversitesi (YTÜ) Kampus alanı içinde kurulan teknopark ve diğeri Türkiye Bilimsel ve Teknik Araştırmalar Kurumu (TÜBİTAK) Marmara Araştırma Merkezi'nde kurulan teknoparklardır.

3. 3. 3. Aracı Finans Kurumları ve Danışmanlık Şirketleri

Türk yada yabancı yatırımcıları, projelerini hayata geçirmek isteyen Türk girişimci şirketleri ile buluşturan aracı kurumlardır. Aracı kurumlar, risk sermayesi işlemi yapmamakla birlikte, risk sermayesi işlevlerinin yerine getirilmesinde önemli rol oynarlar. Bu işlevler:

- Yabancı risk sermayesi şirketlerini Türkiye'ye getirerek burada yatırım yapmalarını sağlarlar
- Girişimcileri yapacakları görüşmeler için hazırlarlar
- Girişimci ve yatırımcıyı buluştururlar.

Türkiye'de bu alanda en aktif çalışan aracı kurum Ata Yatırım menkul Kıymetler A. Ş.'dir. 1999-2001 yılları arasında bu alanda yapılmış aracılık hizmetlerinin toplam %40'nı Ata yatırım gerçekleştirmiştir (ATAYATIRIM, 2003, 02). Aynı zamanda, European Venture Capital Association (EVCA) üyesidir.

Ata Yatırım, Private Equity (PE) alanında, Sparx'ın Ünal tarım'a yaptığı yatırımda, Ünal Tarım'ın danışmanlığını üstlenmiştir. Aynı şekilde Merill Lynch-Termo teknik işleminde, Termo teknik'in danışmanlığını üstlenerek, tanıtım kitapçığı ve

iş plânı hazırlanmasında aktif rol oynamıştır. Safron – Jumbo işleminde, işlemin tüm koordinasyonu yine Ata Yatırım tarafından gerçekleştirilmiştir. Bir başka örnek olarak, Merko Gıda'nın azınlık hisselerinin Citibank Venture Capital (CVC) tarafından satın alınması aşamasında, CVC'ye değerlendirme konusunda danışmanlık hizmeti vermiştir.

Sayıları 130'un üzerinde olan aracı kurum ve danışmanlık şirketleri arasında, Burhan Karaçam tarafından kurulan Stratejik İş Geliştirme ve Değer Kazandırma A. Ş., Kapital Net, OTS Yatırım ve Finans Danışmanlığı A. Ş. sayılabilir.

3. 3. 4. Şirketlerin Risk Sermayesi Fonları

Şirketlere dayalı risk sermayesi fonlarının büyüklüğü ve işlemleri hakkında bilgi bulmak zordur. Buna rağmen Koç Holding, Sabancı Holding gibi büyük holdinglerin yeni girişimleri finanse etmek amacıyla fonlar oluşturdukları bilinmektedir.

Örneğin Koç Grubu, Boğaziçi Üniversitesi Teknoloji Merkezi (TEKMER)'nde yer alan Geveze isimli yazılım firmasına, sermaye yatırımı yapmıştır. Yine 2001 yılında Koç Grubu, Yeni Girişim ve Araştırma Birimi tarafından, çeşitli organizasyonlara internet üzerinden on-line rezervasyon ve bilet sağlayan Biletix Bilet ve Hizmet Organizasyonları A. Ş.'ye risk sermayesi yolu ile yatırım yapmıştır.

FİBA Holding'e bağlı Girişim Holding, Gima ve Marks & Spencer firmalarına sermaye yatırımları yapmıştır.

3. 3. 5. Bankalara Bağlı Yatırım Ortaklıkları

Sermayesinin büyük çoğunluğu bankalar tarafından sağlanan ancak, bankalardan bağımsız tüzel kişilikleri bulunan yatırım ortaklıkları ile kendisi yatırım bankası statüsünde olan yerli ve yabancı bankalardır.

Örneğin; Garanti Yatırım Ortaklığı, Yapı Kredi Yatırım Ortaklığı yerli bankalar tarafından kurulmuş yatırım ortaklıkları arasında sayılabilir. Yatırım ortaklığı faaliyetinde bulunan yabancı bankalar arasında, Citibank ve Deutsche Bank sayılabilir. Türkiye Kalkınma Bankası (TKB), yatırım bankası olarak faaliyet göstermektedir.

TKB, küçük ve orta ölçekli işletmelerde yaşanan sıkıntıları iyi bilen ve bu firmaların rehabilitasyonu sürecinde, risk sermayedarı gibi gelişmeleri kontrol edebilen,

gerektiğinde yönetici ve uzman gereksinimini karşılamada firmalara yardım eden bir kuruluştur. Ayrıca sektör araştırmaları konusunda da uzmandır.

Türkiye’de faaliyet gösteren Özel Finans Kurumları’nın yapmış olduğu kâr-zarar ortaklığı yatırımları da risk sermayesinin en eski biçimi olan Mudaraba ile benzerlik göstermektedir. Al-Baraka Türk, Family Finans gibi kurumlar bunlar arasında sayılabilir. Türkiye’de bu tür finans kurumlarının yaptıkları yatırımlar oldukça düşük seviyelerdedir.

3. 3. 6. Devlete Bağlı Kuruluşlar veya Mesleki Örgütler

Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi (KOSGEB), Türkiye Bilimsel ve Teknik Araştırmalar Kurumu- Teknoloji İzleme ve Değerlendirme Başkanlığı (TÜBİTAK-TİDEB), Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV), devlet kurumları arasında ve bu alanda en yoğun faaliyet gösteren kurumlardır.

KOSGEB, küçük ve orta ölçekli sanayi işletmelerinin teknolojik yeniliklere hızla uymalarını sağlamak, rekabet güçlerini, ekonomiye katkılarını ve etkinliklerini artırmak amacıyla 1990’da kurulmuştur (KOSGEB, 2003, 06).

KOSGEB’e göre 1-50 arası işçi çalıştıran sanayi işletmeleri küçük, 51-150 arası işçi çalıştıran sanayi işletmeleri de orta ölçekli sanayi kuruluşları olarak kabul edilmiştir. 1996’dan beri kurduğu Teknoloji Merkezleri (TEKMER) sayesinde teknolojiye dayalı yada teknoloji içeren şirketlerin kurulması ve desteklenmesi alanında da çalışmalar yürütmeye başlamıştır. 1998 yılında imzalanan bir protokolle, teknoloji merkezleri oluşumuna Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB)’ne bağlı birimler de dahil edilerek, “Duvarsız Teknoloji İnhibitörü” kavramı sanayiye kazandırılmıştır.

TÜBİTAK-TİDEB, Ar-Ge çalışmalarını artırmak amacıyla 1995 yılında kurulmuştur. Araştırma yapan şirketlere belirlenen usuller dahilinde karşılıksız finansman yardımı yapmaktadır.

TTGV, 1991’de Dünya Bankası ile Türkiye arasında imzalanan anlaşma doğrultusunda, özel sektör ve kamu sektörü işbirliği ile kurulmuştur (TTGV, 2003, 01). Ar-Ge çalışmaları yapan şirketlere düşük faizli borç yardımında bulunmaktadır. Ön çalışma ve fizibilite aşamasını geçmiş projelere en çok iki yıl vadeli ve en fazla 1-2

Milyon \$'lık fon yada proje bütçesinin %50'si oranında bir fonu dört yıl vade ile dolar cinsinden ve faizsiz olarak tahsis edebilmektedir.

3. 3. 7. Yabancı Sermaye Yatırımları

Yabancı sermaye yatırımları, yatırım yapılan ülkeye sermaye girişi sağladığı için sermaye sıkıntısı çeken birçok ülke açısından önemli bir kaynak oluşturur (ÇETİNDAMAR, 2002, 33). Yabancı sermaye yatırımları, uluslararası şirketler tarafından yapılabildiği gibi, devlet veya uluslararası kurumlar tarafından da yapılabilmektedir.

Uluslararası Finansman Şirketi (International Finance Corporation, IFC), 1963 yılından beri Türkiye'de sadece özel sektör yatırımlarına finansal destek sağlamaktadır.

Avrupa Birliği'nin Avrupa Küçük İşletmeler Bildirgesi (European Charter for Small Enterprises) ile başlattığı ve 2005 yılı sonunda bitecek olan girişimcilğe, özellikle KOBİ'lere yönelik çok yıllık destek projesinin yerine, 2006-2010 yılları arasında daha da gelişmiş yeni destek programları oluşturulmasını hedeflemiştir (EU, 2004, 02).

3. 4. AVRUPA BİRLİĞİ'NİN FİNANSAL DESTEK PROGRAMI

Her ne kadar geçmiş programlar Avrupa'nın girişimcilik alanındaki performansının iyileştirilmesinde etkin bir rol oynamış olsa da, bu yönde ilerleme kaydetmek için gerçekleştirilmesi gereken birçok şey bulunmaktadır.

Sanayi politikaları, dinamik ve rekabetçi bir ekonominin gelişmesi ve işletmelerin sektörel veya yatay gelişimi açısından rekabet ve globalleşmenin getirdiği zorlukların aşılmasında anahtar bir unsurdur. Öte yandan, günümüzün rekabet ortamı gün geçtikçe daha yenilikçi, diğer bir deyişle daha yeni ve daha iyi ürünlerin ve hizmetlerin ekonomiye katılması ve operasyonel süreçlerin iyileştirilmesini gerektirmektedir. Avrupa'nın girişimcilik alanında yetersiz kalmasının arkasındaki unsurlardan biri yeterince yenilikçi girişimlerin yaratılmamasıdır.

Dolayısıyla yeni programın yenilikçilik ve özellikle teknolojiye dayalı olmayan yenilikler ve girişimcilik cephesinde de faaliyet göstermesi gerekmektedir. Yeni

program, KOBİ'lerin ihtiyaçlarına odaklanmaya devam etmekle beraber girişimciliğin, yenilikçiliğin ve rekabet gücünün arasındaki etkileşimin önemini de ön planda tutmayı amaçlayacaktır.

Yeni programın kısıtlı sayıda faaliyetin gerçekleştirilmesine yönelik bir çerçeve oluşturulmasına izin verecek bir platform sağlamakla yetinmemelidir. Yeni platform, KOBİ'lere, girişimciliğe, yenilikçiliğe ve ekonomideki oyuncuların yapısal değişikliklere uyum sağlamasına destek verecek tüm AB ve üye ülke faaliyetlerinin koordine edilmesine ve güçlendirilmesine izin verecek bir platform niteliği taşımaktadır.

Yeni program AB politikalarını ve rekabet kurallarını, Ortak Pazar, Avrupa İstihdam Stratejisi, çevre politikası ve bölgesel kaynaşma gibi özellikle rekabet gücü açısından tamamlayıcı bir niteliğe sahip olacaktır. Yeni Programın hedefler ve Faaliyet Önerileri:

- Bilgi ve İletişim teknolojilerinin iş stratejilerine entegre edilmesini teşvik etmek ve desteklemek
- Kurumsal sosyal sorumluluk ve sürdürülebilir üretimin desteklenmesi ve teşvik edilmesi
- İşletmelerin rekabet gücünü ve bazı sektörlerde değişimlere uyum sürecinin desteklenmesi ve teşvik edilmesi
- Girişimcilik ruhunu teşvik etmek
- Girişimcilerin risk almalarına yardımcı olmak
- İşletmeleri büyümeye ve rekabete yönlendirmek
- İşletmelerin ve özellikle KOBİ'lerin finansmana erişim olanaklarını desteklemek
- İşletmeler açısından daha uygun ulusal kanun ve düzenlemelerin getirilmesi
- AB dahilinde sınırlar ötesi işbirliğinin desteklenmesi ve teşvik edilmesi
- Üye ve aday ülkelerde risk sermayesini teşvik etmek
- Avrupa İş Destek Ağları'nın işletilmesi

3. 5. RİSK SERMAYESİNİN HUKUKSAL AÇIDAN İNCELENMESİ

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'un, 06.07.1993 tarih ve 21629 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren, Seri: VIII, No: 21 sayılı "Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile, risk sermayesi Türkiye'de ilk defa yasal düzenlemeye kavuşmuştur.

Bu tebliğin amacı; risk 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 düzenlemektedir (SPK, 2003, 01).

Bu tebliğe göre, Türkiye'de risk sermayesi yatırımı, girişim şirketlerinin birinci el piyasalarda ihraç ettiği, sermaye piyasası araçlarına yapılan uzun vadeli yatırımlar olarak tanımlanmıştır. Tebliğde ayrıca, yatırımın girişim şirketlerine ortak olmak suretiyle yapılabileceği de belirtilmiştir.

Girişim şirketi olarak, Türkiye'de kurulmuş veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak gereksinimi olan şirketler tanımlanmıştır. Bu tanımdan da anlaşılacağı üzere, risk sermayesi şirketleri, yurt dışındaki girişimci şirketlere yatırım yapamazlar.

Portföy değeri kavramı, ortaklığın aktifinde bulunan, girişim şirketlerinin hisse senetlerinin ve borçlanma senetleri ile ikincil piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçları ve ters repo işlemlerinin geçerli değerleri toplamı olarak tanımlanmıştır.

Öz sermaye kavramı ise, 29.01.1989 tarih, 20064 sayılı resmi gazete'de yayımlanan Seri: XI, No: 1 sayılı "Sermaye Piyasasında Mali Tablolara ve Raporlara ilişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ" in 3 numaralı ekinde tanımlanmış olan öz sermaye tutarıdır.

Tebliğe göre, risk sermayesi şirketleri ani usulde kurulabilirler veya faaliyet konuları farklı olan şirketler, ana sözleşmelerini tebliğe uygun hale getirerek risk sermayesi şirketine dönüşebilirler.

Yeni kurulacak bir risk sermayesi şirketinin aşağıdaki özellikleri taşıması gerekir:

- Kayıtlı sermaye tavanını benimsemiş, anonim şirket türünde kurulması

- Çıkarılmış sermayesinin en az%49'u oranındaki hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulmuş olması (tescilden itibaren bir yıl içinde %10, üçüncü yılın sonuna kadar %30, beşinci yılın sonuna kadar %49 oranındaki hisseyi halka arz etmesi zorunludur).
- Başlangıç sermayesinin 100 Milyar TL'den az olmaması ve kayıtlı sermayesi 300 Milyar TL olması (Bu hüküm, daha sonradan 06.11.1998 tarih, 23515 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan ikinci bir tebliğle değişikliğe uğramış ve başlangıç sermayesi 500 Milyar TL, olarak değiştirilmiştir. Günümüzde bu tutar 750 Milyar TL'dir)
- Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması
- Ortaklık süresinin 10 yıldan az olmaması
- Ticaret ünvanında "Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı" ibaresinin bulunması
- Esas sözleşmesinin "Türk Ticaret Kanunu" ve tebliğ hükümlerine göre düzenlenmesi
- Kanunun belirttiği üzere, portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere SPK'na başvurması
- Kurulun uygun görüşünün alınması zorunludur

Ayrıca risk sermayesi yatırım ortaklığında yer alacak kurucuların müflis olmamaları, yüz kızartıcı suç işlememiş olmaları, yabancı uyruklu olmaları halinde, yetkili makamlardan gerekli onayları almış olmaları gereklidir.

Dönüşüm işlemi ile risk sermayesi şirketine dönüşmek isteyen şirketler için de bu kuralların benzerleri geçerlidir.

Yeni kurulan veya dönüşen şirketlerin, SPK tarafından risk sermayesi işlemleri için uygun bulunmaması durumunda, esas sözleşmesini risk sermayesi faaliyetlerini kapsamayacak şekilde değiştirmesi zorunludur.

Halka açılma işleminden sonra, en geç on beş gün içinde, İMKB'na kotasyon için başvurmak zorundadırlar. Girişim şirketlerine yapılacak yatırım kararlarının alındığı andan itibaren, bir iş gün sonrasına kadar İMKB'na haber verilmesi zorunluluğu vardır.

Şirketler imtiyazlı hisse senedi haricinde, hiçbir imtiyazlı menkul kıymet ihraç edemezler. Şirket ortakları, ödünç para verme işleri ile uğraşamaz, mevduat toplayamaz,

ticari, sınıai veya zirai faaliyetlerde bulunamazlar. Ayrıca, altın ve kıymetli madenlere yatırım yapamaz, vadeli işlem sözleşmesi yapamaz ve menkul kıymet açığa satış işlemi yapamazlar.

Bu tebliğde yatırım ortaklıklarının faaliyetlerine ilişkin sınırlamalar da getirilerek düzenlemeye gidilmeye çalışılmıştır. Buna göre, risk sermayesi yatırım ortaklıkları:

- Ortaklık sermayesinde %10'dan fazla pay sahibi olan ortakların, yönetim kurulu üyelerinin ve genel müdürün ayrı ayrı yada birlikte sermayelerinin %10'dan fazlasına sahip oldukları sürece yatırım yapamaz.
- Girişim şirketlerinin ihraç ettikleri hariç, ikincil piyasalarda işlem gören menkul kıymetlere portföy değerinin %35'den fazlasını yatıramaz
- Tek bir şirketin ihraç ettiği menkul kıymetlere portföy değerinin %10'dan fazlasını yatıramaz
- Tek bir şirketin sermayesi veya oy haklarının %10'dan fazlasına sahip olamaz
- Diğer risk sermayesi şirketlerine, portföy değerinin %10'dan fazlasını yatıramaz.

3. 6. TÜRKİYE'DE RİSK SERMAYESİNİN MEVCUT DURUMU

Türkiye'de uygulamada, Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları (RSYO) ve Private Equity (PE) yatırımları olmak üzere iki temel ayırım söz konusudur (İŞERİ, 2001, 72). Buna ek olarak, tebliğde tanımlanmasa da, Risk Sermayesi Yatırım Fonları (RSYF) ve Risk Sermayesi Yatırım Şirketleri (RSYŞ)'de, risk sermayesi alanında mevcuttur.

Ancak; Sermaye Piyasası Kanunu'nda bir tanım verilmediği için RSYF ve RSYŞ şeklinde örgütlenme henüz mümkün değildir. Kanunda sadece yatırım fonları tanımlanmakta ve bunların sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığı olduğu belirtilmekte ve fonun tüzel kişiliği bulunmadığı vurgulanmaktadır.

RSYŞ için kurul bir tebliğ hazırlamış, ancak; yayımlanmamıştır. Bu nedenle, bu tür örgütlenme de henüz mümkün değildir. Yayımlanmayan taslakta, RSYŞ, RSYO ve RSYF'ni, SPK düzenlemeleri ile kurulup yönetilen ortaklıklar olarak ifade etmiştir.

Risk sermayesi kurumu, RSYO şeklinde kurulduğu takdirde, Sermaye Piyasası Kanunu'nun ilgili maddeleri (Madde 35-36) ve Sermaye Piyasası Kurumu'nun 21629 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan tebliği uygulanacaktır.

Yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları (hisse senedi ve tahvil), gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklardır. Burada sermaye piyasası araçları olarak menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları kast edilmekte ve tanımlanmaktadır (SPK, Madde35-36).

Menkul kıymetler; ortaklık veya alacak hakkı sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir sağlayan, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları kurulca belirlenen kıymetli evraklardır.

Diğer sermaye piyasası araçları ise, menkul kıymetler dışında kalan ve şartları kurulca belirlenen evraktır. Tebliğde belirtilen diğer şartlarda, risk sermayesi yatırım ortaklığı sistemi ile, teknoloji transferini sağlamaya ve girişimciliği teşvik etmeye yönelik yüksek oranda gelişme potansiyeli taşıyan üretken yatırımların finansmanı için Türk şirketlerine sermaye piyasası kurumları aracılığı ile fon sağlanacaktır.

RSYO tarafından toplanan fon, şirketlere hisse senetleri karşılığında aktarılacaktır. Ayrıca bu fon faizsiz olacak, gelir ve kurumlar vergisinden muaf tutulacaktır. RSYO'nın kaynağı, gerçek ve tüzel kişilerden, ticaret, kalkınma ve yatırım bankalarından, sigorta şirketlerinden, ticaret odalarından ve yabancı kuruluşlardan sağlanacaktır. RSYO, hiçbir surette herhangi bir gelir veya kâr payı taahhüdünde bulunamaz.

RSYO'na kaynak için başvuracak girişimci kuruluşların, üretim alanları, üretecekleri ürünün ekonomiye katkıları incelendikten sonra, kuruluşun hisseleri karşılığında fon aktarılacaktır.

Bu ortaklıklar hisselerini, nakit karşılığında ve nama yazılı olarak çıkaracaklardır. Yabancı ortaklıklar ise, 6224 sayılı "Yabancı Sermayeyi Teşvik Yasası" çerçevesinde gerekli izinleri almış olacaklardır.

Ortaklıkların kurucuları zimmet, ihtilâs, irtikâp, rüşvet, emniyeti suiistimal, sahtecilik, hırsızlık, dolandırıcılık, kaçakçılık gibi yüz kızartıcı suçlardan hüküm giymemiş olacak, ayrıca bunların müflis olmamaları, borsa üyeliğinden geçici veya sürekli olarak çıkarılmamış olmaları şartları aranacaktır. Genel müdür ve yardımcıları, yüksek öğrenim görmüş kişiler arasından seçilecektir.

RSYO kurucuları, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'ndan kuruluş izni alınmasından sonraki üç ay içinde, halkı ortaklığa katılmaya davet etmek üzere, hisse senetlerinin kayda alınması için SPK'na başvuracaklardır. RSYO'na katılmak isteyen tasarruf sahipleri, katılma taahhütnamelerini doldurup, pay bedelini tam ve nakit olarak bir bankada bakanlık adına açılan hesaba yatıracaklardır.

Kuruluşun tescilinden itibaren en geç üç ay içinde halka arz edilecek hisse senetlerinin kayda alınması için pay sahipleri adına yönetim kurulu başvuruda bulunacaktır.

RSYO, risk sermayesi faaliyetleri dışında sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunamayacak (örneğin; halka açılmaya aracılık, menkul kıymet alım satımına aracılık gibi), ödünç para alıp vermeyecek, mevduat toplayamayacak, ticari, sınai, zirai faaliyetlerde bulunamayacaktır. Ortaklar, çalışanlar ve pay sahipleri, yatırım yapılacak projelerle ve şirketlerle ilgili ticari sır niteliğindeki gizli bilgileri açıklayamayacaktır.

Ortaklıklar, çıkarılmış sermayelerinin %10'dan fazlası taşınır ve taşınamaz mal edinemeyecektir.

RSYO'dan sonra uygulama alanı bulan Private Equity (PE) yatırımları; Türkiye'de, halka açık olmayan şirketlere büyüme ve rekâbet gücünü yükseltme amacıyla yapılan ve sermaye riskini paylaşmaya dayalı bir yatırım türüdür (AKSEKİ, 2000, 16). PE yatırımlarının amacı; uzun vadede geleceğinden ümitli oldukları şirketlere yabancı kaynak veya öz sermaye finansmanı sağlamak yolu ile yüksek getiri elde etmektir. Öz sermaye finansmanında PE şirketi, yatırım yaptığı şirkete hisse senedi karşılığında finansman sağlar. Şirket hisselerini halka arz ettiğinde, bu hisselerin alım satımı ile PE şirketlerinin getirisi belirlenir. Bazen PE şirketleri, halka açık şirketlerin hisselerini alarak bir portföy oluşturma yoluna gider.

Yabancı kaynak finansmanı şeklindeki yatırımlarda, PE şirketi borç verdiği şirketin tahvillerini alır. Ana para ödemesi ve faizler getirisini belirler.

RSYO ve PE şirketleri arasında çeşitli farklar vardır (AKSEKİ, 2000, 18). Öncelikle PE şirketleri, hisse senedi piyasalarından faydalanarak kendi yatırım portföylerini oluşturabilir veya yatırım yaptıkları şirketlere borç vererek yabancı kaynak finansmanı sağlayabilirler (ATAYATIRIM, 2003, 03). Oysa RSYO'ları finanse edecekleri şirkete yalnızca ortak olma alternatifine sahiptir. Yatırımdan gelir elde etme, şirketin halka açılması veya sahip olunan hisseyi başkasına satma yolu ile olur. Buna karşılık PE şirketleri, danışmanlık ve kurumsal finansman hizmetleri vererek bir anlamda sağladıkları fonların nasıl kullanıldığını da kontrol ederler.

Bilgi ve teknolojinin çok yoğun olarak yaşandığı günümüzde gelişmiş ülkelerin tamamı, yüksek teknolojiye dayalı yeni ekonomik yapı oluşturmaya başlamışlardır (ÇETİNDAMAR, 2002, 51). Bu yeni ekonomik yapı, katma değeri yüksek ve ülke refahını artırıcı etkiler bakımından daha hızlıdır.

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler, henüz bu dönüşümü gerçekleştirilememiş, katma değeri düşük ve çoğunluk geleneksel yöntemlere dayalı üretim ve sanayi ile bu yarışta daha da gerilere düşmektedirler.

Nitelikli insan gücüne yeterli istihdam olanakları yaratılamaması, gelişmiş ülkelere beyin göçünü hızlandırmakta ve bu durum olumsuz etkiler yaratmaktadır. Teknolojiye dayalı yeni ekonomik yapının en önemli unsuru eğitilmiş işgücüdür. Nüfusunu eğitemeyen, elindekini de tutamayan ülkeler, teknoloji yaratamadıkları gibi, mevcut teknolojiyi almak için de (patent, kullanma hakkı, know-how) ayrıca para ödemek zorunda kalmaktadırlar.

Türkiye, kalkınma hızını artırmak, büyük çoğunluğa sahip genç nüfusa yeni iş olanakları yaratabilmek için hem eğitimi, hem de girişimciliği teşvik etmek zorundadır. Ancak; gerek eğitim, gerekse girişimcilik açısından Türkiye, ülke sıralamalarında alt sıralarda yer almaktadır (EUKEYFIGURES, 2004, 47).

Ülkemizde girişimci özellikleri taşıyan kişilerin de, yasalar, ön yargılar, vergi uygulamaları, ekonomide yaşanan belirsizlikler ve dışa bağımlılık gibi, çeşitli sosyal ve ekonomik unsurlar bakımından motive edilemediği bir gerçektir. Ayrıca, son yıllarda artmasına rağmen, yönetsel beceri ve işletme yönetimi ile ilgili yardımcı bilgilere ulaşma zorluğu, girişimcilerin gözünü korkutmakta veya fikirlerinden vazgeçirmektedir.

Girişimcilerin karşılaştıkları bir başka, belki de en büyük zorluk; finansman alanında yaşanan zorluklardır. Türkiye'de geçirdiği büyük çalkantılara rağmen, para ve

hatta sermaye piyasalarında en büyük aktör, bankalar; en önemli finans aracı, banka kredileridir. Girişimci özelliği taşıyan, ancak; finansman olanakları sınırlı olan kişi ve kurumların, bankalardan uygun şartlarla ve uzun vadeli krediler alması zaten mümkün değildir. Bu nedenden ötürü de bir çok yatırım, daha başlamadan bitmektedir, Girişim hayata geçirilebilse bile bu kez de nasıl yaşatılacağına derdine düşülmekte ve girişimler uzun ömürlü olamamaktadır.

Bütün dünyada olduğu gibi, Türkiye’de de risk sermayesi modeli, varolan finansal sisteme bir alternatif olarak düşünülmüş ve zamanın hükümeti tarafından “ivedilikle” ele alınması kararlaştırılmıştır (DPT, 1991, 33).

Risk sermayesi uygulamalarına ait yasal düzenlemelerin gerçekleştirildiği 1993 yılında, risk sermayesi yatırım ortaklıkları için öngörülen başlangıç sermayesinin 100 Milyar TL (1993 döviz kurları ile 9 Milyon \$) ve kayıtlı sermaye tavanının 300 Milyar TL (1993 kurları ile yaklaşık 27 Milyon \$) olarak belirlenmesi çok yüksek bulunmuş ve risk sermayesi yatırım ortaklığı kurmak isteyen kişi ve kurumlardan gereken ilgiyi görememiş, “Büyük bir ihtiyacı gidermesi beklenen tebliğ, ölü doğmuştur” (ARK, 2002, 03).

Tebliğde yer alan sadece yatırım ortaklığı şeklindeki örgütlenme, finanslama konusundaki sınırlamalar, halka açılma aşamasında bir takım oran ve süre sınırlamaları, risk sermayesi şirketlerini yasal olarak zorlamıştır. İddia edildiği gibi, yasal altyapının hazırlanma aşamasında A. B. D.’deki uygulamalar örnek alınmamış aksine, göz ardı edilmiştir. Yaklaşık aynı süreç içinde risk sermayesinin yasal düzenlemelerini oluşturan İsrail, uygulamaları olduğu gibi benimsemiş ve oldukça başarılı bir grafik çizmiştir (CHRISTOFIDIS ve DEBANDE, 2002, 37).

Sermaye Piyasası Kurulu, bu tebliğle ipleri elinden kaçırmamak ve spekülasyonları engellemek endişesi ile modelin denetimine ağırlık verirken, uygulaması sonuçların değerlendirilmesi yönünü eksik bırakmıştır.

Türkiye yabancı sermaye yatırımları bakımından da oldukça gerilerde kalmıştır. Özellikle girişimcilik sermayesi sorununun yaşandığı ülkemizde, bu açığı kapatabilecek yabancı yatırımcılardan yeterince faydalanamıyoruz. Bizden çok sonra serbest piyasa ekonomisi ile tanışan eski Doğu Blok’u ülkeleri bile bizden daha fazla yabancı sermaye çekmeye başlamışlardır (ARK, 2002, 04). Hatta Türkiye’den girişimciler bu ülkelerde yatırım yapmaktadırlar.

Devlet girişimciyi destekleyecek önlemleri almakta isteksiz davranmakta veya geç kalmaktadır. Avrupa Birliği fonları, Dünya Bankası özel sektör kredileri gibi, uluslararası kuruluşlar tarafından sağlanan finansman veya destek kaynakları, Türkiye tarafından yeterince kullanılamamaktadır. Devlet, bu fonların hedeflediği kesimleri haberdar etmekte zorlanmakta veya başvuru yapabilecek özelliklere kavuşturacak faaliyetleri çok az yerine getirmektedir.

Bütün gelişmiş ülkelerde risk sermayesi yatırımlarının başarılı biçimde sonuçlanması için yeni menkul kıymet borsaları kurulmuş veya mevcut borsalarda istisnai uygulamalar için zemin oluşturulmuştur. Türkiye’de ise böyle bir uygulamaya gidilmediği gibi, mevcut işletmeler için bile koşullar ağırlaştırılmıştır (AKDIŞ, 1994, 03).

Küçük ve orta boy işletmelerin girişim ve yenilikçilik açısından önemi tartışılmaz. KOBİ’lerin finansman sorunları da, Türkiye’de girişimciliğin yaşadığı sorunlardan ve risk sermayesi uygulamalarına ait mevcut sıkıntılardan ayrı tutulamaz.

3. 7. TÜRKİYE’DE GİRİŞİMLERİN KARŞILAŞTIĞI FİNANSAL SORUNLAR

Özellikle konjoktürel dalgalanmaların olduğu dönemlerde kaynaklar azalmaktadır. Tahsilatta yaşanan sıkıntılar nedeni ile nakit sıkıntısı çekmekte, öz sermaye erimekte ve finansman için pahalı banka kredilerine yönelmektedirler. Yaşanan sermaye sıkıntıları ile birlikte, yöneticilerin teknik kökenli olmaları, finansman ve muhasebe bilgilerinin sınırlı olması sorunu derinleştirmektedir (ÖZGEN ve DOĞAN, 1998, 03).

Finans kuruluşlarının girişimci ve girişimlere bakışı pek iç açıcı değildir (KOBİNET, 2003, 09). Uzun vadeli kredi kullandıran finans kuruluşları genellikle dış kaynakların (Dünya Bankası, Avrupa Yatırım Bankası, IFC gibi) kullandırılmasında aracılık etmektedirler. Girişimlerin ihtiyaç duydukları kısa vadeli krediler içinse isteksiz davranmaktadırlar. Çeşitli bankaların girişimlere yönelik kısa süreli işletme sermayesi çalışmaları olmakta, ancak; bu kredilerde de vade, limit, faiz oranı gibi problemler yaşanmaktadır (OKTAY ve GÜNEY, 2002, 05). Özellikle en büyük sorun teminat konusunda yaşanmaktadır. Finans kuruluşları, riskli gördükleri işletmelerle kredi ilişkisi

içine girmek için yüksek teminatlar istemekte, bu da girişimleri kısır döngüye sokmaktadır. Eğer bir işletme kazandıklarını sermayesine ekleyip gayrimenkul edinmemişse kredi alma şansı azalmaktadır. İşletmenin zaten kredi talebi sermaye yetersizliğinden kaynaklandığı için bu döngü devam etmektedir. Ayrıca yaşanan krizlerde finans kuruluşlarının yaptıkları ilk iş, kredileri durdurmak ve mevcut kredileri geri çağırarak olmaktadır.

Tablo 15: İşyerleri İtibariyle Finansman Kaynak Kullanım Oranları

Finansman Kaynakları	Küçük Ölçekli İşletmeler	Orta Ölçekli İşletmeler	Büyük Ölçekli İşletmeler	Toplam İşyerleri
Öz Kaynak	88,2	82,9	80,7	84,7
Ticari Banka	40,1	59,7	73,1	54,2
Eximbank	11,1	26	48	25
Yatırım ve Kalkınma Bankaları	0,3	2,8	9,9	3,5
Finans Kurumları	4,0	7,2	21,1	9,4
Factoring	4,7	16,6	21,6	12,5
Leasing	16,2	21,5	26,9	20,5
Risk Sermayesi ve Diğerleri	9,8	8,3	8,8	9,1

Kaynak: İSO, Ekonomik Durum Tespiti, 2001, 17

Bütün bu olumsuzluklar ve yapıları itibariyle girişimler güçlü bir öz sermaye ile yola çıkmak zorundadırlar. Eğer öz sermaye yeterli değilse veya eriyorsa, işletmenin devamı ve büyümesi için sermaye gereksinimini karşılamak zorunda kalacaktır. Mevcut finansman yöntemleri ile öz sermayenin yeterli seviyeye çıkarılması zor, hatta imkânsızdır. Mevcut kredi yapısı içinde, KOBİ'lerin kendisine pay ayırması oldukça zordur.

Tablo 16: Türkiye’de Banka Kredilerinin Dağılımı (Temmuz 2004)

Kredi Türü	Tutar (Trilyon TL)	Pay (%)
Ticari Kredi	37.880	%57,3
Tüketici Kredisi	22.063	%33,3
Tarımsal Kredi	3.103	%4,7
KOBİ ve Esnaf Kredileri	2.347	%3,5
Diğer	817	%1,2
Toplam	66.210	%100

Kaynak: DPT

3. 8. FİNANSAL SORUNLARIN ÇÖZÜMÜ İÇİN RİSK SERMAYESİ

Türkiye kendi ülke koşullarına yönelik sorunları, yine kendisine özgü çözüm yöntemleri geliştirerek çözebilir. Örneğin; A. B. D. ve İngiltere gibi gelişmiş ülkelerde Ar-Ge çalışmalarının büyük bölümü biyoteknoloji alanında yaşlı nüfusun sağlık problemleri konusuna yönelmiştir (EU, 2004, 57). Çünkü bu ülkelerde yaşlı nüfus daha fazladır. Sadece A. B. D.’de Ar-Ge çalışmalarının üçte ikisi bu konuya ayrılmıştır. Oysa Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde genç nüfus daha fazladır. Bu nedenle karşılaşılabilecek sağlık sorunları daha farklı olacaktır.

Teknoloji üretmedikçe, daha da önemlisi üretilen teknolojiyi ticari anlamda ürün veya hizmete dönüştürmedikçe Türkiye, gelişmiş ülkelerin refah seviyesini ve istikrarını yakalayamayacaktır. Girişimcilik açısından bakıldığında tüm Avrupa ülkeleri arasında en genç nüfusa sahip olan Türkiye, gençlerine yeni iş sahaları açmak için özendirici tedbirleri almak ve teşvik mekanizmalarını hayata geçirmek zorundadır. Bu sorunları yaşamamak için Türkiye, yüksek teknolojilere yatırım yapmak zorundadır. Kuşkusuz teknolojinin her alanında öncü ve söz sahibi olmak mümkün değildir. Bu nedenle, her ülke kendi bilgi birikimi, öncelikleri ve işgücüne göre yatırım alanları belirlemeli ve onlara yoğunlaşmalıdır.

Yeni teknoloji üretimi ve kullanımı sırasında, gelişmiş ülkelerin kullandıkları sistem, yöntem ve modelleri de hayata geçirmeli ve onlardan da faydalanmalıdır. Risk sermayesi finansman modeli de bunlardan birisidir.

Bütün gelişmiş ülkelerde çok uzun yıllardan beri girişimciliğin ve yeniliğin hayata geçirilmesinde başarılı sınavlar vermiş risk sermayesi finansman yöntemi, gerekli önlemler alındığında ve altyapısı doğru oturtulduğunda Türkiye'nin ekonomik şartlarında ve Türk insanının karakterinde daha da başarılı olacaktır.

Tablo 17: Avrupa Birliği Yatırım Bankası'nın Yatırım için Belirlediği Öncelikli Sektörler

Sektörler	Öncelik Seviyesi		
	Düşük	Orta	Yüksek
Biyoteknoloji			
Fikir veya Başlangıç Aşamasındaki İlaçlar		√	
Geliştirilme Aşamasındaki İlaçlar			√
Bilgi İşleme ve Tıbbi Cihazlar			√
İnternet			
Perakende Satışa Yönelik E-Ticaret	√		
Kurumsal E-Ticaret		√	
İnternet Servis Altyapısı		√	
İçerik			
Bağlantı Hizmetleri		√	
İçerik Geliştirme			√
Telekomünikasyon			
Kablosuz Aparatlar			√
Bilgisayar ve Yazılım			
İnternet Yazılımları			√
Cep Telefonları Yazılımı			√

Kaynak: EIB, 2001, 65

KOBİ olarak tanımlanan ve Türkiye'de sanayinin can damarı olarak kabul edilen işletmelerin finansmanı ve desteklenmesi her zaman bir problem olmuştur. Mevcut ekonomik yapıda yer alan aktörler bu konuda isteksiz davranmakla birlikte, kendi açılarından haklı olarak riski azaltmak istemektedirler. Özellikle ekonomik yapının çok hassas olduğu ülkemizde belirsizlik ve risk, her kurum için olduğu kadar onlar içinde geçerlidir.

Yeni girişimlerin ve KOBİ'lerin özünde öz sermaye ile yaşamak vardır. Sermaye dışındaki finansman kaynakları onlar için çözüm olamamaktadır. Bu nedenle risk sermayesi finansmanının geliştirilmesi hayati önem taşımaktadır.

Her türlü destek ve teşvikin devletten beklenmesi mümkün değildir. Zaten sınırlı olan kaynakların ekonomiye ve riski yüksek alanlara kaydırılması, diğer hizmetlerini ve görevlerini olumsuz etkileyecektir. 1980'li yıllardan beri serbest piyasa ekonomisini uygulamaya çalışan Türkiye, ekonominin kendi dinamikleri içinde ve özel sektör ağırlıklı olarak hareket etmesine alışmak zorundadır.

Geliştirilmesi gereken risk sermayesi sektörü, aynı zamanda teknoloji, yenilik ve girişimcilik politikaları ile bir bütünlük içinde olmalıdır. Bu konuda en büyük görev, işlem yapan olarak değil ama düzenleyici olarak devlete düşmektedir.

Risk sermayesinin Türkiye'de daha iyi çalışması için önerilerimizi dört başlık altında toplamak mümkündür. Fon kaynakları ile ilgili öneriler, sektörün teşvik edilmesi ile ilgili öneriler, sermaye piyasaları ile ilgili öneriler ve devlete düşen görevler.

3. 8. 1. Fon Kaynakları İle İlgili Öneriler

Türkiye'de risk sermayesi yatırım ortaklıklarının finansman kaynaklarını ağırlıklı olarak bankalar oluşturmaktadır. Risk sermayesi yatırım ortaklığı olarak kurulan iki şirket, Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A. Ş. ve İş Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A. Ş., iki güçlü bankanın iştirakleridir. Sermayelerinin, dolayısı ile kaynaklarının yaklaşık yarısı bu iki bankadan sağlanmaktadır. Bu durumun düzeltilip fon kaynakların çoğaltılması gereklidir. Sektörde sadece iki risk sermayedarının bulunması, rekabet açısından olumsuzluklar doğurmaktadır. En kısa zamanda risk sermayesi şirketlerinin sayısını artırmaya yönelik tedbirlerin alınması gerekliliği kuşkusuzdur.

Japonya'da da risk sermayesi fonları büyük ölçüde bankalara bağlıdır. Bankaların krize girdiği dönemlerde büyük sıkıntı yaşamışlardır. Klâsik finansman şirketleri gibi davranarak, işletmelere gerekli yönetsel bilgileri aktaramamışlardır. Aynı durum Türkiye için de söz konusudur. Unutulmamalı ki, 1994 ve 2001 yıllarında Türkiye, iki büyük ekonomik kriz atlatmış ve olumsuz sonuçları bütün sektörler

tarafından paylaşılmıştır. Ayrıca Türkiye’de banka sermayeleri, gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında yetersiz kalmaktadır.

Yabancı sermaye girişinin eksikliği her alanda olduğu gibi, risk sermayesi sektöründe de göze çarpmaktadır. Yabancı yatırım fonlarının yaptığı birkaç yatırım faaliyetinin haricinde, büyük ölçekli yatırım gerçekleşmemiştir. Oysa Türkiye’de yabancı yatırım fonlarıyla ortak çalışan veya temsilciliklerini yürüten Türk partnerleri, bu konuda oldukça tecrübe sahibi olmuşlardır. Yabancı sermaye girişinin sağlanması ile ilgili çalışmalarda, aracı kurumların görüş ve tavsiyelerine de oldukça ihtiyaç vardır.

Bu konuda bürokrasinin azaltılması, yabancı sermayenin teşvik edilmesi ve bu teşviklerin devamlılığı gerekmektedir.

Yönetim bilgi ve yeteneğinin aktarılması, risk sermayesi piyasasının etkin çalışmasını sağlayacaktır. Gelişmiş ülkelerde uzun yıllardan beri uygulandığı için bu alanda sıkıntı yaşanmamaktadır. Türkiye ve benzeri ülkelerde ise gerekli yönetim bilgi ve tecrübesine sahip teknik kökenli uzman kadro sayısı azdır. Birkaç büyük üniversitede endüstri mühendisliği ve işletme mühendisliği alanında eğitimler verilmesine rağmen, açık devam etmektedir. Üniversitelerimizde teknik ve idari bilimleri bağdaştıran eğitimlerin sayısının ve kalitesinin artırılması gereklidir. Aynı sorunları yaşayan İsrail, Dünya Bankası ve diğer uzman kuruluşlarla işbirliğine giderek bu açığı çok kısa sürede kapatmıştır. Risk sermayesi şirketlerine yönetici olarak uluslararası şirketlerde çalışmış ve başarılı olmuş yöneticileri transfer ederek onların tecrübelerinden faydalanmış ve yönetici kadrolarının yetişmesini sağlamıştır.

3. 8. 2. Yardım ve Teşviklerle İlgili Öneriler

Teşvikler konusunda alternatifler çoktur. Ancak; önemli olan doğru zamanda doğru mekanizmayı kullanarak etkili olmasını sağlamaktır. Aksi takdirde teşvikler belli dönemler için fırsatlar yaratacak, sonrasında unutulacaktır. Türkiye, işe yaramayan teşviklerin ve sübvansiyonların ülkesidir. Kalkınmada öncelikli yörelere yıllardan beri uygulanan teşviklere rağmen, sanayileşme sağlanamamış ve büyük kentlere göç artarak sürmüştür. Risk sermayesi şirketlerine sağlanan vergi muafiyetlerinin çeşidini artırmak teşvik edici bir unsur olacaktır.

Türkiye’de vergi mevzuatı, halka açık bir şirketin risk sermayesi yatırımı yapmasını teşvik etmek amacıyla bazı istisnalar sağlamıştır. Risk sermayesi yatırım ortaklığının portföy işletmeciliği kazançları kurumlar vergisinden muaftır. Ayrıca, bu kazançlar için stopaj oranı sıfırdır.

01.01.1999’den itibaren risk sermayesi yatırım ortaklığı şirketlerinden temettü geliri elde eden gerçek kişiler, bu gelirlerinin üzerinden üçte bir nispetinde vergi alacağı hesaplayacaklar, ayrıca Temettülerine Maliye Bakanlığı tarafından her yıl hesaplanan enflasyon indirimi uygulayacaklardır. Daha sonra hesaplanan kâr payları, Gelir Vergisi Kanunu çerçevesinde belirlenen vergi oranları nispetinde vergilendirileceklerdir.

Gerçek kişilerin risk sermayesinden elde edeceği temettü gelirlerinin, en azından belirli bir süre için gelir vergisinden tamamen muaf tutulması (örneğin; üç yıl veya beş yıl gibi) uygulamayı teşvik edici bir unsur olacaktır.

Risk sermayesi yatırım ortaklığından temettü geliri elde eden tüzel kişiler, bu gelirlerini ticari kazanç olarak beyan edecekler ve kurumlar vergisine tabi olacaklardır. Tüzel kişiler için, bu tür temettü gelirlerinin tamamen veya kısmen, belirli bir süre için veya daimi olarak vergi matrahından düşülmesi uygulamasına gidilmesi durumunda, risk sermayesi yatırım ortaklığına fon aktaran kurumların sayısında artış olacağı düşünülmektedir.

Risk sermayesi şirketlerinde yönetici olarak çalışanların ve yöneticilerin de motivasyonunu artırmak için çeşitli teşvik yöntemleri uygulanabilir. Çalışanlara ve yöneticilere şirket ortağı olmalarını sağlayan hisse opsiyonları sağlanabilir. Bunlar kademeli olarak uygulanabileceği gibi, sabit bir oran üzerinden de yapılabilir. Örneğin; Japonya yaşadığı ekonomik krizden sonra Risk sermayesi şirketlerinin Limited şirket olarak kurulmalarına izin veren bir yasa çıkartmış ve çalışanlarına şirkete ortak olma olanağı sağlamıştır.

Bir başka konuda yeni teknoloji üreten firmaların haklarının korunmasıdır. Ülkemizde patent ve fikri mülkiyet haklarına ilişkin yasalar Avrupa Birliği uyum sürecinde çıkartılmış, ancak; uygulama alanında hayata geçirilememiştir. A. B. D. ve Avrupa Birliği ülkeleri gözünde Türkiye bir anti-patent cennetidir. Bu konudaki uygulamaların ve denetimlerin sıklaştırılması ve yasaya aykırı hareket edenlerin maddi ve manevi ağır cezalara çarptırılması, yeni fikir ve girişimlerde olumlu etki yaratacaktır. Hindistan’da ve İsrail’de bu alanda sağlanan gelişme ve iyileştirmeler teknolojik

altyapının iyileştirilmesi ile birleşince, özellikle yazılım sektöründe büyük başarılar yakalamıştır.

Tablo 18: 1998-2002 Arası Verilen KOBİ Teşvik Belgelerinin Sektörel Dağılımı

Sektör	1998	1999	2000	2001	2002	Toplam
Sabit Yatırım Tutarı (Milyar TL)						
İmalat	25.625	38.239	32.295	9.430	40.732	146.321
Tarım Sanayi	7.562	19.740	16.804	5.231	16.448	65.785
Eğitim	0	0	0	0	665	665
Madencilik	0	0	0	324	1.592	1.916
Sağlık	0	0	0	0	499	499
Turizm	0	0	0	0	1.596	1.596
Toplam	33.187	57.979	49.099	14.985	65.053	220.303
Yatırım Kredisi (Milyar TL)						
İmalat	11.713	16.875	14.759	2.607	11.442	57.396
Tarım Sanayi	3.864	8.762	6.926	1.820	5.440	26.812
Eğitim	0	0	0	0	332	332
Madencilik	0	0	0	115	501	616
Sağlık	0	0	0	0	499	499
Turizm	0	0	0	0	1.596	1.596
Toplam	15.577	25.637	21.685	4.542	19.810	87.251
İşletme Kredisi (Milyar TL)						
İmalat	2.659	10.310	8.757	2.218	4.779	28.723
Tarım Sanayi	1.197	6.453	6.315	1.206	2.652	17.823
Eğitim	0	0	0	0	0	0
Madencilik	0	0	0	43	178	221
Sağlık	0	0	0	0	22	22
Turizm	0	0	0	0	191	191
Toplam	3.856	16.763	15.072	3.467	7.822	46.980

Kaynak: DPT- Özel İhtisas Komisyonu Raporu, 2004, 16

Türkiye’de Dış Ticaret Müsteşarlığı’nın yetkilendirdiği TTGV eliyle, stratejik odaklı projelere Ar-Ge finansman desteği sağlanmaktadır. Bu finansmana ilişkin olarak, Tübitak, TTGV ve DİE’nin ortaklaşa yürüttükleri sürekli ve sistematik değerlendirme çalışmasının 1995-1998 dönemini kapsayan ilk aşaması, 2001 yılında, Prof. Dr. Erol

Taymaz tarafından sonuçlandırılmış ve “Ulusal Yenilik Sistemi: Türkiye İmalat Sanayinde Teknolojik Değişim ve Yenilik Süreçleri” adlı rapor yayımlanmıştır (TAYMAZ, 2001, 27). Bu rapora göre;

- Ar-Ge faaliyeti yürüten işletmelerin %85’i ürün veya malzeme iyileştirme, %75’i yeni ürün geliştirme ve %69’u proses iyileştirme çalışması yapmaktadır. Teknik ve işlevsel sorunları giderme ise, firmaların %45’de esas amaçtır.
- Tüm KOBİ’ler ve büyük ölçekli firmaların %80’i için, DTM/TTGV finansmanı önemli bir araçtır.
- Desteklenen KOBİ’lerin %35’i, büyük ölçekli firmaların ise %10’u, DTM/TTGV desteği olmadan projelerini yürütemeyeceklerini söylemişlerdir.
- Firmaların %88’i proje sonucunda üretime geçmeyi düşünmekte, ancak; bunun için ek kaynağa ihtiyaç duymaktadır.

Görüldüğü gibi, gerek KOBİ’ler, gerekse büyük ölçekli firmalar için, Ar-Ge aşamasında finansman sağlamak hayati öneme sahip bir konudur. Aktarılan kaynaklar yıllar itibariyle düzensiz bir yapıya sahiptir ve yeterli olmamaktadır. Bu aşamada risk sermayesi sisteminin devreye sokulması hem devletin yükünü azaltacak, hem de etkinlik ve verimliliği artıracaktır.

Tablo 19: Kaynak Kullanımını Destekleme ve Fiyat İstikrâr Fonundan Aktarılan Kaynakların Tutarı

Yıllar	TL
1996	213.128.966.189
1997	1.595.101.692.840
1998	903.132.256.260
1999	4.216.335.752.000
2000	3.731.731.340.000
2001	876.637.040.000
2002	2.409.632.810.000

Kaynak: DPT, 2004, 87

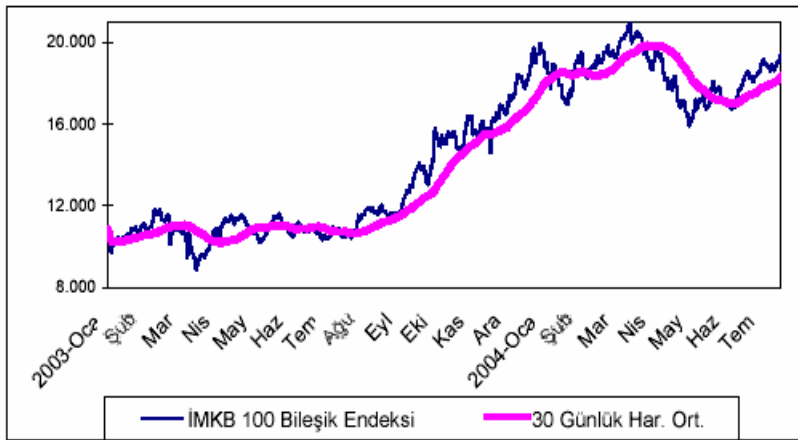
Teşviklerle ilgili bir diğer konu da, yardımların uygulamasının bir çok farklı kurum ve kuruluş aracılığıyla yürütülmesinin karmaşaya sebep olduğudur. Bu tür yardımların tek bir kuruluş eliyle yürütülmesi daha uygun olacaktır.

Türkiye’de yardım ve destek sistemi çok uzun yıllar arza bağlı olarak şekillenmiştir. Oysa AB ve diğer gelişmiş ülkelerde yardımlar ve teşvikler talebe bağlı olarak gerçekleştirilmektedir. Türkiye’de de firma bazında ihtiyaç duyulan desteğin sağlanması önemlidir. Bunun sağlanmasında devletten ziyade, özel sektörün devreye girmesi daha yararlıdır. Uzmanlık alanı itibariyle, bunu en iyi yapabilecek kurumlar risk sermayesi kurumlarıdır.

3. 8. 3. Sermaye Piyasaları İle İlgili Öneriler

Türkiye’de öncelikle gelişmiş ülkelerde olduğu gibi sadece ileri teknoloji üreten yeni girişimlere ikinci el işlem sağlayacak borsa veya borsaların kurulması, bu mümkün değilse İMKB’nin etkinliğinin ve güvenilirliğinin artırılması çok olumlu olacaktır. İMKB derinliği olmayan bir piyasadır. İşleyiş biçimi ve kâr marjları nedeniyle spekülasyona oldukça müsaittir. Büyük fonların piyasa girmesiyle derinlik sağlanabilecek ve işlem hacminde önemli artışlar olacaktır. Borsa kotasyon şartlarının hafifletilmesi veya hiç değilse bu tür yeni girişimler için ayrı pazarların açılması ve etkinleştirilmesi çözüm olabilir.

Şekil 23: İMKB-100 Endeksi 2003-2004



Kaynak: DPT- Mali Piyasalar Raporu, 2004, 17

Bir başka öneri ise, bu tür şirketlerin A. B. D. veya Avrupa'daki teknoloji şirketlerinin işlem gördüğü borsalara (NASDAQ, EUSDAQ gibi) kotasyonunun sağlanması ve bültenlerinde listelenmesinin sağlanmasıdır. Örneğin; İsrail bu yolu başarı ile kullanmaktadır. Bu tür bir yöntem, hem İMKB'de yaşanan dalgalanmalardan koruyacak, hem de yabancı yatırımcı ilgisini bu sektör şirketlerine çekecektir.

3. 8. 4. Devlete Düşen Görevler

Piyasanın düzenlenmesi adına devlete de önemli görevler düşmektedir. Her şeyden önce gerekli mevzuat ve teşviklerle ilgili altyapı çalışmalarını tamamlamalı ve sektöre fon akışını hızlandırmalıdır. Risk sermayesi sektörünü SPK'nın denetim ve sorumluluğuna vermek atılmış iyi adımlardan biridir. Sektörü başka bir birimin koordinasyonuna vermek veya bir başka kurul oluşturmak sadece çok sesliliği artırıcı bir unsur olacaktır. Burada SPK'ya düşen görev, sektörü yakından takip etmek ve geliştirici tedbirleri almaktır.

Yabancı fonların sektörde işlem yapmalarına izin vermek ve şirketlerin sadece yatırım ortaklığı değil, borç verme işlemlerini de kapsayan private equity biçiminde örgütlenmelerini de teşvik etmesi gerekir.

Politik istikrar konularında belirli dönemler haricinde Türkiye genelde kötü sınavlar vermiştir. 1980'li yıllarda yaşanan tek parti iktidarları zamanında büyük yapısal değişim ve gelişmeler yaşanmış, sonrasında gelen koalisyon hükümetleri dönemlerinde ise yaşanan çok başlılıklar ve siyasi çekişmeler, her alanda ülkenin aleyhine olmuştur. Türkiye, tarihinde iki defanın haricinde hep olağanüstü genel seçimler yaşamış bir ülkedir. Bu durum riskleri ve belirsizlikleri artırdığı için hem yerli, hem de yabancı yatırımcıları caydırıcı etkiler yaratmıştır. Devletin politik istikrarı sağlayıcı önlemler alması (örneğin; iki turlu seçim sisteminin getirilmesi gibi) riski azaltıcı etkide bulunacaktır.

Risk sermayesi şirketleri “yüksek risk – yüksek kazanç” ilkesi ile çalışmaktadırlar. Risk gerçekleşip zarar söz konusu olduğunda, şirket büyük yara almaktadır. Çünkü yatırımların tutarı genelde yüksek olmaktadır. Bu durum Devletin

zararların bir kısmını belirli bir süre için karşılaması, daha sonra talep etmesi, şirketleri zor durumdan kurtaracak ve nefes aldıracaktır.

SONUÇ

Türkiye’de işletmelerin kuruluş aşamasından başlayarak çeşitli aşamalarda kaynağa ihtiyacı vardır. İşletmeler, mevcut piyasa şartlarında yabancı kaynağın yüksek maliyeti veya uyumsuz vade yapısı yerine çoğunlukla öz sermaye kullanımını tercih etmekte ve güçlü öz kaynaklara ihtiyaç duymaktadırlar. Ancak; işletmelerin öz sermaye yapıları her zaman kuvvetli olmayabilir.

İstanbul Sanayi Odası’nın 2000 yılında yaptığı “Ekonomik Durum Tespiti Anketi”nde de, işletmelerin varlıklarını büyük ölçüde öz sermaye ile sürdürdükleri sonucu teyit edilmiştir (İSO, 2001, 17). Bu ankete göre, varlıkları içinde öz sermaye oranı %71’den fazla olan işletme sayısı:

- Küçük ölçekli işletmelerde %51,2
- Orta ölçekli işletmelerde %37,8
- Büyük ölçekli işletmelerde %22,2

Yine aynı çalışmaya göre, varlıkları içinde öz sermaye oranı %90’dan fazla olan işletme sayısı:

- Küçük ölçekli işletmelerde %29,9
- Orta ölçekli işletmelerde %16,9
- Büyük ölçekli işletmelerde %8,7

dir.

1994 ve 2001 yıllarında ülkemizde yaşanan ekonomik krizler, başta bankacılık olmak üzere, bütün sektörleri olumsuz etkilemiştir. Bankalar kendilerini koruma amaçlı olmak üzere, kredileri kapatmış ve mevcut kredileri geri çağırmışlardır. Bu dönemlerde her zamankinden daha fazla finansal desteğe ihtiyaç duyan KOBİ’ler ve yeni kurulmuş işletmeler, krizden daha fazla etkilenmiş ve bir çoğu kapanmak zorunda kalmıştır. Bankalarda bu krize dayanamamış ve bir kısmı ticaret hayatından silinmiştir. Yeniden yapılanma sürecini sancılı biçimde geçiren bankacılık sektörü, bu olumsuzlukları fırsata çevirmeyi başarmalı ve uzun dönemli finansman olanağı yaratabilmek için risk sermayesi alternatifini ciddi biçimde düşünmelidirler.

Yeniliğin ve girişimciliğin finanse edilmesinde kullanılacak alternatif finansman yolları (örneğin; Factoring, Leasing, Franchasing) da mevcuttur. Ancak; bu yöntemlerden hiç birisi, işletmelerin öz sermayesini güçlendiren ve yenilikleri finanse

eden yöntemler değildir. Risk sermayesi finansman yöntemi mucize bir yöntem olmamakla birlikte, Türkiye gibi çeşitli sorunları (kur riski, doğrudan sermaye girişinin yetersizliği, Türk Lirasının değerlenmesinde ithalat artışı, v.b.) bir arada yaşayan ülkelerde ciddi bir alternatiftir.

Risk sermayesi finansman yöntemi, katma değeri yüksek ve ileri teknoloji kullanımını sonucu üretilecek ürünlerin, geliştirilmesinden pazara sunulmasına kadar geçen sürede, işletmelerin öz sermayelerini kuvvetlendirici bir etki yaratacaktır.

İleri teknoloji içeren üretime doğru yapısal dönüşüm gerçekleştirmek isteyen ülkelerde klâsik finansman anlayışının değişmesi ve yeniliklere açık olması zorunludur. Mevcut para piyasasında gerçekleşen kredi işlemleri, ihtiyaca cevap vermekten uzaktır.

Girişimciliğin ve yeniliğin finansmanında özel sektörün devletin yükünü hafifletmesi risk sermayesi ile daha olasıdır. Bütün teşvik ve altyapı uygulamalarının eksiksiz olması durumunda bile, özel sektörün isteksizliği veya beklentilerinin çok üst seviyelerde olması olasılığı sistemin tam olarak oluşmasını engelleyecektir. Burada önemli olan yeni teknolojilerin hayata geçirilmesi ve kullanılması değil, etkilerinin bir bütün olarak ülke refahını ve gelişmişliğini sağlamasıdır. Sadece amaca ulaşılmasında atılması gereken bir adımdır.

Unutulmaması gereken bir diğer nokta, risk sermayesi ve diğer finansman yöntemlerinin, girişimciliğin ve yeni fikirlerin bulunduğu yerlerde önemli olduğudur. Fikrin ve girişimin olmadığı yerde hiçbir şeyden bahsedilemez.

KAYNAKLAR

ACAR, H. (2001), Dericilik Sektörüne Risk Sermayesi Modelinin Uygulanabilirliği, Isparta, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi

ACTIVELINE, (2000), “Yeni Ekonominin İtici Gücü: Risk Sermayesi”, Sayı: 6.

AKKAYA, C., İÇERLİ, Y. (2001), “KOBİ’lerin Finansal Problemlerinin Çözümünde Risk Sermayesi Finansal Modeli”, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt: 3, Sayı: 3.

AKSEKİ, M. (2000), “Türkiye’de Private Equity Yatırımları”, Global Bülten, Ekim Sayısı.

AKTOPRAK, D. “Girişimcilik nedir? Türkiye’nin Girişimcilik performansı”, <<http://www.vicebusiness.com/makaleler.shtml>>, (Erişim Tarihi: 09.02.2004).

ALADA, D. (2001), “İktisâdi Düşünce Tarihinde Girişimcilik Kavramı Üzerine Notlar”, İ. Ü. Siyasal Bilgiler Fak. Der., No:23-24.

ALPUGAN, O. (1996), Küçük İşletmeler Kavramı, Kuruluşu ve Yönetimi, İst., Der Yayınları.

ARK, H. (2002), “Reel Sektörde Risk Sermayesinin Rolü”, Activeline Dergisi, Şubat Sayısı.

ARK, H. (2002), “Risk Sermayesi: Tarihsel Gelişimi ve Türkiye Ekonomisinin Yeniden Yapılandırılmasında Potansiyel Rolü ve Önemi”, Activeline Dergisi, Mart-Nisan Sayısı.

ATAYATIRIM, “Yatırımlarımız”,

<<http://www.atayatirimonline.com/privateequity/portfoy.shtml>>, (Erişim Tarihi: 26.07.2003).

AYDIN, O., BAŞ, M. (1992), “2000’li Yıllara Doğru Risk Sermayesi ve Türkiye İçin Bir Model Önerisi”, İzmir III. İktisat Kongresi Bidirisi.

BARTLETT, J. W. (1999), Fundamentals of Venture Capital in Europe, Maryland England, Madison Boks.

BAŞLAR, A. (2000), “Türkiye’de Risk Sermayesi”, Ekovitrin, Ekim Sayısı.

BERGER, A, UDELL, G. (1998), “The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in The Financial Growth Cycle, Journal of Banking and Finance, Sayı: 22.

BLAUG, M. (1987), “Entrepreneurship Before and After Schumpeter”, Economic History and The History Economic, NY, NY University Press.

BOLAK, M. (1998), İşletme Finansı, Yeni Baskı, İst., Birsen Yayınevi.

BYGRAVE, W. D.,TIMMONS, J. A. (1992), Venture Capital at the Crossroads, Boston, Harvard Busines School.

BYGRAVE, W., HAY, M. and PEETERS, J. (ed.), (1999), “The Venture Capital Handbook”, London, Financial Times-Prentice Hall.

CEYLAN, A. (1995), İşletmelerde Finansal Yönetim, 4.Baskı, Bursa, Ekin Yayınları.

CHAN, N. V., LEE, M. D. (2001), “Taiwan: Asia’s Venture Capital”, International Finacial Law Review.

CHRISTOFIDIS, C., DEBANDE, O. (2001), Financing Innovative Firms Through Venture Capital, Eurpoean Investment Bank Press.

CIVAN, M.,UĞURLU, M. (2002), “Risk Sermayesi Finansman Modeli ve Gaziantep İlinde KOBİ’lerin Halka Açılmasına Yönelik Model önerisi”, Uludağ Üniversitesi, İİBF Dergisi, Cilt: XXI, Sayı: 1.

CLARCK, R. (1987), Venture Capital in Britian, America and Japan, London, Croom Hell Press.

ÇETİNDAMAR, D. (2002), Risk Sermayesi, Girişimcilik ve Türkiye’nin Geleceği, İstanbul, Türkmen Kitabevi.

ÇETİNDAMAR, D. (2002), Türkiye’de Girişimcilik Raporu, İst., Yayın no: Tüsiad-t/2002-12/340, TÜSİAD.

ÇİZAKÇA, M. (1996), A Comporative Evolution of Business Partnerships: The Islamic World and Europe, with Spesific Reference to The Ottoman Archives, NY, Brill Press.

DAĞDELEN, Ü. (1992), “Risk Sermayesi”, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Sayı: 72.

DEVLET PLANLAMA TEŞKİLATI, “2004 Mali Piyasalar Raporu”,
<<http://www.dpt.gov.tr/rapor/malirapor.pdf>>, (Erişim Tarihi: 09.09.200).

DEVLET PLANLAMA TEŞKİLATI (2004), “ Devlet Yardımlarını Değerlendirme Özel İhtisas Komisyonu Raporu”, Ank., DPT Yayın No: 2681.

ESER, S. (1990), Küçük ve Orta Boy İşletmelerin Sermaye Piyasasından Finansmanı ve Risk Sermayesi, Ank, SPK Yayınları.

EUROPEAN UNION (2004), Towards a European Reserch Area Science, Technology and Innovation, Key Figures: 2003-2004, Luksemburg, Office for Publications of the European Communities.

EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION, “Great Expectations”, EVCA Symposium, Berlin, EVCA Press.

FOLTA, P. H. (1999), “The Rise of Venture Capital in China”, The China Business Review, Kasım/Aralık Sayı: 26.

GAFOOR, A. L. M.A. (1995), Interest Free Commercial Banking, Groningen, The Netherlands Appatech Publications.

GEM, “Yearbook, 2001”, <<http://www.gem.org/reports/yearbook/2001.pdf>>, (Erişim Tarihi: 17.06.2003).

GIBB, A., “Girişimci Yetiştirme: Geleceğe Yolculuk”, <<http://www.liberaldusunce.org/dergiler/sayi18.shtml>>, (Erişim Tarihi: 09.09.2004).

GILSON, R. J. (2002),”Engineering A Venture Capital Market: Lessons From The American Experience”, <http://www.ssrn.com/abstract_id=353380.pdf>, (Erişim Tarihi: 27.03.2003).

GOMPERS, P. (1998), “Venture Capital Growing pains: Should The Market Diet?”, Jornal of Banking and Finance, Sayı: 22.

GOMPERS, P., LERNER, J. (1998), “What Drives Venture Fundraising?”, Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics, Temmuz Sayısı.

GYNWALI, D. R., FOGEL, D. S. (1994), “Environmentes For Entrepreneurship Development: Key Dimensions and Research Implications”, Entrepreneurship Theory and Practise, Yıl: 18 Sayı: 4.

İLÂBHOLDİNG, “Yatırımlarımız”,

<<http://www.ilabholding.com/yatirimlarimiz.shtml>>, (Erişim Tarihi: 19.09.2004).

İSO, “Ekonomik Durum Anketi”, <<http://www.iso.org/yayinlar/rapor.pdf>>, (Erişim Tarihi: 29.05.2003).

İŞERİ, M. (2001), Risk Sermayesi ve Türkiye’deki Geleceği, İst, Türkmen Kitabevi.

JASDAQ “About Japan Economy”, <<http://www.jasdaq.org/about.shtml>>, (Erişim Tarihi: 03.03.2003).

KANNIANINEN, V., KEUSCHNIGG, C. (2001), “Start-Up Investment With Scarce Venture Capital Support”, <http://www.ssrn.com/abstract_id=263052.pdf>, (Erişim Tarihi: 13.05.2003).

KAYA, R. (1992), “Bir Finansman Modeli Olarak Risk sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları”, Yabancı sermaye Genel Müdürlüğü Yeterlik Etüdü-1992.

KOBİNET, ”KOBİ Nedir? Özellikleri ve Türkiye’deki Durumu”,

<<http://www.kobinet.org/makaleler/kobinedir?ozellikleriveturkiyedekidurumu.shtml>>, (Erişim Tarihi: 05.06.2004).

KORTUM, S., LERNER, J. (2000), “Assesing The Contribution of Venture Capital to İnnovation”, Harvard University, Unpublished Working Paper.

KOSGEB, “İş Plâanı Rehberi”, <<http://www.kosgeb.org/e-kitap/isplanirehberi.pdf>>, (Erişim Tarihi: 08.09.2004).

KOSGEB, (2004), OECD’nin Yapısı ve Üye Ülkelerin Bilgi Profili, Ank., Ekonomik ve Stratejik Araştırmalar Merkez Müdürlüğü Yayını.

LEIBOWITZ, A. (2000), “Strong Technology Gives Punch to Israeli Venture Capital Market”, Venture Capital Journal, Temmuz Sayısı.

LONG, M. H. (2000), Financing The New Venture, NY, Adams Media Corporation.

MUCUK, İ. (2001), Pazarlama İlkeleri, İst. 13. Baskı, Türkmen Kitabevi.

MÜFTÜOĞLU, T. (1994), İşletme İktisâdı, Ank., Turhan Kitabevi.

NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION, “Entrepreneurship”,
<<http://www.nvca.org/vc/entrepreneurship.pdf>>, (Erişim Tarihi: 19.04.2003).

OECD, “Entrepreneurship”, <<http://www.oecd.org/reports/entrepneurship.pdf>>, (Erişim Tarihi: 16.02.2003).

OKTAY, E., GÜNEY, A. (2002), “Türkiye’de KOBİ’lerin Finansman Sorunları ve Çözüm Önerileri”, 21.YY’da KOBİ’lerin Finansman Sorunları, Fırsatlar ve Çözüm Önerileri Sempozyumu, Doğu Akdeniz Üniversitesi.

ÖZGEN, H., DOĞAN, S. (1998), “Küçük ve Orta Boy İşletmelerin Uluslararası Pazarlara Açılmada Karşılaştıkları Temel Yönetim Sorunları”, Para ve Sermaye Piyasaları Dergisi, Nisan Sayısı.

TÜRK PATENT OFİSİ, “2003 Rapor”,
<<http://www.turkpatent.gov.tr/raporlar/2003.pdf>>, (Erişim Tarihi: 01.09.2004).

PORTER, M. (1990), The Competitive Advantage of Nations, NY, Free Press.

RAMESH, S. (1995), Venture Capital and Indian Financial Sector, Delhi, Oxford University Press.

SARIASLAN, H. (1992), “Venture Capital Finansman Modeli ve Türkiye’de Uygulama Olanakları”, Ankara Sanayi Odası Dergisi, Özel Ek Yıl: 16, Sayı: 13.

SEVİLENGÜL, O. (1999), Banka Muhasebesi, Ank., Gazi Yayınları.

SEVİN, N. (1993), “Narruqum’dan Venture Capital’e”, Capital Dergisi, Mart 1993 Sayısı.

SPK, “Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği”, Resmi Gazete, 06.07.1993, Sayı: 21629

SPK, “Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Yapılacak Değişikliklere İlişkin Tebliğ”, Resmi Gazete, 06.11.1998, Sayı: 23515.

SUPERONLINE, “Hakkımızda”, <<http://www.superonline.com/hakkımızda.shtml>>, (Erişim Tarihi: 13.01.2003).

SÜEL, H. (2000), “Özel Sermaye Şirketleri ve Türkiye Değerlendirmesi”, İşletme ve Finans Dergisi, Sayı: 175.

SWEDBERG, R. (2000), Entrepreneurship, Oxford, Oxford University Press.

TATAR, T., ÜNER, M. (1992), Girişimcilik İlkeleri, Ank., Gazi Büro yayınları

TAYMAZ, E. (2001), Ulusal Yenilik Sistemi: Türkiye İmalat Sanayinde Teknolojik Değişim ve Yenilik Süreçleri, TÜBİTAK/TTGV/DİE, Ank., Ortak Yayın.

TOROSLU, V. (2000), “Risk Sermayesi Finansman Modeli”, Activeline Dergisi, Sayı:2

TOROSLU, V. (2000), Çağdaş Finansal Teknikler, İst., Beta Yayınları

TTGV, “Risk Sermayesi Nedir?”, <<http://www.ttgiv.org/risksermayesi.shtml>>, (Erişim Tarihi: 16.03.2004).

TUNCEL, K. (1996), Risk Sermayesi Finansman Modeli, Ank., SPK Yayınları, Yayın No: 37.

VAKIFGİRİŞİM, “İştiraklerimiz”, <<http://www.vakifgirisim.com/istirakler.shtml>>, (Erişim Tarihi: 21.06.2004).

VAKIFRISK, “Risk Sermayesi ve İşleyiş Şekli”, <<http://www.vakifrisk.com/risksermayesi.shtml>>, (Erişim Tarihi: 14.02.2003)

VENTURE ECONOMICS, “About Venture Capital”, <<http://www.ventureeconomics.com/about.pdf>>, (Erişim Tarihi: 19.08.2003).

WRIGHT, M., ROBBIE, K. (1999), Management Buy-Outs and Venture Capital, London, Edward Elgar Publishing Incorporated.

ZAIMOĞLU, T. (1995), Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları”, Ank., SPK Yayınları, Yayın No. 19.

EKLER

Ek 1 Risk Sermayesi Başvuru Mektubu

.././2004

Sayın Yetkili

Ekteki proje hazırlama esasları dahilinde sunmuş olduğumuz yatırım projesiniRisk Sermayesi A.Ş.'nin olanaklarından istifade ederek gerçekleştirmek istiyoruz. Bu çerçevede, tarafımızdan sunulmuş olan proje bilgilerinin tam ve doğru olduğunu,.....Risk Sermayesi A.Ş.'nin projeyi değerlendirmeye alıp finansman sağlamakta veya aksi durumda tamamen serbest olduğunu ve herhangi bir yükümlülüğü bulunmadığını kâbul ve taahhüt ederiz.

Saygılarımızla

İmza

(Kaşe)

Şirket ismi (veya girişimcinin adı ve soyadı)

Kaynak: İşeri, 2001, 25

Ek 2 İş Plânında Yer Alan Nakit Akışı Tablosu

YILLAR	2004 (1)	2005 (2)	2006 (3)	2007 (4)	2008 (5)	2009 (6)	2010 (7)	2011 (8)	2012 (9)	2013 (10)
..Üretim Miktarı										
.. Birim Satış Fiyatı										
A.KAYNAKLAR										
1- Öz Kaynaklar										
2- Satış Geliri										
B.KULLANIMLAR										
1-Yatırım Giderleri										
2-Kuruluş Dönemi Faiz.										
3-Kredi Anapara Öd.										
4-İşletme Dönemi Faiz.										
5-İşletme Giderleri										
C.AMORTİSMANLAR										
D.BRÜT KÂR										
E.YATIRIM İNDİRİMİ										
F.VERGİ										
G.STOPAJ										
H.NET NAKİT AKIŞI (A-B-F-G-E)										
I.TOPLAM NAK. AK.										
İSKONTO ORANI=...										
YATIRIM İNDİMİ=...										

Kaynak: KOSGEB, 2003, 29

Ek 3 İş Plânında Yer Alan Satış Gelirleri Tablosu

YILLAR	YATIRIM DÖNEMİ		İŞLETME DÖNEMİ		
	1	2	1	2	3
Dönem Başı Stok (miktar)					
Kullanım Miktarı					
Dönem Sonu Stok (miktar)					
Satış Miktarı					
Yurtiçi Satışlar					
Yurtdışı Satışlar					
Satış Fiyatı (birim/para cinsi)					
Yurtiçi Fiyat					
Yurtdışı Fiyat					
Satış Geliri (para birimi)					
Yurtiçi Satışlar					
Yurtdışı Satışlar					
Satış Geliri (\$)					
Yurtiçi Satışlar					
Yurtdışı Satışlar					

Kaynak: KOSGEB, 2003, 30

Ek 4 Başlangıç Yatırım Sermayesi İhtiyacı Tablosu

YATIRIM HARCAMALARI	TUTAR
1. Arsa Bedeli	
2. Etüt ve Proje Giderleri	
3. Arazi Düzenlemesi	
4. Bina ve İnşaat Giderleri	
5. Makine ve Teçhizat Giderleri (yerli)	
6. Makine ve Teçhizat Giderleri (ithal)	
7. Yard. İşletmeler Makine ve Ekipman Giderleri	
8. İthâlat ve Gümrükleme Giderleri	
9. Taşıma ve Sigorta Giderleri	
10. Montaj Giderleri	
11. İşletmeye Alma Giderleri	
12. Lisans Giderleri	
13. Genel Giderler	
14. Olağanüstü Giderler	
15. Diğer Giderler	
TOPLAM SABİT YATIRIM	

Kaynak: İş Plânı Hazırlama Rehberi, 2003, 76

Ek 5 Yıllık İşletme Giderleri Tablosu

GİDER KALEMLERİ	TOPLAM HARCAMA	SABİT/ DEĞİŞKEN MALİYET YÜZDESİ	SABİT GİDERLER	DEĞİŞKEN GİDERLER
1.Hammadde				
2. Yardımcı Madde ve İşletme Malzemeleri				
3. Kira				
4. Elektrik				
5. Su				
6. Yakıt				
7. İşçilik- Personel				
8. Bakım- Onarım				
9. Patent- Lisans				
10. Genel Giderler				
11.Pazarlama-Satış Gid.				
12. Ambalaj- Paketleme Giderleri				
TOPLAM				

Kaynak: İş Plânı Hazırlama Rehberi, 2003, 79

Ek 6 İşletme Sermayesi Tablosu

İŞLETME SERMAYESİ KALEMLERİ	YILLIK İŞLETME GİDERLERİ	SÜRE	İŞLETME SERMAYESİ İHTİYACI
1. Hammadde Stoku			
2. Yardımcı Madde Stoku			
3. İşletme Malzemeleri Stoku			
4. Yakıt Stoku			
5. Yarı Mâmul Stoku			
6. Ambalaj Malzemesi Stoku			
7. Mâmul Madde Stoku			
8. Yedek Parça Stoku			
9. Müşteriye Bağlı Mal Değeri			
10. genel Giderler Nakit İhtiyacı			
TOPLAM			

Kaynak: İşeri, 2001, 18

