

26522

T.C.
ULUDAG UNIVERSITESI
SOSYAL BILIMLER ENSTITUSU
ISLETME BÖLÜMÜ

RISK SERMAYESİ VE TÜRKİYE'DE
UYGULANABİLİRLİĞİ

DOKTORA TEZİ

ARS. GÖR. LALE ERDEM KARABIYIK

BURSA, 1993

T.C.
ULUDAG UNIVERSITESI
SOSYAL BILIMLER ENSTITUSU
ISLETME BOLUMU

RISK SERMAYESI VE TURKIYE'DE
UYGULANABILIRLIGI

DOKTORA TEZI

TEZ DANIŞMANI: PROF.DR. ERHAN KOTAR

ARS.GÖR. LALE ERDEM KARABIYIK

BURSA, 1993

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ	1
-------------	---

BİRİNCİ BÖLÜM RİSK SERMAYESİ

1. RİSK SERMAYESİ KAVRAMI	5
1.1. KAVRAM	5
1.2. RİSK SERMAYESİNİN TANIMI	5
1.3. TANIMIN KAPSAMI VE SINIRLARI	7
2. RİSK SERMAYESİ BENZERİ KAVRAMLAR	8
2.1. RİSK SERMAYESİ VE İSTİRAK	8
2.2. RİSK SERMAYESİ VE ORTAK TEŞEBBÜS	12

İKİNCİ BÖLÜM A+G, TEKNOLOJİK YENİLİKLER VE KOBİ'LER

1. A+G, TEKNOLOJİK YENİLİKLER VE KOBİ'LER	14
2. KÜÇÜK VE ORTA BÜYÜKLÜKTEKİ İŞLETMELER	18
2.1. KÜÇÜK VE ORTA BOY İŞLETMELERİN (KOBİ) TANIMI ...	18
2.2. KOBİ'LERİN TEKNOLOJİK BULUŞLAR AÇISINDAN ÖNEMİ	19
2.3. KOBİ'LERİN EKONOMİLERDEKİ YERİ ve ÖNEMİ	21
2.3.1. ABD'de KOBİ'ler ve KOBİ'lere Sağlanan Destekler	22
2.3.2. AT'da KOBİ'ler ve KOBİ'lere Sağlanan Destekler	24
2.3.3. Japonya'da KOBİ'lere Sağlanan Destekler	30
2.3.4. Türkiye'de KOBİ'lerin önemi, Sorunları ve KOBİ'lere Sağlanan Destekler	32
3. TEKNOLOJİK YENİLİKLER, KOBİ'LER ve RİSK SERMAYESİ ARASINDAKİ İLİSKİ	38

UÇUNCU BÖLÜM
RISK SERMAYESİ SİSTEMİ

1. RISK SERMAYEDARLARI	43
1.1. DAR ANLAMIYLA RISK SERMAYEDARI	43
1.2. RISK SERMAYESİ ŞİRKETLERİ	45
1.3. RISK SERMAYEDARLARININ AMACI	46
1.4. RISK SERMAYEDARLARININ YAPILARI	51
2. RISK SERMAYEDARLARI ve FON YATIRANLAR	56
2.1. RISK SERMAYESİ ŞİRKETİNE FON YATIRANLAR	56
2.2. RISK SERMAYESİ ŞİRKETİ İLE FON YATIRANLAR ARASINDAKİ İLİŞKİ ve KAZANCIN PAYLAŞILMASI	58
3. RISK SERMAYEDARLARI ve GİRİŞİMCİ ŞİRKETLER	60
3.1. RISK SERMAYESİ ŞİRKETİ VE GİRİŞİMCİ ARASINDAKİ İLİŞKİ	60
3.2. RISK SERMAYESİ ŞİRKETLERİNİN GİRİŞİMCİ ŞİRKETİNİN FINANSMANINDA KULLANDIKLARI ARAÇLAR	62
3.2.1. Hisse Senetleri	62
3.2.2. Hisse Senedine Cevrilebilir Tahviller ...	62
3.2.3. Borç Verme ve Varantlar	63
3.3. RISK SERMAYEDARININ GİRİŞİMCİYİ FINANSE ETME AŞAMALARI	63
3.4. RISK SERMAYESİ ŞİRKETİNİN GİRİŞİMCİ ŞİRKETLERE YAPTIĞI YATIRIMIN BAŞARISI ÜZERİNE UYGULAMADAN BAZI ÖRNEKLER	65
4. RISK SERMAYESİ YATIRIMINDA VERİMLİLİK ORANI, SERMAYE PAYLARININ DAĞILIMI VE HALKA AÇILMA	67
4.1. YATIRIM PROJESİNDEN BEKLENTİLER	67
4.2. RISK SERMAYESİ VERİMLİLİK ORANI	68
4.3. RISK SERMAYESİ MODELİNDE SERMAYE PAYLARININ DAĞILIMI	69
4.4. RISK SERMAYESİNDE HALKA AÇILMA	72

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM
BAZI ÜLKELERDE RISK SERMAYESİ UYGULAMALARI ve GELİŞİMİ

1. GELİŞMİŞ ÜLKE RISK SERMAYEDARLARININ AZ GELİŞMİŞ ÜLKELERE YATIRIMLARI	73
1.1. GELİŞMİŞ ÜLKE EKONOMİLERİNİN ÖZELLİKLERİ	73
1.2. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE SERMAYE TRANSFERİNİN DEĞİŞİM AŞAMALARI	74
1.3. GELİŞMİŞ ÜLKELERİN RISK SERMAYESİNE BAŞVURMALARININ NEDENLERİ	75
2. ABD'DE RISK SERMAYESİ VE TARİHİ GELİŞİMİ	76
3. KANADA'DA RISK SERMAYESİ	79
4. RISK SERMAYESİ SEKTÖRÜNDE AT OLARAK TOPLU BİR BAKIŞ	80
4.1. AT'DA RISK SERMAYESİ	80
4.1.1. Avrupa Risk Sermayesi Birliği	80
4.1.2. Almanya'da Risk Sermayesi	81
4.1.3. Hollanda'da Risk Sermayesi	84
4.1.4. İngiltere'de Risk ve Geliştirme Sermayesi	85
4.1.4.1. Tarihe Kısa Bir Bakış	85
4.1.4.2. İngiltere'de Risk ve Geliştirme Sermayesi Uygulamasında Bankaların Rolü	86
4.1.4.3. İngiltere'de Risk ve Geliştirme Sermayesi Konusunda III Kuruluşunun (Investment In Industries) Önemi	90
5. JAPONYA'DA RISK SERMAYESİ	90

BESİNCİ BÖLÜM
RISK SERMAYESİNİN ÜLKEMİZDEKİ GELİŞİMİ

1. TÜRKİYE'DE RISK SERMAYESİ SEKTÖRÜNDE KULLANILABİLECEK FON KAYNAKLARI	92
1.1. TÜRKİYE'DE SOSYAL GÜVENLİK KURULUŞLARININ FON YARATMA İSLEVİ ve YATIRIMLARI	92
1.1.1. Genel Bir Değerlendirme	92
1.1.2. Özel Sigorta Sektörü	96
1.1.3. Emekli Sandığı	101
1.1.4. SSK	104
1.1.5. Bağkur ve Oyak	107
1.1.6. Genel Olarak Sosyal Güvenlik Kurumlarının Fonlarını Değerlendirme Kriterleri	108

1.2. KAMU ORTAKLIĞI FONU	110
1.3. TİCARİ BANKA İSTİRAKLERİ	111
2. TÜRKİYE'DE RİSK SERMAYESİ ve BENZERİ YATIRIMLARA GİRİSEN ya da RİSK SERMAYESİNE GİRİŞEBİLME POTANSİYELİNE SAHİP OLAN KURULUSLAR ve FAALİYETLERİ	118
2.1. ÖZEL FİNANS KURUMLARI	118
2.2. YATIRIM VE KALKINMA BANKALARI	126
2.3. MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI	131
2.4. BAZI ÜNİVERSİTELERİN GİRİŞİMLERİ	132
2.5. TÜRKİYE'DE GÜNÜMÜZDEKİ KÜÇÜK İŞLETME FİNANSAL GÜÇLÜKLERİ ve SAĞLANMAYA ÇALIŞILAN DESTEKLER (TESEBBUS GELİŞTİRME AJANSI ve TEKNOLOJİ GELİŞTİRME VAKFI)	134
3. RİSK SERMAYESİNİ ENGELLEYEN HUSUSLAR ve GETİRİLEBİLECEK TESPİTLER	137
3.1. RİSK SERMAYESİNİ ENGELLEYEN HUSUSLAR	137
3.1.1. Yüksek Enflasyon	137
3.1.2. Politik İstikrar	138
3.1.3. Borsaya Kote Olmamış Hisse Senetlerinin Alınıp Satılabildiği Piyasanın Mevcudiyeti	138
3.2. RİSK SERMAYESİ TESPİT ARAÇLARI	139
4. TÜRKİYE'DE RİSK SERMAYESİ SİSTEMİNİN OLUŞTURULMASINDA DEVLETİN FONKSİYONU	140
5. TÜRKİYE'DE KURULABİLECEK RİSK SERMAYESİ ŞİRKETİNİN TÜRÜ	144
6. GENEL BİR DEĞERLENDİRME	149
7. TÜRKİYE'DE RİSK SERMAYESİ SİSTEMİNİN KISA ve UZUN VADEDE YAPILANMASI	156
7.1. TÜRKİYE'DE KISA VADEDE RİSK SERMAYE SİSTEMİ	156
7.2. TÜRKİYE'DE UZUN VADEDE RİSK SERMAYE SİSTEMİ	160
SONUÇ ve ÖNERİLER	166
YARARLANILAN KAYNAKLAR	172

KISALTMALAR

A+G	Arastırma-Gelistirme
AT	Avrupa Topluluğu
ECU	European Currency Unit: Avrupa Topluluğu Para Birimi
EUREKA	European Research Coordination Agency: Avrupa Arastırma Koordinasyonu
EVCA	European Venture Capital Association: Avrupa Risk Sermayesi Birliği
KG	Küçük Girişimci
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
KOI	Kamu Ortaklığı İdaresi
KOSGEB	Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Gelistirme Teşkilatı
SBA	Small Business Administration: Küçük İşletmeler İdaresi
SBIC	Small Business Investment Companies: Küçük İşletmeler Yatırım Şirketi
SSK	Sosyal sigortalar Kurumu



G I R L S

GİRİŞ

Günümüz ekonomisinde rekabet ortamı yoğunlaşmakta, teknolojilerin ömrü giderek kısalmaktadır. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra, teknolojik ömrün ortalama 9 yıl civarında olduğu söylenebilir. Bazı ülkelerde büyük şirketler artık laboratuvarlarda yüksek teknoloji yatırımlarına girismemektedir. Bunun yerine, mevcut yeni fikir ve teknolojilere yatırım yaparak, A+G maliyetlerini minimize etmeye çalışmaktadır. Böylece, yeni teknolojilerin kontrol altında tutulabilmesi sağlanmaktadır.

Birçok ülkede küçük ve orta ölçekli işletmeler çok önemli bir paya sahiptir. Küçük işletmeleri destekleyen ülkelerin daha kolay ekonomik başarıya ulaştıkları ifade edilebilir. Çünkü, yeni fikirler ve yeni icatlar konusunda KOBİ'lerin önemli bir yeri vardır. Ancak, söz konusu fikir ve buluşların KOBİ'ler tarafından çeşitli nedenlerle uygulanma şansı oldukça azdır.

Teknolojinin hızla geliştiği günümüzde, üretimde büyük bir paya sahip olan küçük girişimcilere, yeni finansal olanaklar sağlanabilmesi araştırılmaktadır. Ancak söz konusu girişimleri faizli krediyle desteklemeye çalışmak, onları çıkmaza götürerek, pazardaki yerinden daha çabuk çekilmeye zorlayabilir. Günümüzde aldığı kredi borcunun ağırlığı nedeniyle yok olan şirketler çoktur. Küçük girişimciler, diledikleri zaman zaten kredi imkanına sahip olamamaktadır. Özellikle ülkemizde

kredi verebilecek kuruluşların olanakları sınırlıdır. Kredi limitleri ve kredi kullandıkları girişimci sayısı çok azdır. Krediler genellikle, büyük bir şirket statüsüne sahip olan, çeşitli garantiler verebilen müşterilere sağlanmaktadır.

Bu nedenle, küçük girişimciler, yatırımlarını kendi olanaklarıyla bir yere kadar getirebilmekte, bazen de projeye dahi başlayamamaktadır. Küçük girişimcilere hizmet veren kuruluş sayısı günümüzde artmakta ise de yetersizdir.

Durum böyle olunca, yeni finansman tekniklerinin devreye bir çözüm alternatifi olarak girmesi gerekmektedir. Çeşitli ülkelerde kullanılan, Risk Sermayesi Sistemi, küçük girişimcilerin yeni fikirlerini ekonomiye kazandırma amacını güderken, bunu yüksek maliyetli krediyle değil; kurulan ya da kurulacak şirketten belli bir miktar hisse ile ortaklık karşılığı gerçekleştirmektedir. Türkiye'de de bu sistemin oluşturulabilmesine yönelik olarak hazırlanmış olan çalışmamız, beş bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde Risk Sermayesi Kavramı hakkında bilgi verilmiş, Risk Sermayesi kavramının sınırları çizilmiş ve özelliklerine değinilmiştir.

İkinci bölümde, ekonomilerde A+G'nin önemi, A+G ve teknolojik yenilikler açısından KOBİ'lerin önemi üzerinde durulmuş, çeşitli ülke ekonomilerinde KOBİ'lerin yeri, finansal güçlükleri ve sağlanan teşviklerden bahsedilmiştir.

Yine aynı bölümde teknolojik yenilikler, KOBİ'ler ve Risk Sermayesi arasındaki bağlantı açıklanarak risk sermayesi sistemi konusuna giriş yapılmıştır.

Üçüncü bölümde risk sermayesi sistemi, risk sermayesini gerçekleştiren, yani KOBİ'lere risk sermayesi hizmeti veren risk sermayedarları, risk sermayesine fon yatıranlar ve risk sermayesi sisteminden yararlanan girişimci kesim olarak üç ayrı yönden açıklanmıştır. Risk sermayedarları, birey, şirket ya da holding bazında incelenerek risk sermayesi sistemi açıklanmıştır. Daha sonra risk sermayedarı, fon yatıranlar ve risk sermayesinden yararlanan girişimcilerin amaçları ve aralarındaki ilişkilere değinilmiştir. Ayrıca uygulamadan bazı örneklere de yer verilmiştir.

Dördüncü bölümde; ABD, Kanada, Avrupa Topluluğu Ülkeleri ve Japonya'daki risk sermayesi uygulamaları ve gelişimine yer verilmiştir.

Çalışmanın son bölümü Risk Sermayesi Sisteminin ülkemizdeki gelişimi üzerine hazırlanmıştır. Bu konuya da üçüncü bölümdeki gibi Türkiye'de risk sermayesinde kullanılabilecek fon kaynakları, Risk Sermayesini yürütebilecek şirket ya da kuruluşlar ve Risk sermayesinden faydalanacak kesim olarak üç ayrı yönden değinilmiştir. Türkiye'de risk sermayesi sektörüne fon yatıracak kesim olarak Sosyal Güvenlik Kuruluşları, Kamu Ortaklığı Fonu, Bankalar ve bireyler tasarruflar hakkında bilgi verilmiştir. Özel Finans Kurumları, Yatırım ve Kalkınma Bankaları, Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları ve

Universitelerin risk sermayesi uygulamaları açısından yeri, önemi ve çalışmalarına yer verilmiştir. Yine aynı bölümde ülkemizde risk sermayesi sisteminin oluşturulmasını engelleyebilecek hususlara değinilmiş, sistemin oluşturulmasında devletin yerinin ne olacağı konusunda örnekler verilmiştir. Son olarak da Türkiye'de sistemin oluşturulabilmesi için bazı alternatif modeller üzerinde durulmuştur.



BIRINCI BÖLÜM
RISK SERMAYESİ KAVRAMI

1. RISK SERMAYESİ KAVRAMI

1.1. KAVRAM

"Venture Capital" kavramındaki venture kelimesi sözlüklerde tehlikeli iş, tehlikeli girişim, macera, baht işi, cesaret işi gibi sözcüklerle karşılığını bulmaktadır. "Venture" kelimesi, Webster's sözlüğünde şöyle tanımlanmaktadır. "Sans, risk veya tehlike taşıyan işlem, özellikle spekülasyon bir teşebbüs". Türkçede Venture Capital "risk sermayesi" olarak ifade edilmektedir.

1.2. RISK SERMAYESİNİN TANIMI

Risk sermayesi konusunda dar ve geniş kapsamlı çeşitli tanımlamalar yapılmaktadır. Risk sermayesi için sadece "bir yatırım aracıdır" diye tanımlama yapmak yanlış olur. Risk sermayesi faaliyetleri basit bir yatırım değildir. Risk sermayesi, iyi bir fikre sahip çıkarak bu fikirden başarılı bir şirket ortaya çıkarmaktır. Başka bir deyişle risk sermayesi, bilimdeki gelişmeleri izleyerek, bu gelişmelerden yeni ürünleri üretebilecek şirketleri yaratmaktadır.

Risk sermayesi, "bir icadın gerçekleşmesi ve üretime dönüştürülmesi için yatırılan para" olarak ifade edilmiş yine risk sermayesi ile ilgili olarak "cesaret sermayesi" kavramı

kullanılmıştır (1). Diğer bir tanımla risk sermayesi, özellikle yeni ya da spekülâtif girişimlere yatırılan sermaye olarak da ifade edilebilir (2).

Risk sermayesi "az ihtimalle büyük kâr ve büyük ihtimalle küçük zararın sentez edildiği bir finansman türüdür (3). Burada küçük zarardan kastedilen, risk sermayedarının belli bir projeye yatırmış olduğu sermaye miktarıdır.

Risk sermayesi geniş açıdan şöyle ifade edilebilir:

Bir sermayedar tarafından, büyümek isteyen küçük veya orta büyüklükteki bir işletmenin hedeflerine ulaşabilmesi için, bu işletmede küçük bir paya ya da ileride böyle bir hisseye sahip olma imkanı verecek, geri alınması mümkün olmayan bir hakka sahip olarak yapılmış özkaynak veya özkaynak benzeri yatırıma "Venture Capital", yani "Risk Sermayesi" denilmektedir (4).

Bu tanımlar ile risk sermayesi KOBİ'lerin gelişimlerini sağlamak, yeni teknolojik icatlara dayanan yatırımlarını ekonomiye kazandırmak için kullanılan bir finansman yöntemi olarak karşımıza çıkmaktadır.

(1) SENYUVA, Ayhan; Cesaret Sermayesi, Türkiye İş Bankası Yayınları, Genel Yayın No: 311, Ekonomi Dizisi, 24, Ankara, 1990, s. 1

(2) BRUNO, V. Albert; and TYZON T. Tyebiec: "A Model of Venture Capitalist Investment Activity", Management Science, No: 9, September, 1984, s. 1050.

(3) ÇİLLER, Tansu; ÇİZAKÇA, Murat; Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri, İstanbul Sanayi Odası Yayını, 1990/7, s.8.

(4) COUPARELLI, A. Spiro; Venture Capital in Europe Praegas Press, New York, 1977, s. 17.

1.3. TANIMIN KAPSAMI ve SINIRLARI

Risk sermayesinin konusuna giren küçük işletmeler, normal gelişim seyri içinde finansman gücünü ceken işletmeler değildir. Risk sermayesi yatırımları, teşebbüs destekleme ajansları veya diğer yatırım şirketlerinin küçük işletmelere yaptığı yatırımlardan farklıdır.

Risk sermayesi, yatırımlarında genellikle kuruluş aşamasında (start up) yeni bir fikir veya teknoloji desteklenmekte, risk üstlenilmekte ve bunun karşılığında kar amaçlanmaktadır. Yani risk sermayesini ilgilendiren konular sözkonusu KOBİ'lerin büyümesini sağlayacak yeni, yüksek teknoloji, fikir ve buluşa sahip ancak üretime geçemeyen projelerdir.

Uygulamada daha çok bu türüyle karşılaşılması birlikte, yatırım yapılacak şirketin ve ürünlerinin ileri teknolojiye ya da yeni icat temelinde dayalı olması gerekli koşul değildir.

Risk sermayesi potansiyel olarak yüksek geliri sağlama olanağı bulunan yatırımların yanında, gelişme amaçlı sermaye yatırımlarını da içerebilmektedir.

Ancak uygulamadaki gerçek risk sermayesinden ayırt edebilmek için "Development Capital Investment", kavramını "gelişme ya da geliştirme sermayesi" olarak kullanmak gerekir. Sözkonusu kavram, İngiliz bankacılık sisteminde de risk ve geliştirme sermayesi olarak ileride de görüleceği gibi ayrı ayrı kullanılmaktadır.

Risk sermayesi kavramının tanımına baktığımızda;

- "İşletmede küçük bir paya sahip olmak" kavramı, geleneksel risk sermayesi anlayışının önemli bir faktörüdür. Yani risk sermayesi yatırımcısının amacı, yatırım yapılan şirketin kontrolünü ele geçirmek değildir (5).
- Risk sermayesi yatırımları yapanlar sadece bireysel yatırımcılar değildir. Devlet tarafından oluşturulmuş kurumlar, diğer finansal kurumlar da risk sermayesi yatırımları yapabilir.
- Risk sermayesi yatırımları küçük ve orta ölçekli firmalara ya da elinde teknolojik bir icat veya fikir bulduran kişilere (söz konusu kişiler henüz bir şirket oluşturmuş değildir) yapılır (6).
- Risk sermayesi yatırımları eğer KOBİ'lere yatırılıyor ise bu firmalar genellikle yeni firmalardır. Bundan dolayı yatırımcının elinde, firmanın geçmişine ilişkin veriler bulunmamaktadır (7).
- Risk sermayesi yatırımları, genel olarak daha halka açılmamış şirketlere yapılmaktadır, bu şirketler henüz sermaye piyasasına giremedikleri için, hisseler kısa vadede likit değildir.

(5) BRUNO, a.g.e., s. 1090.

(6) BRUNO, a.g.e., s. 1058-1065.

(7) BRUNO, a.g.e., s. 1059.

2. RISK SERMAYESİ BENZERİ KAVRAMLAR

2.1. RISK SERMAYESİ VE İSTIRAK

Hukukçulara göre, herhangi bir şirketin diğer şirkete ait hisse senetlerine sahip olması halinde ve devamlı yatırım yapılması gayesi mevcut ise bu durum istiraktır.

Eğer sözkonusu hisse senetleri kısa vadeli spekülasyon amacıyla elde bulunduruluyorsa istirak vasfını kazanmaz.

7129 Sayılı Bankalar Kanununda tam olarak istirak tanımı yapılmamış olmasına rağmen, bankalar kanunu hükümleri açısından, bir banka başka bir şirkete ait hisse senetlerine sahip ise, bunların elde edilmiş şekli ve miktarı ne olursa olsun istirak sayılması gerekecektir. Ayrıca Bankalar Kanununun 31.8.1979 tarihli ve 28 sayılı Kanun Hükmünde Kararnamenin 39.maddesinde "Banka istiraki" deyimi ile bankaların sermayesinin en az % 20'sine sahip olduğu ortaklıklar ifade edilmektedir.

3182 Sayılı yeni Bankalar Kanununda istirak için;

a) Bir bankanın sermayelerinin % 15 ve daha fazlasına sahip olduğu istirak ve kuruluşlarıyla bunların ayrı ayrı veya birlikte sermayelerinin % 25'inden fazlasına sahip oldukları ortaklık ve kuruluşlara.

b) (a) bendindeki ortaklık ve kuruluşların kefaletiyle diğer gerçek ve tüzel kişilere, vereceği kredilerin toplamı banka özkaynaklarınının 3 katını ve herhalde toplam kredilerin

% 15'ini aşamaz, İktisadi Devlet Teşekkülleri ve Kamu İktisadi Kuruluşlarının bağlı ortaklıkları şeklindeki istirakler 1.fıkradaki sınırlamalara tabi değildir denilmektedir.

1. İstirakte uzun vadeli hisse senetleri borsaya kote olsalar dahi elden çıkarılmaz, uzun yıllar bir bankanın ya da şirketin bünyesinde tutulur. Risk sermayesi yatırımında ise, borsada hisse senetlerinde 3-5 yıl içinde değeri yükselince paraya çevrilir ve elde edilen kazançlar tekrar riskli yeni teknolojik yatırımlara sermaye sağlar.
2. İstirakteki amaç, risk sermayesiyle farklıdır. Risk sermayesi yatırıma, yeni bir teknolojik icat, üretim, finansman gücüyle icat ya da teknolojik yeniliği sanayiye kazandıramayan mucit veya küçük girişimciye kurulan yeni şirkette pay alma karşılığında yapılan finansal bir destektir. İstirakte ise; istirak yapılan işletmenin yeni bir teknolojik icadı üretime geçirmek için finansman ihtiyacının ortaya çıkması üzerine destek sağlanacaktır diye bir koşul ya da genelleme yoktur. Herhangi bir şirket ya da finansal güçlük içinde bulunan şirket olabileceği gibi, söz konusu şirket başarılı bir şirket de olabilir.
3. İstirak yapan kuruluş, yönetime de katılmaktadır. Risk sermayesi yatırımında ise, gerekiyorsa yönetime katılım olmaktadır. Asıl amaç, yönetime katılmak değildir.

Ancak genellikle sadece danışmanlık hizmeti vermekle yetinilmektedir.

Ayrıca, Maliye ve Gümrük Bakanlığı'nın, 3762 sayılı yasanın kendisine verdiği yetkiye dayanarak 26.12.1992 tarihli Resmi Gazetenin mükerrer sayısında yayınlanan "Muhassebe sistemi Uygulama Genel Tebliği"ne göre:

Aktifte "Mali Duran Varlıklar" içerisinde iştiraklerden ve bağıli ortaklıklardan söz edilmiştir. İştirakler, işletmenin doğrudan veya dolaylı olarak, diğer şirketlerin yönetimine ve ortaklık politikalarının belirlenmesine katılmak üzere edindiği hisse senetleri veya ortaklık paylarının izlendiği hesap olarak ifade edilmiştir. "İştirakler hesabı, bir ortaklıktaki en fazla % 50 oranında olan sermaye payları veya oy haklarının izlenmesinde kullanılır denilmiştir". Bağıli ortaklıklar ise, işletmenin doğrudan veya dolaylı olarak yüzde 50 oranından fazla sermaye ya da oy hakkına veya en az bu oranda yönetim çoğunluğunu hucme hakkına sahip olduğu iştiraklerin sermaye paylarının izlendiği hesap olarak tanımlanmıştır. Risk sermayesinde, risk sermayesi şirketinin, girişimci şirketten aldığı hisse % 50'yi aştığı durumda, risk sermayesi şirketinin bilançosunda bu yatırım bağıli ortaklıklarda gösterilmektedir.

2.2. RISK SERMAYESİ VE ORTAK TESEBBUS

Ortak Tesebbüs muhtelif gerçek veya tüzel kişilerin birlikte gıristikleri ticari tesebbüs olarak ya da hakiki ve devamlı bir ortaklık olmanın muhtelif şahısların kâr amacıyla belirli bir tesebbüsle bulunmak için birleşmeleri şeklinde tanımlanmaktadır. Daha genelleştirilmiş bir tanım ile "iki firma tarafından ortaklaşa belirledikleri görevleri yerine getirmek üzere oluşturulan bir üçüncü tesebbüstür" denilebilir (8). Başka bir tanımla, ortak ekonomik faaliyetin yerine geliştirilmesinde araç olarak kullanılmak üzere tarafların ayrı ve bağımsız bir kimliğe sahip hukuki bir varlık oluşturdukları durumlar olarak da ifade edilebilir (9).

Ortak tesebbüsün faaliyet konusu, araştırma-geliştirme, imalat veya işbirliği yapmaktır. Bir işi tek başına yapabilme yeteneği bulunmayan bir işletmenin iki ya da daha fazla kuruluşla birlikte kaynaklarını bir araya getirip birlikte oluşturdukları yeni işletme sayesinde faaliyetlerini geliştirme durumu ortak tesebbüstür (10). Ancak ortak tesebbüsler sermayesi girişimci firmalar arasında paylaşılan yeni şirket biçiminde oluşturulabileceği gibi, işletme faaliyet alanla-

(8) FAULL, Jonathan; Joint Ventures Under The EFC Competition Rules, London 1985, s. 284.

(9) CLAYDON, Jean Marie; Joint Ventures-An Analysis of Commission Decision, 1986, s. 157.

(10) FRIEDMAN, Wolfgang; George KALMANOFF; Joint International Business Ventures, New York, Columbia University Press, 1961, s. 5.

rına aktivitelere bağlı olarak temsil edilme anlasmaları gibi birleşme dışı düzenlemeler de gerçekleşebilir (11).

Ortak teşebbüs ile risk sermayesi kavramları arasında bir karşılaştırma yapıldığında, her iki kavram, bir amacı gerçekleştirmek için meydana getirilen bir ortaklıktır. Ancak, risk sermayesinde bir teknolojik icadı, yeni bir üretim sistemini veya ürünü sanayiye kazandırmak amacıyla, finansal yönden güçlü bir tarafın, finansal yönden güçsüz olup, elinde yeni bir fikir ya da teknolojik icat bulunduran tarafa verdiği hisse karşılığı bir finansal destek mevcuttur.

Ortak teşebbüs de her iki taraf ayrı yönlerde güçlüdür. Esit olmasalar dahi finansal güçleri mevcuttur. Ancak bir araya gelerek, güçlerini birleştirerek bir işi yerine getirme amacını güderler, kazancı paylaşırlar. Söz konusu iş bittiğinde genellikle ayrılırlar.

Risk sermayesinde ise risk sermayesi yatırımını gerçekleştiren yatırımcı, icat veya fikrin üretime geçmesiyle bir müddet sonra yeni kurulan ya da zaten mevcut olan şirketin hisselerinin piyasada değer kazanmasını beklemek sonra elden çıkarmak durumundadır.

Ortak teşebbüs de finansmanı ve diğer faktörleri her iki şirket de sağladığı için birlikte riske girerler.

(11) CASTELLO, Denis R.; New Venture Analysis, Research Planning And Finance, Dow Jones, Irwin 1985, Homewood, Illinois, s. 104.



İKİNCİ BÖLÜM

A+G. TEKNOLOJİK YENİLİKLER VE KOBİLER

1. A+G. TEKNOLOJİK YENİLİKLER VE ÖNEMİ

Konuya ekonomist Schumpeter'in ekonomi ve yenilikler arasındaki ilişkiler hakkındaki görüşleriyle başlamak istiyoruz. "Schumpeter'in büyüme teorisine göre, durgunluk, büyümenin getirdiği bir sonuctur. Eğer yenilikler dalgası tepe noktasına ulaşmış ise, mala olan olan aşırı talep fazla mal stokuna yol açar. Çünkü birbiriyle rekabet halinde olan eski ve yeni teknolojilere dayalı olarak üretilen mallar aynı zamanda piyasaya sunulur. Sonuçta fiyatların düşmesine neden olur; sonuçta bu olay, özellikle üretim ve imkanlarını yeni teknolojiye göre ayarlayamayan teşebbüsleri etkiler. Bunun sonucu olarak sözkonusu işletmeler piyasadan silinirler" (12). Ekonomik iyileşmenin sürekliliği ve başarısı, daha sonra gelecek yeniliklerin miktarına ve ekonomik dağılımına bağlıdır. Verimlilik artışının sağlanmasında teknolojideki yeni buluşların rolünün büyük olduğu görülmektedir. Teknolojik yenilikler genelde bir kaynak sorunu olup, işletmelerin ihtiyaçlarına göre kısa ya da uzun dönem yatırımları şeklinde gerçekleştirilir.

Teknolojik yenilik ihtiyacı günümüzde daha da artmıştır. İkinci Dünya Savaşı'ndan önce teknolojinin ömrü yaklaşık 15-16 yıl iken, İkinci Dünya Savaşından sonra 9 yıla düşmüştür (13).

(12) SENYUVA, a.g.e., s. 4.

(13) BERNARD, M.Bass; SAMUEL, D.Deep; Current Perspectives for Managing Organizational, Prentice-Hall, 1970, s. 529-530.

1920-1960 yılları arasında "Naylon, radar, radyo, TV, roket ve elektronik malzeme ve araçlar" yenilik kümesini oluştururken, 1960'lardan günümüze "mikroelektronik, fiber-glas, lazer, biyoteknoloji" yenilik kümesini oluşturmaktadır (14).

Burada icat ve yenilik süreci kavramlarına daha açıklık getirmek istiyoruz. İcat, yeni bir buluşa sahip olmak, yenilik süreci ise, teknik bilgi ve icatların ekonomik olarak gerçekleştirilmesi sürecidir.

Teknolojik yenilik aşağıdaki aşamalardan oluşur (15):

1. Bilimsel araştırma aşaması,
2. Mühendislik aşaması (fikir ve icatın uygulanabilirliğinin araştırılması),
3. İşletmecilik aşaması (Yeni fikrin topluma, tüketiciye tanıtılması),
4. Yönetim aşaması. (kullanımın, optimum hale getirilmesi).

İşletmelere teknolojik yeniliklerin getirilmesi yeni icatların bulunmasına, yeni icatların bulunması da genellikle A+G faaliyetlerine, araştırmacı personele ve A+G ayrılan kaynaklara bağlıdır.

Aşağıdaki Tablo 1 OECD ülkelerinde araştırmacı personel sayısı ile A+G'ye ayrılan kaynakların GSMH'ya oranını göstermektedir (16).

(14) Business Facts and Figures, Union bank of Switzerland Yayını, Ağustos/Eylül 1983.

(15) SENYUVA, a.g.e., s. 8.

(16) Devlet Planlama Teskilatı, Y.N: DPT: 2190, s. 382, 386 Nolu Tablo.

Tablo 1: OECD Ülkelerinde Araştırmacı Personel Sayısı ile A+G'ye Ayrılan Kaynakların GSMH'ya Oranı

Ülke	Patent Sayısı (1986)	Araştırmacı Sayısı (1985)	10.000 Kişiyeye Düşen Araştırmacı (1985)	A+G'ye Ayrılan Kaynakların GSMH'ya Oranı (1986) %
Türkiye	726	39.696	6	0.20
ABD	121.141	722.900	63	2.74
Japonya	322.455	495.340	73	2.74
Almanya	77.418	133.114	48	2.70
Fransa	57.210	92.632	39	2.25
İngiltere	70.100	104.445	20	2.42
İtalya	42.583	63.021	27	1.14
Kanada	27.757	35.210	28	1.42
İspanya	14.358	14.227	10	0.57
Avustralya	19.051	24.210	35	1.20
Hollanda	32.467	21.550	37	2.21
İsveç	31.447	17.044	39	2.80
Belçika	27.131	10.943	26	1.61
İsviçre	30.030	10.720	34	2.30
Avusturya	25.326	6.712	20	1.31
Yugoslavya	2.287	24.881	-	0.88
Danimarka	8.829	7.255	25	1.24
Norveç	6.841	8.283	40	1.82
Yunanistan	5.324	3.051	8	0.33
Finlandiya	7.495	9.421	36	1.59
Portekiz	2.268	3.475	7	0.45
Yeni Zelanda	4.085	-	-	1.00
İrlanda	3.421	3.232	24	0.92
İzlanda	121	413	35	0.73

Tablo 2 Kişi başına düşen A+G harcamasını göstermektedir (17).

Tablo 2: Kişi Başına Düşen A+G Harcaması

Ülke	Harcama (ABD Doları)
ABD	440
F.Almanya	380
Japonya	325
İngiltere	254
Fransa	250
Türkiye	3.5

(17) SENYUVA, a.g.e, s. 51.

Tablo 3: Toplam A+G Harcamaları (18)

Ulke	Harcama Miktarı ABD Doları (Milyar)
ABD	110
Japonya	38
F.Almanya	19
Fransa	14
İngiltere	13.5
Türkiye	0.16

Tablo 4: 1980-1985 Yılları Arasındaki
Teknolojik Güç Dengesi (19)

Ulke	Nüfus	Yıllık Araştırma Harcamaları	Önemli Buluşların Sayısı
Amerika	214 Milyon	\$ 35 Milyar	315
İngiltere	56 Milyon	\$ 5.2 Milyar	85
Almanya	62 Milyon	\$ 11.0 Milyar	35
Fransa	53 Milyon	\$ 5.0 Milyar	20
Japonya	111 Milyon	\$ 9.8 Milyar	35

Tablolardan da anlaşıldığı gibi A+G harcamaları ve buna bağlı olarak yeni icat ve teknolojilerin sayısı, bir ülkenin gelişmişliğin derecesini ifade etmektedir.

(18) A.g.e., s. 51.

(19) A.g.e., s. 52.

2. KUCUK VE ORTA BUYUKLUKTEKI ISLETMELER

2.1. KUCUK VE ORTA BUYUKLUKTEKI ISLETMELERIN (KOBİ) TANIMI

Küçük işletmelerin tanımı ülkelere, yıllara, kişi ve araştırmalara göre farklılık gösterebilir. Uluslararası İş Bürosu 75 ülkede 50'den fazla farklı tanım saptamıştır (20).

Küçük işletmelerin tanımlarının yapılmasında niceliksel ve niteliksel ölçütler kullanılmalıdır.

Nicel ölçütler, genellikle işletmede çalıştırılan kişi sayısı, üretim sürecinde kullanılan çevirici gücün büyüklüğü, kuruluş ve işletme sermayesi, işletmenin pazar payı gibi büyüklüklerdir.

Sermayenin bir kişi ya da grup tarafından sağlanması, yönetimin bağımsızlığı vb. kriterlerde nitel ölçütler olarak kullanılabilir. KOBİ'lerde tanım olarak genellikle OECD tarafından yapılan sınıflandırmanın kullanıldığını görmekteyiz. OECD bünyesinde, dolayısıyla AT'da son yıllarda uygulanan bir sınıflandırmaya göre 20 işgörene kadar istihdama sahip kuruluşlar "küçük ölçekli", 20-29 arasında işgücü çalıştıranlar "orta ölçekli" işletmeler olarak tanımlanmıştır (21).

-
- (20) CEYLAN, Ali; "Küçük işletmelerin Finansal Sorunları", Finansal Yönetim ve Yatırım Planlaması Dergisi, Finansman Uzmanları Derneği, Yıl:3, Aralık 1981, Sayı:12, s.327.
- (21) BULMUS, İsmail; OKTAY, Ertan; TURUNER, Mete; Küçük Sanayi İşletmelerimizin Konumu, Önemi ve AT'na Girerken Karşılaşılabilecek Sorunlar ile Çözüm Yolları, Milli Produktivite Merkezi Yayınları, No:426, Ankara, 1990, s.15.

Genel olarak, OECD'nin istihdama dayalı sınıflandırmasına göre, 1-20 kişi çalıştıran işletmeler, küçük işletme, 20-29 kişi çalıştıran işletmeler orta büyüklükteki işletme olarak ifade edilebilir. Türkiye'de ise koşullar gereği, istihdama göre sınıflandırmada 1-9 kişi çalıştıran işletme, küçük işletme, 10-24 kişi çalıştıran işletme orta büyüklükteki işletme olarak kabul edilmektedir.

2.2. KOBİ'LERİN TEKNOLOJİK BULUSLAR AÇISINDAN ÖNEMİ

Genellikle büyük işletmeler KOBİ'ler de mevcut olmayan A+G imkanlarına sahiptir. Kimya Sanayiinde ve Bioteknikteki ürünler çoğunlukla müesseseleşmiş büyük firmalar tarafından üretilmektedir.

İktisat teorisi açısından 1960'lı yıllara kadar, hem liberal, hem de ekonomisi merkezi planlamaya dayalı olan ülkelerde işletmeler büyüdükçe önemli ölçek tasarrufları olabileceği fikri benimsenmiştir. "Büyüküğün sağladığı maliyet tasarrufları" olarak ifade edilen ölçek ekonomileri kavramına göre, daha az maliyetle üretimi sağlayan teknolojiler büyük ölçekli işletmelerde çalışmayı gerekli kılmaktadır. Büyük işletmelerin rekabet üstünlüğü nedeniyle KOBİ'lerin piyasada tutunamayacakları görüşü hakim olmuştur. Bütün teknolojik yeniliklerin büyük ölçekli işletmelerin laboratuvarlarında geliştirileceği düşünülmektedir. Ancak, araştırmacı Schumpeter'in dediği gibi, "Büyük kuruluşlarda, araştırma yaratıcılığında hayatîyetin kaybolması ve bürokratik hayatın yarat-

tığı gevseme problemlerine rastlanmaktadır. Bu nedenle 1960'lı yılların sonlarından itibaren "ölçek Ekonomileri" kavramı zaten önemini kaybetmeye başlamıştır. Böylece ürünler, beğeniler, standartlar değişme göstermiş, üretimde esnekliğin önemi artmış ve bu özelliğe sahip KOBİ'ler lehine bir gelişme başlamıştır. (22).

Bu durum ABD'de adem-i merkeziyete yönelme ve daha çok küçük şirketler kurulması sonucunu doğurmuştur". OECD teşkilatının yaptığı bir araştırma KOBİ'lerin geliştirdikleri yenilikleri, büyük firmalardan 3-4 kez daha hızlı olarak uyguladıklarını göstermektedir.

Araştırma geliştirme için harcanan her dolar başına, küçük firmalar orta ölçekli firmalara göre 4 kat, büyük firmalara göre 20 kat daha fazla yenilik üretmektedir (23). Çünkü bu firmalar, büyük firmalar gibi yıllarca süren ve sonucu önceden kestirilmeyen araştırma projelerini birçok teknik personelle sürdürme yerine, az personelle kısa sürede pazarda değerlendirilebilir nitelikte yenilik ve değişiklikler yaparak, müşteriye sunabilmektedir.

Teknik yenilik faaliyetlerinde bulunan KOBİ'lerin genelinde temel yaklaşımları "biraz dene, biraz sat, biraz daha dene, biraz daha sat" biçiminde olmaktadır (24).

(22) KOSGEB, 1992 Yılı Çalışma Programı, Ankara 1992, s. 21.

(23) ERTEN, Taylan; "Küçük ve Orta Boylu İşletmelerin Kaderi", Türkiye İktisat Gazetesi, Sayı:14, 9.12.1991, s.2.

(24) BAGRIACIK, Atilla; Dışa Açılma Sürecinde Küçük ve Orta Boy Firmalar (Dünyada ve Türkiye'de), İstanbul, 1989, s. 15.

Büyük firmalara göre, küçük ve orta büyüklükteki firmaların her düzeyde müşteriye daha yakın olmaları, onların müşteri sorunlarını daha kolay anlamalarına ve buna bağlı olarak hemen pazarlanabilir teknik yeniliklerde bulunabilmelerine yol açar. Örneğin, ABD'de yapılan birçok araştırmada teknik yeniliklerin yarısından fazlasının kişisel girişimler ve küçük ve orta büyüklükteki firmalar tarafından gerçekleştirildiği anlaşılmıştır (25).

Diğer taraftan büyük firmaların tamamlayıcısı konumunda olabilen KOBİ'ler teknolojik alandaki düşünce ve uygulamalarını ilk defa ortaya koyarak bunları, daha da geliştirilmek ve işlemek üzere büyük firmalara sunabilmektedir.

2.3. KOBİ'LERİN EKONOMİLERDEKİ YERİ VE ÖNEMİ

1970'li yıllara kadar büyük ölçekli işletmelere ağırlık verilerek geliştirilen ekonomik büyüme ve kalkınma faaliyetleri, 1970 yılından sonra petrol şokunun ortaya çıkışı, istihdam sorununun büyümesi, ekonomik kuramdaki değişimler ve kalkınma anlayışına geçişle küçük ve orta ölçekli işletmeler hızla ön plana çıkmıştır (26).

Teknik alandaki gelişmeler, tüketici talepleri ve teknolojik değişimlere küçük ve orta boy işletmelerin daha çabuk uyum sağlamaları, istihdam olanakları yaratması, part-time

(25) PETERS, T.J. Waterman, R.H. Yönetme ve Yükselme Sanatı, "Mükemmeli Arayış", (Çeviri: S.Sargut), Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul, 1987, s. 276.

(26) BULMUŞ, a.g.e., s. 16.

işci çalıştırmada kolaylığa sahip olmaları gibi nedenler de küçük işletmelerin değerini bir kez daha arttırmıştır.

Ayrıca küçük işletmeler büyük işletmelerin tamamlayıcıları durumundadır. Bu yakın ilişki "dolaylı tamamlayıcılık" ve "doğrudan tamamlayıcılık" olarak iki şekildedir (27).

Dolaylı tamamlayıcılık, aralarında herhangi bir sözleşme anlaşma yapmadan küçük ve büyük işletmelerin fiili bir iş bölümü yapmalarıdır.

Doğrudan tamamlayıcılık, sistematik olarak imalatçıların birbirlerinin mallarını girdi olarak kullanmaları durumudur.

2.3.1. ABD'de KOBİ'ler ve KOBİ'lere Sağlanan Destekler

ABD'de imalatçı bir işletmenin personel sayısı 250 ve daha az ise küçük işletme sayılmaktadır. Bir işletmenin istihdam ettiği personel sayısını 250 ile 1000 arasında ise, bu durumda da işletmenin faaliyet gösterdiği sektörün büyüklük standartları gözönüne alınmakta ve küçük ya da büyük işletme sınıfına sokulmaktadır.

Ticaret alanında küçük işletme için belirlenen yıllık 5 milyon \$ net satıştır. Ancak bu tavan yıllık 2 milyon \$'a inebilmektedir (28).

(27) BULMUŞ, a.g.e., s. 10.

(28) BAGRIAÇIK, a.g.e., s. 20.

ABD ekonomisinde elde edilen katma değerin % 51.4'ü küçük işletmelere ait olup cirodaki oranı ise % 52.6'dır. Küçük işletmelerde çalışanların toplam çalışan kesim içindeki payı ise % 58.2'dir. 1969-1976 yılları arasındaki toplam işgücünün % 66'sını 20'den az işçi çalıştıran işletmeler oluşturmaktadır (29).

ABD Küçük İşletmeler İdaresi, 250 kişinin altında personel çalıştıran kuruluşların yılda 1 milyon kişi başına 36 adet yenilik gerçekleştirdiklerini bu oranın büyük şirketlerde 31 olduğunu saptamıştır (30).

ABD'de daha 1953'lerde kurulan "Small Business Administration" (Küçük işletmeler idaresi) küçük işletmelere verilen önemi ispatlamaktadır. Bu kuruluş, küçük işletmelere kredi sağlamak, devlet ihalelerinde küçük işletmelerin hakkını korumak, yönetim ve yönetim sorunlarına yardımcı olmak gibi amaçlarla kurulmuştur (31).

Küçük İşletmeler İdaresi, küçük işletmelere tesis kurulmasından büyümesine, işletme için arazi, teçhizat makine alınmasına, işletme sermayesi karşılanmasına kadar finansman yardımında bulunabilmektedir. Bu finansmanın tavanı 350 bin \$'dır. Sözkonusu kuruluş küçük işletmelerin bankalardan aldıkları

-
- (29) BOZKURT, R., A.P., Bulca; Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler için Bazı Kritik Sorunlar, Dünya Gazetesi, İstanbul, 31 Ağustos 1988, s. 7.
- (30) A.g.e., s. 8.
- (31) BROOM, H.R., Lagencegen; Small Business Management, Chicago, 1966, s. 78.

krediler karşısında % 90'nına kadar teminat da vermektedir. Bu tür borçlanmalarda faiz oranı % 8'i geçmemektedir (32).

Bunun yanısıra Küçük İşletme Yatırım Şirketleri de mevcuttur. Bu yatırım şirketlerine Küçük İşletmeler İdaresi tarafından lisans verilmiştir ve söz konusu şirketler aracılığıyla küçük işletmelere finansal yardım sağlanmaktadır.

Küçük İşletme Yatırım Şirketleri küçük işletmelere ortak olmakta ya da onlara uzun vadeli kredi açabilmektedir. Küçük işletme yatırım şirketlerine, Küçük İşletmeler İdaresi ortaktır. Bu şirketler 1958'de çıkarılan Küçük İşletmeler Yatırım Kanununa göre kurulmuştur. Küçük işletme yatırım şirketlerinin sahipleri genellikle yerel yatırımcılardır. Sahipleri ticari bankalar ya da şirketler olan yatırım şirketleri de mevcuttur.

Küçük işletme yatırım şirketleri sermayelerinin en fazla % 20'sini küçük bir işletmeye yatırabilirler (33).

2.3.2. AT'da KOBİ'ler ve KOBİ'lere Sağlanan Destekler

AT'da küçük sanayinin 1970'lerden sonraki gelişimi sonucunda, günümüzde topluluk bünyesindeki firmaların yaklaşık % 90'ının KOBİ olduğu ve küçük işletmelerin toplam nüfusun % 60'ını istihdam ettiği bilinmektedir (34).

(32) BAGRIACIK, a.g.e., s. 28.

(33) CEYLAN, a.g.e., s. 59.

(34) BULMUS, a.g.e., s. 19.

1986 yılı itibariyle 20'den az çalışanı olan küçük işletmelerin Fransa'da toplam işletmeler içindeki payı % 29.7, 20-99 çalışanı olan orta büyüklükteki işletme toplam istihdam içindeki payı % 25.4'dür. Aynı yıl İspanya'da istihdam olarak küçük işletmelerin payı % 24.3, orta boy işletmelerin payı % 34.3'dir. Hollanda'da ise küçük işletmelerin toplam istihdam içindeki payı % 26.6'dır (35).

1986 yılında AT komisyonu, KOBİ'lerle ilgili tüm faaliyetleri kontrol etmek, KOBİ'lerin sorunlarına çözüm getirebilecek bir mekanizmanın oluşmasını sağlamak gibi amaçlar ile "Task Force" (Görev Grubu) oluşturmuştur. Bu grup, girişimciliğin teşvik edilmesi, yeni teşebbüsler ve eski kuruluşların teşvik edilmesi, KOBİ'lerle ilgili bilgi akımının yoğunlaştırılması, çeşitli programlar aracılığıyla teşvik sağlanması (EUROKA ve SPRINT) gibi çalışmalar yapmaktadır.

Avrupa Teknolojik İşbirliği Anlaşması olarak bilinen EUREKA (European Research Coordination Agency), 17 Temmuz 1985 tarihinde Paris'te 17 OECD üyesinin (12 AT ülkesi + İsveç, Norveç, Finlandiya, Avusturya ve İsviçre) katılımı ile Bakanlar seviyesinde toplanan bir konferansta kurulmuştur.

Türkiye, EUREKA'ya daha sonra katılmıştır. 5-6 Kasım 1985 tarihinde 18 üye ülke ile AT'ca Hannover'de kabul edilen bildiride EUREKA'nın amacı, uleri teknoloji alanlarında firmalar ve araştırma kurumları arasında yakın işbirliğini sağ-

(35) BAGRIACIK, a.g.e., s. 32-33.

lamaya yardımcı olmak, dünya pazarlarında Avrupa Sanayiinin gücünü yükseltmek olarak belirtilmiştir (36). 1986'da 19 üye ülkeden 37 yeni proje EUREKA çerçevesinde teşvik edilmektedir. Bu projelerin toplam maliyeti yaklaşık 706 milyon ECU'dur.

Konuyla ilgili olarak aşağıdaki tablo 5'de AT tarafından KOBİ'lere 1986'da verilen krediler ve tablo 6'da da AT'da KOBİ'lere ve küçük sanatkarlara sağlanan teşvik ve destekler görülmektedir.

Tablo 5: KOBİ'lere 1986 Yılında AT Tarafından Verilen Krediler

Ulke	EIB Bölgesel Gelişme Kredisi		NCI Toplam Kredileri		Toplam	
	Adet	Mil (\$)	Adet	Mil (\$)	Adet	Mil (\$)
Danimarka	37	-	131	42.34	168	46.55
İspanya	-	-	11	3.65	11	3.65
Yunanistan	121	24.30	30	2.80	151	27.10
Fransa	432	63.24	631	76.27	1065	141.5
İrlanda	15	3.08	-	-	15	3.08
İtalya	1430	411.89	564	158.81	1994	570.64
Portekiz	9	1.40	-	-	2	1.40
İngiltere	24	9.72	1	0.3	257	10.99
Toplam	2061	519.78	1368	284.24	3429	804.02

Kaynak: Official Journal of the EC, 10.8.87.

(36) KARLUK, Rıdvan; Uluslararası Ekonomik Kuruluş ve Birleşmeler, Bilim Teknik Yayınevi, 1990, s. 29.

(*) EIB, Avrupa Yatırım Bankası (The European Investment Bank) üye ülkelerdeki üretken yatırımları desteklemek ve böylece Topluluğun dengeli bir şekilde kalkınmasına yardımcı olmak amacıyla ilgili kuruluşlara mali yardımda bulunmak görevini üstlenmektedir. Tablo 5'de görüldüğü gibi Toplam 2061 projeye 519.78 milyon dolarlık bölgesel gelişme kredisi kullanılmıştır. NCI, Yeni Topluluk Aracı (The New Community Instrument) Kredi verme, kredi yoluyla sağlanan gelirleri yatırım projelerinin finansmanında kullanmak için Komisyona yetki verilmesi amacıdadır. İlk olarak 1979'da uygulamaya konulan yeni Topluluk Aracı 1.000 milyon ECU'yu alt yapı ve endüstri alanların finansmanına ayırmış, ikinci Yeni Topluluk Aracında özellikle KOBİ'lere öncelik tanınmıştır

Yukarıdaki tabloda görüldüğü gibi özellikle İtalya ve Fransa'daki KOBİ'lere AT büyük meblağlarda kredi vermektedir. Genel olarak tüm AT ülkeleri finansal yardımlardan değişik ölçülerde faydalanabilmektedir.

Tablo 6: AT Bünyesinde Yatırımlara Destek Sağlayabilen Kurumlar

- Enerji ve Alternatif Enerji Tasarrufu Sağlayacak Yatırımlara Yardım	- Avrupa Yatırım Bankası - Topluluk Yeni Araçları
- Firma Çevresi ile ilgili Yatırımlar ve Yardım	- Avrupa Yatırım Bankası
- Su Ürünlerinin Geliştirilmesi.	- Avrupa Tarımsal Yönlendirme ve Garanti Fonları - Avrupa Su Ürünleri Geliştirme Sosyal Fonu
- Küçük firma ve sanatkarlara müşavirlik ve yardım	- Avrupa Bölgesel Gelişme Fonu - Görev Grubu - Mesleki Formasyonu Geliştirme Merkezleri
- Teknolojik icatların ve yaratıcılığın geliştirilmesi	- Avrupa Bölgesel Gelişme Fonu
- Kırsal ve Endüstriyel bölgelerin yeniden canlandırılmasına dönük faaliyetlerin desteklenmesi	- Avrupa Sosyal Fonu
- Altyapının geliştirilmesi	- Avrupa Yatırım Bankası - Topluluk Yeni Araçları Avrupa Bölgesel Gelişme Fonu
- Küçük esnaf ve sanatkarlara dış ülkelerde staj ve burs	- Genç İşçi Mübadele Teskilatı Avrupa Komisyonu Staj Kurumu - Eğitimcilerin Mübadele Kurumu
- AET Dışı üçüncü ülkelerle sanayi işbirliği ve piyasa	- Avrupa Gelişme Fonu - Sanayi Gelişme Merkezi - Teşebbüslerin birbirine yaklaştırma bürosu
- Topluluk içi teşebbüsler arası işbirliği	- Görev Grubu (BC-NET, SPRINT, EUROCA Projeleri).

Kaynak: Bağrıaçık, a.g.e., s. 39.

Yukarıdaki tabloda görüldüğü gibi AT bünyesinde çeşitli konulardaki yatırımlara finansal destek sağlayabilecek çok sayıda kurum vardır.

Ayrıca, AT ilgili Komisyonu KOBİ'lerin sermaye riski almalarını ve bunlar için ikincil piyasaları gerçekleştirmeyi amaçlamaktadır (37). Bu görüş doğrultusunda Komisyon, Avrupa Riskli Sermaye Birliği "EUCA" ile birlikte "Risk Birleştirme (Venture Vansort) diye bilinen bir pilot proje uygulamasına girmiştir. Bundaki amaç, sermaye oluşumunun ilk aşamasında, yeni teknolojilerle ilgilenen KOBİ'lerin finansmanını genişletmektir.

Komisyon genellikle en çok 200.000 ECU'ya kadar fonları proje esasına göre, yaratıcı niteliğine ve uluslararası boyutuna önem vererek dağıtmaktadır. Komisyon aynı zamanda kârların dağıtımından da pay almaktadır. EUCA ve Konsorsiyumun amaçları şöyle genelleştirilebilir.

- Avrupa ülkeleri arasında küçük ve ortaboy işletmeler işbirliğini teşvik etmek,
- Topluluk üyeleri arasında mali ve hukuki farklılıklara rağmen uluslararası projelerin finansmanının mümkün olacağını kanıtlamak.

Küçük işletmelerin önemi ve teşvik edilmesi açısından AT dahilinde örnek bir ülke olarak Almanya'da 20'den az çalışanı olan küçük işletmelerin sayı 1985 yılı verilerine göre topla-

(37) BULMUS, a.g.e., s. 40.

mın % 58'idir. Almanya'da işletmelerin A+G faaliyetlerine devlet bütçesinden çeşitli teşvikler uygulanmaktadır. 1977 yılında Araştırma ve Teknoloji Bakanlığında yardım gören KOBİ'lerin yararlandıkları proje sayısı 449'dur. Bu projelere yapılan yardım ise 80 milyon DM'dir.

Ayrıca Ekonomi Bakanlığı da yeni teknik yatırım faaliyetlerinin içerdiği rizikoyu firmalar için katlanılabilir bir düzeye indirmek amacıyla yardımda bulunur. Üretim aşamasından önceki giderlerin % 50'sine kadarı Ekonomi Bakanlığı tarafından finanse edilir. Eğer proje başarılı bir şekilde sonuçlanır ve üretime geçirilirse alınan yardım geri ödenir, ancak aksi durumda geri ödeme istenmez (38).

Bunların yanısıra özellikle Berlin'deki sanayinin teşvik edilmesi amacıyla başarı vadeden teknolojik yenilik projelerine yardım edilir. İlgili projede firmanın özsermaye katkısı 2/3 ise yapılan yardım geri alınmamaktadır. Eğer bu oran 1/2 ise koşullu olarak geri ödeme istenmekte ve eğer 1/3 ise yardımın tamamı geri istenmektedir.

Ayrıca 1975 yılında kredi kuruluşları tarafından kurulmuş ve riskli yatırımları finanse etmek amacı taşıyan "Deutsche Wagnisfinanzierungs-Gesellschaft" adlı bir şirket de mevcuttur (39). Bu şirket teknik yeniliklerde bulunan firmalara sermaye istiraki yapmakta gerektiğinde de kredi verebilmektedir.

(38) BULMUS, a.g.e., s. 40.

(39) BARIACIK, a.g.e., s. 43.

2.3.3. Japonya'da KOBİ'lere Sağlanan Destekler

Japonya'da 100'den az çalışanı bulunan işletmeler küçük işletmeler olarak tanımlanır (40).

Daha detaylı bir tanımla, İmalat ve Madencilik sektöründe 300'den az çalışanı bulunan ve 100 milyon Yen'den fazla sermayesi olmayan-, perakende ve hizmet sektöründe ise 50'den az çalışanı bulunan ve 10 milyon Yen'den fazla sermayesi olmayan işyerleri küçük işletme sayılmaktadır (41).

KOBİ'lere son derece önem verilen Japonya'da bu işletmeler için çıkarılmış 29 adet kanun, kararname ve tüzük bulunmaktadır. Bu kanunların temel kaynağı "Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler Ana Kanunu" dur (42).

Bu kanunlardan bazıları şunlardır:

- Küçük İşletmeler Kanunu,
- Küçük İşletmeler Modernizasyonu Teşvik Kanunu,
- Küçük İşletmeler Finansman Kuruluşu Kanunu,
- Ulusal Finansman Şirketi Kanunu,
- Küçük İşletmeler Kredi Sigorta Kanunu,
- Küçük İşletmelerin Faaliyetlerini Güvence Altına Almak için Büyük İşletmelerin Faaliyetlerini Düzenleyen Kanun.

(40) Ministry of Foreign Affairs. Small Business in Japon. Japonya, 1982. s. 12.

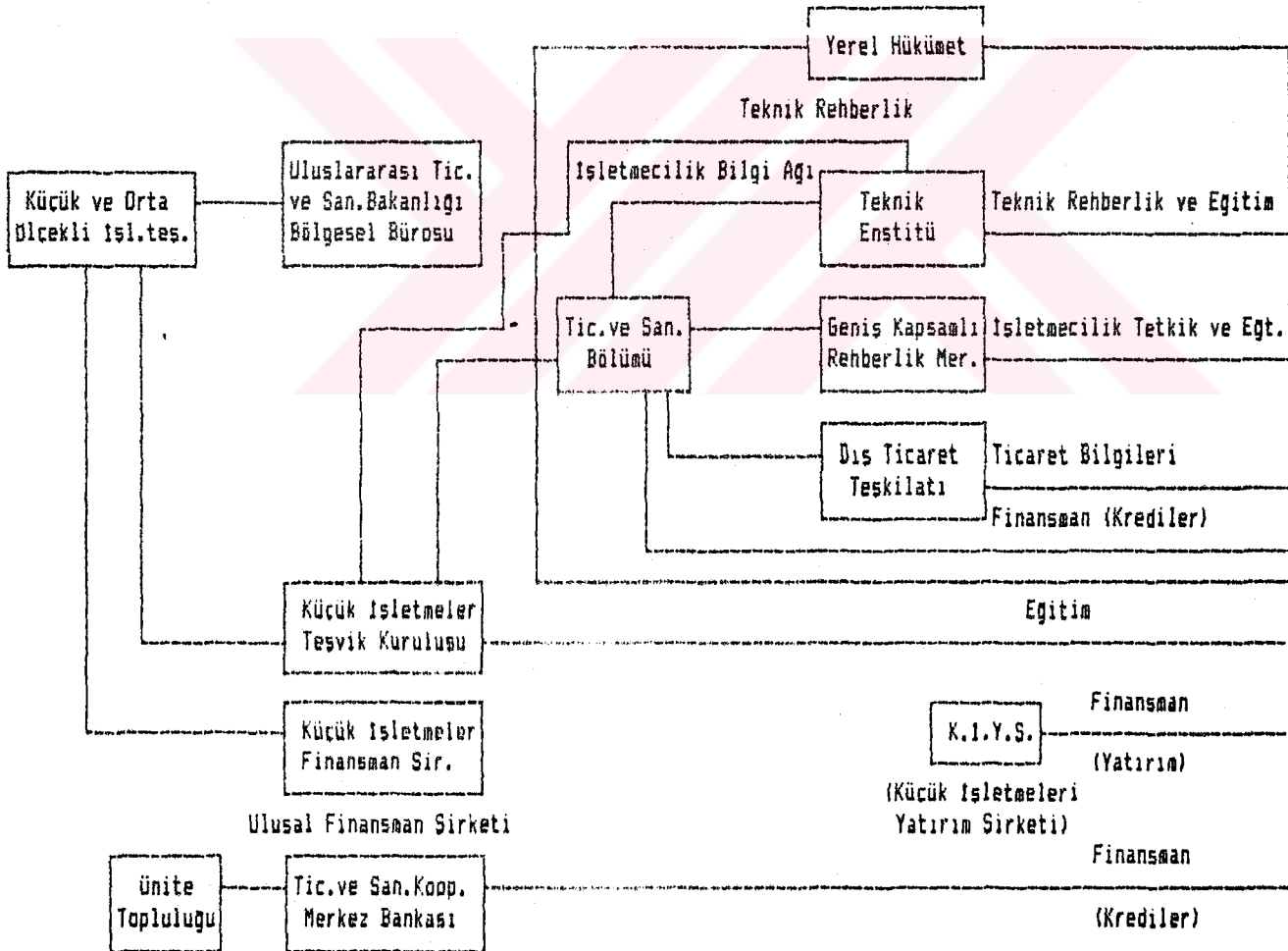
(41) BULMUS, a.g.e., s. 23.

(42) Küçük Sanayi Yönlendirme Raporu. KUSGET. Ankara, Ağustos 1987, s. 7-8.

Japonya'da bankalar da küçük işletmeleri desteklemektedir. KOBİ'lere verilen kredilerin toplam krediler içindeki payı % 49.8'dir.

Ayrıca Japonya'da "Kredi Garanti Şirketi" ve "Kredi Garanti Sigorta Şirketi" adlı iki şirket de vardır. Kredi Garanti Şirketi krediler için, krediyi verene garantörlük yapmakta, Kredi Garanti Sigorta Şirketi de Kredi Garanti Şirketinin muhtemel zararları için sigorta yapabilmektedir (43).

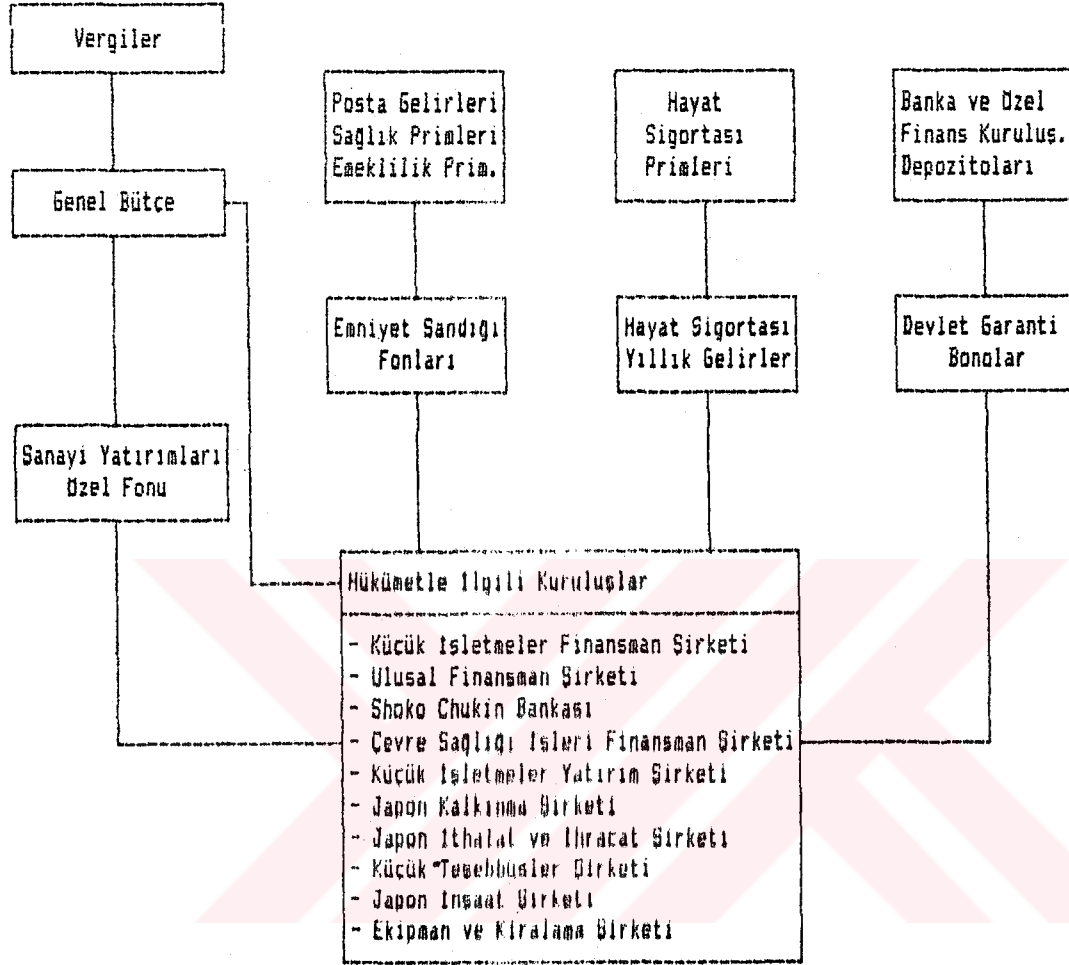
Sekil 1: Japonya'da Küçük ve Orta Boy Firmalara Yardım Sistemi



Kaynak: Küçük Sanayi..... a.g.e.. s. 9-12.

(43) BAĞRIAÇIK. a.g.e.. s. 55.

Sema 2: Japonya'da Küçük Firmalara Finansman Sağlayan Kuruluşlar ve İlişkiler



2.3.4. Türkiye'de KOBİ'lerin Önemi, Sorunları ve KOBİ'lere Sağlanan Destekler

1980 yılı icra planınının 212 sayılı hükmü gereğince DPT ve Türkiye Halk Bankasınının da görüşü alınarak Sanayi ve Teknoloji Bakanlığınca küçük sanayiciye bir tanım getirilmiştir. Buna göre "En fazla 25 kişi çalıştıran, bilanço değeri 20 milyon TL.ya kadar makina değerlerine sahip olan, üretim yöntemleri kısmen teknik kısmen deneye dayanan işletmeler" küçük

sanayi işletmeleri olarak belirlenmiştir. Sonradan yapılan bir tanımlamada da en fazla 25 kişi çalıştıran ve bilanço değeri 80 milyon TL.ya kadar makina parkına sahip olan işletmeler küçük sanayi işletmeleri olarak tanımlanmıştır (44).

1985 sayımında 1-24 arasında işgören çalıştıran işletmeler küçük işletme, 25 ve yukarısı ise büyük işletme olarak dikkate alınmıştır.

Son yıllarda gerek OECD gerekse Avrupa Topluluğu'nda yayınlanan istatistiklerde 1-19 işgören çalıştıran işletmeler küçük işletmeler, 20-99 işgören çalıştıran işletmeler orta boy işletmeler, 100 ve üzeri işgören çalıştıran işletmeler büyük işletmeler olarak değerlendirilmiştir (45).

Ülkemizdeki küçük işletmeleri bu şekilde tanımladıktan sonra, küçük işletmelerin toplam içindeki büyüklüğüne ve önemine de değinmekte yarar vardır.

Ülkemizde sermaye piyasasının arz yönünü oluşturan şirketlerin sermaye büyüklükleri incelendiğinde 1985 itibarıyla ortaya çıkan sonuç şöyledir:

Toplam A.S.'lerin % 78.62'sinin 25 milyon ve daha az sermayesi mevcuttur. Yine 1985 para değeriyle 250 milyondan daha fazla sermayeli A.S.'ler ise toplam A.S.lerin ancak

(44) KOTAR, Erhan; "Küçük İşletmelerin Tanımı, Önemi, Muhasebe Sorunları ve Çözüm Yolları", Küçük İşletmelerin Sorunları Semineri, AİESEC Bursa Şubesi, Bursa, 26 Aralık 1983, s. 11-14.

(45) BAGRİAÇIK, a.g.e., s. 82.

% 3.7'sini oluşturmaktadır. Yani, sermaye piyasasında menkul kıymetleri arz edilen A.S.lerin büyük kısmının gerçekte küçük ölçekli olduğu bilinmektedir.

Sermaye piyasasının toplam mali sistem içindeki payı ülkemizde % 25'dir. Oysa gelişmiş ülkelerde % 50'dir (46). 1990 verilerine göre de KOBİ'ler toplam işletmelerin % 98'ini oluşturmaktadır (47).

Türkiye'de demokrasinin yerleşmesi ve yeni girişimcilerin yetistirilmesi ve istihdam yaratılması açısından KOBİ'lerin önemi büyüktür.

Dünya bankasının bir raporuna göre, küçük işletmelerde bir kişi istihdam edebilmek için büyük işletmelere göre 1/3 kadar az sermaye yatırımı gerekmektedir. Sermayesinin kıt olduğu Türkiye açısından söz konusu durum, küçük işletmelerin önemini arttıran bir başka faktördür (48).

Sermaye piyasasının en önemli fonksiyonlarından biri, yeni tasarruf imkanları yaratmanın ötesinde kaynakları verimli alanlara kaydırmaktır. Genelde kaynaklar büyük ve kârlı şirketlere yönelmektedir. Bundan dolayı riski yüksek olmakla beraber, ileri teknolojik yenilikleri getiren KOBİ'lerin durumu önem kazanmaktadır.

(46) ÇİLLER, a.g.e., s. 96.

(47) Ekonomik Rapor 25, BUIAD, Mayıs 1991, s. 9.

(48) CEYLAN, Ali; "Türkiye'de Küçük İşletmelerin Finansal Sorunları ve Çözüm Önerileri", Küçük İşletmelerin Problemleri ve Çözüm Yolları Sempozyumu, 12-13 Aralık 1983, İstanbul.

Sermaye piyasasından kaynak sağlayacak şirketlerin belli bir dönem başarı grafiğinin iyi olması gerektiğinden, piyasada yer edinmiş firmalar bu tür projelerin finansmanı için kendi kaynakları yetmese dahi sermaye piyasasına başvurabilmektedir. Ancak KOBİ'ler ve özellikle yeni kurulan firmalar için durum güçtür. Yeterli karlılık oranlarına sahip olmamaları ve tasdikları finansman riskleri yönünden bu işletmelerin finansmanına bankalar ve diğer kredi kurumları da genellikle kaynak sağlamaktan kaçınırlar.

1990 yılı verilerine göre KOBİ'lerin banka kredilerinden aldıkları pay % 4 civarındadır (49). İstanbul Ticaret Odası'nın hazırladığı "Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler, Yapısal ve Finansal Sorunlar, Çözümler" isimli yayınlanmış bir araştırmanın anket sonuçlarına göre firmalar, finansman konusundaki darboğazın kaynaklarını sıralarken, % 31.5'i kredi bulamadıklarını, % 31'i kredilerin pahalı olduğunu, % 20.8'i işletme sermayesi artışlarını, % 28.6'sı yatırım artışını, % 41.8'i de özkaynak yaratamamak olduğunu söylemektedir.

Ülkemizde işletme sahiplerinin kullandıkları sermayenin kaynağına bakıldığında % 78.56'sı önceden yapılan tasarruflar, % 7.7'si banka kredileri, % 5.3'ü miras, % 4.7 gayrimenkul satışı, % 2.71'i altın satışı, % 1.02'si hisse senetleri satışı oluşturmaktadır (50). Kredi kullananların karşılaştığı

(49) Ekonomik Rapor 25, BUSİAD, Mayıs 1991.

(50) BAGRIÇIK, a.g.e., s. 98.

güçlükler içinde ilk sırada % 46.8 ile kredi faizlerinin yüksekliği ikinci olarak da % 13.5 ile istenildiği zaman kredi bulunamaması güçlüğü gelmektedir (51).

Yine 964 küçük ve ortaboy firmaya yönelik ankette ortaya çıkan sonuçlara göre (52); bu firmaların % 62'si işlerini genişletmek istediklerini belirtmiştir. Ancak bu firmaların % 69'u sermaye yetersizliği olduğunu, % 7'si kredi bulamadıklarından, % 4'ü de ortak bulamadıklarından şikayetçi olmuştur.

KOBİ'lerin finansal sorunlarının yanısıra pazarlama, yönetim vb. sorunları da mevcuttur. Ancak çalışmada konuyla yakınlık açısından finansman sorunlarına yer verilmiştir. Ülkemizde KOBİ'lere yönelik dış finansman kaynağının en önemlisi Türkiye Halk Bankası Kredileridir.

- Banka en fazla 50 kişi çalıştıran ve makina değeri en fazla 120 milyon TL. olan küçük sanayiciye "Küçük Sanayi Tesis-İşletme Kredisi vermektedir. Modern teknoloji temini kapasite artışı, işletme sermayesi artışı amacıyla başvuru bu kredilerin en fazla tutarı 150 milyon TL'dir. Vade ise 2-6 yıl arasında değişmektedir. Ayrıca "Esnaf Kefalet Kooperatifleri" kefaletiyle de kredi kullanılmaktadır.

(51) A.g.e., s. 99.

(52) Küçük İşletmelerin Finansmanı ve Yönetim Sorunları, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 1986-13, İstanbul, 1986. Küçük ve Orta Boy Sanayi Kuruluşlarında Ekonomik ve Finansal Yönden Değerlendirmeler, İstanbul Sanayi Odası Yayın No: 1987-19, İstanbul, Kasım 1987.

Türkiye Halk Bankası, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı, Bağ-Kur ve Dış Kaynaklı Fonlarla ilgili kredi işlemlerini de yürütmektedir (53).

Sanayi ve Ticaret Bakanlığı Organize Sanayi Bölgeleri ve Küçük Sanayi Siteleri İnşaatı ve İşletme Giderleri Fonu ayırmaktadır. Ayrıca bakanlık "Küçük Sanayi Gelistirme Fonu" adı altında da kredi vermektedir.

Dünya Bankasından sağlanan fon ile kalkınma plan ve programlarında belirtilen alanlarda faaliyet gösteren KOBİ'lerin makina ve teçhizat temini için yatırım kredisi açılmaktadır. Dünya bankasından sağlanan kredinin üst limiti 150 bin \$ dir ve % 35.2 faizle vadesi 8 yıldır (54).

Bunun yanında, yine Türkiye Halk Bankası aracılığıyla Türk ve Alman hükümetleri arasında yapılan bir anlaşmaya göre, yurda kesin dönüş yapan işçilerin iş sahibi olabilmeleri maksadıyla KSF-1 ve KWF fonları kullanılmaktadır (55).

Türkiye'de KOBİ'lere teknik ve idari sorunlarda yardımcı olabilecek danışman kuruluş Küçük Sanayi Gelistirme Teski-

(53) BAĞRIACIK, a.g.e., s. 103.

(54) ALPAR, Cemi; ONGUN, Tuba; Dünya Ekonomisi ve Uluslararası Ekonomik Kuruluşlar, Evrim Matbaası, İstanbul, 1988, s. 129.

(55) KSF-1, Sabit değerleri 1.5 milyon DM'ı aşmayan (Arazi ve Bina hariç) ve işgören sayısı 50'den az olan işletmeler için % 27.3 maliyetli, tesis kredisi için 4, işletme kredisi için 8 yıl vadeli olarak açılan kredidir. KWF Pilot bölge olarak seçilen bazı illerde, 500 bin DM'ı geçmeyen % 31.5 kredi maliyetli tesis kredisi için 8 yıl vadeli, işletme kredileri için 4 yıl vadeli olarak verilen kredidir.

latı "KUSGET" dir. Kurulus amaci KOBİ'lerin yatırım, yönetim, üretim, kalite, teknoloji ve pazarlama konularındaki sorunlarını belirlemek ve kurmuş olduğu geliştirme merkezleri aracılığıyla bu sorunların çözümlenmesine yardımcı olmaktadır (56). KUSGET şu sıralarda KOSGEB olarak faaliyetini küçük ve orta büyüklükteki işletmeler üzerine sürdürmektedir. Ancak sayılan tüm bu finansal destek ve danışmanlık hizmetleri ülke ekonomisindeki işletmelerin % 98'ini oluşturan KOBİ'ler için çok yetersiz kalmaktadır. Özellikle diğer ülkelerde KOBİ'lere verilen önem ve destekler incelendiğinde bu düşüncemizin doğruluğu desteklenmektedir.

3. TEKNOLOJİK YENİLİKLER, KOBİ'LER ve RISK SERMAYESİ ARASINDAKİ İLİŞKİ

Özellikle KOBİ'ler açısından rekabetin yoğun olduğu, pazar payının önemli olduğu bir ekonomide teknolojik yeniliklerin önemini yukarıdaki konularda açıklamaya çalıştık. Finansman ihtiyaçları karşılandığı durumda KOBİ'lerin teknolojik icatları yaratabilme ve piyasaya sürebilme kabiliyeti büyük şirketlere göre, daha fazla idi. Ancak finansal problemler her ülkedeki KOBİ'lerde hemen hemen aynı olmasına rağmen bazı ülkelerde KOBİ'ler özellikle finansal ve teknolojik yardımlar açısından daha çok destek görmektedir. Gelişmiş ülkelerde ve özellikle Japonya'da KOBİ'lere destek sağlayan kuruluşlar daha fazla örgütlenmiş ve başarıya ulaşmıştır. Ülkemiz açı-

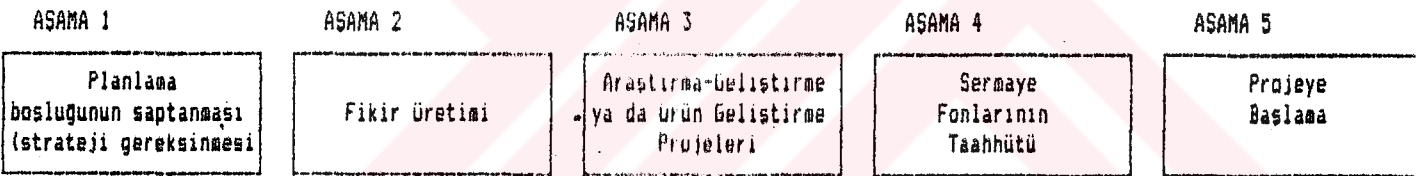
(56) Küçük Sanayi Yönlendirme Raporu, KUSGET, Ankara, Ağustos 1987, s. 60.

sından konuya baktığımızda ise KOBİ'lerin çeşitli sorunları içerisinde finansman sorunları da çok önemli boyutlardadır.

Mevcut bir işletmenin, yeni bir teknolojik yatırıma girmesi sermaye ihtiyacını ortaya çıkaracaktır. Aynı şekilde, henüz bir şirket yokken, sahiplerin yeni fikir üretimleri ya da teknik icatları da sermaye gerektirir. Her iki durumda da gerekli sermaye ihtiyacı karşılandığı takdirde projeye başlanabilecek ve üretime geçilebilecektir.

Aşağıdaki şekilde küçük bir işletmede yeni bir üretim fikrinin oluşması ve sermaye taahhüdü aşaması görülmektedir.

Şekil 3: Daha Küçük Bir İşletmede Yeni Fikir Süreci



Yukarıdaki şekilde de görüldüğü gibi yeni bir fikir üretiminin ortaya çıktığı ve A+G projelerinin hazırlandığı durumda bunları 4. aşamada finanse edebilecek bir ilave sermaye destek ihtiyacı ortaya çıkmaktadır. Bu aşamada ya özkaynaklara ya da yabancı kaynaklara başvurulabilecektir. Bankaların büyük ve risksiz müşterileri tercih ettiği bir ortamda, küçük ve orta ölçekli girişimcilerin karşılık göstermeleri durumundaki dahi kredi sağlayabilmeleri güçtür, ayrıca kredi maliyetlerini de unutmamak gerekir. Oysa iyi bir projesi olan

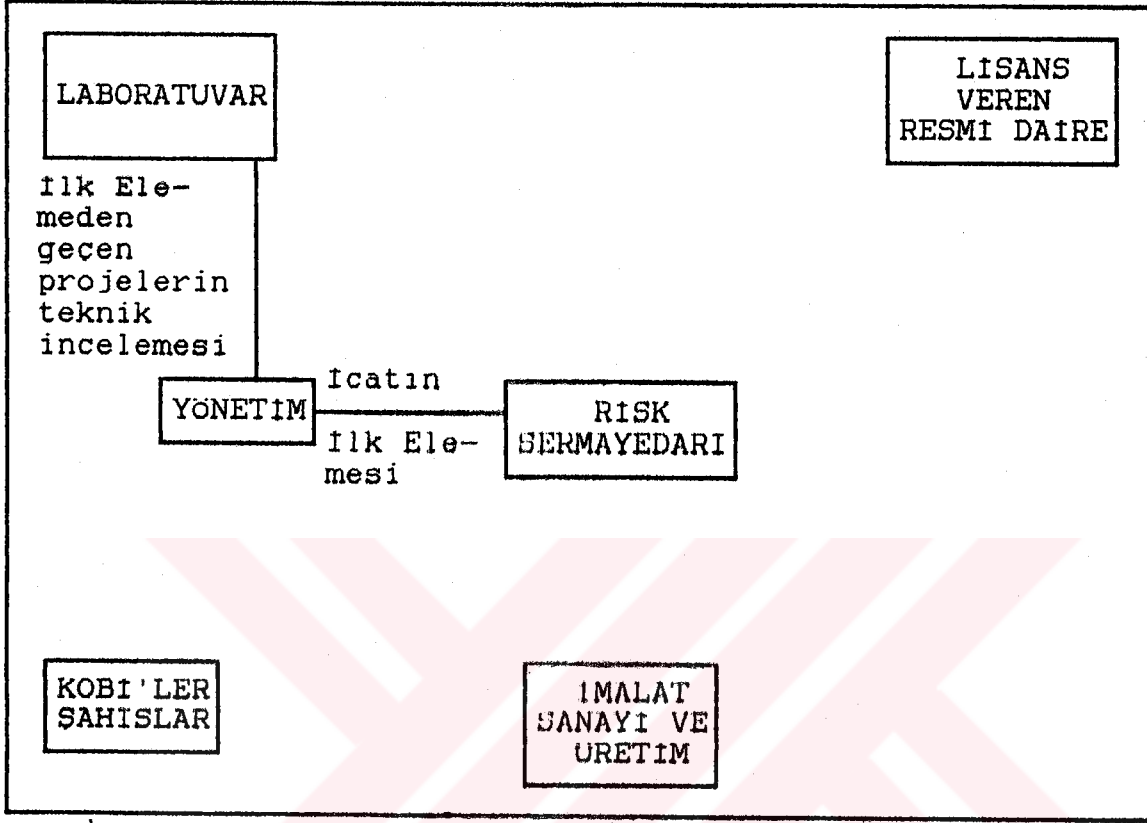
birçok girişimcinin bankalara gösterebileceği bir karşılığı mevcut değildir.

Bazı ülkeler A+G harcamaları ve proje desteklerini özellikle KOBİ'lere yöneltirken, bazı ülkelerde de KOBİ'lerin bu harcamalardaki ve desteklerdeki payları gerçekten azdır. Böyle olunca KOBİ'lerin yeni teknik, icat ve üretim fikirlerini finanse edebilecek, onlara uygulama imkanı sağlayabilecek bir sermayedarın veya sermayedarların varlığı ve Risk Sermayesi sisteminin önemi artmaktadır.

Teknik icatın, mutlaka KOBİ'lerin ait olması gerekli değildir. Yeni teknolojiler ve buluşlar bir endüstri alanında veya dışındaki birey ya da bireyler tarafından da ortaya atılmış olabilir. Burada önemli olan Risk Sermayesi yatırımları aracılığıyla başarı umudu veren yeni teknolojilerin seçilerek sanayi ve üretime kaydırılmasıdır.

Bu işlemi aşağıdaki gibi göstermek mümkündür.

Sema 4:



Yukarıdaki semada görüldüğü gibi, elinde teknolojik bir yenilik bulunan şahıs ya da KOBİ'ler finansman sorunu nedeniyle bu yeni üretim sistemi veya icadı üretime geçirebilmek ve sanayiye kazandırabilmek için, bir risk sermayedarına başvurmaktadır. Risk sermayedarı gerekli ön elemeyi yaptıktan sonra teknik inceleme için laboratuvara göndermektedir. Teknik inceleme yapılan projenin risk sermayedarı tarafından mali analizi de yapıldıktan sonra üretim için ön lisans alınır. Daha sonra üretime başlanır. Burada ileride de görüleceği gibi risk sermayedarına başvuran bir şahıs ise yani ortada henüz bir işletme yoksa, yeni bir işletme kurulur, finansman

sağlayan risk sermayedarının hissesi belirlenir. Eger finansman sağlayan risk sermayedarına başvuran KOBİ ise risk sermayedarı mevcut şirketten anlaşmaya göre hisse alır.





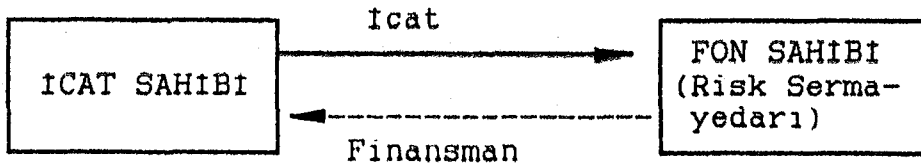
UÇUNCU BÖLÜM
RISK SERMAYESİ SİSTEMİ

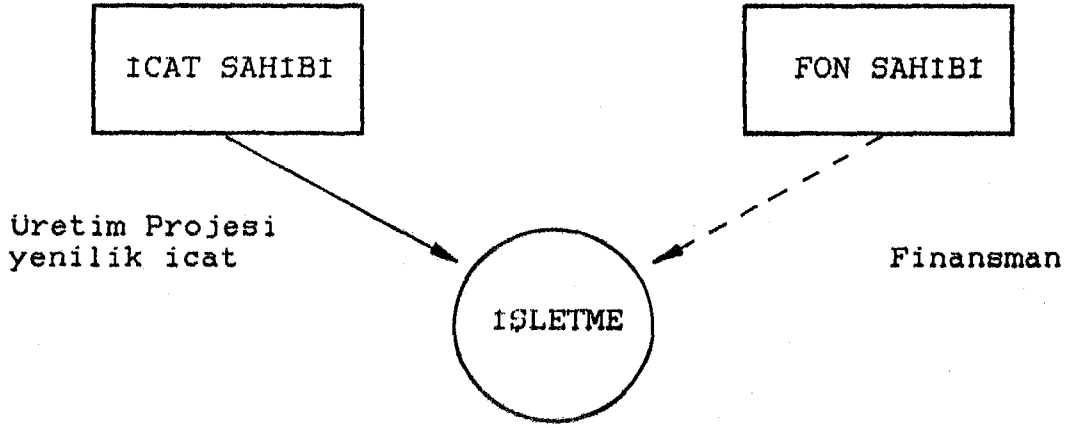
1. RISK SERMAYEDARLARI

1.1. DAR ANLAMIYLA RISK SERMAYEDARI

Dar anlamda risk sermayedarı elinde yatırıma yönlendirebilecek fonu bulunan ve bu fonu finansman güclüğü içinde bulunan, yeni bir fikir veya buluşu finanse edemediği için üretim aşamasına getiremeyen mucitin icatına ya da KOBİ'lere hisse karşılığında geçici bir süre için yatıran, riski seven ve bir süre sonra şirketin gelişip şirketteki payının değerlendirileceği beklentisinde olan yatırımcıdır.

Aşağıdaki şekilde görüldüğü gibi elinde teknolojik bir yeniliği, projesi bulunan kişi, fikrini üretime dönüştürebilmek için kendisine finansman sağlayabilecek fon sahibine başvurur. Burada risk sermayedarı konumunda olan fon sahibi birey gerekli yerlere projeyi incelemek suretiyle bir yatırım kararı alır. Eğer henüz bir şirket kurulmuş değil ise proje ya da icat sahibi ve fon sağlayan birlikte bir A.S. kurarlar. Aralarındaki anlaşmaya göre örneğin şirketin % 20'sinin proje ya da icat sahibinin, % 80'inin de fon sağlayan risk sermayedarı bireyin olmasına karar verilir.





Kullanım	BILANÇO	Kaynak
I. <u>DÖNEN VARLIKLAR</u>	I. <u>YABANCI KAYNAKLAR</u>	
II. <u>DURAN VARLIKLAR</u>	IV. <u>ÖZ KAYNAKLAR</u>	
A.	(Sermaye % 80 Fon sahibi	
B.	% 20 İcat Sahibi	
C.		
D.		
E. MADDİ OLMAYAN DURAN VARLIKLAR		
- Know How		

Eğer fon sahibine elindeki proje ya da icat ile başvuran şahıs değil de KOBİ ise zaten mevcut olan şirketten fon sahibine anlaşmaya göre (bkz. III.Bölüm 3.3. Risk sermayedarının Girişimciyi Finanse Etme Aşamaları) hisse verilir.

Ancak uygulamada sadece ellerindeki tasarrufları değerlendirmek isteyen bireyler risk sermayedarı durumundadır demek hatalı olur, çünkü özel sektördeki şirketler, bankalar ve hatta kamu kuruluşları da fonlarını değerlendirebilmek açısından risk sermayedarı ya da risk sermayesine fon sağlayan taraf olabilirler. Bu konuda önemli olan bu derece riskli ve belirsizlik içinde bulunan bir yatırıma girebilmek için yeterli derecede teknik bilgi ve uzmanlığa, yönetim, yatırım

ve karar verme tecrübesine sahip olunmasıdır. Bunları sağlamak da tek bir risk sermayedarı birey için güçtür, hatta tek bir banka, tek bir özel sektör şirketi için de yerine göre güç olabilir.

Diğer taraftan tek bir risk sermayedarı az sayıda girişimciye finansman imkanı sağlayabilir ve riski yüksektir. Ka-
naatimce bu tip risk sermayedarınının diğer ülkelerde ve ülke-
mizde finansman sorununa köklü bir çözüm getirmesi güçtür.
Ancak şirketleşmiş durumda bulunan risk sermayedarları konu-
nun gelişimi açısından daha sağlıklıdır, daha çok sayıda gi-
rişimciye imkan sağlayabilir. Bu nedenle, çalışmamızda genel-
likle risk sermayedarları olarak, risk sermayesi şirketleri
üzerinde durmaktayız.

1.2. RISK SERMAYESİ ŞİRKETLERİ

Risk sermayesi şirketleri, bir ya da daha fazla ortak tarafından kurulmuş olup, yatırıma dönüştürülebilecek atıl fonu bulunanlardan hisse senetleri veya katılma belgesi kar-
sılığında fon toplayarak, bu fonları kendisine finansman
desteği için başvuran girişimci şirketler içinden (yaptığı
teknik inceleme, araştırma, fizibilite sonucu) seçtiği şir-
ketlere hisse karşılığı yatırmak suretiyle finansman sağlayan
finansal araçlardır.

Risk sermayesi şirketleri uygulamada ülkelere göre fark-
lılık göstermektedir. Bazı ülkelerde, risk sermayesi, yatırım
fonu ya da yatırım ortaklığı şeklinde çalışabilmektedir. Fon

sahiplerine katılımları oranında katılma belgesi ya da hisse senedi verilmektedir. Risk sermayesi şirketinin kurmuş olduğu fona para yatırmakla, fon sahibi bireyler, özel sektör şirketleri, kamu kuruluşları vb. Risk sermayesi şirketinin girişimci şirketlere yapmış olduğu hisse karşılığı yatırımlara ortak olmaktadır. Girişimci şirketlerin başvuruları icatlar, teknik etüdler risk sermayesi şirketi tarafından incelenerek yine yatırım kararı risk sermayesi şirketi tarafından alınmaktadır. Bu sebeple risk sermayesi şirketi iyi bir yönetim ve teknik kadroya, piyasa tecrübesine sahip olmalıdır.

Risk sermayesi şirketi fon sahibi bireylerin, fon yatırmak isteyen diğer şirket ve kamu kuruluşlarının fonlarını bir araya getirerek ve riskli kararları kendisi almak suretiyle hizmet sağlar ve hizmetinin karşılığını alır.

1.3. RISK SERMAYEDARLARININ AMACI

Risk sermayesi şirketi, ellerinde yatırıma yöneltililecek fon bulunanları katılma belgeleri ya da hisse senetleri karşılığında risk sermayesi şirketine fon yatırmaya yönelterek, bu fonları toplamakta, toplanan fonları başarı vadeden yeni fikir ve girişimlere yatırmaktadır. Bu arada risk sermayesi şirketi yatırım yaptıkları şirketlerin hisse senetlerini ucuz olarak ele geçirmekte, gerçekte çok riskli olan fakat yüksek getiri sağlama olasılığı bulunan yatırım, başarıya ulaşırsa, fiyatları yükselmiş hisseleri sermaye piyasasında satarak yüksek kazançlar sağlayabilmektedir.

Risk sermayesi şirketi genellikle 3-5 yıl içinde yaptığı yatırımın yüksek kazanç getireceği beklentisindedir, süre birkaç yıl uzayabilir (57). Diğer bir ifadeyle risk sermayesi şirketinin yaptığı iş, bir şirketi doğumunda ya da daha ileri bir aşamada finanse etmek, bu arada o şirketin hisse senetlerini çok ucuza elde etmek, sonra da şirketin gelişip büyümesini sağlayarak, planlı bir şekilde, ucuza alınan hisselerin değerini yükseltip bunları borsada satmaktır (58).

Yani risk sermayesi şirketinin tek beklentisi finanse ettiği şirketin hisselerinin borsada çok iyi bir değere ulaşabilmesidir.

Riskin bu derece yüksek olması ve karşılığında da hiçbir garantinin bulunmaması, risk sermayesi yatırımlarının bir portföy yatırımı şeklinde gerçekleştirilerek, riskin dağıtılmasını zorunlu kılar.

ABD'deki örnekler incelendiğinde tipik bir risk sermayesi portföyünün genel olarak 1/3'ünün başarısız şirketlerden oluştuğu görülmektedir. Kalan % 50-60'lık kısım ise ne kar ne zarar elde etmektedir. Geriye kalan % 10-20'lik bir kısım da portföyün tüm mali performansını belirleyecek şekilde çok büyük bir artış göstermektedir (59). Portföyün kayıp ve zararları genellikle ilk yıllarda ortaya çıkmaktadır. Söz konusu kayıp ve zararların derhal belirlenerek, bu yatırımların en akılcı bir şekilde elden çıkarılması zorunludur.

(57) CASTELLO, a.g.e., s. 163.

(58) CILLER, a.g.e., s. 22.

(59) Corporate Venture Partners Ltd., Venture Economics Inc., Teknoloji Geliştirme Projesi, Chapter III, Mart 1990, s. 12-13.

Yatırımlarda dolayısıyla işletme faaliyetlerinde belli bir birikim ve deneyime ulaştıktan sonra değer artışları yavaş yavaş kendini göstermektedir (60). Risk sermayedarının ayrıca, teknolojik buluş noktası ile ürünün pazara sunulduğu nokta arasındaki teknolojik gelişme sürecini 3-10 yıl arasında tahmin etmesi, böyle bir alanda yatırım yapmak isteyen bir risk sermayedarının kazanç elde etmek için, bu süreyi ve bu süre boyunca ortaya çıkacak finansman ihtiyaçlarını yeterli ölçülerde karşılamayı göze alması gereklidir.

Risk sermayesi şirketinin kazanç sağlama yolları iki şekilde özetlenebilir:

1) Risk sermayesi şirketinin kazancı esas olarak, girişimci şirketinin hisse senetlerine vaktiyle yapmış olduğu ödeme ile yine risk sermayesi şirketin borsada sattığı girişimci hisse senetlerinden kazandığı arasındaki farktan oluşur. Yani, risk sermayesi şirketi finansal desteklemeye karar verdiği girişimci şirketinin gerçek değerinin artması ve bu artışın borsaya yansması oranında kar etmektedir (61).

2) Diğer bir yöntem de, risk sermayesi şirketlerinin destekledikleri girişimci şirketleri dev holdinglere satılmasıdır. "Merger" adı da verilen bu yöntemde satış sırasında

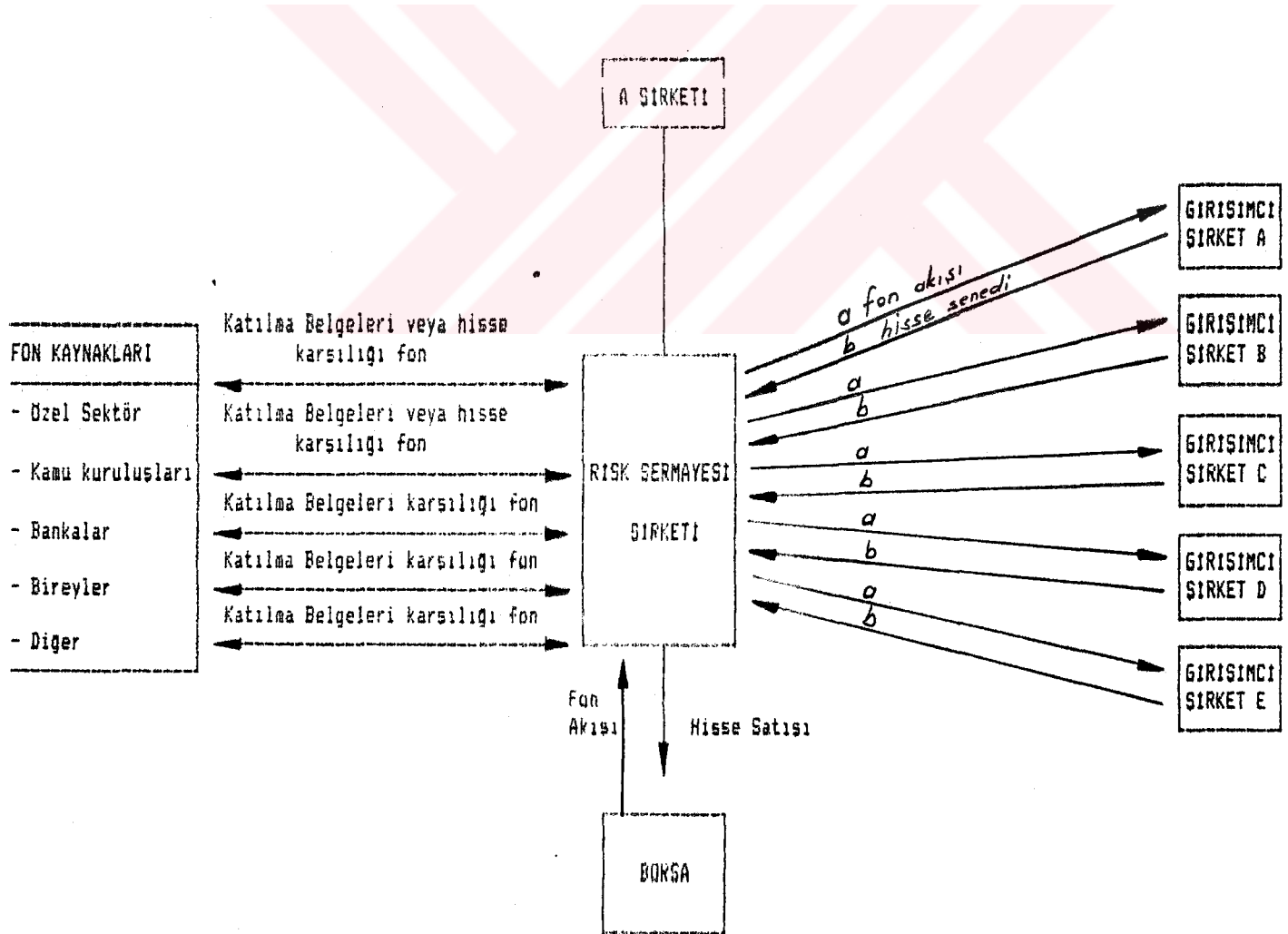
(60) DAĞDELEN, Ülkü; "Risk Sermayesi", İktisat, İşletme Finans Dergisi, Yıl: 7, Sayı:72, Mart 1992, s. 56.

(61) Gerçek değer, işletmenin varlıkları karşılığı, dağıtılan temettü, sermaye yapısı gibi değişkenlerin belirlediği değer olarak tanımlanmaktadır. İşletmenin gerçek değerinin belirlenmesinde günümüzde en çok iskonto edilmiş nakit akışları yöntemi kullanılmaktadır.

esas olarak girişimci şirketinin hisse senetlerinin gerçek değerinin arttırılmasına bağlı olduğu için prensipte değişen bir şey yoktur. Yöntemin büyük holdingler açısından en çekici yönü kendileri uzun süren araştırma geliştirme faaliyetlerine girişmeden, yepyeni fikirleri olan şirketleri bünyelerine alabilmeleridir.

Aşağıdaki şekilde bir risk sermayesi şirketinin fon sahipleri ve girişimci şirketler arasındaki fonksiyonu görülmektedir.

Sema 6:



Burada fon kaynakları olarak belirttiğimiz elinde yatırımlara yönlendirilebilecek fonu bulunanlar, birikimlerini risk sermayesi şirketi aracılığıyla finansman ihtiyacı içinde bulunan küçük işletmelere aktarılabilir. Verdiğimiz bu modelde herhangi bir şirket risk sermayesi şirketi kurmaktadır. Örneğin şirket sermayesinin % 10'u sözü edilen kurucu şirkete aittir. Kalan % 90'lık kısım ise fon kaynakları (sahipleri) dediğimiz kesimden katılma belgeleri ya da hisse karşılığında sağlanmıştır. Bu durum şirket ve risk sermayesi şirketi bilançosunda aşağıdaki gibi gösterilebilir.

Kullanım	A ŞİRKETİ BİLANÇOSU	Kaynak
I. <u>DÖNEN VARLIKLAR</u>		
II. <u>DURAN VARLIKLAR</u>		
A.		
B.		
C. <u>MALİ DURAN VARLIKLAR</u>		
3. İştirakler		

KOBİ	Kullanım	RISK SERMAYESİ ŞİRKETİ BİLANÇOSU	Kaynak
	I. <u>DÖNEN VARLIKLAR</u>		
KOBİ 2			
KOBİ 3	II. <u>DURAN VARLIKLAR</u>		IV. <u>ÖZKAYNAKLAR</u>
	C. MALİ DURAN VARLIKLAR		(SERMAYE % 10 A Şirketi % 90 Ortak Katılımcılar)
KOBİ 4	6. Bağlı Ortaklıklar		

1.4. RISK SERMAYEDARLARININ YAPILARI

Cesitli ülkelerde yapılanma açısından risk sermayedarlarına bakıldığında, Avrupa'da risk sermayedarları genellikle, sahipleri özel ya da kamu sektörü kurumları olan şirketlerdir ve devlet tarafından da desteklenmektedir. ABD'de ise 1970'lere kadar zengin kişiler risk sermayedarlı girişimde bulunmuşlardır. Bugün ABD'de genel olarak: Risk sermayesi şirketleri ya büyük şirketlerin, ya bankaların bir yan kuruluşu olarak çalışmaktadır. Bu şirketlerin hukuki yapıları limited şirket şeklindedir. Türkiye'de kurulacak risk sermayesi şirketlerinin ise, anonim şirket şeklinde kurulmaları gerekmektedir.

ABD'de "özel ortaklık" olarak kurulan risk sermayesi şirketlerinde iki tip olarak mevcuttur.

1. Genel ortak, iki'ya da 4 kişi kadardır ve fon yönetimini elinde bulundururlar.
2. Sınırlı ortaklar, sayıları 10 ile 25 arasında değişen zengin bireyler, emekli fonları temsilcileri, büyük şirket yöneticilerinden vb. oluşmaktadır.

ABD'deki risk sermayesi şirketlerinin giderek yapı değiştirmekte olduğu görülmektedir. Çünkü sermayeye duyulan ihtiyacın büyüklüğü ve riski gün geçtikçe artmakta, bu da risk sermayesi şirketlerini diğer risk sermayesi şirketleriyle yatırım havuzu kurmaya itmekte hatta daha da ileri giderek

risk sermayesi şirketleri anonim ortaklıklar haline gelerek kendileri borsaya kote olmakta ve halka açılmaktadır.

Bu şekilde risk sermayesi şirketlerinin 15 ile 800 milyon \$ arasında sermaye topladıkları saptanmıştır. Bu derece büyük sermayeye sahip risk sermayesi şirketleri daha çok sayıda girişimci şirkete yatırım yapabilme imkanına sahip olmakla riski çeşitlendirerek azaltabilmektedir.

Bu tipteki risk sermayesi şirketine Merrill Lynch Venture Partners örnek gösterilebilir. Bu şirket 1983'de kurulmuştur. Şirketin halktan 1 ay gibi kısa bir sürede 830 milyon \$ topladığı bilinmektedir (62).

Sonuç olarak risk sermayedarlarını yapılanma ve büyüklük açısından aşağıdaki şekillerde görüldüğü gibi sınıflandırabiliriz:

Sema 7'de risk sermayedarlığı yapan fon sahibi bir ya da birkaç kişidir. Projesinin finanse edilmesi için başvuran proje sahibi veya KOBİ'lerden, teknik ve mali incelemelerden sonra bir ya da birkaçı seçilir. Mevcut bir şirket var ise fon sahibinin vereceği sermaye karşılığında girişimci şirketten alacağı hisse miktarı kararlaştırılır ve alınan hisse senetleri, üretim başlayıp, piyasaya girildikten sonra borsada değerlendirildiği zaman satışa sunulur. Kârlı olarak fon sahibine geri dönen sermaye yine aynı şekilde başvuran yeni proje sahipleri veya KOBİ'lere tekrar hisse karşılığı yatırılır

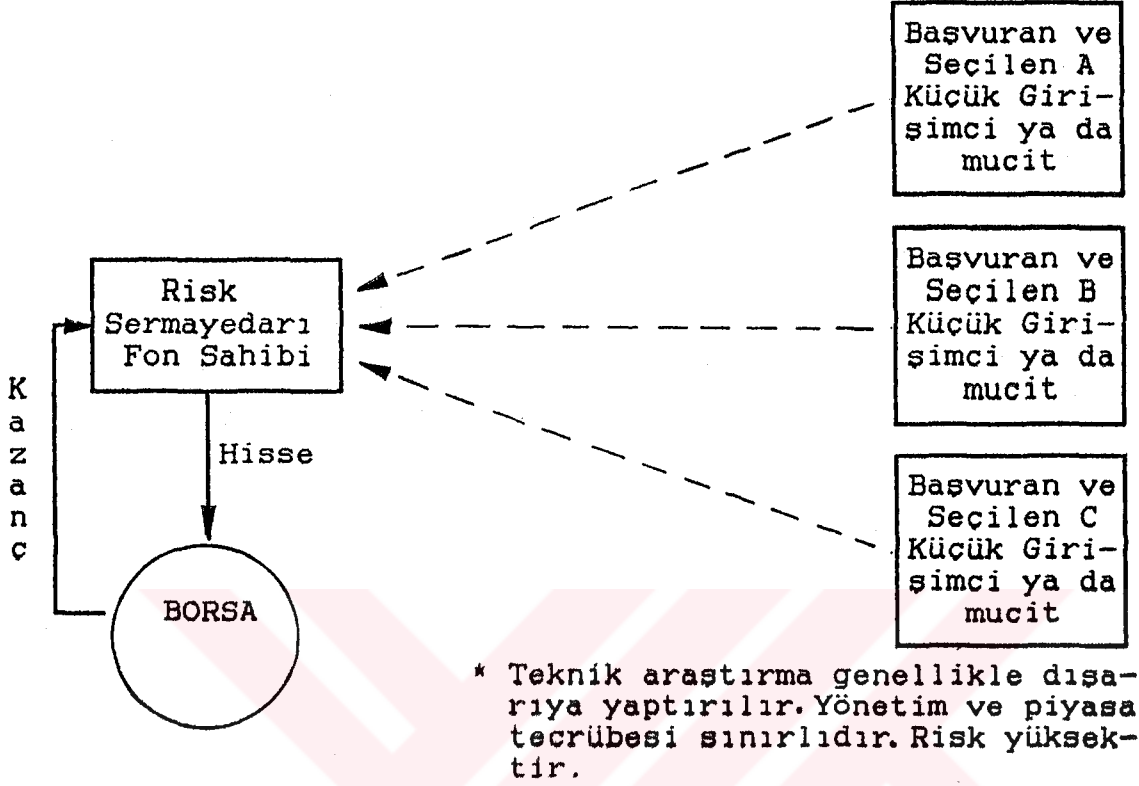
(62) Venture Capital in Information Technology: (Paris, OECD, 1985).

(Eger fon sahibine basvuran proje sahibinin mevcut bir sirke-
ti yoksa bu durumda yeni bir sirket kurulur ve iki tarafın
anlasacağı oranda sirket hisseleri paylaşılr). Bu model sı-
nırlı sayıda mucit, proje sahibi ya da KOBİ'ye cevap verebil-
mektedir. Risk yüksektir.

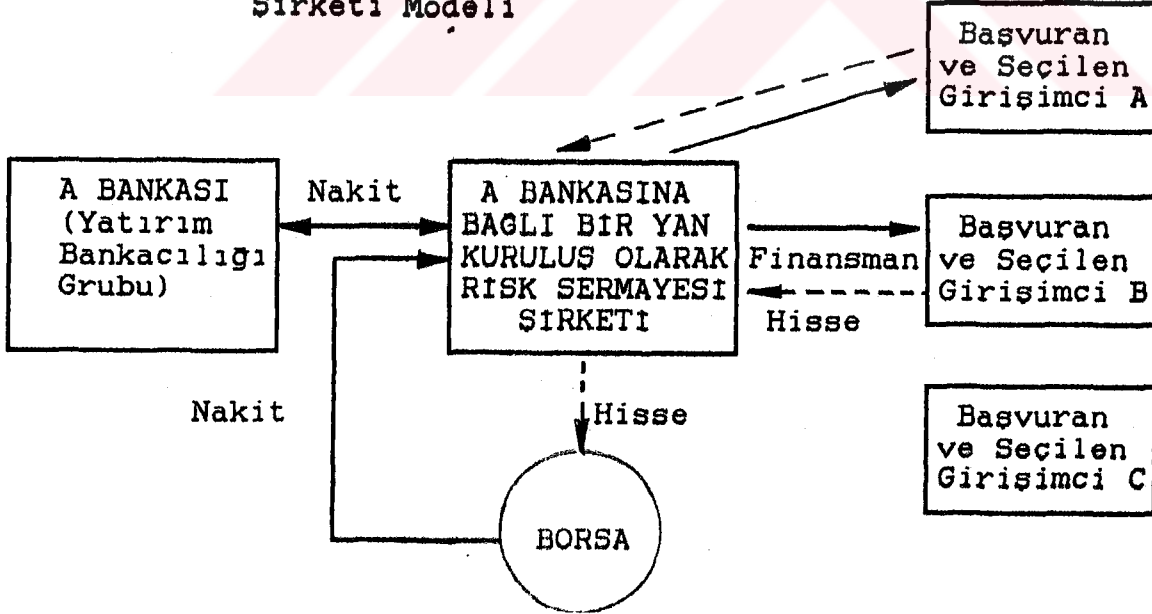
Sema 8'de bir bankaya bağı yan kuruluş olarak risk ser-
mayesi sirketini çalışmaktadır. Sözü edilen risk sermayesi sir-
keti yatırım fonu da olabilir. Bu durumda banka risk sermaye-
si sirketine fon sağlayacak ya da eger yatırım fonu modeli
ise katılma belgeleri karşılığında çeşitli kesimlerden fon
toplayabilecektir. Yatırım yapacağı sirketleri seçtikten son-
ra onlardan belirli oranda hisse senedi alacak, üretim başla-
yıp piyasada tutunduğu zaman da değeri artmış olan hisseleri
borsada satacaktır.

Bu model 1. modele göre daha çok sayıda KOBİ ya da proje
sahibine cevap verebilir. Modeldeki kurucu, banka yerine bir
ya da birkaç sirketde olabilir. Örneğin A sirketini, B sirketini,
C sirketini belli oranlarda sermaye koyarak risk sermayesi iş-
lemi yapacak bir anonim sirket kurabilirler.

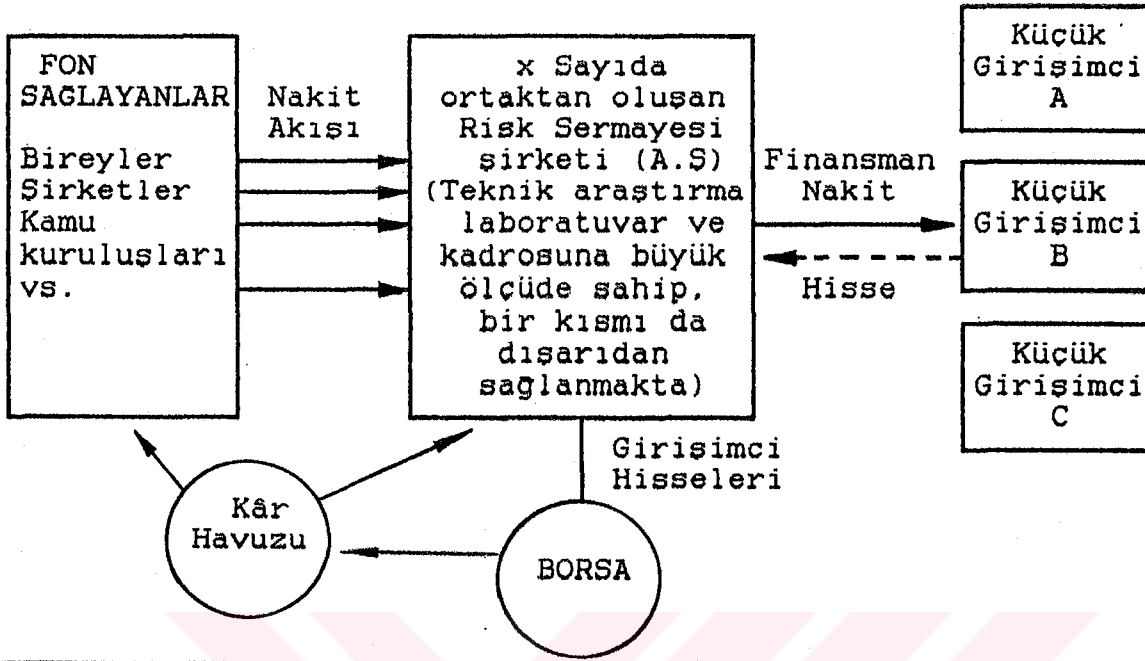
Sema 7: Dar Bir Risk Sermayesi Modeli



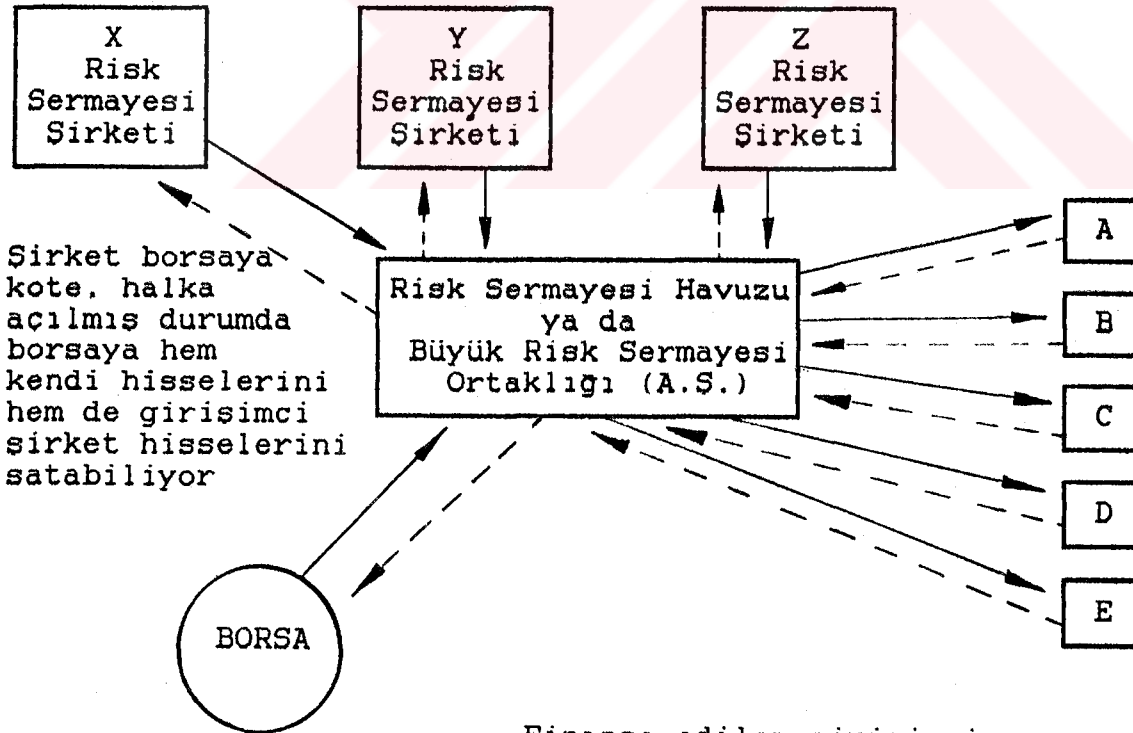
Sema 8: Banka Tarafından Kurulmuş Risk Sermayesi Şirketi Modeli



Sema 9: Ülke Genelinde Risk Sermayesi Modeli



Sema 10: Büyük Risk Sermayesi Ortaklığı Modeli



- Finanse edilen girişimci sayısı fazla
- Teknik ve yönetim kadrosu geniş
- Risk minimum

Risk sermayesi şirketinin sermayesinin tamamı ortaklar tarafından konulmuş olabileceği gibi, bir kısmı için başka katılımcılarda bulabilirler.

Sema 9'da görüldüğü gibi X sayıda ortaktan kurulmuş risk sermayesi şirketi, elinde yatırıma yönlendirilebilecek fonu bulunan kesime bir aracılık hizmeti vererek fonların küçük girişimcilere akmasını sağlamaktadır. Teknik ve mali araştırma şirket tarafından yaptırılmaktadır. Risk sermayesi şirketi bu modelde de hisse senetlerinin borsadaki satışından sonra kârdan payını (koyduğu sermaye + verilen hizmet komisyonu)'na göre belirlenmiş olan bir oranda olacaktır (Bkz. Bölüm III, 2.2. Risk Sermayesi Şirketi ile Fon Yatırımcılar Arasındaki İlişki ve Kazancın Paylaşılması).

Sema 10'da ise küçük risk sermayesi şirketleri, büyük bir risk sermayesi havuzu oluşturmuşlar, bir ortaklık kurulumuştur. Risk dağıtıldığı için model daha verimli çalışmaktadır.

2. RISK SERMAYEDARLARI VE FON YATIRANLAR

2.1. RISK SERMAYESİ ŞİRKETİNE FON YATIRANLAR

Büyük risk sermayesi şirketlerine bireyler, şirketler, hükümet kuruluşları, bankalar, emekli sandığı fonları, SSK fonları, sigorta şirketleri, küçük sanayi destekleme kurumları ve üniversiteler gibi çok çeşitli kesimler fon yatırmaktadır. Bu fon sahipleri risk sermayesi şirketinin aracılığı olmadan da risk sermayesi yatırımında bulunmuş olabilirler.

Bazı ülkelerde fon kaynaklarının büyük bir kesimini Emekli Sandığı fonları oluşturmaktadır.

Risk sermayesi şirketlerine fon yatırımlarla ilgili olarak 1985'de yapılan araştırma sonuçları şöyledir (63):

Örneğin İngiltere'de bu tarihte risk sermayesi tutarı 1.036.230 ECU iken, bu tutarın 585.017 ECU kadar büyük bir payı Emekli Sandığı ve SSK fonlarına aittir. İkinci büyük payı 349.467 ECU ile sigorta şirketleri almaktadır. Bankaların payı 320.000 ECU, bireysel yatırımcıların payı 196.872 ECU ve şirketlerin payı 135.217 ECU iken üniversitelerde 18.138 ECU kadar bir pay almışlardır (64).

Almanya'daki sonuçlara baktığımızda toplam tutarı 421.516 ECU olan risk sermayesi içinde en büyük payı 189.231 ECU ile bankalar almaktadır. İkinci sırayı 154.486 ECU ile şirketler alırken, bireysel yatırımcıların payı 20.363 ECU, sigorta şirketlerinin payı da 33.023 ECU'dur. Üniversiteler ise hiçbir risk sermayesi yatırımına girişmemişlerdir.

(63) EVCA Year Book, "Venture Capital in Europe", VUBA Publishers, The Hague, 1986, s. 7.

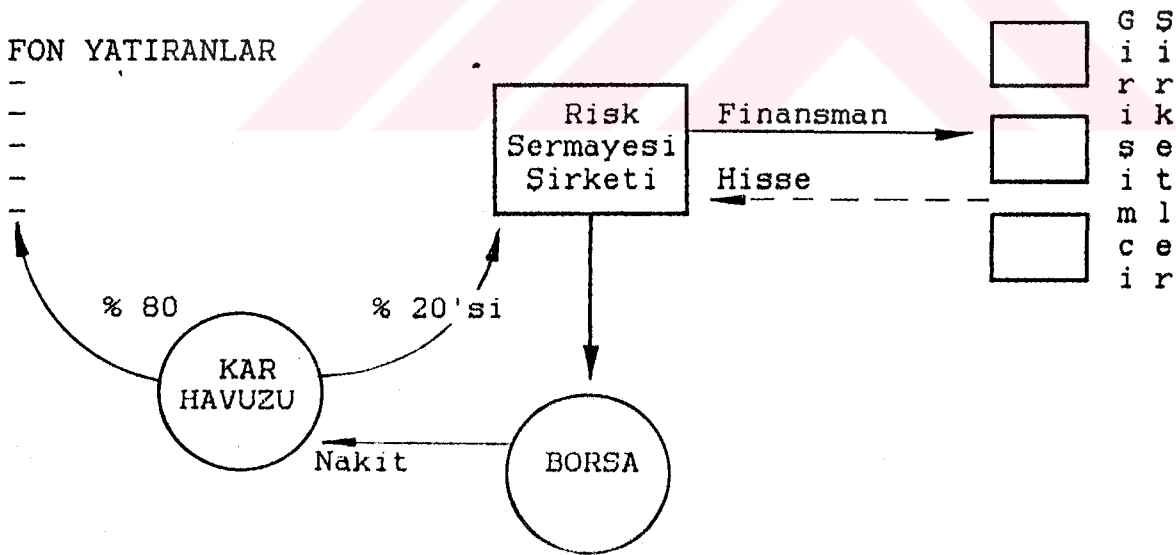
(64) ECU: Avrupa Topluluğu parasal yetki kurumlarıncı ECU, "ödeme aracı" ve "hesap birimi" olarak kabul edilmektedir.

ECU, bir "sepet" para niteliğindedir. Üye ülkelerin ECU sepetindeki payları ekonomik güçleri ile orantılıdır. Payların (veya ağırlıkların) saptanmasında, üye ülkelerin SGMH'sı, Topluluğun ticaret hacmindeki payları, kısa dönemli parasal destek fonundaki kotaları, gibi faktörler gözönünde bulundurulmaktadır.

2.2. RISK SERMAYESİ ŞİRKETİ İLE FON YATIRANLAR ARASINDAKİ İLİŞKİ VE KAZANCIN PAYLAŞILMASI

Risk sermayesi şirketlerine katılma belgeleri ya da hisse senetleri karşılığında fon yatırılmaktadır. Fon sahipleri katılma belgeleri ya da hisse senetleri karşılığında hisseleri oranında risk sermayesi şirketinin finansman sağlamak amacıyla yatırım yaptığı girişimci şirketlere de aynı zamanda ortaklardır. Fon sahipleri, risk sermayesi şirketlerinin girişimci şirket hisselerinin borsada satışından oluşan kâr havuzundan paylarını yine hisseleri oranında alacaklardır. Risk sermayesi şirketinin sermayesinin büyüklüğü, yatırım yapılacak girişimci sermayesi şirketinin kazancını arttırmakta, dolayısıyla da fon sahiplerinin kazanç payını yükseltmektedir.

Sema 11:

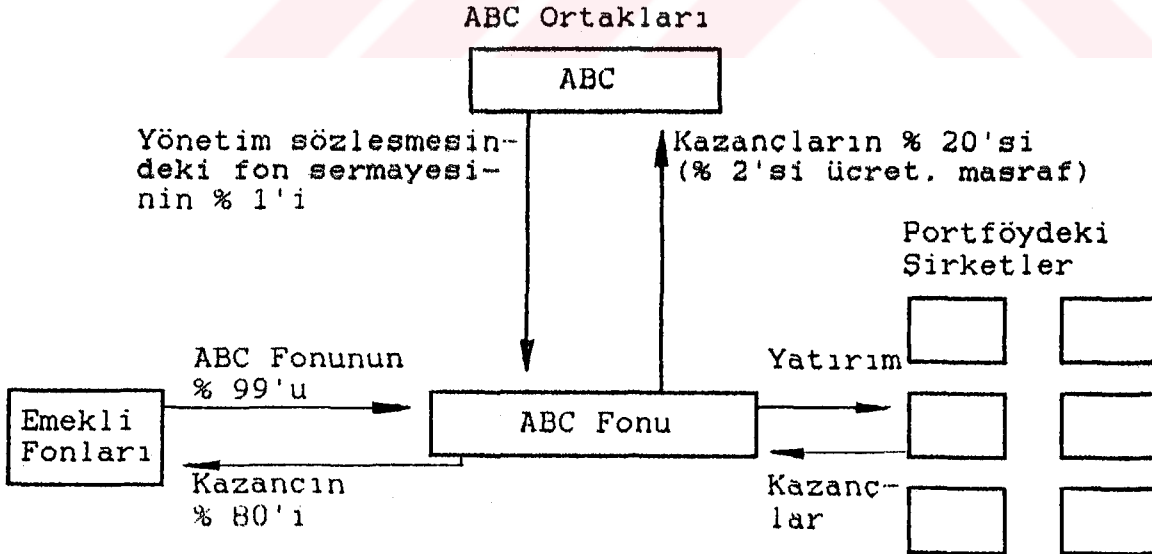


Genel olarak risk sermayesi şirketlerinin fon sahipleriyle kazancı paylaşma oranı yukarıdaki şekilde ifade edildiği gibidir. Ancak çeşitli uygulama ve modellerde mevcuttur.

örneğin bir Amerikan Modeli olarak (65) aşağıdaki hipotezde A, B, C gibi üç ortağın ABC risk sermayesi şirketini oluşturdıkları varsayılmaktadır. Bu şirket fonuna hipotez olarak Emekli Sandığı fonları yatırılmaktadır. ABC risk sermayesi şirketi fonun % 1'i ABC ortaklara ait iken, % 99'u Emekli fonlarına aittir. Yani ABC burada bir aracılık hizmeti sunmakta, yönetim ve teknik kadroya sahip bulunmaktadır.

ABC fonu portföyündeki şirketlere yatırım yapmakta, yatırım yaptığı şirketlerin hisselerinden elde edilen kazancın % 80'i Emekli fonuna verilirken % 20'si ABC şirketine kalmakta, bu % 20'nin % 2'si ücret, masraf vs. olarak alınırken % 18'lik pay ABC şirketinin % 1'lik fon payına ve hizmetine karşılık olarak kazanç şeklinde geri dönmektedir (Piyasanın beklenen şekilde çalıştığı, koşulların uygun olduğu varsayımı altında).

Şema 12:



(65) CLARK Rodney, Venture Capital in Britain America And Japon Croom Helm (London) Great Britain The Technical Change Centre, 1987, s. 6.

Fransa'da risk sermayesine en çok fon yatıran kesim bankalardır, bankaları sigorta şirketleri izlemektedir.

3. RISK SERMAYEDARLARI VE GİRİŞİMCİ ŞİRKETLER

3.1. RISK SERMAYESİ ŞİRKETİ VE GİRİŞİMCİ ARASINDAKİ İLİŞKİ

Risk sermayesi sektöründe finansman girişimciye bu şahsın kurmuş olduğu A.S.'nin hisse senetleri karşılığında sağlanır (Burada risk sermayesi şirketinin yatırım yaptığı her şirketin başlangıçta genellikle halka açılmamış olduğunu tekrar hatırlatalım). Böylece risk sermayesi şirketi girişimci şirkete istirak etmiş olur. Risk sermayesi şirketinin alacağı iki şirket arasında pazarlık sonucu kararlaştırılır. Tabii ki, girişimci şirket ne kadar tecrübesiz ve üretmeyi planladığı ürün aşamasından ne kadar uzaksa risk sermayesi şirketine satacağı hisse senetlerini de o kadar çok miktarda ve düşük fiyattan elden çıkartacaktır. Diğer yandan girişimci kendi imkanları ile ne kadar yol almış ve üreteceği mala ne kadar yaklaşmış ise risk sermayesi şirketine karşı o ölçüde pazarlık gücüne sahip olacaktır.

ABD'de hisse senedi karşılığında finansman sağlayan şirketlerden en başarılı olanlarının, genellikle 5 milyon \$'dan daha fazla öz sermaye ile çalıştıkları, 2 milyon \$ daha az sermaye ile çalışan risk sermayesi şirketinin bulunmadığı bilinmektedir. Ayrıca herhangi bir risk sermayesi şirketi herhangi bir girişimciyi 5 milyon \$ sermaye ile finanse

etmeye karar verdiğinde genellikle girişimci şirketin hisse senetlerinin en az yarısını ele geçirmektedir (66).

Cesitli uygulamalardan anlaşıldığına göre risk sermayesi şirketlerinin sağladıkları finansal destek karşılığında girişimci şirketten % 10 ile % 65 arasında bir pay aldıkları bilinmektedir (67).

Eğer risk sermayesi şirketinin karşısındaki sadece bulusu (icadı) yapan teknik bir kişi ise, yani yönetim pazarlama vb. bilgileri yok ise, kurulacak şirkete risk sermayesi şirketi finansman yanında (Her ne kadar amacı yönetime hakim olmak değilse de) yönetim ve pazarlama konularında destek sağlar.

Zaten risk sermayedarının bazı durumlarda riski azaltmak ve kazancını arttırabilmek için yapabileceği şeylerden biri yönetime katılmadır. Risk sermayedarı sermayesine katıldığı şirketin aynı zamanda yönetimine de katılırken bir yandan da yatırdığı sermayenin kullanımını kontrol edebilmektedir. Bu konuda son olarak şu söylenebilir. Küçük girişimciler risk sermayesine kredi imkanları hiç elvermediğinde, enflasyonda ve zor durumda başvurmalıdırlar. Çünkü küçük girişimcinin pazarlık gücü azaldıkça hisseleri de ucuza gitmektedir.

(66) WILSON, John: The New Ventures. (Menlo Park, California) Addison Wesley Pub. Co.1985. s. 29.

(67) CASTELLO, a.g.e., s. 162.

3.2. RISK SERMAYESİ ŞİRKETLERİNİN GİRİŞİMCİ ŞİRKETİNİN FINANSMANINDA KULLANDIKLARI ARAÇLAR

3.2.1. Hisse Senetleri

Hisse senetleri, sermayesi paylara bölünmüş ve karşılığında kıymetli evrak niteliğinde hisse senedi çıkarabilen anonim ortaklık veya sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların kanuni şekillere uygun olarak düzenledikleri belgeler olup, sermayesinin belli bir oranını temsil ve sahiplerine o oranda ortaklık hakkı sağlayan senetlerdir(68).

3.2.2. Hisse Senedine Çevrilebilir Tahviller

Hisse senetleriyle değiştirilebilir tahvil, ihrac sırasında izahname ve sirkülerde belirlenen esaslar dahilinde, ihracı ortaklıkca hisse senediyle değiştirilebilir tahvil ile değiştirilmek üzere arttırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri ile değiştirme hakkı veren menkul kıymetlerdir (69).

Kimi durumlarda risk sermayesi şirketleri, hisse senedi karşılığı doğrudan ortak olmak yerine işletmeye sağladıkları finansman karşılığı, hisse senedine dönüştürülebilir tahvil (convertible debt) alır. Böylece risk sermayesi şirketi doğrudan özkaynak finansman desteği vermek yerine borçla

(68) TUNCER, Selahattin; Türkiye'de Sermaye Piyasası, Okan Matbaası, İstanbul 1985, s. 204.

(69) 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, Seri: II Tebliğ, No: 15.

öz kaynak arasında olabilen bir finansman desteği sağlamaktadır (70).

3.2.3. Borç Verme ve Varantlar

Hisse senedine dönüştürülebilir tahvilden farklı olarak borç hisse senedine dönüştürüldüğünde elde edilen hisse senetleri tercihtli hisse senetleri olacaktır.

Dolayısıyla, bu finansman araçlarıyla girişim sermaye şirketi ortaklık konusunu ileri bir tarihe ertelemektedir. Çünkü daha sonra şirket isterse önceden belirlenmiş koşullara göre tahvillerini hisse senedine dönüştürebilir ya da önceden saptanmış belli bir fiyattan belli miktarda hisse senedini warrant hakkını kullanarak satın alabilir (71).

3.3. RISK SERMAYEDARININ GİRİŞİMCİYİ FINANSE ETME AŞAMALARI

Girişimci işletmenin risk sermayedarı tarafından finansmanı 5 farklı aşamada olabilir. Bir kaynakta bu aşamalar bir tohumun gelişim seyrine benzetilerek anlatılmıştır (72).

1. Tohumun ekilme aşaması: Yeni fikir ve buluşun ilk ortaya çıktığı aşamadır. Risk sermayedarı tarafından küçük girişimciye finansman sağlanmasının en cazip

(70) SARIASLAN, Halil, "Venture Capital Finansman Modeli ve Türkiye'de Uygulama Olanakları". Ankara Sanayi Odası Dergisi, Yıl:2, Sayı:14, s.5.

(71) SARIASLAN, a.g.e., s. 8.

(72) FREYENFELD W.A.; "Obtaining Finance for High Technology". National Computing Center Limited, 1983, s. 20-22.

olduğu aşamadır. Çünkü hisselerin fiyatı düşüktür.

Ancak risk yüksektir. ABD'de bu aşama genellikle 1 yıl alır (73).

2. Tohumun Yeşerme Aşaması: İşletme kuruluş işlemlerini tamamlamıştır. Üretim tekniğinin veya ürünün tüm denemeleri ve son çalışmaları yapılmıştır, sonuç olumludur, ancak küçük işletme finansman sıkıntısı sebebiyle üretime geçememiştir.
3. Serpilme aşaması: İşletme kendi olanaklarıyla üretime geçmiştir. şimdi üretim kapasitesini ve satışlarını arttırma çabasıdadır. Yine finansal sıkıntıdadır.
4. Büyüme Gelişme Aşaması: İşletme yeni pazarlara girmiş, kapasitesini geliştirmiştir. Eğer bu aşamadaki işletmeye daha önceki aşamalarda risk sermayedarı finansal destek sağlamış ise ikinci bir risk sermayedarının bu aşamada devreye girmesi zaten güçtür.
5. Ürünün hasat Aşaması: Hisse senetlerinin fiyatları 1. 2. veya 3 aşamada girişimci şirkete finansal destek sağlayan risk sermayedarlarının istediği noktaya ulaşmıştır. Risk sermayedarı şirket hisselerini satın yeni teknolojik icatlara tekrar yatırım yapabilecektir. Eğer önceki aşamalarda yatırım yapılmamışsa bu aşamada hiçbir risk sermayedarı devreye girmez. Zaten hissele-

(73) GÖNENC, Rauf: "Venture Capital Advanced Technology Alert System, ATAS Bulletin, Issue 2, November 1985, s. 115-116.

rin piyasa fiyatları da yükselmiştir. Finansman ihtiyacı durumu söz konusu değildir.

Yukarıda sayılan aşamalardan genellikle ilk üç aşamada risk sermayedarı devreye girer. Risk sermayesi uygulamalarının yoğun olduğu İngiltere'deki risk sermayedarlarını inceleysek (bir sonraki bölümde de daha detaylı olarak ele alınacağı gibi).

Özellikle özel tasarruf sahipleri tarafından küçük girişimcilere yapılan risk sermayesi yatırımlarının çoğu Tohumun Ekilme Aşaması dediğimiz ilk aşamadaki finansal yatırım olarak tercih edilmektedir. Bunun davranışın sebebi, özellikle sözü edilen şekildeki yatırımın vergi matrahından düşülmesidir.

3.4. RISK SERMAYESİ ŞİRKETİNİN GİRİŞİMCİ ŞİRKETLERE YAPTIĞI YATIRIMIN BAŞARISI ÜZERİNE UYGULAMADAN BAZI ÖRNEKLER

Risk sermayesi şirketinin girişimci şirkete yaptığı finansal yatırımın değerinin artısına örnek vermek amacıyla ABD'de başarılı bir risk sermayesi şirketi olan Kleiner, Perkins Risk Sermayesi şirketinin yatırım portföyünden bazı örnekleri inceleyebiliriz (74).

- Kleiner Perkins Risk Sermayesi Şirketi 1980 yılında Andros Corp. adlı bir şirketi finanse etmiştir ve yatırımın maliyeti 279.059 \$'dır. 1984 yılı itibariyle yatırımın kaymeti 2.677.010 \$'a ulaşmıştır.

(74) WILSON, a.g.e., s. 70-71.

- 1975 yılında Tondom Comp. adlı bilgisayar üreten bir şirket finanse edilmiştir. Yatırımın maliyeti 1.450.000 \$'dır. Yatırımın 1984 itibariyle kıymeti 152.204.847 \$'dır. Bu şirketin 1991 yılı cirosu da 1.9 milyar \$ olarak tespit edilmiştir.
- Yine 1974 yılında finanse edilmiş olan Qume Corp Yazıcı makineler konusunda çalışmaktadır. Yatırımın maliyeti 246.762 \$'dır. 1984 itibariyle kıymetli 5.662.748 \$'dır ve Qume Corp 1984'de ITT'ye satılmıştır.

Değişik ülkelerdeki uygulamalarda genellikle sektör bazında yatırılan sermayenin % 250-300'ü oranındaki kârlılık (normal çalışan bir piyasa ve borsada) normal sayılmaktadır (75).

Yine güncel bir bilgisayar olayı olarak Apple Macintosh bilgisayarları da risk sermayesi kurumunun desteğiyle başarıya ulaşmıştır. Apple şirketinin kurucularından Steve Jobs geliştirdiği bilgisayarı üretime geçirebilmek için Apple'in hisselerini Venrock risk sermayesi kurumuna satarak başlangıç sermayesini oluşturmuştur. 5-6 yıl sonra Apple'in hisseleri 1 ve 170 oranında kazanç sağlamıştır. Ayrıca Steve Jobs'a da 185 milyon \$'lık kişisel servet sağlamıştır.

(75) CILLER. a.g.e..s. 132.

4. RISK SERMAYESİ YATIRIMINDA VERİMLİLİK ORANI, SERMAYE PAYLARININ DAĞILIMI VE HALKA AÇILMA

4.1. YATIRIM PROJESİNDEN BEKLENTİLER

Risk sermayesi yatırımlarında yatırımcı yatırımdan yüksek verimlilik elde edebilmek için uzun süre beklemek durumdadır. Bu süre sonunda elde edeceği beklenen verimlilik oranı eğer yüksek ise yatırım kararı verebilecektir. Risk sermayesi yatırımcısına başvuran bir proje sahibinin elindeki projesi ileri dönemlerde kâr yaratacak Rantabl bir yapıya sahip olmalıdır.

Risk sermayesi modelinde yatırım projesini sunan girişimcinin ya da girişimcilerin kişilikleri ve güvenilirlikleri de risk sermayesi yatırımcının proje seçiminde üzerinde duracağı konulardan birisidir.

Risk sermayesi projelerinde karar aşamasının en önemli bölümünü yatırımın kârlılık oranı oluşturur. Yatırım projesi, Risk Sermayesi Yatırımcısının istediği kârlılık oranı ile bu oranın elde edilebilme olasılığını cazip bir şekilde ortaya koymalıdır (76). Kârlılık oran analizi ile risk sermayesi yatırım projesi karar aşamasına doğru hareket eder.

Yatırımcının risk sermayesi yatırımını göze alabilmesi için, vergi sonrası önerilen kârlılık oranı ve bu oranın gerçekleşme olasılığı ile risk sermayesi kazancına uygulanan

(76) EROL, Cengiz: "Faizsiz Kredi Modeli", Venture Kapital Finansman Modeli, Bankacılar (Türkiye Bankalar Birliği Yayını), Sayı: 8-Nisan 1992, s. 29.

vergi oranının yanısıra, risk sermayesi hisselerinin sermaye piyasasında pazarlanabilme olanakları da analiz edilmelidir. Çünkü risk sermayesi modelinin başarıyla uygulandığı ülkelerde sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu gözlenmektedir.

4.2. RISK SERMAYESİ KÂRLİLİK ORANI

Risk sermayesi yatırımında yatırımdan oluşacak zararın olağan gelirden düşülebilme imkanı olmalıdır (77). Örneğin, Risk sermayesi yatırımında bulunacak bir yatırımcının,

Yatırım Tutarı : 50.000.000.-TL.

Gelir Vergisi Oranı : 0.60

Kapital kazanç vergi oranı: 0.20 ise

Yatırımdan beklenen ana para + gelir miktarı

% 50 olasılıkla 110.000.000.-TL. olacaktır.

% 50 olasılıkla da yaptığı tüm yatırımı kaybedecektir.

Bu yatırımın verimliliği aşağıdaki gibi hesaplanabilir:

Yatırımın Vergi Öncesi Beklenen Kârlilik Oranı	Kâr = Olasılık x Oranı	Beklenen Yatırım Tutarı (Ana Para + Gelir)	Zarar + Olasılık x Oranı
--	------------------------------	--	--------------------------------

Beklenen Yatırım Tutarı	Toplam + Yatırım Tutarı
-------------------------------	-------------------------------

= 0.50 x 110.000.000 + 0 + 50.000.000

= 55.000.000 + 50.000

= % 10

Eğer yukarıdaki kârlılık oranının hesabına vergi oranının etkisini kaldırırsak kârlılık oranı artacaktır.

(77) A.g.e., s. 29.

Söyleki:

Yatırımın Vergi Sonrası Beklenen Kârlılık Oranı = $\frac{\text{Kâr}}{\text{Olasılık}} \times \frac{\text{Yatırım Tutarı}}{\text{Vergi Sonrası Kapital Kazanç + Yatırım Tutarı}}$

Olası Zarar x Vergi Tasarrufu + Yatırım Tutarı

Yatırımın Vergi Sonrası Beklenen Kârlılık Oranı = $\frac{(0.50)(50.000.000 \text{ TL.} + (110.000.000 \text{ TL.} - 50.000.000 \text{ TL.}))(1-0.20)}{(0.50)(50.000.000 \text{ TL.} (1-0.40) + 50.000.000.-\text{TL.})}$

= % 28

Görüldüğü gibi vergi yükü azaldıkça yatırım cazip hale gelmektedir.

4.3. RISK SERMAYESİ MODELİNDE SERMAYE PAYLARININ DAĞILIMI

Risk sermayesi yatırım modelinde proje sahibi işletmenin veya projenin mülkiyetinin sınırlı bir bölümünü yatırımcıya verme eğilimindedir. Tabii yatırımcı yani risk sermayedarı da bunun tam tersini ister.

Risk sermayesi yatırımında yatırımın mülkiyetinin yüzde kaç oranında yatırımcıya verileceği konusunda kullanılan formüller değişiktir.

Yatırımcı yatırım kararını alırken, risk sermayesi yatırım miktarını elinden çıkardığında, yatırıma uygulanacak beklenen kapital kazanç vergi oranına göre belli bir yatırım çarpanı talebinde bulunur. Ayrıca yatırımcı yatırımı düşünülen işletmenin veya projenin likidasyon (yatırımı elden çıkarma)

tarihindeki değerini net kâr x fiyat/kazanc carpanı seklinde hesaplar (78).

$$\text{Yani} = \frac{\text{Firma ya da proje Değeri}}{\text{Tahminlenen Fiyat/Kazanc Carpanı (Oranı)}} \times \text{Net Kâr}$$

Firma ya da proje değerinin tespitinde kullanılan vergi öncesi risk sermayesi geliri şu formülle hesaplanır.

$$\text{Risk Sermayesi Geliri} = \frac{\text{Yatırım Carpanı} - \text{Kapital Kazanc Vergi Oranı}}{\text{Kapital Kazancına Uygulanan Vergi Oranı}} + 1$$

Risk Sermayesi
Tutarı

Risk sermayedarı yukarıdaki esitlik yardımıyla yatırımını sattığında yatırımdan elde edebileceği vergi öncesi geliri tespit eder. Gelir tespitinde, baslangıç yatırım oranı önemlidir. Yani risk sermayesi geliri, risk sermayesi yatırımının baslangıç anındaki payının elden çıkarılacağı andaki değeri seklinde ifade edilir. Gelir tespitinde yatırım payı sabit tutularak yapılır. Bunun nedeni işletmenin daha sonra sermaye tedariki için halka açılmasının yatırımcının yatırım payına olan etkisini açık olarak görebilmek içindir. Risk Sermayesi yatırımdan sonra sermaye arttırımına gidilecekse, bu sermaye yatırım kararında dikkate alınmalıdır. Yani ileri dönemlerde sermaye arttırmaları nedeniyle pay oranlarında olası değişimlerin risk sermayesi geliri üzerine olan etkileri hesaplanmaya dahil edilmelidir.

(78) A.g.e.. s. 30.

Risk sermayesi modelinde işletme hisse oranı vergi öncesi gelirin uzun bir süre sonucunda olabilecek sermaye artışı (halka açılma) oranı ile iskonto edilerek bulunur (79).

$$\frac{\text{Risk Sermayesi Karşılığı Teklif Edilen Firma Başlangıç Edinim Oranı}}{\text{Yatırım = Çarpanı} - \frac{\text{Kapital Kazanç Vergi Oranı}}{+ 1} - \frac{\text{Kapital Kazancına Uygulanan Vergi Oranı}}{+ 1}}$$

$$\text{Risk Sermayesi} \div \text{Kazanç} \times \text{Net Kâr} \times 1 + \frac{\text{Fiyat} \times \text{Olası Sermaye Arttırma Oranı veya Hisse Sulandırma}}{\text{x Yatırım Tutarı} \times \text{Çarpanı}}$$

Örneğin: A işletmesinin 1 milyar TL. bir sermaye yatırımı için (venture kapitalist) risk sermayedarı aranmaktadır. Bu işletmeye benzer şekilde sermaye ihtiyacı olan bir B işletmesinin 5 kat kazanç çarpanı ile halka açıldığı bilinmektedir. 1 Milyar sermaye ihtiyacı ile risk sermayedarı arayan A işletmesinin gelecek 5 yıl için tahminlenen kâr miktarı, 1.5 milyar TL. olarak elirlenmiştir.

İşletmenin ileride ihtiyacı olacak yatırım sermayesi için halka % 10 oranında açılacağı tahmin edilmektedir. Ayrıca bu tür yatırımlar üzerinden sağlanan sermaye kazanç vergi oranı % 10'dur. Bu koşullara göre risk sermayedarına cazip gelebilecek hisse teklif oranı ne olmalıdır.

$$\frac{\text{Piyasa Yatırım Çarpanı 5 Kat Beklentisiyle}}{\text{Risk Sermayesi Karşılığı Teklif Edilecek Firma Edinim Oranı}} = \frac{5-0.10}{1-0.10} \times \frac{1}{5 \times 1.5} \times 1 + 0.10$$

$$= \% 80$$

(79) A.g.e., s. 30.

4.4. RISK SERMAYESİNDE HALKA AÇILMA

Risk sermayedarı riskli olan yatırım projesine ileride sermaye piyasasına açılma beklentisiyle girer. Bu nedenle risk sermayedarının girişimin ileri bir tarihte halka açılma potansiyelini incelemesi gerekir.

Risk sermayesi modelinin gelişimi ve tamamlanması halka açılma ile olur. Ancak halka açılma zamanının belirlenmesi önemlidir.

Firmanın fiyat-kazanc çarpanı cazip durumda iken halka açılma tamamlanmalıdır. Ve yine en önemlisi borsa aktif ise işletme halka açılabilir.

Halka açılma kararı veren işletme hisse senetlerinin fiyatını aşağıdaki gibi belirler (80).

1. Halka açılma fiyatı benzer işletmelerin hisse senetlerine göre belirlenir.

2. Pazarda kolay işlem göreceğ bir seviyede oluşturulur. Örneğın ABD'de bu sınır 10 \$ ile 20 \$ arasındadır.

Piyasaya sunulan hisse senedi fiyatı % 10 ile % 15 oranında iskontolu satılır.

(80) A.g.e.. s. 31.



DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

BAZI ÜLKELERDE RISK SERMAYESİ UYGULAMALARI VE GELİŞİMİ

1. GELİŞMİŞ ULKE RISK SERMAYEDARLARININ AZ GELİŞMİŞ ULKELERE YATIRIMLARI

Risk sermayesi yatırımını yapacak olan tek bir şahıs ya da şirket veya şirketler grubu olabileceği gibi, dış sermaye yatırımlarını genellikle "risk sermayesi" şeklinde yapmayı ekonomi politikası olarak benimsemiş gelişmiş ülkeler de mevcuttur. Çalışmamızda bu ülkelere "risk sermayedarı ülkeler" olarak yer veriyoruz.

1.1. GELİŞMİŞ ULKE EKONOMİLERİNİN ÖZELLİKLERİ

Günümüzde gelişmiş ülke ekonomilerinde konumuz açısından bazı ortak özellikler görmekteyiz. Söyle ki: Gelişmiş ülke ekonomileri artık geleneksel imalat sanayiinden hizmet sektörüne ve yüksek teknoloji isteyen üretim alanlarına koymaktadır. Bu ekonomiler içinde KOBİ'lerin önemi artmıştır. Daha önemlisi de gelişmiş ülkeler, geliştirmekte olan ülkelere borç vermekten ziyade artık geliştirmekte olan ülkelerin KOBİ'lerinin riskli ancak getiri imkanı yüksek olan yeni buluş ve teknik projelerine risk sermayesi şeklinde yatırımı tercih etmektedir. ortak olmayı tercih etmektedir.

1.2. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE SERMAYE TRANSFERİNİN DEĞİŞİM ASAMALARI

Sermaye birikimi fazla olan ülkeler 1920-1960 yılları arasında gelişmekte olan ya da az gelişmiş ülkelere faiz karşılığı kredi vermişler veya hibe etmişlerdir. Bu yıllarda politik amaçlar ve kendi ürünlerine pazar oluşturma amacı ön planda görünmektedir.

1960'lı yıllarda teknoloji hızla ilerleme kaydetmiştir. Sermaye birikimi fazla olan gelişmiş ülkeler aynı dönemde araştırma ve geliştirme faaliyetlerine GSMH içerisinde önemli oranda pay ayırmışlardır. Ortaya çıkardıkları yeni teknolojileri gelişmekte olan ülkelere satarak sermaye transferine yeni bir boyut getirmişlerdir. Ancak, ülkeler arasında bir teknoloji yarışı başlamış, geliştirilen yeni teknoloji uygulamaya geçmeden daha yenisi geliştirilmiş ve bir önce geliştirilen teknolojinin maliyeti o ülkeye büyük yükler getirmiştir.

1970'li yıllarda yukarıda bahsedilen araştırma geliştirme ve teknolojik yatırımlardan vazgeçilerek risk sermayesi "venture capital" yatırımları ortaya çıkmaya başlamıştır.

Yani, gelişmiş ülkelerin büyük sermayedarları araştırma-geliştirme faaliyetlerini kendileri yürüterek teknolojiler yaratmak yerine, başka ülkelerdeki buluş, teknoloji veya fikirleri yaratmış, ancak uygulama finansmanı bulamayan KOBİ'lere yatırım yapmak (onların hisse senetlerini almak), daha sonra ürün piyasada yer edinince değerleri yükselen hisseleri

en karlı şekilde satarak, geri ve karlı olarak dönen yeni birikimi aynı şekilde başka teknolojilere yatırma yolunu benimsemişlerdir.

Gelişmiş ülke ekonomilerinde izlenen yukarıdaki sermaye transferi politikası tüm risk sermayedarı şahıs ve şirketleriyle bir "risk sermayedarı ülke" portresini ortaya çıkarmaktadır.

1.3. GELİŞMİŞ ÜLKELERİN RISK SERMAYESİNE BASVURMALARININ NEDENLERİ

Gelişmiş ülkelerin son yıllarda risk sermayesi yatırımlarına başvurularının nedenlerini şöyle sıralayabiliriz.

- 1 - Sermaye piyasalarının gelişmesi.
- 2 - Yeni keşfedilen ve ticareti daha kar getiren mal ve hizmetlerin ortaya çıkması.
- 3 - Geleneksel mal ve hizmet üreten sanayilere ve şirketlere yapılan yatırımların cazibesini kaybetmesi.
- 4 - Hızlanan teknolojik yarış içinde ülkelerin diğer ülkelerdeki teknolojik gelişmeleri olabildiğince az bir maliyetle ve yakından izleme arzuları.
- 5 - Sermaye kazançlarının vergilendirilmesinde risk sermayesine sağlanan avantajlar (81).

(81) Venture Capital in Information Technology. OECD, 1985, s.9.

Gelişmiş risk sermayedarı ülkelere bu şekilde değindik-
ten sonra şimdi de dünyada risk sermayesi uygulamalarının
gelişimini inceleyelim.

2. ABD'DE RISK SERMAYESİ VE TARİHİ GELİŞİMİ

Risk sermayesi fikri ilk olarak 1950'lerde ABD'de ortaya
atılmıştır. ABD'de risk sermayedarları 1970'lere kadar ülke
içindeki küçük işletmelerin yeni teknolojik girişimlerine
yatırım yapmışlar, ancak özellikle 1975'den sonra diğer ülke-
lerdeki teknolojik buluşlara sahip küçük işletmelere de yatırı-
mlar yöneltmiştir (82).

ABD'de sadece 1979 yılında risk sermayedarı şirketlerce
72 girişimci şirkete yatırılan sermaye 210 milyon dolardır.
Kendilerine yatırım yapılan bu girişimci şirketler aynı ta-
rihte 6 milyar dolarlık satış gerçekleştirmişlerdir. Yine ay-
nı girişimci şirketlerin 130.000 kişiye iş imkanı yarattığı
ve devlete 100 milyon dolar tutarında kurumlar vergisi öde-
dikleri bilinmektedir.

ABD'de 1980'li yıllarda risk sermayesi şirketlerinde
bazı değişimler gözlenmiştir (83). Risk sermayesi şirketleri
sendikalaşmış, yatırım havuzları kurulmuş veya risk sermayesi
şirketleri anonim şirket haline gelerek, borsaya kote edilen
hisse senetlerini halka arz edip riski azaltmaya çalışmışlar.

(82) CLARK, a.g.e., s. 3.

(83) CIZAKCA, Murat: "Rise of Islamic Banks and the Potential
for Venture Capital the Middle East" and Eastern Mediter-
ranean; Recent Economic and political Developments,
(Istanbul, International Girne Conferancia 1987, s.75).

böylece yeni teknolojiye sahip daha çok sayıda KOBİ'ye yatırım yapabilme imkanı doğmuştur. Diğer bir deyişle, sermayedarlar risk sermayesi şirketlerinin hisse senetlerine yatırım yapmakla çok sayıda şirkete de ortaklık sağlanmakta ve risk dağılmaktadır.

1983'de ABD'de yapılan risk sermayesi yatırımları 2.8 milyardır. 1984'de ise 3 milyarı aşmıştır.

1984 yılında ABD'de gerçekleştirilen risk sermayesi yatırımlarının kaynaklarına bakıldığında % 34'lük bir pay ile Emekli Sandığı ve Sosyal Sigorta kuruluşları ilk sırada yer almaktadır. Özel kişi ve şirketlerin payı ise % 29'dur. Bunu % 13 ile sigorta şirketleri ve % 6 ile vakıflar izlemektedir. ABD'de yapılan risk sermayesi yatırımlarının % 18'lik bölümü ise yabancı ülke yatırımcıların ABD'de yapmış olduğu risk sermayesi yatırımlarıdır (84).

ABD'de Japon ticaret adalarının ve büyük Japon firmalarının da büyük ölçüde risk sermayesi yatırımı vardır (85).

Yine 1984-85 yıllarında aynı tarihlerde ABD'de risk sermayesi yatırımlarının % 67'si bilgisayar, telekominikasyon ve diğer elektronik sektörüne aktığı bilinmektedir.

(84) CLEIN, Edward: "Venture Capital as an Investment for Technology Transfer" The American View's, Improving Venture Capital in European Commissions of the European Communities, October 1984, Kogan Page Ltd., 120, Pentonville Road London, s. 129.

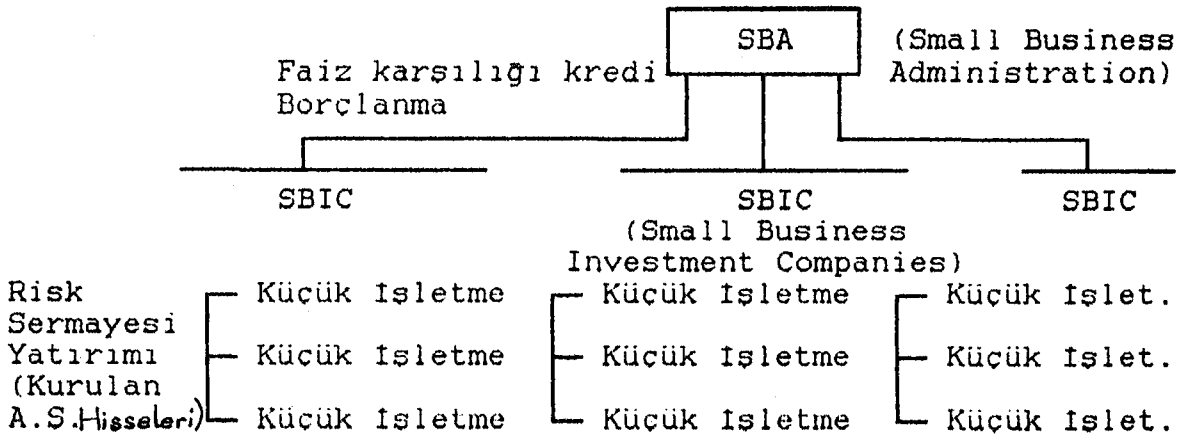
(85) OECD, DSTI/ND/8554, Venture Capital, 4 Mart 1984, Paris, s. 57.

1987 yılına gelindiğinde ABD'de temelde 125 büyük risk sermayesi şirketinin bulunduğu. Hatta bazı büyük şirketlerinde (General Electric, Rockfellers gibi) bünyelerinde risk sermayesi şirketleri oluşturdukları bilinmektedir (86).

1989-1990 yıllarında ABD'de risk sermayesi sektörünün 2 milyon kişiye iş sahası açtığı ve 40 milyar dolara yakın gelir vergisi ödediği bazı kaynaklarda yer almaktadır (87).

ABD'de önceleri risk sermayesi sektörü devletin gücüyle desteklenmiştir. Small Business Administration (SBA) bunun en eski örneğidir. (SMA) finanse ettiği kuruluşlara (yani Small Business Investment Companies) (SBIC) faizle kredi vermektedir. Bunlarında herbiri faiz karşılığı aldıkları bu kredilere girişimci şirketleri finanse ediyorlardı. Ancak böyle bir sistemde zamanla SBIC şirketlerinin SBA'ya olan borçları artmıştır (Sistem şematik olarak aşağıda görülmektedir).

Sema 13:



(86) CLARK, a.g.e., s. 5.

(87) CILLER, a.g.e., s. 132.

Bu nedenle SBIC şirketleri uzun dönemli olan fakat büyük kâr potansiyeli olan projeleri finanse etmekten kaçınmışlardır. Günümüzde uygulamanın en gelişmiş olduğu ABD'de risk sermayesi fonlarının büyük bir bölümü konusunda uzmanlaşmış özel risk sermayesi şirketleri tarafından yönetilmektedir. Bu şirketler ihtiyaç duydukları fonları piyasadan toplayabilmektedir. Ancak ABD'de Venture Capital sektörünün gelişmesi SBA/SBIC kanalı ile değil özellikle emekli fonlarının doğrudan doğruya risk sermayesi şirketlerinin yatırım fonlarına katılmalarıyla gerçekleşmiştir.

3. KANADA'DA RISK SERMAYESİ

Kanada'da devlet tarafından kurulmuş olan Canadian Development Corporation (CDC), özel sektöre ait risk sermayesi şirketlerinin hisse senetlerini almak suretiyle girişimcileri desteklemektedir. Böylece, CDC özel sektör risk sermayesi şirketlerini, risk sermayesi şirketleri de potansiyeli olan KOBİ'leri desteklemektedir. 1974'de Kanada'da 50'den fazla özel risk sermayesi şirketinin bulunduğu bilinmektedir (88). 1985'de ise Kanada'da 600 milyon Kanada doları tutarında risk sermayesi yatırımı gerçekleştirilmiştir.

Kanada, risk sermayesi şirketlerinin özel sektöre bırakıldığı ancak devlet tarafından da (CDC gibi) bir kurum ile desteklendiği ve risk sermayesi yatırımlarının başarıyla uygulandığı iyi bir örneği oluşturabilir.

(88) A.g.e., s. 29.



DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

**BAZI ÜLKELERDE RISK SERMAYESİ
UYGULAMALARI VE GELİŞİMİ**

4. RISK SERMAYESİ SEKTÖRÜNE AT OLARAK TOPLU BİR BAKIŞ

4.1. AT'DA RISK SERMAYESİ

AT ülkelerinin ABD'ne kıyasla risk sermayesi sektörünü geriden izlediği söylenebilir (89). Tabii İngiltere ve son yıllarda Fransa'daki konu ile ilgili gelişmeler bu genellemede bir istisna olabilir. Ancak toplu olarak bakıldığında AT'nun 1984'de toplam olarak 5.5 milyar \$ risk sermayesi yatırımı gerçekleştirirken, aynı yıl ABD'de 16 milyar \$ risk sermayesi yatırımı gerçekleşmiştir.

Diğer bir özellikte ABD daha büyük ölçekli ve riskli yatırımlara girerken, AT üye ülkeleri riski az olacak ölçüde daha küçük katılımlarla risk sermayesi yatırımlarına girmektedir.

Aynı zamanda AT'da risk sermayesi şirketlerinin başarısız olduğu durumlar şirket yönetiminin iyi seçilmemiş olduğu, yönetim başarısızlığı gibi nedenlere de bağlanmaktadır. ABD bu konuda daha fazla uzmanlaşmış kadroya sahiptir (90).

4.1.1. Avrupa Risk Sermayesi Birliği

Avrupa ülkelerindeki büyük risk sermaye şirketlerinin aralarındaki bilgi ve deneyim alışverişi sağlamak amacıyla Avrupa Risk Sermayesi Birliği kurulmuştur (European Venture Capital Association EVCA) (91).

(89) CLARK, a.g.e.. s. 3.

(90) Raising Venture Capital in Europe. EUCA, Deloitte Haskins and Sells and EUCA, September, 1984, s. 7-8.

(91) Recent Developments in Capital Markets in TURKEY, SPK Yayın No: 2, s. 128.

Bu birliğin üye sayısı 120'ye yakındır. Üye risk sermayedarlarından büyük çoğunluğu İngiliz firmalarıdır. Avrupa Risk Sermayesi Birliği, belirli dönemler itibariyle risk sermayesi yatırımları ile ilgili konularda istatistikler hazırlamakta ve üye firmalara periyodik olarak bilgi vermektedir (92).

Risk sermayesi yatırımları ve sektörün gelişimi konusunda AT açısından EVCA'nın rolü büyüktür (93). 1985'de AT üye ülkeleri tarafından kurulan Risk Sermayesi Konsorsiyumu "Venture Consort" da topluluk üyesi ülkelere AT'daki risk sermayesi yatırımları, tutarları, sektörel ve bölgesel dağılımları hakkında periyodik olarak rapor vermekte ve EVCA ile işbirliği içinde bulunmaktadır.

Risk Sermayesi Konsorsiyumunun amacı sektöre yeni teknolojik gelişmeler kazandıracak yatırımların finansmanına katkıda bulunmaktır.

4.1.2. Almanya'da Risk Sermayesi

Almanya'da risk sermayesi konusunda oldukça geç kalındığı söylenebilir. Bilinen ilk Alman risk sermayesi şirketi (Technoventure) ancak 1983'te kurulabilmıştır).

(92) The Commission of The European Communities, Venture Capital Opportunities in Europe, Proceedings of The Symposium Held in Luxemburg 3-5 October 1984.

(93) EUCA. a.g.e., s. 14.

Alman firmaları risk sermayesi şirketlerinin finansal desteklerine ihtiyaç duydukları zaman Amerikan risk sermayesi şirketlerine başvurmaktadır.

Almanya'da risk sermayesinin gelişememe nedenleri şöyle sıralanabilir (94).

1. Almanya'da limited şirketler kurumlar vergisinden % 50 oranında muaf tutulmaktadır. Aynı zamanda zararın şirket ortakları arasında dağıtılması da mümkün olabilmektedir. Bu kolaylıklar sebebiyle Almanya'da riskli yatırımlar limited şirketler ile yapılmaktadır.
2. Anonim şirketlerin kuruluşuyla ilgili olarak Alman Borsasının koymuş olduğu sınırlamalarda küçük şirketlerin sermaye piyasasına girmesini engellemektedir.
3. Alman vergi sistemi de risk sermayesi konusunun aleyhinedir. Çünkü faiz gelirleri genelde herhangi bir vergiye tabi olmadıkları halde, hisse senedi gelirleri daha kaynaktan vergilendirilmektedir.
4. Devlet tarafından özel sektörün bir risk sermayesi şirketi kurması finansal açıdan desteklenmiş olsa da şirketin bir özel sektör şirketi gibi değil, bir devlet şirketi olarak yönetilmesi sonucu şirket çok zarar etmiştir. Nitekim bu ve benzeri olaylar 1975'den 1982'ye kadar sürmüştür. Şirketin başarısızlığında yönetimin bankacılar, sanayiciler ve devletin yetkili

(94) ÇİLLER. a.g.e., s. 135.

memurlarından oluşan bir grubun elinde bulunması da neden olarak gösterilmiştir. Aynı zamanda bu kurul girişimci şirketlerin başvurularında öncelikli sektörler, bilanço başarısı, sosyal fayda vb. özelliklerde istemistir.

Ancak tüm bu aleyhte faktörlerin yanısıra devletin risk sermayesi şirketlerine başlangıç sermayesi sağlaması olumlu bir faktördür. Yine devletin diğer yeni bir faaliyeti de yeni teknolojiye yönelik projeler üzerinde çalışan firmaları desteklemesidir. Bu programda fizibilite çalışmalarının % 90'ı ile geliştirme masraflarının % 75'i karşılanmak üzere destek sağlanmaktadır (95). Bunun yanısıra girişimci şirketin bankalara olan borçlarının % 50 kadarı devletçe garanti edilmektedir.

Almanya'da bu olumlu gelişmeler ışığı altında, devletin risk sermayesi sektörünü özel teşebbüse bırakması ve hukuki yapıdaki bir takım değişikliklerle risk sermayesi sektörü günümüzde hızla önem kazanmakta ve şirketlerin sayısında artış gözlenmektedir.

Almanya'da 28 Alman bankası tarafından 1975'de kurulan Wagnisfinanzierungs gesellschaft (WFG) küçük işletmeleri risk sermayesi yoluyla finansal destek sağlama amacıyla kurulmuştur. Zarar durumunda zararın % 75'i devlet tarafından üstlenilmektedir.

(95) CİLLER, a.g.e.. s. 37.

4.1.3. Hollanda'da Risk Sermayesi

1981 yılında Hollanda hükümeti tarafından işsizlik sorununa da çözüm bulmak amacıyla "Hükümet Sanayi Projesi Şirketi (MIP)" kurulmuştur. MIP yatırımcıları, yeni projelerinde zarar etmeleri durumunda % 50 oranında zararı karşılama taahhüdü vererek teşvik etmiştir (96).

Böylece 1981'e kadar Milli Yatırım Bankası tarafından kurulmuş ve 5 bölgede faaliyet sürdüren risk sermayesine dayalı şirketler mevcut iken 1981'den sonra devletin bu desteği karşısında risk sermayesi şirketlerinin sayısı hızla artmıştır. Bu şirketlerden bazıları Bewer Investments, Euroventures, Holland Venture, Venture Capital Investors gibi isimler almaktadır.

Ayrıca, Hollanda'da Dordrecht, Haarlem, Rotterdam, Delft, Leystad, Bergen gibi bazı şehirlerin ticaret odaları da risk sermayesi konusunda faaliyet göstermektedir (97).

(96) Financial Times, "Venture Capital. Form of Financing that Suits", 30.6.1988.

(97) SENYUVA. a.g.e., s. 30.

4.1.4. İngiltere'de Risk ve Geliştirme Sermayesi

4.1.4.1. Tarihe Kısa Bir Bakış

İngiltere'de yüzyıllarca ticaret bankaları geleneksel bankacılık anlayışını sürdürmüşlerdir. Sanayi sektörünün finansal ihtiyaçları ancak kısa ve orta vadeli krediler ile karşılanmaya çalışılmıştır. İngiltere'de mevcut işletmelerin genişletilmesi veya yeni alanlara yatırım daha çok otofinansman yoluyla finanse edilmiştir. Ancak bu yıllarda teknik yenilikler yavaş yavaş ortaya çıkmakta ve yeni bir teknoloji uzun yıllar hüküm sürebilmekteydi.

20.yüzyıl ile birlikte teknolojinin hızla ilerlemesi ve yeni bir tekniğin ömrünün gittikçe kısalması İngiltere'de sanayinin orta ve uzun vadeli finansman ihtiyacını daha da belirgin olarak ortaya çıkarmıştır (98). Aynı zamanda küçük ve yeni kurulmuş işletmelerin finansal ve yönetsel sorunları da aynı dönemlerde gündeme gelmiştir. Bu gibi sorunların, bugün kalkınma bankaları adı verilen ihtisaslaşmış sınıai finansman kuruluşlarınının yapılanmasıyla çözülebileceği düşünülmüştür (99).

Risk ve geliştirme sermayesi konusunun günümüzde en iyi yapılandığı ve başarılı bir şekilde uygulandığı yerlerden biri de İngiltere'dir. Hatta Avrupa ülkeleri arasında bu

(98) "The Impact of Development Banks on Their Environment", Aspects of Development Bank Management. Edited by William Diamond and U.S. Roohaun (Baltimore, The Johns Hopkins University Press, 1982, s. 29.

(99) EUCA, Raising Venture Capital In Europe, Deloitte Haskins and Sells and EUCA, September, 1984.

konuda en gelişmiş ülke olduğu söylenebilir. İngiltere'de sadece 1981 ve 1983 yılları arasında risk sermayesi şirketleri 155 milyon Sterlin tutarında risk sermayesi yatırımı yapmıştır (100). AT'daki risk sermayesi yatırımlarının % 66'sı 1984 yılından İngiltere'de 100 risk sermayesi şirketi bulunmaktadır (101).

1985'de İngiltere'deki risk sermayesi tutarı 1.036.230 ECU'dur.

4.1.4.2. İngiltere'de Risk ve Geliştirme Sermayesi Uygulamasında Bankaların Rolü

İngiltere'de bankalar konuyla ilgili yan kuruluşları ile risk ve gelişme sermayesi hizmeti sunmaktadır. Bankalar bankanın devamı olmakla birlikte, ayrı bir kişiliğe sahip limited şirket ile bu faaliyeti yürütmektedir.

Uygulamaların çoğunda kurulan bu limited şirket bankacılar yanında başarılı sanayi elemanlarıyla da tamamlanmaktadır (102). Ancak genellikle riskini paylaştığı ve yatırım yaptığı kuruluşlarda banka, fazla aktif olmayan ortak durumdadır (103).

Bu bankalardan en önemlisi midland Bank'tür. Midland Bank'ın Risk ve Geliştirme Sermayesi konusundaki yapılanması basit olarak aşağıdaki şemada görüldüğü gibidir.

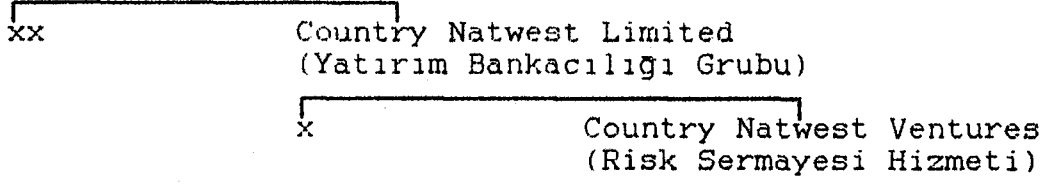
(100) M.CRAIG. "Revolution in U.K.Venture Capital", The Banker, May 1984, s. 60-61.

(101) ÇİLLER, a.g.e., s. 133.

(102) ŞENYUVA, a.g.e., s. 10.

(103) Quaterly Bulletin, Bank of England, December, 1982, s. 510.

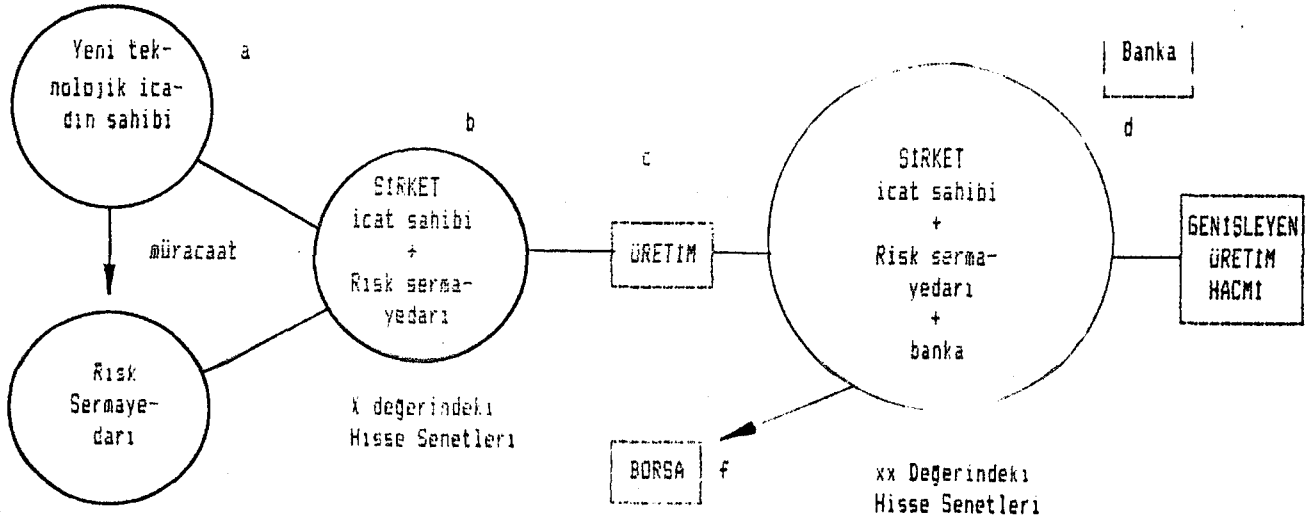
National Westminster
Bank



Lloyds Bank. Lloyds Bank Merchant Bank Limited'in bir yan kuruluşu olarak gelişme sermayesi konusu ile uğraşmak üzere "Lloyds Development Capital Limited"i kurmuştur (105).

İngiltere'de yukarıda önemlilerini saydığımız bankalar risk sermayesi yatırımlarına aşağıdaki şekilde görüldüğü gibi, teknolojik buluşu yaparak bir risk sermayedarıyla yeni bir şirket kurulmasından sonra üçüncü bir ortak olarak finansal destek veren bir kuruluş şeklinde devreye girer.

Sema 14:



(105) A.g.e., s. 11.

Baska bir deyişle. risk sermayesi ile ilgili yatırımlar aşağıdaki aşamalardan geçmektedir.

1. Yani icadın sahibi bir risk sermayedarına müracaat eder.

2. Risk sermayedarı gerekli inceleme ve formalitelerden sonra icadını beğenip piyasaya sürmek istediği icat sahibiyle bir şirket kurar.

3. Belli bir ölçekte üretime başlar.

4. Daha sonra işi genişletmek için konuyla ilgili hizmet veren bir yan kuruluşa sahip bankaya başvurur ve finansal desteğiyle birlikte bankanın da bu şirkete katılımını ister.

5. Bankanın incelemeleri ve teklifi sonucunda bankada bu şirketten katılımı karşılığında hisse senedi alır.

6. Hisse senetleri satın alarak şirkete ortak olan bankanın kazancı şirket kâra geçerse hissesi oranında kardan pay almak ve hisse senetlerinin piyasa fiyatları yükselirse alış ve satış fiyatı arasındaki farktan yararlanmaktır.

İngiltere'de bu tür bankaların sermaye arttırılması sırasında da çıkarılan hisse senetlerini bir kısmını ya da tamamını satın alacak şirkete ortak olduğu görülmektedir.

4.1.4.3. İngiltere'de Risk ve Geliştirme Sermayesi Konusunda I.I.I. Kuruluşunun Önemi (Investment in Industries)

İngiliz merkez bankası Bank of England'ın önderliğiyle kurulan bu kuruluşun amacı teknolojik üretimi arttırmak, yenilikleri sanayiye kazandırmaktır. Kurulusta Bank of Scotland Midland Bank, Lloyds Bank, Barclays Bank, National Westminster Bank vb. bankalarında ortaklıkları vardır.

Bu kuruluş hem teknolojik buluşları risk sermayedarları gibi değerlendirmeye almakta hem de yukarıda anlattığımız bankalar gibi risk sermayedarların istiraki ile oluşan şirketlere yatırım yapmaktadır. Kuruluşun 25 adet subesi vardır (106). 5.000'e yakın şirkete 1990 rakamlarıyla toplam 1-5 milyar Sterlin tutarında yatırım yapılmıştır.

5. JAPONYA'DA RISK SERMAYESİ

Japonya'da 1970'lerde 8 tane risk sermayesi şirketi bulunmaktayken 1982 sonunda bu rakam 30'u geçmiştir (107).

Küçük işletmeler girişim, yatırım ve geliştirme şirketleri kamu fonlarını risk sermayesi piyasasına kullandırmaya çalışmaktadır. Bu şirketler sadece 1982 yılında 140 proje desteklemiştir.

Ancak, Japonya'da TOKYO Borsasına kayıt olmak güçtür. Yaklaşık 3.000'e yakın yüksek teknolojiyle faaliyet gösteren

(106) A.g.e., s. 22.

(107) Diğer ülkelerde KGS, Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Kasım 1986, İstanbul, s. 23.

Japon sanayi küçük işletmesi borsaya kote olamamıştır. Ancak yıldan yıla borsaya kote şartları basitleştirilmektedir(108).

Japonya'da risk sermayesi şirketleri genellikle büyük finansman kurumlarının alt kuruluşları olarak kurulmuştur.



(108) A.g.e., s. 24.



BESİNCİ BÖLÜM

RİSK SERMAYESİNİN TÜRKİYE'DEKİ GELİŞİMİ

1. TÜRKİYE'DE RISK SERMAYESİ SEKTÖRÜNDE
KULLANILABİLECEK FON KAYNAKLARI

1.1. TÜRKİYE'DE SOSYAL GÜVENLİK KURULUŞLARININ FON
YARATMA İSLEVI VE YATIRIMLARI

1.1.1. Genel Bir Değerlendirme

Türkiye'de sosyal güvenlik sistemi, kanunla kurulmuş bulunan Sosyal Güvenlik Kurumları, üyelerine ek sosyal yardım sağlayan sosyal güvenlik kuruluşlarından oluşmaktadır. Bugün Türkiye'de mevcut olan sosyal güvenlik kurumları;

1. Özel Sosyal Güvenlik kurumları;
2. 1945 yılında 4792 sayılı yasa ile kurulan SSK;
3. 1945 yılında 4792 sayılı yasa ile kurulan T.C. Emekli Sandığı;
4. 1971 yılında 1479 sayılı yasa ile kurulan Bağ-Kur;
5. Üyelerine ek sosyal yardım sağlayan Sosyal Güvenlik kurumları olarak OYAK.

Bu kurumlar birikimleriyle sermaye piyasası için büyük bir fon kaynağı oluşturmaktadır.

Türkiye'de genel olarak sosyal güvenlik kurumları sigorta ve reasürans şirketlerinin sermaye piyasasındaki yeri aşağıdaki Tablo 7'de görülmektedir.

Tablo 7: Türkiye'deki Sosyal Güvenlik Kuruluşları ve Reasürans Sirketlerinin Fon Arzları

Yıllar	I			III			IV	
	Serm.Piy. İh.Ed.Men. Değerler TUTAR	Sos.Güv.Kur. Men.Değ. Yatırım. TUTAR	(%) Oran (II/I) ORAN	Serm.Piy.İh Ed.Hisse Sen.ve Tah. TUTAR	(%) Oran (III/I) ORAN	Sos.Güv.Kur. His.Sen. Tah.Yatr. TUTAR	(%) Oran (IV/I) ORAN	
1980	115.724	66.630	57.57	105.726	91.35	66.639	63.02	
1981	176.283	77.831	44.14	111.268	63.12	77.831	69.93	
1982	197.498	93.816	47.50	197.498	100.00	93.816	47.50	
1983	252.743	133.235	52.71	252.743	100.00	133.235	52.71	
1984	634.238	129.712	20.45	271.084	42.74	129.712	47.84	
1985	2.123.186	203.812	9.60	789.357	37.12	203.812	25.82	
1986	3.524.947	278.494	7.90	1.455.661	41.29	268.257 (1)	18.42	
1987	7.672.133	340.944	4.44	3.022.726	39.40	340.944	11.27	

Tablo 7'de görüldüğü gibi Sosyal Güvenlik Kuruluşlarının sermaye piyasasında ihraç edilen menkul kıymetlere yaptığı yatırım yıllar itibariyle azalmıştır. 1980 yılında Sermaye Piyasasında ihraç edilen menkul değerlerin % 57'si Sosyal Güvenlik Kuruluşları tarafından alınırken, 1987'de % 4'e düşmüştür.

1982 yılında Sermaye Piyasasında ihraç edilen menkul kıymetlerin % 91'i hisse senedi ve tahvildir. 1987 yılında bu oran % 39'a inmiştir. Başka menkul kıymetler ihraç edilmiştir.

Sosyal Güvenlik Kuruluşlarının ihraç edilen hisse senetlerinden alımı 1980'de % 63 iken, 1987'de % 11'e düşmüştür. Yani bu kuruluşların hisse senet ve tahvillere yatırımları oldukça azdır. Yatırım başka alanlara yönlendirilmiştir.

1986 yılı itibariyle sosyal güvenlik kurumları ve sigorta şirketlerinin portföy yapıları ile sermaye piyasasındaki yeri aşağıda görülmektedir.

Tablo 8: Sosyal Güvenlik Kurumlarının Portföy Yapıları

<u>SOSYAL GÜVENLİK KURUMLARI</u>		(Milyon TL.) 209.745
<u>SSK</u>		165.002
Hisse Senedi	0.1	
Tahviller	154.237	
Hazine Bonosu	10.237	
<u>T.C.Emekli Sandığı</u>		7.443
Hisse Senedi	1.958	
Tahviller	5.485	
<u>Bağ-Kur</u>		2.088
Tahviller	2.088	
<u>Özel Sandıklar</u>		35.212
Tahviller	31.903	
Hisse Senetleri	3.309	
<u>SIGORTA ŞİRKETLERİ</u>		6.749
Hisse Senetleri	20.803	
Tahviller	47.945	
GENEL TOPLAM		278.494
1986 Yılında sermaye piyasasında ihraç edilen menkul değerler toplamı		
1986 yılında sigorta işletmelerinin sermaye piyasasında aldığı pay (%)		90

Tabloda görüldüğü gibi Sosyal Güvenlik Kuruluşları tarafından genellikle tahvile yatırım tercih edilmiştir.

Daha genel bir şekilde 1980-1987 yılları arasında Türkiye'de Sosyal Güvenlik Kuruluşlarının menkul kıymet yatırımlarını aşağıda Tablo 9'da görebiliriz (109).

Tablo 9: Sosyal Güvenlik Kuruluşlarının Menkul Kıymet Yatırımları
(Milyon TL.)

Yıllar	SSK	T.C.E.Sandığı	Bag-Kur	OYAK (1)	Sos.Güv.Kur. Toplamı	Sig.ve Reas. Sirt.Toplamı	Genel Toplam
1880	47.367	12.683	1.333	2.511	63.894	2.736	66.630
1881	54.193	14.939	273	3.021	72.426	5.405	77.831
1882	62.819	15.766	273	5.036	83.894	9.922	93.816
1883	88.843	20.496	273	5.970	115.587	17.648	133.235
1884	86.893	14.555	273	-	101.721	27.991	129.712
1885	144.722	9.276	273	-	154.271	49.541	203.812
1886 (2)	165.002	7.443	2.088	-	209.745	68.749	278.494
1887	195.455	13.502	1.905	-	210.862	130.082	340.944

Tabloda görüldüğü gibi özellikle T.C. Emekli Sandığı'nın yatırım portföyü içerisinde menkul kıymetlere yatırım 1980'-den 1987'ye kadar azalan bir seyir göstermektedir. Bag-Kur'un 1981-1986 yılları arasındaki menkul kıymet yatırımlarını standart düzeyde tutmuş, 1986'dan itibaren artış görülmüştür.

Menkul kıymetlere en fazla yatırım SSK, sigorta ve reasürans şirketleri tarafından yapılmıştır.

Aşağıda Tablo 10'da da Sosyal Güvenlik Kuruluşları sigorta şirketleri ve kooperatiflerin mevduat bankalarındaki mevduat içindeki payları görülmektedir.

(109) ÜÇİŞİK, Fehmi: "1982 Anayasası Karşısında Banka ve Sigorta Şirketleri Sandıkları ve Sağladıkları Yardımları Değerlendirme". Sosyal Güvenlik ve Banka Sigorta Şirketleri Sandıkları Uygulamadaki Sorunları Sempozyumu. Marmara Üniversitesi, 1987. s. 74.

Tablo 10: Sosyal Güvenlik Kuruluşlarının Banka Mevduatı İçindeki Payları (Milyon TL.)

Yıllar	Mev.Ban. Mev.Top.	Sos.Güv.		Sig.Srt. Mev.Top.	Sos.Güv. Kur.ve Sig. Srt.Mev. Toplamı	
		Kur.Mev. Top.	(%) Pay		(%) Pay	
1978	269.860	17.639	6.5	322	17.961	6.6
1979	434.007	30.174	6.9	426	30.580	7.0
1980	766.738	45.585	5.9	807	46.392	6.0
1981	1.544.635	77.291	5.0	797	78.088	5.0
1982	2.383.528	148.942	6.2	1.978	150.920	6.3
1983	3.108.686	173.332	5.5	2.414	175.746	5.6
1984	5.006.983	264.608	5.2	4.697	269.305	5.4
1985	8.037.577	324.340	4.0	7.933	332.273	4.1
1986	11.749.537	505.261	4.3	16.391	521.652	4.4
1987	14.181.540	784.321	5.5	12.841	797.162	5.6
Ortalama (%) Pay			5.5			5.6

Kaynak: Ziraat Bankası Yıllık Raporları, 1987.

Tablo incelendiğinde özellikle 1986-1987 yıllarını dikkate alırsak, mevduat bankalarının mevduat toplamları içinde Sosyal Güvenlik Kurumları ve Sigorta Şirketlerinin payı % 5.6'dır. Özellikle Sosyal Güvenlik Kurumlarında biriken fonların büyük bir kısmı bankalara yatmaktadır.

İleriki konularda 1987 sonrası veriler ile birlikte her Sosyal Güvenlik Kuruluşu için ayrı ayrı değerlendirme yapılacaktır.

1.1.2. Özel Sigorta Sektörü

Önemli bir birikim aracı olan sigortanın en önemli ekonomik işlevi fon yaratmaktır. Gelişmiş ekonomilerde sigortanın işlevleri, sigortacılığın gelişmesine paralel olarak önem kazanmakta ve sigorta kesimi, finansal kesim içinde önemli bir paya sahip olmaktadır. Hatta denilebilir ki, sigortanın

ekonomik işlevleri temel işlevlerine göre daha dikkat çekmektedir (110).

Sigorta kesiminin fon yaratma işlevi dar olarak tanımlandığında, hisse senedi ve tahvil alımına tahsis edilmiş tutarlar olarak yorumlanabilir. Fon yaratma işlevi en geniş anlamda yani tasarruflara katkı olarak tanımlandığında primler kurumsal tasarruf niteliğinde sayılmaktadır. Sigorta kesimi gönüllü tasarruflar yoluyla fon yaratır. Fon yaratma ile ekonomik işlev tam anlamıyla gerçekleşmiş değildir. Yaratılan fonların yatırımlara kanalize edilmesi gerekir. Sosyal ve özel sigorta kuruluşlarında toplanan primler tutarı kadar para, tüketim, ferdi tasarruf ve yatırım alanından çekilmekte ve biriken sermaye daha toplu ve güçlü olarak yatırım ve üretim alanına yöneltilmektedir.

Bugün özellikle gelişmiş ülkeler, sigortanın fon yaratma işlevinden maksimum düzeyde faydalanmaktadır. Gelişmekte olan ekonomilerde, sermaye birikimine duyulan gerek ve zorunluluk gelişmiş ekonomilere oranla daha fazla kendini hissettirmektedir (111).

Sigorta sektörü batı ülkelerinde kaynak yaratmada ön sıralarda yer almaktadır. ABD, Kanada, Japonya ve sekiz gelişmiş Avrupa ülkesini kapsayan bir araştırmaya göre (112)

(110) UZUNOĞLU, Bahtiyar: "Sigorta Şirketlerinin Mali Bünyelerinin Güçlendirilmesi ve Menkul Değerlere Yatırım". Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Ekim 1988, s. 20.

(111) A.g.e., s. 74. *Fatih Şenel*

(112) SCHWEIZER, RÜCK: Sigma Dergisi, 12 Aralık 1987, s.4.

1985 yılında adigeçen ülkelerde sigorta sektörü tarafından yatırıma yöneltilen tutar 1.880 milyar \$'dır. Bu nitelikleri ile sigorta şirketleri mali piyasalarda yer alan önemli bir kurumsal yatırımcı grubunu oluşturmaktadır.

Özellikle hayat sigortası şirketleri, bu alandaki riskin öngörülebilirliği daha yüksek olduğundan ve bu tür poliseler daha uzun vadeli olarak düzenlendiğinden, topladıkları fonları uzun vadeli sermaye araçlarına yatırmaktadır.

Bu şekilde sermaye birikimine katkıda bulunan ve bunları çeşitli girişimcilere kanalize eden sigorta şirketleri müşterilerine sundukları araç ve hizmetleri çeşitlendirmekte ve emeklilik fonları yönetmekte, geliştirdikleri programlarla tasarrufları sermaye piyasasına çekmektedir (113).

Türkiye'de sigorta endüstrisinin anılan işlevleri yerine getirip getiremediğinin değerlendirilebilmesi için, sigorta ve reasürans şirketlerince toplanan fonların gelişiminin ve bu şirketlerce sermaye piyasasına aktarılan kaynakların dikkate alınması gerekmektedir.

1987 yılı verilerine göre ülkemizdeki yerli ve yabancı sigorta şirketlerince yatırıma yöneltilen miktar 191 milyar TL'dir (114). Bu miktarın 78.93 milyarının gayrimenkullere,

(113) DEMİRCELİK, Adalet: "Sigortacılığın Sermaye Piyasasına Entegrasyonu". Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Mayıs 1988, s. 8.

(114) BAVBEK, Reha: "Ülkemizde Sigorta Sektörü ve Kaynak Oluşturmadaki Rolü". Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Ekim 1988, s. 8.

55.20 milyarının hisse senetlerine, 53.51 milyarının tahvillere, 3.12 milyarının police veya ipotek mukabili ikraz olarak yatırıldığı anlaşılmaktadır. Bu oranları, batı ülkeleriyle karşılaştırdığımızda: aşağıda görüldüğü gibi ülkemizdeki sigorta sektörü yatırımlarının gayrimenkullere çok fazla yöneltildiği anlaşılmaktadır (115).

Tablo 11: Cesitli Ulkelerde Sigorta Sirketlerinin Fon Arzları %

	ABD	B.Alm.	Ing.	Fransa	Belçika	Türkiye
Gayrimenkul	3.3	8.2	14.2	11.2	8.1	41.38
Hisse Senedi-İştirak	13.3	7.9	42.5	22.8	14.5	28.94
Sabit Faizli Yatırımlar	65.5	65.8	32.5	62.8	51.4	28.05
İkrazlar	17.7	16.8	4.7	0.4	21.8	1.63
Diğer Yatırımlar	0.2	1.3	6.1	2.8	4.2	-

Tablodan özellikle İngiltere ve Fransa'nın yatırımlarını hisse senetleri ve iştirake yönelttiği görülmektedir.

Tablo 12: Türkiye'de 1986-1987 Yıllarında Sigorta ve Reasürans Sirketlerinin Yatırımları ve Bu Yatırımlardan Sağlanan Gelirler (Milyon TL.)

Yatırım	1986		1987		Artıs (%)	
	Miktar	Gelir	Miktar	Gelir	Miktar	Gelir
Hisse Senetleri	20.804	5.072	58.685	9.017	182.09	77.80
Tahviller	47.946	14.436	71.397	17.467	48.91	20.99
Hayat Policeleri üzerine ikrazat	1.752	186	2.224	275	26.92	47.66
İpotek Karşılığı ikrazat	803	47	1.156	84	43.98	79.65
Gayrimenkuller	25.207	1.318	85.168	1.407	237.87	6.81
TOPLAM	96.512	21.059	218.628	28.250	126.53	34.15

(115) A.g.e., s. 9.

Tablodan anlaşıldığı gibi Sigorta ve Reasürans şirketlerinin yatırımlarında hisse senetlerinin payında % 182'lik bir artış vardır. Bu artış % 77.80'lik bir gelir artışı yaratmıştır. Gayrimenkul yatırımlarındaki % 237'lik bir artış ise gelirlerde ancak % 6.81'lik bir artış sağlayabilmistir.

Tablo 13: Türkiye'de 1990-1991 yıllarında Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Yatırımları ve Bu Yatırımlardan Sağlanan Gelirler (Milyon TL.)

Yatırım	1990		1991		Artış (%)	
	Miktar	Gelir	Miktar	Gelir	Miktar	Gelir
Hisse Senetleri	333.400.167	110.094.334	534.653.606	117.382.709	60.36	6.62
Tahviller	592.137.045	105.847.763	1.279.000.000	269.220.831	116.00	154.34
Gayrimenkuller	415.374.314	19.401.256	590.811.789	7.988.720	42.24	- 58.82

Kaynak: 1991'de Türkiye'de Sigorta Faaliyeti Hakkında Rapor, Sigorta Murakabe Kurulu Yayın No: 38, s. 12.

Yukarıdaki tablo incelendiğinde Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Yatırımları içinde Hisse senetlerinin payı 1990'dan 1991'e % 60.36'lık artış göstermiş ancak gelirde % 6.62'lik bir artış sağlanabilmistir (Sözü edilen yıllardaki borsanın genellikle düşüş seyrinde olduğu dikkate alınmalıdır). Tahvillere yatırım ise % 116'lık bir artış göstermiş bu artış gelirlerde de % 154.34'lük artış sağlamıştır. Ancak gayrimenkullere yatırım % 42.24 oranında arttırıldığı halde % 58'lik zarar söz konusudur.

Ayrıca Sigorta ve Reasürans şirketlerinin yatırım yaptığı hisse senetlerinden % 32.3'ü sanayi işletmeleri hisse senetleridir. Diğerleri sigorta şirketleri ve bankalarıdır.

Yatırım yaptığı tahvillerin % 99.56'sı devlet ve kamu kuruluşu tahvilidir.

Sigorta ve Reasürans şirketlerinin 1991 yılında bankalarda 366.325.670.000.-TL. lık mevduatı vardır (116).

1.1.3. Emekli Sandığı

Sosyal güvenlik kuruluşları arasında gerek tarihi ve gerekse kapsadığı kişiler açısından Türkiye'nin en büyük kuruluşu T.C. Emekli Sandığı'dır.

Emekli Sandığı'nın temel fon sunucusu hanehalkıdır. Bütün fonlarını sosyal güvenlik hizmetleri karşılığı olarak hanehalkından (memurlardan) sağlamaktadır. Hanehalkının zorunlu olarak Emekli Sandığı'nda biriktirdiği fonların kullanıcıları başta resmi finans kesimi olmak üzere Ticaret Bankaları Yatırım Bankası ve şirketler kesimidir.

Sandığın fon kullanımları arasında sabit kıymet yatırımlarının özellikle 1970'den sonra nispi düşme eğilimi içine girmesini sevindirici bir gelişme olarak kabul etmek gerekir. Çünkü bu eğilim uzun vadeli fonların inşaat piyasasına kanallanması politikasının yavaş yavaş terkedilmeye başlandığının en belirgin göstergesidir. Söz konusu yatırım politi-

(116) Sigorta ve Murakabe Kurulu, "1991 Türkiye'de Sigorta Faaliyeti Hakkında Rapor", Yayın No: 38, s. 12.

kasındaki değişikliğe paralel olarak sermaye piyasasına kanalıze edilen fon hacimlerinde önemli gelişmeler olmadığı gözönüne alınırsa biriken fonların sermaye piyasası yerine para piyasasına aktarıldığı sonucuna varılır. Nitekim, finansal aktiflerinin içinde mevduatlarının ve özellikle vadesiz mevduat oranlarının yükselmesi ve Ticaret bankalarının giderek Devlet Yatırım Bankasının önüne geçerek resmi finans kesiminden sonra ikinci büyük fon kullanıcısı kesim durumuna gelmesi fon akımının para piyasasına yöneldiğinin en açık belgesidir. Sandığın elinde biriken fonların vadesiz mevduat yolu ile para piyasasına sunulması da sabit kıymetlere yatırılması gibi çok sakıncalı bir fon yönetim politikasıdır (117).

Emekli Sandığı'nın 1985-86-87 yıllarındaki yatırım tutarlarına baktığımızda aşağıdaki tablo karşımıza çıkmaktadır (118).

Tablo 14: Emekli Sandığı'nın 1985-86-87 Yıllarındaki Yatırımlar Tutarları

Yıllar	Mali Yatırımlar	
	Tutar	%
1985	44.269	22.7
1986	184.125	40.3
1987	97.655	30.7

- (117) Sigorta ve Murakabe Kurulu, "1991 Türkiye'de Sigorta Faaliyeti Hakkında Rapor", Yayın N1: 38. s. 12.
(118) AYDIN, Davut; Finansal Araçlar Açısından Finansal Piyasalar Üzerine Bir Araştırma. Eskişehir 1980, s. 112.

Tabloda görüldüğü gibi Emekli Sandığı sözü edilen yıllarda fonlarının sadece 1985'de % 22.7'sini, 1986'da % 40.3'ünü ve 1987'de % 30.7'sini mali yatırımlara ayırmıştır. Aynı yıllarda fonların diğer kısmı sabit ve diğer yatırımlara kaymıştır.

Tablo 15: Mali Yatırımlarının Dağılımı

Yıllar	Mevduat %	Tahviller %	Hisse Senet. %	(Milyon) Faiz ve Temettü Gelirleri	Nominal Getiri
1985	78.6	18.0	3.4	3.594	% 8.3
1986	92.8	5.3	1.9	2.883	% 2.8
1987	86.1	5.2	8.7	3.303	% 3.4

Yapılan mali yatırımlar içinde ise en büyük pay mevduat yatırımlarıdır. Tablo incelenirse;

1985 yılında Mevduat olarak yatırım % 78.6 iken hisse senet ve tahvillere % 21.4'lük bir yatırım yapılmıştır. Toplam faiz ve temettü geliri 3.594'dür. 1986 yılında mevduatlara ayrılan fon % 92.8'e çıkmıştır, sadece % 7 oranında Menkul Kıymetlere yatırım yapılmıştır, ancak faiz ve temettü gelirlerinde düşme olmuştur.

Halen Emekli Sandığının varlığının önemli bir bölümü lüks turistik otellere yatırılmıştır. Bu nedenle Türkiye'de sermaye piyasasına fon aktarma açısından işlevi çok azdır (119). Yıl sonu hesapları devamlı açık vermekte ve bunlar genel bütçeden karşılanmaktadır. Örneğin; mülkiyetleri Emekli

(119) TUNCER, Selahattin: Türkiye'de Sermaye Piyasası, Okan Yayınları, 1985, s. 176-178.

Sandığı'na ait olan 6 büyük otelin 1991 yılının ilk 9 ayını 6.8 milyar lira zararla kapattıkları bilinmektedir. Bu arada 1992 yılında ise aynı otellerin daha fazla zarar edeceği beklenmektedir. En fazla zararı 4 milyar 826 milyon ile Büyük Tarabya Oteline aitken, Çelik Palas Otelinin zararı 1 milyar 704 milyon lira. Büyük Ankara Otelinin zararı 1 milyar 271 milyon lira, Stad Otelinin zararı ise 1 milyar 870 milyon liradır.

1.1.4. SSK

SSK, Sosyal Sigortalar Kurumu 4792 Sayılı İsci Sigortaları Kurumu Kanunu ile ve ilk kez İsci Sigortaları Kurumu adıyla kurulmuştur. Kurumun adı sonradan değiştirilmiştir. Bu kurumun görevi "iş hayatında türlü hallere karşı ilgili sigorta konusu hükümlerini uygulamak" olarak tanımlanmıştır (120).

Diğer taraftan kurum, sosyal sigortaları doğrudan doğruya ilgilendiren işler dışında, kurumun gelirlerini yönetmek, üyelerine kredi vermek, yasa değişikliği tasarıları hazırlamak vb. işlerle de uğraşmaktadır.

Türkiye'de bugün için sosyal sigortalarda uygulanan finansman yönteminde ağır basan, kapitalizasyon yöntemidir. Ancak bunun yanında kısa süreli riskleri karşılayan bazı sigorta kollarında ise dağıtım yöntemi uygulanmaktadır. Kapitali-

(120) TUNÇOMAĞ, Kenan; "Sosyal Güvenlik Kavramı ve Sosyal Sigortalar". İstanbul Hukuk Fakültesi Yayınları, s. 68.

zasyon yöntemi Bireysel ve Toplu Kapitalizasyon olarak iki şekilde uygulanır.

Bireysel kapitalizasyon yönteminde her sigortalı için özel bir hesap açılmıştır. Sigortalının ve işverenin ödediği primler bu hesaplara yatırılmış ve işletilmiştir. Bir sermaye meydana getirilmekte ve sigortalı emekli olunca kendisine ödenmektedir. Toplu kapitalizasyon yönteminde ise primler özel bir fonda toplanmakta, tüm sigortalılara yapılacak yardımlarda kullanılmaktadır. Dağıtım yönteminde belli bir dönemin gelirleri, aynı dönemin sigorta giderlerinin (yardımlarının) karşılanmasında kullanılmaktadır.

Kapitalizasyon yöntemine çeşitli eleştiriler vardır. Çünkü, fiyatlar uzun süre, sabit tutulamaz. Hemen her ülkede enflasyon nedeniyle fiyatlar sürekli olarak yükselmektedir. Bu nedenle başlangıçta yeterince biriktirilmiş sermaye zamanla gerçek değerini yitirecektir.

Sosyal sigorta fonlarının yatırılacağı alanlar Ulusal Bankalar, devletin çıkardığı veya kefil olduğu tahviller, taşınmazlardır. Ayrıca konut yapımı için kredi ile Devlet Yatırım Bankası ve Devlet Planlama Teşkilatınca güvenilir, kârlı olacağı belirtilen, özellikle ara ve yatırım malları üretimine yönelik, sermayenin yarısından fazlası kamu kesimine ait olacak şekilde kuruluşlara katılımdır. Bu alanlara yatırılacak sermayenin en üst oranı 2.158 sayılı yasada 20.maddesinde biraz da değiştirilerek yer verilmiştir. Sosyal Sigortalar, fonlarının en çok % 40 tahvillere ve en çok % 25'i

sigortalı emekli ve sakatlara ve % 5'i de kendisine bağılı tüz-
zel kisiliğı olan müesseseler kurmaya ara ve yatırım malları
üretimine yönelik kamu kuruluşlarına katılmaya yöneltilmiş-
tir.

SSK açısından yatırımlarda verimlilik esası gözönünde
tutulması zorunlu olduğı halde, bu ilkeye fazla önem veril-
memistir. Çünkü kamu kesimine ayrılan fonların bir bölümü
Devlet Yatırım Bankası eliyle yıllarca iktisadi devlet kuru-
luşlarına, bir bölümü de bütçe yolu ile ana yatırımlara git-
mektedir. Bu kuruluşlara ve devlete ayrılan bölüm kuruluşla-
rın tüketim harcamalarında kullanılmaktadır (121).

Ayrıca, SSK yıllarca sermaye piyasası için en ideal bir
fon kaynağı olan prim gelirlerinden sermaye piyasasına sadece
konut kredilere karşılığı fon sunmuştur. Hisse senedi gibi
sermaye piyasası araçlarına yatırım yok denecek kadar az
olmuştur.

Asağıdaki tabloda görüldüğü gibi toplam plasmanların bü-
yük bir kısmı devlet bankaları ve tahvillere yatırılmaktadır.

Tablo 16: SSK'nın Plasmanları (Milyon TL.)

Plasmanlar	1989	1990	Fark
Milli Bankalar	1.492.777.2	2.923.855.8	1.431.078.6
Tahviller	451.436.8	596.462.0	145.025.2
Gayrimenkuller	128.216.7	231.353.6	103.136.9
Konut Kredileri	56.408.8	48.385.2	8.023.6
Toplu Konut Fonu	32.017.9	32.497.5	479.6
Müesseseler			
İlaç Fabrikaları	250.0	250.0	-
İstirakler	766.6	766.6	-
Nakil Vasıtaları	2.916.6	4.540.2	1.623.6
D.bas. Mak.Cih.ve Stok	259.929.1	450.537.5	190.608.4
TOPLAM	2.424.719.7	2.288.648.4	1.863.928.7

(121) A.g.e., s. 98-111.

1.1.5. Bağ-Kur ve Oyak

Bağkur. kapsamına aldığı sigortalılara uzun vadeli sigorta kollarından olan malullük. yaşlılık sigortası yardımı yapmaktadır. toptan ödeme ve sosyal yardım zammı uygulamasını yıllarca sürdürmüştür.

Bağkur. fonlarını devlet bankalarına. gayrimenkullere. tahvillere yatırmak. sigortalılarına mevzuat dahilinde işletme ve tesis kredisi. toplu işyeri ve konut kredisi vermek suretiyle kullanmaktadır. Bağ-Kur'un son yıllardaki mali yatırımlarına bakıldığında;

1989 da. biriken 170.263.996.636.-TL. lık fonun 152.188.229.141.-TL. lık kısmı banka mevduatı olarak yatırılmıştır. 17.501.689.955.-TL. lık kısım ise Tahvillere yatırılmıştır.

1990 yılında. biriken 138.909.038.184.-TL. lık fonun 128.772.435.364.- TL. sı banka mevduatı olarak. 9.640.407.801 TL. lık kısmı ise Tahvillere yatırılmıştır.

1991'de de 112.652.781.950.-TL. lık fonun. 101.696.935.525.-TL. sı banka mevduatına. 10.529.141.257.-TL. lık kısmı tahvile yatırılmıştır (122).

Rakamlardan anlaşılmaktadır ki. her yıl genellikle fonun % 90-98'lik kısmı mevduat olarak bankalara yatırılmaktadır.

(122) BAĞ-KUR. İştatistik Yıllığı 1991, s.168.

Oyak ise, önemli ölçüde sanayi kesimine fon sunmuş, bu fon sunumunu daha çok işletmelere sahip olma amacıyla gerçekleştirmiştir. Bu nedenle sosyal güvenlik kurumları içerisinde yatırım geliri en yüksek olan kurum OYAK'tır. Oyak'ın yatırım gelirlerinin yüksek düzeyde olması, elinde biriken fonlarını menkul kıymetlere özellikle hisse senetlerine yatırarak sermaye piyasasına sunmasındandır. Bu da diğer sosyal güvenlik kurumlarından ayrı bir politika izlediğini ortaya koymaktadır. Diğer sosyal güvenlik kurumlarının aksine Oyak'ın anonim şirketlere iştirakleri önemli ölçüde bulunmaktadır.

Oyak'ın yatırımlarında iştirakler % 92-93, gayrimenkuller % 5-6, tahviller % 1-2 oranında yer almaktadır.

1.1.6. Genel Olarak Sosyal Güvenlik Kurumlarının Fonlarını Değerlendirme Kriterleri

Sosyal Güvenlik Kurumları fonları değerlendirirken belirli kriterlere göre davranırlar. Bu kriterleri 4 başlık altında toplayabiliriz.

- Emniyet kriteri,
- Likidite kriteri,
- Gelir kriteri,
- Sosyal ve ekonomik fayda kriteri.

Sosyal güvenlik sistemlerinin topladıkları fonlar yurt içi tasarrufların önemli bir payını oluşturmaları nedeniyle sigortalılar, devlet ve çeşitli girişimcilerin ilgisini çekmektedir. Bu nedenle hemen bütün ülkelerde sosyal güvenlik

kurumlarının yatırımları güvenilirlik ve likidite açısından yasalarla ciddi kısıtlamalara tabi tutulmuştur. Ancak sözkonusu düzenlemeler hükümetlerin sosyal ve politik amaçları doğrultusunda olmuştur. Bu nedenle yatırım alanlarına ilişkin düzenlemeler, hükümetlerin yatırım harcamalarının ucuz kaynaklarla finanse edilmesi sorunlarıyla birlesince yatırımlar genellikle düşük getirili alanlara zorunlu olarak yönelmiştir (123).

Türkiye'de sosyal güvenlik kurumlarının yatırımları için yasal düzenlemeler getirilmiştir. Kurumlara göre değişmekle beraber bu alanlara yapılan yatırımlar birbirlerine benzer nitelikler taşımaktadırlar. Bu yasal düzenlemeleri şöyle sayabiliriz: faiz haddi en yüksek devlet bankalarına yatırmak, devletin çıkardığı veya kefil olduğu tahviller ile gelir garantisi verdiği menkul kıymetlere yatırmak, taşınmazlara yatırmak ve üyelerine kredi olarak vermek.

Ancak fonların değerlendirilmesinde enflasyon önemli bir engeldir. Sözkonusu yatırımların gelirleri enflasyonun altında kaldığında biriktirilen fonlar erimektedir. Bu erimelerin karşılanması gerektiği için bu karşılama devlet sübvansiyonları ile olmaktadır. Bu kurumların fonları iyi değerlendirilmediği için bu değerlendirilmediği için bu kurumlar devlete yük olmaktadır.

(123) TUNÇOMAĞ, a.g.e., s. 112.

1.2. KAMU ORTAKLIğI FONU

Kamu ortaklığı fonu, 1984 yılında 2983 sayılı Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması Hakkında Kanun'la kurulmuştur. Fonun kuruluş amacı, vatandaşa dengeli ve güvenilir gelir sağlayarak tasarruflarını teşvik etmekte; bu suretle oluşan kaynakları yatırımlara kanalize etmektir.

Kamu ortaklığı fonunun en büyük gelir kaynağı, gelir ortaklığı senedi ve tahvil ihracı suretiyle iç borçlanma oluşturmaktadır. Bunun yanısıra, fondan finanse edilen alt yapı tesislerinin işletme gelirleri, özelleştirme gelirleri ve akaryakıt tüketim vergisi üzerinden alınan paylar ile otoyolların finansmanı için sağlanan dış krediler, kamu ortaklığı fonunun diğer büyük gelir kalemleri arasında yer almaktadır.

Kamu ortaklığı fonu, mevzuatla belirlenen bu kaynakların % 43 gibi büyük bir oranını alt yapı yatırımlarının finansmanında kullanmaktadır (Aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi).

Tablo 17: Kamu Ortaklığı Fonu Kaynak ve Kullanımları

(Milyon TL.)

KAYNAKLAR	1984-1989	1990	1991	TOPLAM
Akaryakıt Tüketim Vergisi	770.204	803.677	1.234.739	2.808.620
İşletme Gelirleri	2.348.878	1.700.424	946.766	4.996.068
Diğer Fonlardan Aktarma	350.832	244.682	316.685	912.199
Faiz Gelirleri	278.366	200.816	811.741	1.290.923
KİT'lerden tahsilat	96.992	71.465	55.454	223.911
Özelleştirme Gelirleri	425.344	1.545.296	1.337.445	3.308.085
Diğer Gelirler	-	831.954	-	831.954
BORÇLANMA SURETIYİLE SAĞ.				
- İç Borçlanma	5.219.796	2.827.993	5.195.433	13.243.222
- Dış Borçlanma	2.607.758	1.023.095	2.664.723	6.295.576
TOPLAM	12.098.170	9.249.402	12.562.986	33.910.558
KULLANIMLAR	1984-1989	1990	1991	TOPLAM
Altyapı Tesisleri Finansmanı	5.657.166	5.334.751	8.731.829	19.723.746
İşletme Giderleri	226.041	178.204	209.618	613.863
Gelir Payı Ödemeleri	1.827.134	1.262.310	460.992	3.550.436
Diğer Fonlara Aktarma	154.973	153.913	119.770	428.656
Genel Bütçeye Aktarma	75.866	32.024	442.042	549.932
K.Ö.Y. Kredi-İştirak	257.386	158.348	240.398	656.132
Özelleştirme Giderleri	21.997	63.611	124.464	210.072
Sermaye Katılım Giderleri	339.376	1.337.961	1.108.248	2.785.585
Diğer Giderler	862.032	-	184.948	1.046.980
BORÇ ÖDEMELERİ				
- İç Borç Ödemesi	1.638.536	840.967	312.860	2.792.363
- Dış Borç Ödemesi	94.624	432.700	869.936	1.397.260
TOPLAM	11.155.131	9.794.789	12.805.105	33.755.025

30 Eylül 1991 itibariyle.

1.3. TİCARİ BANKA İŞTİRAKLERİ

Tanım olarak elde edilecek kar/zararı tespit edilen bir oran içerisinde dağıtmak üzere, bir bankanın herhangi bir işletme ile giriştiği ticari ilişkidir. Bankalar Kanununda ise bir şirkete ait pay senetlerinin en az % 20'si bir bankanın

elinde ise bunu ticari banka iştiraki olarak tanımlamaktadır. Banka iştirakleri bir işletmenin kuruluşunda olabileceği gibi, işletme faaliyete geçtikten sonra da olabilir.

Bankalar çoğu kez kaynaklarının bir kısmını iştiraklerine bağlarlar. Bu bağlanan fonlar genellikle orta vadeli konjonktürde ilgili bankanın likidite durumunu zorlamayacak bir oranda olur. Her bankanın kendi özel yapılanmasına göre bir iştirak politikası mevcuttur. İşte ticari bankaların iştirak politikaları yatırım tröstlerinden ve holdinglerden bazı yönleriyle farklılık gösterir. Bunlar;

1. Yatırım tröstleri çeşitli oranlarda sermayelerini dağıtmak sureti ile riski azaltmaya çalışırlar. Sermayelerini birçok plasman konusunu serpiştiren yatırım tröstleri ilgili firma hisseleri az olduğu için yönetim kurullarına katılmazlar.

Bankalar ise az sayıda firmaya sermaye bağlar ve aynı zamanda idareyi kontrol edecek veya etkileyecek kuvvette olurlar.

2. Holdingler genelde birbirleri ile ilgili firmaların kontrollerini ellerine geçirerek bunların faaliyetlerini koordine eder ve sermayelerine girdikleri firmalar ile bağları köklü ve sürekli dir.

Bankaların iştirakleri ile olan bağları ise holdinglere göre daha esnek ve istikrarsızdır. Bankalar karlı çıkacakları zaman iştiraklerine ait aksiyonları elden çıkartmakta tered-

düt etmezler ve genellikle iştiraklerine ait hisseleri en yüksek rayicini bulunca satarlar.

Bankaların ise iştiraklerine bağladıkları sermaye mevduat sahiplerinin parasıdır. Ortak oldukları firmalardan temettü geliri yanında, bunlara actıkları kredilerden ve yaptıkları hizmetlerden de kazanç elde ederler.

Türkiye'de sanayileşmenin temelinde bankacılık kesimi yer almıştır.

İştirak politikası, başlangıcında sanayinin kurulmasına büyük bir katkıda bulundu. Bankacılık kesimi iştirak politikasında, kaynaklarının bir kısmını iştiraklerine sermaye olarak tesis etti. Ama iştirak olarak kurulan sanayi kuruluşlarının hiçbir zaman yeterli sermayesi olmadı. Bankalar gelir kaybına uğramamak için özkaynak olarak tespit edilen miktarı az tutarken kredi miktarını yüksek tuttular. İlk krediler verildiğinde bu ekonomiye olumlu bir etki sağladı. Fakat bu krediler banka sistemine geri dönmedi ve bunun etkisi de donmuş krediler ile aynı oldu. Her ne kadar bankalarımız bu kredilerin donmuş olduğunu kabul etmiyorsa da bu politika bankacılık sektöründe tıkanıklıklara yol açmıştır.

"İştiraklere konulan sermaye bir kredi değildir. Krediden de öte donuk bir plasman sayılmaktadır. Ayrıca kredi gibi belli bir süre sonunda veya vadesinde ödenmesi de söz konusu olmamaktadır" (124).

(124) OCAL, Tezel; Ticari Banka Fonlarının Kullanımı ve Türkiye'deki Durum, Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Fakültesi Ders Kitapları, Yay.No:321, Ünite:7, 1987, s. 99.

İştirak politikasının sanayiye etkisi istendiği gibi olmamıştır. Çünkü bankalar iştirak politikasıyla kaynaklarını bir yere bağlamaktadırlar.

Bu kaynakların sabit olarak kalması yani başka girişimcilere devredilmemesi bankaların yeni kaynak yaratmasını engellemektedir. Bu şekilde bankalar sanayinin gelişimine bir engel oluşturmaktadır.

Bankacılık, sistemimizin uzun yıllar mali sistemin sermaye piyasası ayağı olmadığından dolayı tek başına Türkiye'nin finansman ihtiyacını karşılamıştır. Bu yükün banka sisteminde tek başına yürütülmesi hem mali sistemin fonksiyonlarını yeterince yerine getirmesini engellemiş hem de banka sisteminde sağlıklı bünyelerin oluşmasına yol açmıştır.

Yaşanan diğer önemli bir olgu da sermaye yetersizliği nedeniyle yatırımlar sanayi sektöründen, tüketim malı üreten sektörlere kaymıştır. Yine önemli bir nokta ise yapılan yatırımların karlılık ve risk yönünden yüksek oranlı olmasıdır.

Banka mevduatları ise uygulanan pozitif faiz politikası ile bir artış yaşanmış fakat bu artış tasarrufların reel artışından değil, hane halkı elinde bulunan "atıl tasarrufların" banka sistemine çekilmesi ile oluşmuştur. Ancak bu artan tasarruflar, yatırımlara kanalize edilememiştir. Bu dönemde yeni sanayiler kurulamadığı gibi mevcut sanayiler de geliştirilememiş, "1980-86 arası" bir durgunluk yaşanmıştır.

Mali sistemin bir kolu Sermaye Piyasasının, ülkemizde uzun yıllar kurulamamış olması ve kurulduktan sonra ise yeterli etkinliğe -bugün bile- ulaşamaması, doğal olarak finansman taleplerini bankalara yöneltmektedir. Fakat bankalar ile sanayi kesimi arasında yeterli ilişkilerin kurulamaması (ihtisas bankaları hariç) bankaların sanayi sorunlarına yabancı kalmasına yol açmıştır. Buna örnek olarak, bankacılık kesiminin ana ve yan sanayi ilişkilerinin dikkate alınmaması gösterilebilir. Halbuki yan sanayinin finans sorununa eğilimcedikçe yan sanayi bu sorunlarını ana sanayiye taşıyacak ve yan sanayinin üretebileceği bol ve düşük maliyetli mallardan ana sanayi ve tüm ekonomi faydalanamayacaktır.

Diğer ülkelere bakıldığında; hemen hemen bütün sanayi ülkelerinde devlet, ya dolaysız krediler açarak ya da bu görev için özel bankalar kurarak sanayi finansmanına yardımcı olmaktadır. Devlet; sözkonusu kuruluşlara, sermaye piyasasından yararlanma kolaylıkları, ucuz krediler, vergi kolaylıkları ve garantiler sağlayabilmektedir.

"Avrupa ülkelerinde ise (Fransa, İtalya, Belçika) mevduat ve istirak bankaları ayrımı önemlidir. Bu ayrımın sonuçları, sanayiye istirak, menkul kıymet derleme veya bunların satılmalarına aracılık gibi işlemler de görülmektedir. Fransa'da mevduat bankaları öz sermayelerinin % 75'ine kadar menkul kıymet yatırımında bulunabilirler ve katıldıkları şirketin en çok % 10 sermayesine sahip olabilirler. Buna karşılık, bir süre öncedir mevduat kabullerine de yetki verilen

"İştirak bankaları" ise öz sermayeleri miktarında -yerine göre bunu da aşarak- ve iştirak edilen şirket sermayesi bakımından bir sınıra tabi olmaksızın menkul kıymet satın alabilirler" (125).

Türkiye'de ise bankaların iştiraklere ayırabileceği "sermaye plasmanlarının" hacmi, her yıl belli esaslar dahilinde hesaplanarak bir programa bağlanır. İştiraklerde ilgili program aynı zamanda bankanın yıllık iş programlarında yer alır. İştirak hacmi hesaplanırken bankanın sermaye ve yedek akcelerden oluşan özkaynakları ile toplam mevduatın gelişimi ve vadeleri gözönünde bulundurulur. Bankanın iştiraki bulunan şirketlerin genişleme, yenileme, darboğaz giderme gibi yatırım proje ve programları da sermaye finansman ve kredi imkanları bakımından incelenip, değerlendirilerek karar verilir (126).

"İştiraklerden sağlanan karlılık oranının bankaların öz ve yabancı kaynaklar maliyetinin (pasif maliyetinin) altında olmaması genellikle uygun sayılır.

Türkiye'de 1980 sonunda % 1.8 olan iştirakler/aktifler toplamı oranı 1987 yılı sonunda % 2.6'ya yükselmıştır. 1987 yılı sonu itibariyle iştiraklere tahsis edilen sermaye 1.102 milyar TL'dir. Özel sermayeli ticaret bankalarına, % 38.56'-sını oluşturan 425.295 milyon TL. kamusal sermayeli ticaret

(125) O.DONNEL, John; YUKSEL, Ali Sait; Para Bulma (Finansman) ın Seçilmiş Konuları, Ayyıldız Matbaası, Ankara, 1970, s. 95.

(126) OCAL, a.g.e., s. 100.

bankalarına, % 5.19'ünü oluşturan 57.237 milyon TL. kalkınma ve yatırım bankalarına ve % 0.19'ünü oluşturan 2.070 milyon TL.da yabancı bankalara aittir.

Türkiye'de bankacılık sektöründe faaliyet gösteren 9 kamusal sermayeli ticaret bankasından 8'inin, 24 özel sermayeli ticaret bankasından 18'inin, 6 kalkınma ve yatırım bankasından tamamının ve 17 yabancı bankadan 3'ünün olmak üzere toplam 56 bankadan 35'inin iştirakleri bulunmaktadır.

1986-1989 yıllarındaki bazı banka iştiraklerini aşağıdaki tablodan görebiliriz (127).

Tablo 18: Bazı Bankaların İştirakleri

(000.000 TL.)

BANKALAR	1986	1987	1988	1989
T.İs Bankası	140.273	210.427	371.107	582.757
Akbank	67.838	80.091	102.171	198.474
Yapı ve Kredi Bank.	35.766	105.474	188.463	300.640
Ziraat Bankası	21.810	46.846	48.507	133.825
Garanti Bankası	19.770	53.438	110.770	196.083
Pamukbank	17.104	111.257	170.122	254.058
Vakıfbank	10.048	16.495	69.266	222.543
T.Ticaret Bankası	5.866	10.078	14.350	37.916
Şekerbank	2.466	4.115	5.942	28.220
Emlak Bankası	1.023	7.228	56.811	329.321
Halk Bankası	-	5.606	-	4.459
TOPLAM	321.964	651.055	1.132.009	2.288.296

1991 yılının ilk 7 ayında ise bankaların menkul değerler cüzdanı % 40.9 artarak, 24.7 trilyona yükselmıştır (128).

(127) 1989 Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Yayın No: 140, 146, 155, 159.

(128) Türkiye İktisat Gazetesi, İstanbul Sanayi ve Ticaret Odası Yayını, 1991, Sayı: 14.

Tüm bu bilgilerin ışığı altında diyebiliriz ki, bankaların iştirakleri bir bakıma farklı da olsa risk sermayesi yatırımlarına benzer nitelik arz etmektedir (129). Sanayi kesimine bankaların finansman yönünden katkıları önemlidir.

İyi çalışan bir sermaye piyasasının varlığı ve enflasyon, faiz gibi olumsuzlukların azalacağı bir Türkiye ekonomisinin oluşmasıyla, bankalar, risk sermayesi yatırımları için hem iyi bir fon kaynağı teşkil edecekler, hem de bünyelerinde ya da birkaç banka bir araya gelmek suretiyle risk sermayesi şirketleri oluşturabileceklerdir. Sonuç hem banka kârlılığı (sartlar uygun olursa), hem de sanayi kesimi için faydalı olacaktır. Bankalar mevduatlarını iyi bir şekilde değerlendirebileceklerdir. Ayrıca yine önemli bir konu olarak ticari bankalar aktiflerinde çok fazla gayrimenkul bulundurmaktadır. Bunları paraya çevirerek risk sermayesine fon olarak yatırılabilirler.

2. TÜRKİYE'DE RISK SERMAYESİ VE BENZERİ YATIRIMLARA GİRİŞEN YA DA RISK SERMAYESİNE GİRİŞEBİLME POTANSİYELİNE SAHİP OLAN KURULUŞLAR VE FAALİYETLERİ

2.1. ÖZEL FINANS KURUMLARI

Faize karşı takınılan olumsuz tutumlara alternatif olarak sermayenin emekle ortaklığı önerilmiştir. Söz konusu ortaklığın faaliyetleri sonucu kâr edildiği takdirde belirli ölçüde karşılık alınmalıdır. Söz konusu faaliyetler bir tür kâr

(129) Bkz. I. Bölümde, İştirakler ve Risk Sermayesi Konusu.

ortaklığı olmakla beraber dogacak zarara da ortaklığı icerir (130). Özel finans kurumlarının isleyis mekanizması içinde kâr/zarar ortaklığı sözleşmesi, sistemin temelini olusturur. Söz konusu sistemde kaynaklar, kişi ya da işletmelerden Kâr/zarar ortaklığı sözleşmesiyle sabit bir getiri sözü vermeden belirli bir süre için toplanır. Sözleşmeye zarar da edebileceği eklenir. Özel finans kurumlarının fon kaynaklarını öz sermaye yatırımı ya da katılım hesapları, cari hesaplar olusturur. Türkiye'de de özel finans kurumlarına 16.12.1983 gün 83/7506 sayılı Bakanlar Kurulu Kararıyla izin verilmiştir. Karara ilişkin esaslar 25.2.1984 tarihinde resmi gazetede yayınlanarak yürürlüğe girmiştir (131).

Özel finans kurumlarının faaliyet konuları özetle şöyledir.

1. Mudaraba: Faizsiz bankanın isleyis mekanizması olarak çok yaygın bir şekilde önerilen ve üzerinde durulan temel bir işlemdir.

Genel olarak mudaraba, sermaye-emek ortaklığıdır. Bir taraftan sermaye diğer taraftan emek ortaya konur. Elde edilecek teşebbüs kârı, taraflar arasında önceden belirlenen orana göre bölüşülür. Anlaşmada sermaye sahibine "Rabbulmal" çalışacak olan kişiye "Mudarıp" denir. Mudaraba, zaman, mekan,

(130) AKIN, Cihangir; Faizsiz Bankacılık ve Kalkınma, İstanbul, 1986, s. 63.

(131) Özel Finans Kurumları ve Türkiye Uygulaması Sempozyumu, Marmara Üniversitesi Ortadoğu ve İslam Ülkeleri Ekonomik Araştırma Merkezi, Yayın No:5, İstanbul, 1988, s. 167.

ticaret türü ile sınırlandırılabilir veya sınırlandırılmaz. Mudaraba ticaret yapmak üzere sermayedar ile üretici (emek) arasında yapılan özel bir akittir. Bu anlaşmada taraflardan biri sermaye diğeri emeğini koymakta, tarafların payına düşecek kar yüzdesi akdin yapılması sırasında önceden tayin edilmektedir. Faaliyetler sonucu elde edilen kârdan, anlaşmadaki oranlara göre pay alınır. Başabaş sonuçlanırsa sermayedar ana parasını geri alır, emek sahibi birşey almaz. Zarar söz konusu olursa zarar sermayeden düşülür, böylece sermayedar zarardan etkilenmiş olur. Emekçi zarara katlanmaz. Zaten onun harcadığı emeği ve bilgisi boşa gitmiştir. Ayrıca, bir maddi zarara katılmaz.

Mudaraba faaliyetinin daha ileri aşaması olan müşterek mudarabaya açıklık getirmeye çalışalım. Sermaye sahipleri ile girişimciler her zaman bir araya gelemezler. Müşterek mudaraba ise, faizsiz bankaların kullanabildiği mudilerden fon toplayıp, müteşebbislere kullandırma rolünü hiç eksiksiz görebilecek bir mudaraba türüdür. Burada sermaye sahibi ve müteşebbise ek olarak bunları bir araya getiren bir kurum mevcuttur. Bu islam bankasıdır (Türkiye'de özel finans kurumlarıdır). Islam Bankası topladığı fonları kendisi kullanmayıp üçüncü şahıslara kullandırabilmektedir. Müşterek mudarabada taraflar:

1. Rabbul-Mal; fon sahipleridir.
2. Birinci Mudarib; iki tarafa aracı olan banka. Banka fonları mudarib sıfatıyla toplar. Fakat kendisi iş-

letmez. Yeni bir mudaraba akdiyle üçüncü şahıs durumundaki müteşebbislere aktarılır.

3. İkinci mudarab; Sermayeyi çalıştıran nihai yatırımcıdır. Banka ikinci mudarablere fon aktarıırken her biriyle değişik şartlarda mudaraba akitleri yapılabilir. Bu şartlar tarafların alacakları kâr oranlarında içine alır. Banka mudaraba akdi yapacağı her müteşebbisten değişik oranlarda kâr payları isteyebilir.

Mudarabanın önemi: Toplumda bazı kimseler sermaye sahibi oldukları halde bu sermayeyi çalıştıracak yetenek bilgi ve riske katlanabilme niteliğinden, çalışma ve teşebbüs kabiliyetinden mahrumdurlar. Buna karşın bir kısım kimseler de çalışma ve teşebbüs kabiliyetine sahip oldukları halde gerekli sermayeye sahip değildirler. İşte bu iki taraf arasında, bir taraftan sermaye, diğer taraftan çalışma ve teşebbüs olmak üzere ortaklığın kurulması hem iki taraf, hem de toplum açısından sosyal ve iktisadi faydalar sağlar. Bunun yanında, normal banka sisteminde, kredi açıldıktan sonra ödünç veren, kredinin nasıl kullanıldığı ile ilgilenmez. Halbuki mudarabanın getirisi olan kâr önceden bilinmeyen, girişimin başarısına bağlı olan değişken bir unsur olduğundan, hatta zararda söz konusu olabileceğinden, sermayedar, kâr-zarar ortaklığı esasına dayalı bir girişim@ para yatırırken, firmanın etkinliği, faaliyetin karlılığı ve fonların kullanımıyla, faizli kredilerde olduğundan çok daha fazla alakalıdır. Kararlara katıl-

masa bile sermayedar artık o faaliyetlerle yakından alakalı gerçek bir ortak hüviyetindedir.

2. **Muşaraka:** Bu sistemin temeli hem sermayeyi, hem de yönetimde ortaklığı öngörür. Ancak taraflardan biri, yönetime katılmak istemezse, belirli bir yönetici ücreti tespit edilerek yöneticiye tahsis edilir. Aksi halde böyle bir ücret söz konusu olmaz. Kardan geriye kalan kısım, taraflar arasındaki anlaşmaya göre bölüşülür.

Yönetici ücreti düşüldükten sonra kalan kar, faaliyeti yürüten ile sermayeyi koyan arasında paylaşılır. Tarafların kardan hisse alma oranları eşit olmayabilir. Zarar söz konusu olduğunda ise durum farklıdır. Zarar sözleşmedeki bölüşüm oranları nasıl olursa olsun, eşit olarak paylaşılır (132). Bu ise, sistemin en tipik özelliğidir. Faaliyetin yürütülmesi için yapılan masraflar ve faaliyetlerin gelirleri, her iki taraf tarafından tutulan hesaplarda izlenir.

3. **Murabaha:** Bir malın kendisine malolus fiyatını alıcıya söylemek şartıyla, belirli bir kar karşılığında alıcıya satma şeklinde ortaya çıkan bir faaliyet türüdür.

Sipariş veren, isteği üzerine temin edilen malı, daha sonra satın almaktan vazgeçme hakkına sahiptir. Müsteri bankadan belirli bir malı satın alma vaadinde bulunarak (bankadan) mudaraba yolu ile onu satın almasını isteyebilir. Banka burada bir satıcı değildir. Müsterisinin yazılı teminatı (ta-
(132) A.g.e., s. 168.

limatı) üzerine malı satın alır ve belirli -karşı tarafın bildiği ve kabul ettiği- bir karla müşteriye satar. Bu mevcut olmayan bir malın satışı değildir. Bu açıdan lisans, patent gibi soyut şeyler murabahaya konu olmaz.

Ayrıca özel finans kurumları leasing, taksitli satış vb. faaliyetleri de yürütür.

Risk sermayesi ve mudaraba -muşaraka ortaklığı arasında büyük benzerlikler vardır. En önemli özellik; girişimcinin desteklenmesi, finanse edilmesi ve girişimcinin yarattığı kârdan pay alınmasıdır. Her ikisinde de esas olan girişimcinin yarattığı kar potansiyelidir (133). Bu ortaklıklardan ikisi de faize dayalı bankaların uyguladıkları faizden kazanç politikasına rağbet etmemekte, her ikisi de daha fazla risk yüklenmeyi tercih etmekte, fakat bu arada girişimcinin gerçek kârının tamamına, pazarlık sonucunda karşılıklı anlaşarak vardıkları bir oranda ortak olmaktadır. Oysa faize dayalı (konvansiyonel) bankalar, girişimciye kredi olarak fon aktarır. Banka sadece bir faiz geliri kazanmakta girişimcinin gerçek kârı ile ilgilenmemektedir.

Özel finans kurumları çifte kişiliğe sahiptir. Hem kendisine fonların emanet edilerek yatırıldığı bir mudarip, hem de fonların kullanımında birçok girişimciyi finanse eden yatırımcı rolünü üstlenmektedir. Aynı özelliği risk sermayesi şirketlerinde de görebiliriz.

(133) CİLLER, a.g.e., s. 177.

Özel finans kurumlarında katılma hesapları sahipleri tasarruflarını islam bankalarının düzenli bir şekilde gerçekleştirdikleri kar dağıtımından pay alabilmek amacıyla bu hesaplara yatırmaktadır (134). Bu kâr dağıtım sürecinde özel finans kurumları karlarının % 20'sini tutmakta % 80'ini ise yatırım hesabı sahiplerine dağıtmaktadır. Yatırım hesabı sahipleri de bu % 80'lik meblağdan yatırımların büyüklüğü oranında pay almaktadır.

Özel finans kurumlarında her hissedar bankanın kârına iki aşamada ortaktır.

1. Bankanın karının % 20'sine yatırmış olduğu sermaye oranında ortaktır.

2. Ayrıca, hissedar, bankanın özsermayesinin işletilmesinden sağlanmış olan kara da yatırmış olduğu sermaye oranında ortaktır. Risk sermayesi sektöründe de durum benzerdir. Yine bu sektörde de genellikle kar dağıtımında 20/80 oranı uygulanmaktadır. Risk sermayesi sektöründeki hissedar da hem başkalarının sermayesinin işletilmesinden kaynaklanan karı, hem de şahsen yatırmış olduğu sermayenin işletilmesinden kaynaklanan kardan yatırmış olduğu sermaye oranında pay almaktadır.

Sonuç olarak, islam bankaları bünyelerindeki faaliyetlerde zaten risk sermayesi benzeri yatırımlara mudaraba-muşaraka adı altında girişmektedir. Ancak islam bankalarının

(134) A.g.e., s. 176.

yatırım portföylerinin sadece % 10'u mudaraba-muşaraka'dır. İslam bankalarının % 90 oranında gerçekleştirdikleri murabaha yatırımlarının yine % 48.5 oranıyla vergilendirilmesi ancak mudaraba-muşarakanın % 20'yi geçmeyen bir oranla vergilendirilmesinin İslam bankalarını mudaraba-muşaraka'ya yönlendireceği savunulmaktadır (135). Bu takdirde zaten girişimcilerin desteklenip ortaya çıkışı ile devlete yeni kurumlar vergisi mükellefleri sağlanmış olur.

Ancak ortaklarına karşı ödeme sıkıntısı içine düşmemesi için İslam bankaları mudaraba-muşaraka yatırımlarına ayırdıkları payları yıldan yıla arttırmalı, (örneğin yılda % 5 daha fazla mudaraba-muşaraka yatırımı) birden girismemelidir. Çünkü kâr-zarar ortaklığı bir yıl vadeli. Oysa mudaraba-muşaraka 4-5 yıllıktır. Finansal sıkıntı içine düştüklerinde hisseleri satabilmelidir.

Özel finans kurumları, risk sermayesini benzer bir şekilde uygulayan bir kurum olmasının yanısıra, risk sermayesinde fonlarını değerlendiren bir yatırımcı olarak risk sermayesine hem fon yatırımcılar hem de risk sermayesini bünyesinde gerçekleştiren finansal kuruluşlar içerisinde yer aldığı unutulmamalıdır. Fonlarını risk sermayesi şirketlerine yatırımları da mudaraba-muşaraka sayılabılırsa ve vergi muafiyeti sağlanırsa teşvik edilmiş olur. Bu konuda kısaca İslam Kalkınma Bankasının yatırımlarının sektör yönünden katkılarına değinmekte yarar görmekteyiz.

(135) A.g.e., s. 177.

İslam Kalkınma Bankası üye ülkelerin finansman başvurularını yatırım ve projelerin fizibilite raporlarıyla birlikte, teknik, ekonomik ve mali yönlerden inceleyerek karara bağlar. Finansman işlemlerinde faiz ve taahhüt ücreti alınmaz. Banka yatırım projelerini, hisse satın almak yoluyla, sermayeye katılma ya da kar payı karşılığı kaynak sağlayarak finanse etmektedir. Bankanın kar payı, projenin sağlayacağı kâr üzerinden finansmana katılma oranı esas alınmak suretiyle, geri ödeme yapıldıkça azalmaktadır (136).

2.2. YATIRIM VE KALKINMA BANKALARI

Sanayi yatırımlarının gerçekleştirilmesi uzun vadeli yatırım kredileri ile sağlanabilir. Ticaret bankaları kaynak yapılarının bu amaca uygun düşmeyişi, riskten kaçıcı tutumları ve kurumsal alışkanlıkları nedeniyle uzun vadeli kredi taleplerini karşılayamazlar (137). Ayrıca tasarrufları verimli yatırımlara kanalize edebilecek etkin mekanizmaların eksikliği gelişmeyi engelleyerek kalkınma bankalarına ihtiyacın ortaya çıkmasına sebep olan diğer önemli bir durumdur (138). Kalkınma bankaları, özellikle sermaye piyasalarının gelişmemiş olduğu ve bankacılık sisteminin girişimlere yatırımların ge-

-
- (136) ALPAR, Cem; Tuba Ogun; Dünya Ekonomi ve Uluslararası Ekonomik Kuruluşlar, Evrim Yayınevi, İstanbul, 1988, s. 133.
- (137) GORDON, David; Development Finance Copnatics, State and Privatcly Owncd, Washington D.C. World Bank Staf Working Papers, 1983, s. 2-3.
- (138) AKGUÇ, Öztin; Orta ve Uzun Vadeli Krediler ve Finansman Kurumları, Ankara, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, No: 47, 1975, s. 260.

rektirdiği biçim ve ölçüde kaynak sağlamada yetersiz kaldığı az gelişmiş ülkelerde hem yatırımlara orta ve uzun vadeli yeterli kredi sağlamaya çalışır, hem de kalkınmayı destekleyici etkinliklerle bu alandaki sorunları çözme yoluyla ülkenin kalkınmasını hızlandırmayı amaçlayan finansal kurum görevini üstlenir. Şirketlere ortak olma da kalkınma bankalarının faaliyetlerindedir.

Yatırımcıların, bir işletmeyi çeşitli açılardan, yeterli bir şekilde değerlendirebilmeleri güçtür. Özellikle yeni teşebbüslerin karlılığını ve güvenilirliğini belirlemede güçlük çekmeleri normaldir. Kalkınma bankalarının yeni kurulan bu işletmelere ortak olması halkın çekingenliğini azaltarak sözkonusu işletmelere yatırım yapma cesaretini arttırır. Ayrıca kalkınma bankası potansiyel yatırımcılarla kapsamlı bir iletişim şebekesi oluşturmalıdır. Bu nedenle ülkedeki yatırımcıları düzenli bir şekilde faaliyetleri ve yeni yatırım fırsatları hakkında bilgilendirmelidir (139).

Sermaye iştiraki ile kalkınma bankaları, hem yeni işletmelerin kurulmasını kolaylaştırmakta, hem kurulmuş işletmelerin mali bünyelerini güçlendirmekte, hem de bu işletmelerin yeni alanlara yatırım yapması nedeniyle diğer ortaklar için ortaya çıkacak riskleri azaltmaktadır. Kalkınma Bankaları bu işletmeleri, güçlendikten sonra portföylerindeki şirket-

(139) CONKAR, Kemalettin; Kalkınma Bankacılığı ve Türkiye'deki Uygulama, Anadolu Üniversitesi Yayını, Eskişehir, 1988, s. 101.

lere ait hisse senetlerini halka satarak sermaye piyasasının gelişmesine katkıda bulunmaktadır. Kalkınma bankalarının girişimleri, girişimcileri ve kalkınmayı desteklemeye yönelik fonksiyonları şöyle sıralanabilir (140).

1. Finansman öncesi yaratıcı değerlendirme ve uygun yatırım fırsatlarının araştırılması,
2. Projenin gerçekleştirilmesi safhasında teknik ve yönetsel konularda tecrübelerinden yararlandırma,
3. Öncü girişimcilik ve yatırımcılara yol göstericilik faaliyeti (Uluslararası yeterli ilişkilere sahip, yerli ve yabancı girişimcilerle sıkı ilişkiler içinde olan kalkınma bankası sermayesi olanlarla, teknik bilgi ve yeni fikirlere sahip olanların biraraya getirilmesinde yardımcı olabilir. Ancak yabancı yatırımcıların ortaklığı pek geniş bir uygulama alanı bulamamaktadır. Özellikle ödemeler dengesi açığının büyük olduğu ülkelerde, bu durum kalkınma bankalarının bu yöndeki faaliyetlerini engellemektedir.
4. Ekonomik kalkınma planlarının gerçekleştirilmesine katkıda bulunma fonksiyonu,
5. Finansmanına katılınan şirketleri destekleyici biçimde izlenmesi fonksiyonu,

Türkiye açısından konuya bakıldığında 1950 yılında özellikle yerli ve yabancı özel sermayenin Türkiye'de kurulan sa-

(140) A.g.e., s. 105-120.

nayici istirakine yardım etme ve bu hususları tesvik etme amacıyla kurulmuş olan Türkiye Sınai Kalkınma Bankasının istirak politikası şöyledir.

1. Herhangi bir şirketin sermayesine kendi sermayesinin % 5'inden fazlasıyla katılmaz.
2. Herhangi bir şirketin taahhüt edilmiş sermayesinin en fazla % 25'ine kadar istirak edebilir.
3. İştirak edilen işletmelerin yönetimi baskı altında tutulmaz. Bankanın temsili, yönetim ve denetleme kurulunda danışmanlık yapmak ve yardım etmek amacıyla bulunan temsilci vasıtasıyla gerçekleştirilir.
4. Bankanın portföy idaresinde ana ilke, elindeki menkul kıymetleri en kısa zamanda halka satarak portföyün devir hızını yüksek tutmaktır.
5. İştirak ve halka satış politikasının etkinliğini arttırmak için istirak işlemlerini "underwriting" şeklinde geliştirmeye çalışır.

Türkiye Sanayi ve Kalkınma Bankasının 1986 yılındaki istirak tutarı 7.526.6 milyon TL'dir. Verilen kredilere oranla istiraklerde bir artış yoktur. Şirket sermayeleri içinde Türkiye Sanayi ve Kalkınma Bankasının payları % 1 ile % 72.5 arasında dalgalanma göstermektedir (141).

(141) A.g.e., s. 218.

1986'dan sonrada kalkınma bankaları iştirakten ziyade kredi ağırlıklı olarak finansal destek sağlama yoluna gitmiştir. Bunun çeşitli sebepleri vardır. Öncelikle girişim şeklindeki finansal desteğin karşılığı hemen geri dönmemektedir. Bu bekleme süresi içinde bankanın güçlü bir finansal yapıya, ek bir desteğe, döner fonlara ihtiyacı vardır. Ayrıca sermaye piyasasının istikrarsızlığı ve enflasyon bu seçime bir nedendir.

Türkiye Sınai ve Kalkınma Bankası 1989 yılından itibaren sermaye piyasasının gelişmesine katkıda bulunmak amacıyla, sermaye açığı olan şirketlere iştiraklerini arttırma yoluna gitmiştir. İştirakleri kârlı duruma geldikçe, portföyündeki hisse senetlerini halka satmakta ve yeni ortaklıklar aramaktadır (142). Banka, 1989 yılında 11 şirkete 29.285.7 milyon TL.lık iştirak taahhüdünde bulunmuş ve 10 şirkete ait nominal 7.568.1 milyon TL.lık hisse senedini, 38.475.1 milyon liraya satmıştır. Bu tutarın 22.382 milyon TL.sını blok satışlar, 16.093.1 milyon TL.sı ise borsada yapılan satışlar oluşturmuştur (143). Bankanın 1990 sonunda iştirak portföyünde 53 şirketin nominal 52.923.6 milyon TL.lık hisse senedi bulunmaktadır.

Ancak yine de iştiraklere göre kredi şeklindeki finansal destekleri genellikle (yıllar itibariyle) iştiraklerin 15-20 katıdır (144).

(142) Türk Sınai Kalkınma Bankası (TSKB) 1989 Faaliyet Raporu.

(143) A.g.e., s. 11.

(144) A.g.e., s. 1.

2.3. MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları küçük tasarrufların yatırıma yönlendirilmesinde yararlanılan bir sermaye piyasası kurumudur. MKYO, menkul kıymet portföy işletmeciliği yapmaktadır ve A.S. olarak kendi senetleri de borsada işlem görmektedir. Bu özelliği ile piyasada yapıcılık (Market making) fonksiyonunu da yerine getirmektedir. MKYO'nın hukuki düzenlenmesi ülkemizde 1982 yılında yapılmış olmakla birlikte MKYO'ı hukuki müessese olarak ülkemizde ancak 1991'de kurulmuştur. MKYO portföy işletmeciliği yanında yatırım danışmanlığı da yapabilmektedir. Ancak ödünç para verme işlemleri, mal alım satımı, mevduat toplama gibi işler yapamamaktadır.

İmtiyazlı hisse senetleri ve tahvil çıkaramamaktadır. İhtiyacı dışında gayrimenkul edinmemektedir. MKYO'ı kurumlar vergisine tabi olmakla birlikte portföy işletmeciliğinden doğan kazançları tümüyle kurumlar vergisinden istisna edilmiştir. Bu kazançlar üzerinden gelir vergisi stopajı da yapılmamaktadır.

MKYO'nın risk sermayesi şirketleriyle benzer yönleri vardır. Tasarruf sahiplerinin menkul kıymetlere yatırım yapmasına yardımcı olmak ve bu tasarrufların yeni şirketlere hisse senetleri olarak kanalize edilmesini sağlamak, her iki şirketin amaçları arasındadır.

Ancak uygulama açısından da MKYO, menkul kıymetlerini satın aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde sermayesine ve yönetimine hakim olmayı amaç edinemez. Risk sermayesi şirketi ise gerektiğinde yönetim kararlarına katılabilmekte, danışmanlık yapabilmektedir. Ayrıca MKYO'nun hiçbir şirkette sermayenin ya da oy haklarının % 10'undan fazlasına sahip olamayacağı belirtilmektedir ve MKYO'nun sermaye ve yedek akçe toplamının % 20'sinden fazlasını bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatırmaları yasal olarak mümkün değildir.

2.4. BAZI UNIVERSİTELERİN GİRİŞİMLERİ

2547 sayılı YÖK (Yüksek Öğretim Kurumu) Kanununun 12. maddesinde Yüksek Öğretim Kurumlarının görevleri sayılmıştır. Sözü edilen görevlerden bazıları şunlardır.

1: Yörelerindeki tarım ve sanayinin gelişmesine ve ihtiyaçlarına uygun meslek elemanlarının yetişmesine ve bilgilerin gelişmesine katkıda bulunmak, sanayi, tarım ve sağlık hizmetleri ile diğer hizmetlerde modernleşmeyi, üretimde artışı sağlayacak çalışma ve programlar yapmak, uygulamak ve yapılanlara katılmak, bununla ilgili kurumlarla işbirliği yapmak,

2. Yüksek öğretimin uygulamalı yapılmasına ait eğitim-öğretim esaslarını geliştirmek, döner sermaye işletmelerini kurmak, çalıştırmak ve bu faaliyetlerin geliştirilmesine ilişkin gerekli düzenlemeleri yapmak.

Bu faaliyetlere uygun olarak üniversiteler küçük çapta da olsa risk sermayesi faaliyetlerine girisebilmektedir (145). Üniversiteler risk sermayesi sistemine iki şekilde katılabilirler.

3. Hem kendi fonlarını risk sermayesinde kullanırlar, şirketleşirler, öğrenci ve öğretim elemanlarına da projeleri değerlendirme ve uygulama olanağı yaratmış olurlar.
4. Hem de büyük bir risk sermayesi şirketinin proje değerlendirme bölümünde çalışır ve (sermaye koymadan) bilgiyle kara iştirak edebilirler ya da risk sermayesi şirketine oluşturulan fondan katılma belgesi ya da hisse alabilirler. Projeleri ücret karşılığında da değerleyebilirler.

Uygulamada birinci modelin bazı örneklerini görebilmekteyiz.

ODTU Teknopark'ı:

1987'de ODTÜ geliştirme vakfı tarafından kurulmuştur. Amacı, ODTÜ kontrolündeki kaynak ve imkanların genişletilmesi ve böylece üniversitenin faaliyet ve etkinliğinin yükseltilmesidir. Teknopark; 1) İş ve yenilik merkezi, 2) Bilim ve teknoloji parkı, 3) Üniversite-sanayi köprüsü olarak 3 faaliyetle amaçlarına ulaşmaya çalışmaktadır. İş ve yenilik merke-

(145) 2547 Sayılı YÖK Kanunu, Mad.12.

zi, özellikle yeni teknolojileri kullanarak mamuller üretmek konusunda faaliyete geçmek isteyen küçük ve orta büyüklükteki işletme ve mütesebbis ekiplerini belirlemek, değerlendirmek, seçilen işletme ve ekiplere risk sermayesi dahil tam destek vermek, böylece kurulacak ortaklıklara üniversitenin vakfı aracılığı ile gelirlerinin artmasına, hem de ülke ekonomisinin gelişmesine dolaysız katkıda bulunmaktadır.

Bilim ve teknoloji parkı ise sanayi mensuplarının üniversite mensupları ile kampüse yakın vakıf arazisi üzerinde kurulacak tesislerde birlikte çalışabilecekleri bir sistemin geliştirilmesi, gerekli fonların sağlanması ve sistemin kurulması amacıyla kurulmuştur. ODTU teknoparkı A.Ş. olarak simdilik faaliyetlerini sürdürecektir. Kâr getirebilecek işletmelere katılabilecektir. Ayrıca teknoloji üretimi ve uyarlaması amacıyla imalat, ticaret vb. faaliyetlere girebilecektir (146).

2.5. TÜRKİYE'DE GÜNÜMÜZDEKİ KÜÇÜK İŞLETME FİNANSMAN GÜÇLÜKLERİ VE SAĞLANMAYA ÇALIŞILAN DESTEKLER (TESEBBUS GELİŞTİRME AJANSI VE TEKNOLOJİ GELİŞTİRME VAKFI)

Bu konuda ikinci bölümde konu edilen küçük işletmelerin sorunlarına Türkiye için konuyla ilgisi açısından tekrar kısaca değinmekte yarar görüyoruz. Türkiye'de son yılların verilerine göre Araştırma ve Geliştirme harcamalarının gayri safi milli hasılaya oranı sadece % 0.24'dür. Diğer ülkelerde

(146) Ankara Sanayi Odası Dergisi, "Üniversite-Sanayi İşbirliğine Doğru", Yıl: 12, Sayı: 98, s. 6-8.

bu oranın ne olduğunu birinci bölümde görmüştük. Ayrıca Türkiye'de küçük işletmeler için İstanbul Ticaret Odası tarafından "Mac Millan Gap Araştırması" yapılmıştır. (147).

Araştırma 4671 küçük işletme üzerinde uygulanmıştır ve araştırmada küçük işletmelerin banka kredileriyle büyümelerinin sağlanamadığı ortaya çıkmıştır. Bu şirketlere ödenmiş sermayelerinin kaynağı sorulduğunda % 78.56'sı eski tasarruflarını, % 7.71'i bankalardan sağlanan kredileri göstermiştir. Ayrıca, bu şirketlerin hukuki yapılarına bakıldığında bankalardan kredi sağlayabilme imkanı en fazla % 13.29 ile A.Ş.'lerde, % 6.29 ile limited ortaklıklarda, % 8.20 ile kolektif ve % 5.6 ile komandit ortaklıklardaki şahıs şirketlerinin başarısı oranı ise % 5.5'dir (148).

Ülkemizde çeşitli hükümetler zaman zaman, A+G ve küçük işletmelere destekler sağlamaya çalışmıştır. Örneğin, 2711, 1984 tarihli ve 84/8800 sayılı kararname ile Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi nezdinde kurulan "Gelistirme ve Destekleme Fonu" nun kullanım alanlarından biri olan "araştırma ve geliştirme çalışmalarının ihtiyac alanlarına yöneltilmesi, bilim ve teknoloji alanında geliştirilen yeni fikir ve buluşların ekonomiye intikallerini sağlayacak projelerin desteklen-

(147) Mac Millan Gap, Konvensiyonel banka sisteminde kredilerin kendini ispatlamış büyük anonim şirketlere yönlendiği, dolayısıyla yeni girişimciler tarafından kurulan küçük işletmelerin banka kredilerinden faydalanamadıklarını saptayan ve ilk defa İngiltere'de Harold Mac Millan başkanlığında yapılan bir araştırmaya verilen addır.

(148) CİLLER, a.g.e., s. 40-45.

mesi" ibaresiyle ülkemizde, risk sermayesi uygulamalarına bir başlangıç noktası oluşturulmaya çalışılmıştır.

Daha sonraki hükümetler tarafından da Teşebbüsü Destekleme Ajansı kurularak 1 ile 10 kişi arasında personeli bulunacak olan ve özellikle yeni teknoloji alanlarında mal ve hizmet üretmeyi düşünen girişimcilerin desteklenmesi amaçlanmıştır. Teşebbüs Destekleme Ajansı (TDA), küçük teşebbüse "çok yönlü destek" adı verilen teknik idari yönetsel vb. desteklerden oluşan bir yardım paketi veren ve böylece teşebbüsün başarı şansını arttırmak istihdamın gelişmesine katkıda bulunan bir kuruluştur. İS Vakfı'na bağlı bir "ticari şirket" olarak kurulan TDA'nın tüm illerde yaygınlaştırılması planlanmıştır.

1991 yılı Haziran ayında da Tübitak, Kosgeb, PTT, Aselsan, Teletas, Simko, Netaş, ESİD, ECA, Arçelik, Vestel, Kavela ve Altay şirketler grubu gibi birçok kurum ve kuruluş, Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı'nı kurmuştur.

TTGV'nin girişimciye sağlayacağı proje desteğinin üst sınırı, 2 milyon \$'dır. Ancak verilen destek, proje tutarının yarısı kadar olacaktır, diğer yarısı girişimci tarafından karşılanacaktır. Projelere en fazla 2 yıl gerçekleştirme süresi tanınmaktadır. Bu parasal destek bir anlamda faizsiz krediye, bir anlamda da bağışa benzemektedir. Başarılı olan projelerin sahipleri, aldıkları parayı dolar olarak sonra geri ödeyecekleri gibi, başarısızlığa uğradıklarında da harcanan para, bağış niteliğindedir ve TTGV'ye Dünya Bankası tarafından sağla-

nan kredi bu şekilde kullandırılmaktadır. Dünya Bankasının yeni teknolojilerin geliştirilmesi amacıyla verdiği bu fon 43.3 milyon \$'dır. Ancak projelerde sınırlamalar fazladır ayrıca az sayıda projeye destek sağlanabilmektedir (149).

3. RISK SERMAYESİNİ ENGELLEYEN HUSUSLAR VE GETİRİLEBİLECEK TESVİKLER

Ulusal ve uluslararası risk sermayesi yatırımlarının oluşabilmesi için risk sermayedarının yatırıma girişmesinde üzerinde önemle durduğu bazı hususlar vardır ki bunlar risk sermayesi yatırım kararlarında büyük etkindir.

3.1. RISK SERMAYESİNİ ENGELLEYEN HUSUSLAR

3.1.1. Yüksek Enflasyon

Enflasyonun en önemli ve olumsuz etkisi işletmelerin yatırım kararları üzerinde olmaktadır. Çünkü, enflasyonun yarattığı belirsizlik ortamı, ileriye dönük rasyonel iktisadi hesaplar yapmayı engellediği gibi, yatırım yapmanın riskini de arttırmaktadır. Enflasyon dönemlerinde yapılan yatırımlar genellikle yanlış çıkmakta ve kaynak israfına yol açmaktadır (150).

Oysa işletmelerin gelişmesi yapılacak yatırımlara ve yeni teknolojilerin bulunmasına bağlıdır. Ancak yüksek enflasyonun bu olguyu engellediğini görmekteyiz. AT ülkelerine bakıldığında AT'nun istatistik Merkezi Eurostat'ın verilerine göre 1990

(149) Ekonomist Dergisi, "Projesi Olana Vakıf Destegi", 23
Subat 1992, Sayı: 8, s. 30.

(150) TUNCER, a.g.e., s. 35.

yılıının ekim ayı itibariyle son 12 aylık enflasyon oranı % 6.3 olarak gerçekleşmişti (151).

1991 Ekim ayında belirlenen son 12 ay itibariyle verilere göre enflasyon oranı ise % 4.4'e inmiştir. AT ülkeleri arasında en yüksek enflasyon oranına % 17.6 ile Yunanistan sahiptir. Türkiye'de ise zaman zaman % 90-100'lere varan enflasyon konu açısından olumsuz etki yaratmaktadır. Bu olgu istikrarsız bir ekonomi oluşturmakta ve yatırımcıyı her yönden düşündürmektedir.

3.1.2. Politik İstikrar

Politik yönden istikrar da ayrı bir konudur ve risk sermayedarının aradığı bir diğer ön koşuldur. Her ne kadar Risk Sermayedarı, sermayesini yatırdığı şirketin kısa sürede kazanç sağlamasını beklese de yatırımın yapıldığı zaman ile kazancın elde edileceği zaman arasında uygulamada en az 3-5 yıl olabilmektedir. Risk sermayedarı bu süre içerisinde yatırım yaptığı ülkede politik ve ekonomik istikrar ön görmek zorundadır.

3.1.3. Borsaya Kote Olmamış Hisse Senetlerinin Alınıp Satıldığı Piyasanın Mevcudiyeti

Risk sermayesi şirketinin katılma belgelerinin ya da girişimci şirketlerin hisselerinin rahatça satılabileceği bir pazar yok ya da iyi çalışmıyor ise risk sermayesi sektörünün başarısından söz etmek mümkün olmaz.

(151) Türkiye İktisat Gazetesi; 9.12.1991. Sayı:14, "AT'da Enflasyon Düşüyor".

Gelişmiş bir sermaye piyasası yanında kote edilmeyen hisse senetlerinin alınıp satıldığı borsa dışı "over the counter" piyasasının bulunmaması da risk sermayesi sektörünü olumsuz yönde etkiler.

3.2. RISK SERMAYESİ TESVİK ARAÇLARI

Risk sermayesi yatırımları vergi, yatırım indirimi ve teşvik önlemleriyle özellikle çekicilik kazanır. Risk sermayesi uygulamalarının geliştirilebilmesi için, bu konuda bağımsız kamu veya özel kuruluşların, kurumsal önlem olarak oluşturulmasının yanısıra, vergi kanunlarından, üretim ve tüketici standartlarına kadar bir dizi düzenlemeleri yapacak "Mevzuat önlemleri"nin alınması da gerekmektedir.

Özellikle risk sermayesi yatırımlarında fon sahiplerinin fonlarını yatırıma oranı gelir vergisine bağlıdır. Gelir vergisi düştükçe özellikle özel sektörün risk sermayesine fonlarını yatırıma oranı artacaktır (152). Risk sermayesi yatırımlarında vergi indirimi ya da vergi muafiyeti de önemli bir teşvik olabilecektir.

Vergi yönünden risk sermayesini teşvik edebilecek hususlar genel olarak şöyle sıralanabilir.

1. Kâr payı ödemelerinde ve sermaye kazançlarında vergi kolaylıklarının sağlanması (153).
2. Kurumlar vergisinin azaltılması,

(152) WILSON, a.g.e., s. 24.

(153) DAĞDELEN, Ülkü; a.g.e., s. 56.

3. Bir yatırımdaki zararların, diğer bir yatırımdaki kârlardan düşülmesi olanaklarının sağlanması.
4. Dağıtılmayan karlarda, ortaklara verilecek sermaye paylarında ve kilit personele devredilecek opsiyonlu hisselerde vergi kolaylıklarına gidilmesi (154).
5. A+G harcamalarının vergiden düşülmesi imkanının getirilmesi.

4. TÜRKİYE'DE RISK SERMAYESİ SİSTEMİNİN OLUŞTURULMASINDA DEVLETİN FONKSİYONU

Çalışmamızın 4.Bölümünde değindiğimiz gibi çeşitli ülkelerde risk sermayesi konusunda,devletin çeşitli konumları olmuştur. Bazı örneklerde risk sermayesi kurumu,devlet tarafından kurulmuş ve yürütülmüş, bazı ülkelerde yarı özerk ya da devlet desteğiyle kurulmuştur. Devletin kurumda % 48'i geçmeyen hissesi vardır. Bazı örneklerde de devlet tarafından risk sermayesi sektörüne,belirli oranlarda garanti verilmiştir. Devletin düzenleyici, yol gösterici, kanun ve yönetmeliklerde risk sermayesini geliştirecek şekilde düzenlemeler yaparak katkıda bulunması olumlu bir gelişimdir.

Konuyu daha derinlemesine incelemek açısından bazı ülke örnekleri üzerinde durmak istiyoruz. ABD'de uygulanmış olan SBA/SBIC modeli (155) yani Small Business Administration adlı

(155) Bkz.; Bölüm 4.

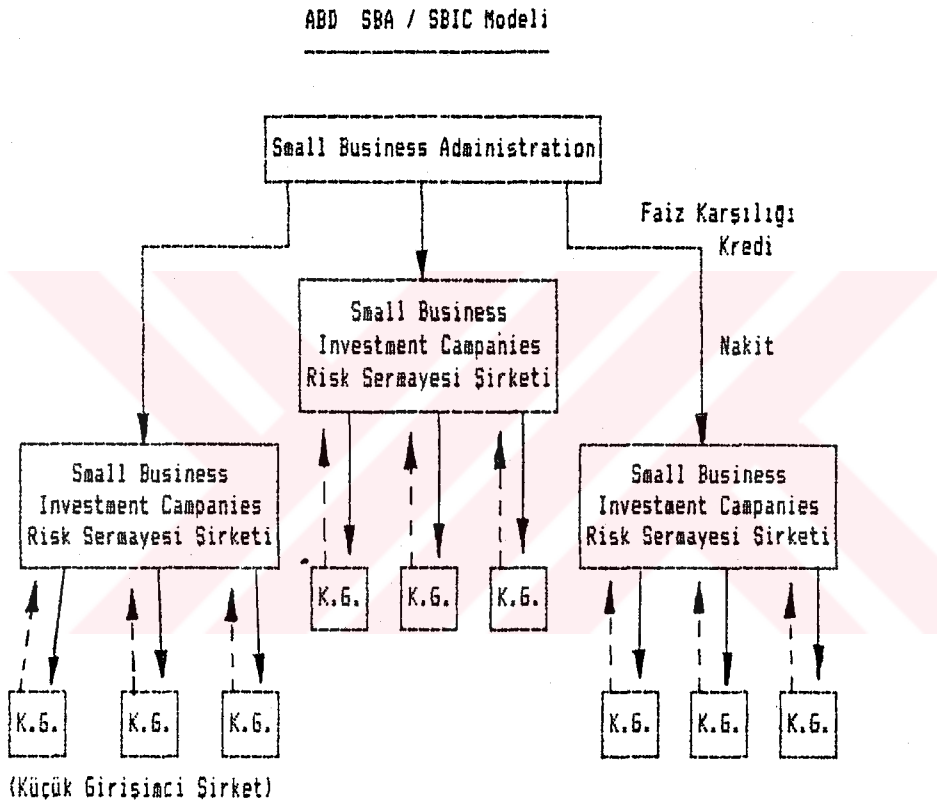
devlet kuruluğu Small Business Investment Companies şirketlerine (risk sermayesi şirketlerine) faiz karşılığı kredi vermektedir. SBIC şirketlerinin de aldıkları bu krediyle, küçük işletmelere ortak olma koşuluyla hisse karşılığında, yeni yatırım projelerini desteklemiş olduğunu görmekteyiz. Ancak SBIC'nin SBA ya faiz borcu o derece birikmiştir ki SBIC'nin küçük girişimlere faydası az olmuştur.

Ele aldığımız SBA/SBIC örneğinde izlenen olay, devletin risk sermayesi şirketlerine desteğinin, faiz karşılığı kredi şeklinde olmaması gerektiğidir. İfade ettiğimiz, devlet tarafından sağlanan finansal desteğin kredi şeklinde değil de hisse olarak yapıldığı en başarılı örneklerden birini, Kanada'da görüyoruz. Kanada'da Canadian Development Corporation (CDC) girişimci şirketlerin seçime ve desteklenmesi işinin devlet tarafından yapılamayacağı ilkesinden harekete geçmiş, aynı zamanda faizli kredi yoluyla verilebilecek finansal desteğin faydasının olmayacağını da düşünerek, bu işi hisse senetlerini satın alarak finanse ettiği, risk sermayesi şirketlerine terketmiştir. Özetle, Kanada uygulamasında devlet, özel sektöre ait olan risk sermayesi şirketlerinin hisse senetlerini satın alarak onlara finansal destek vermiştir.

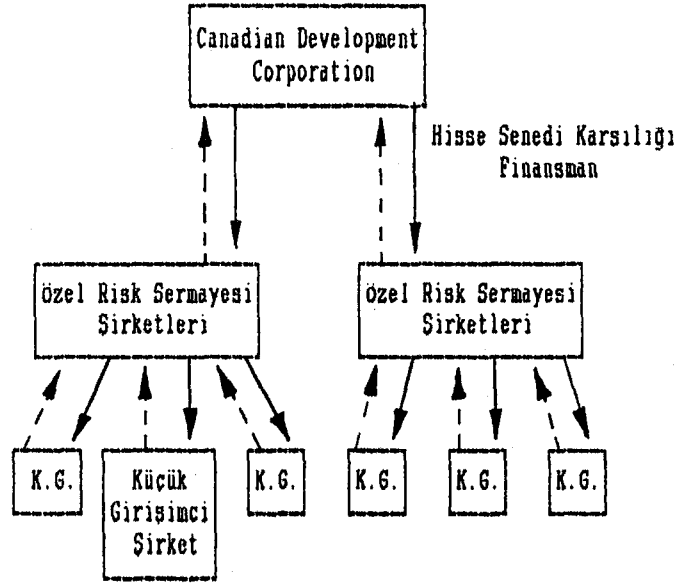
Bu konuda dikkate alınabilecek bir başka örnek de, Almanya'da 28 Alman bankası tarafından, 1975'de kurulan Wagnisfinanzierungsgesellschaft (WFG) dir. Bu dev risk sermayesi şirketi zarar ettiği takdirde, bu zararın % 75'ini devlet üstlenmektedir. Ancak bu şirket yine de başarıya ulaşamamıştır.

Çünkü şirketin yönetim yapısı incelendiğinde risk sermayesi olayını tam olarak kavramamış kişiler tarafından yönetildiği gözlenmektedir.

Sözü edilen ABD, Kanada ve Almanya uygulaması aşağıdaki şekillerde görülmektedir.

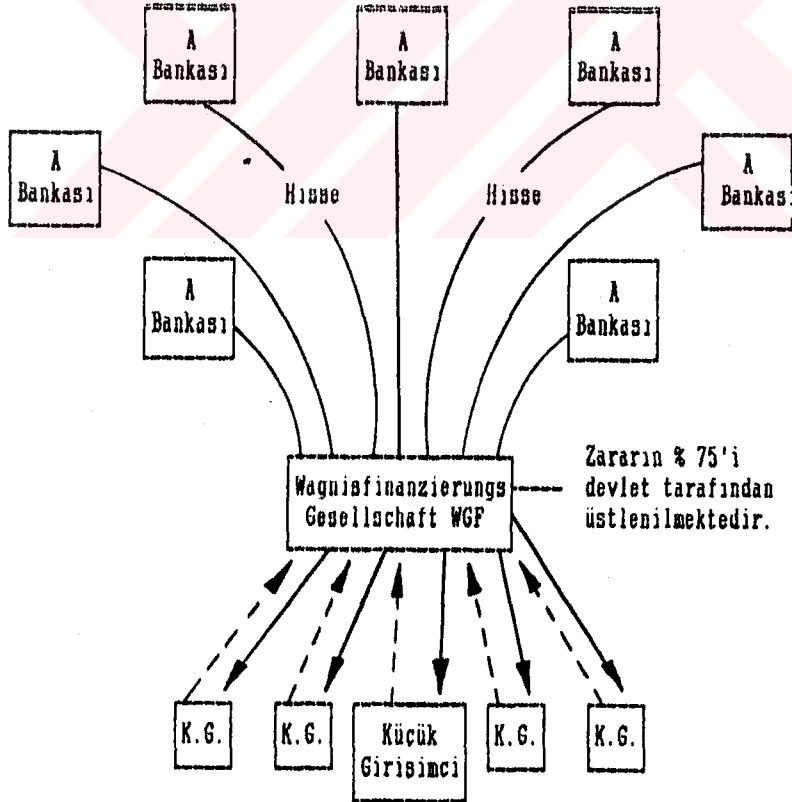


Sema 15: ABD SBA / SBIC Modeli



Sema 16: KANADA Canadian Development Corporation (CDC) Modeli

—————▶ Nakit
 - - - - -▶ Hisse Senedi



Sema 17: ALMANYA Wagnisfinanzierungs Gesellschaft WGF Modeli

Risk sermayesi konusunda devletin sektördeki yeri, önemi ve destekleri konusunda örneklerin ışığı altında aşağıdaki sonuçlar çıkartılabilir.

1. Risk sermayesi sektöründe girişimci şirketlerin seçimi ve desteklenmesi direk olarak devlet tarafından değil özel risk sermayesi kurumları tarafından yapılmalıdır. Yani devlet, risk sermayesi yatırım ve yönetim faaliyetlerinin mümkün olduğunca dışında kalmalıdır. Risk sermayesi proje değerlendirme, yatırım ve yönetim faaliyetleri, belli maliyet ve riskler göze alınarak profesyonel ve özerk kişi ve kuruluşlarca yapılmalıdır (156).

2. Devlet risk sermayesi şirketine finansal destek sağlarken bu faiz karşılığı kredi şeklinde değil, hisse karşılığı risk sermayesi iştiraki şeklinde olmalıdır ve % 48'i geçmemelidir.

3. Devlet, sistemde ucuz kaynak sağlayan bir sermayedar olarak değil, çeşitli politika ve teşviklerle sektörü düzenleyen ve kontrol eden bir güç olarak yer almalıdır.

5. TÜRKİYE'DE KURULABİLECEK RISK SERMAYESİ ŞİRKETİNİN TURU

Risk sermayesi şirketi diğer ülke uygulamalarında görüldüğü gibi limited ortaklığa benzeyen "limited Partnership", anonim ortaklığa benzeyen "corporation" veya menkul kıymetler yatırım ortaklıkları türlerinden biri olarak kurulabilir.

(156) DAGDELEN, a.g.e., s. 63.

Risk sermayesi şirketinin A.Ş. olarak ya da yatırım fonu olarak kurulması halinde farklı özellikleri aşağıdaki karşılaştırmalı anlatımda görmek mümkündür (157).

Risk Sermaye Şirketinin A.Ş. Olarak Kurulması Halinde	Risk Sermaye Şirketi Yatırım Fonu Olarak Kurulması Halinde
<p>Esas sözleşmedeki alanlar dışında istigal edilemeyecektir. Tüzel kişilik mevcuttur. Sınırlı sorumluluk vardır. Alt örgütlenmelere uygundur.</p> <p>Hisse senetleri ihrac ve tedavülü nisbeten kolaydır.</p> <p>Yabancı sermayedarın katılımını kolaylaştırmaktadır. Borçlanmayı temsil eden menkul kıymet ihrac olanağı mevcuttur. Belirli bir süre için kurulması mümkündür. Ancak kuruluş, sermaye arttırımı fesih ve tasfiye işlemleri uzun süre almaktadır.</p>	<ul style="list-style-type: none">- Fesih ve tasfiye kolay gerçekleştirilebilmektedir.- Bir kamu idaresinin yakın gözetimine tabidir.- Vergi avantajlarından yararlanma olanakları vardır.- Fon yönetimi uzman bir yönetim şirketine devredilmektedir fon malvarlığı haczedilemez.- Asgari sermaye ve tedricen sermaye arttırımı konusunda sermayesi mantığına uygun esnek düzenlemelere uygundur.

Risk sermayesi şirketinin anonim ortaklık şeklinde kuruluşunun tercihi durumunda, 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve tadil tasarısında yer alan yetkililer çerçevesinde, sermaye piyasası kurulu yapacağı düzenlemeler ile bazı olumsuzlukları asgariye indirgeyebilecektir.

Ülkemizde mevcut mevzuat çerçevesinde venture capitale en yakın kurum 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile öngörülen Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarıdır. 31 Temmuz 1991 tarihli Resmi Gazete 3794 sayılı Kanun ile Yatırım Ortaklıklarının kuruluşlarını, faaliyet ilke ve kurallarını, hisse senetlerini halka arz etmeye ilişkin esasları yeniden düzenlemiştir. İlgili tebliğde MKYO menkul kıymet portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına

(157) AYDIN, Oktay; BAS, Melih; "200'li Yıllara Doğru Risk Sermayesi", 3. İzmir İktisat Kongresi, Tebliğler, 1992, s. 15.

göre kurulan sermaye piyasası yardımcı kuruluşları olarak tanımlanmıştır. Yapısal benzerliklerine rağmen Venture Capital'in MKYO şeklinde kurumlaşması için mevzuatda bir takım değişiklikler yapılmasına ihtiyaç vardır. Değişiklikler MKYO nun yapısını veya fonksiyonlarını değiştirmeyip, genişletmeye yöneliktir. Bu yolla hem venture capital şirketlerinin kuruluşuna zemin hazırlamak hem de bugüne kadar ilgi görmeyen ve henüz uygulaması olmayan MKYO'ne işlerlik kazandırmak amaçlanmaktadır.

Ancak MKYO sermaye ve yedek akçeleri toplamının % 20'sinden fazlasını bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatırmaz. MKYO hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının % 10'undan fazlasına sahip olamaz (SPK. md.34/9).

Sermaye ve yönetime katılma konusunda getirilen sınırlar, MKYO'nun Venture Capital ile en çok çelisen ve onu kısıtlayan bölümünü oluşturmaktadır. Risk sermayesi sektörü kurulmasında MKYO'dan faydalanılmak istendiği takdirde bu sınırlarda değişiklik yapılması ve/veya bu sınırları içeren hükümlerin iptali gerekmektedir.

Sermaye Piyasası Kurulu yeni düzenlemeleriyle "Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı" modelini öne sürmüştür (158).

Yeni düzenlemeler ile Sermaye Piyasası Kurulu Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı taslak tebliğinde, kuruluşun asgari başlangıç sermayesinin 20 milyar, asgari kayıtlı sermayesinin ise 75 milyar lira olması zorunluluğunu getirmektedir.

(158) CETİNEL, Esin; "Risk Sermayesi Tebliği Yolda", Trend Dergisi, 27 Eylül 1992, s. 18-19.

RYSO bir şirkete ortaklığını, kuruluş aşamasında sermaye arttırımı sırasında veya bu şirketlerin hisse senetleri ile değiştirilebilir tahvillerini satın almakla gerçekleştirmektedir.

Bu kurumların çıkaracakları senetlerin, nakit karşılığı çıkarılması ve nama yazılı olması zorunluluğu da yine taslak tebliğindeki hükümler arasında yer almaktadır. Ayrıca kurucuların, ortaklığın sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin % 03'ünü Sermaye Piyasası Kanununun 28. maddesine göre Merkez Bankası'nın Ankara Şubesine yatırmaları gereği de ifade edilmektedir. Taslak tebliğde, Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığının, Sermaye Piyasası Kurulu kaydına alınmasından sonra en geç 15 gün içinde hisse senetlerinin bastırılıp yatırımcıya teslim edilmesi şartı bulunmaktadır. Tebliğde ortaklığın devri konusu hisse senetlerinin devrini de düzenlemektedir.

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı hisse senetleri, kuruluşu takip eden dört yıl içinde devredilemeyecektir. Devir, ciro edilmiş senetlerin devralana teslimi ve pay defterine kaydedilmesiyle gerçekleşmektedir. Hazırlanan taslak tebliğde bunların yanısıra yatırıma da sınırlama getirilmiştir. Söyleki;

Yönetim şirketi, RSYO portföyünün % 10'undan fazlasına sahip olan kamu kuruluşları dışındaki kuruluşlara yatırım yapamayacaktır. Ayrıca, hissedarlarının, yönetim kurulu başkan ve üyelerinin, genel müdür ve genel müdür yardımcılarının ayrı ayrı ya da birlikte sermayelerinin % 25'inden fazlasına

sahip oldukları ortaklıklara da yatırım yapamayacaklardır ve yine RSYO varlıklarının % 20'sinden fazlasını da bir şirkete yatıramamaktadır.

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları kısa vadeli fon ihtiyaçlarını karşılayabilmek için kredi kuruluşlarından çıkarılmış sermayeleriyle yedek akceleri toplamalarının % 25'i kadar kredi alabilecektir. Aynı sınırlar içinde Sermaye Piyasası Mevzuatına uygun, bir yıl ve daha kısa vadeli borçluyu temsil eden menkul kıymet ihraç etme hakkı da sağlanmıştır.

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığının her türlü işlemi, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından ortaklığı ve fonu yönetmek üzere izin almış ve risk sermayesi yönetim şirketince yürütülecektir. Bunun için ise yönetim sözleşmesinin yapılması zorunluluğu getirilmiştir.

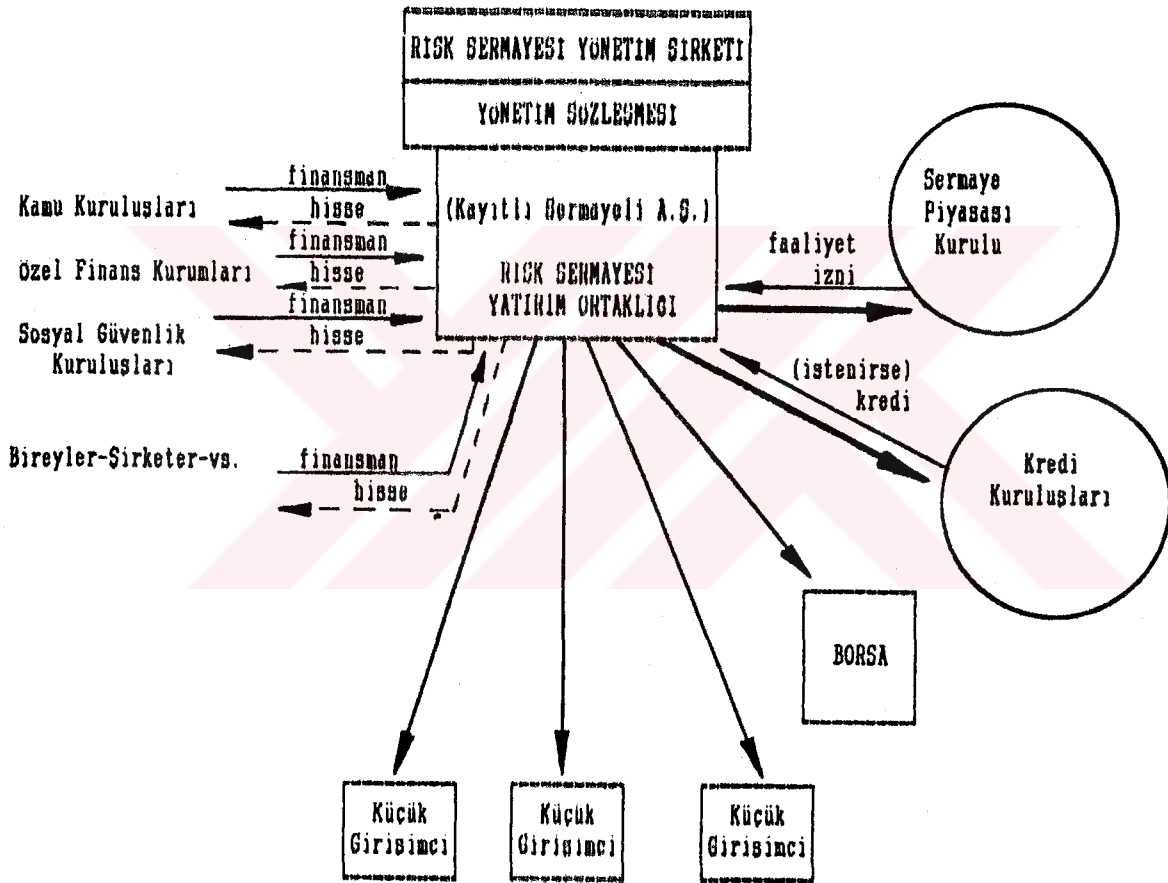
Yönetim sözleşmesinde şirketler, öncelikle sözleşmede Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığının hangi zarar ve harcamaları üstleneceğini belirleyecekler, ayrıca, ortaklığın henüz yatırıma yöneltilmemiş paralarının değerlendirilme biçimi, hangi araçlara ve bankalara yatırılacağına ilişkin bilgilere de yer vereceklerdir.

Kurulus aşamasında RSYO, yönetim şirketine ödenecek ücretlerin ne şekilde tespit edileceğini ve ödeme koşullarını belirtmesi gereklidir.

Yönetim şirketinin, Risk Sermayesi Yatırım Fonlarının % 80'inin yatırımlara yöneltilmesi veya diğer gerekli hallerde, yetkili organlara sermaye arttırımı için başvurma imkanı

da yeni tasarıyla getirilmektedir. RSYO'ı için yabancı ortaklar, kanun gereği Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğünden gerekli müsadeyi alması gerektiğini de ayrıca belirtmek istiyoruz.

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı Taslak Tebliğine göre aşağıdaki model ortaya çıkmaktadır.



6. GENEL BİR DEĞERLENDİRME

Türkiye'nin ihtiyaçlarını gözönünde bulundurarak, risk sermayesinde öncelikli sektör ve kişileri aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür (159).

(159) DAGDELEN, a.g.e., s. 61.

1. Ticari başarı şansı yüksek teknolojik buluşlar, icatlar, yenilikler.
2. Verimlilik artışı sağlayacak her türden yeni teknolojinin ithali.
3. Hızlı büyüme potansiyeline sahip ihracata dayalı sektörler.
4. Yeni ürünler sunan hizmetler sektörü.
5. Kendi işini kurmak isteyen deneyimli profesyoneller.
6. Bölgesel kalkınma boyutu bulunan kooperatif girişimler, entegre projeler.

Konuya fon kaynakları açısından bakıldığında özellikle sosyal güvenlik kuruluşlarının fonları hemen hemen tüm gelişmiş ülkelerde risk sermayesine yatırılan fonların büyük bir kesimini oluşturmaktadır.

Sosyal Güvenlik kuruluşlarının sermaye piyasasında ihraç edilen menkul kıymetlere yaptığı yatırımın seyrinde yıllar itibariyle azalma gözükmektedir. Sosyal Güvenlik kuruluşları fonlarının büyük bir kısmını banka mevduatı olarak yatırmaktadır.

Sigorta sektörünün fon yaratma işlevi, basit olarak, hisse senedi ve tahvil alımına ayrılan tutardır. Özellikle gelişmiş ülkeler, sigortanın fon yaratma işlevinden maksimum düzeyde faydalanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye birikimine duyulan ihtiyaç daha fazladır. Gelişmekte olan

ülkelerde de sigorta şirketleri mali piyasalarda yer alan önemli bir kurumsal yatırımcı grubunu oluşturabilir.

Özellikle hayat sigortası şirketlerinin poliçeleri, riskin yüksek olması sebebiyle uzun vadeli olarak düzenlenmektedir. Bu poliçelerden toplanan fonlar, uzun vadeli sermaye araçlarına yatırılabilir. Türkiye'de sigortacılık yeni gelişmektedir. Özellikle "hayat sigortası" kavramının yerleşmesi ve artması uzun vadeli sermaye sağlayabilir, risk sermayesine yatırabilir.

Türkiye'de Emekli Sandığının fonlarının da büyük bir kısmının banka mevduatına yatırıldığı bilinmektedir. Görüldüğü gibi banka mevduatındaki tutarın arttırılıp hisse senedi ve tahvile yapılan yatırımın azaltılması, toplam faiz ve temettü gelirlerini azaltmıştır. Emekli sandığı, fonlarının diğer kısmını da lüks turistik otellere yatırmıştır. Bunlardan sadece 6 otelin 1991 yılı zararı 6.8 milyardır.

SSK'nın hisse senedi vb. sermaye piyasası araçlarına yatırımı yok denecek kadar azdır.

SSK fonlarının yatırılacağı alanlar Ulusal Bankalar, devlet tahvilleri ve taşınmazlardır. SSK fonlarının en fazla % 40'ını tahvillere, % 25'ini sigortalı emekli ve sakatlara, % 5'ini de kendisine bağlı tüzel kişiliği olan müesseseler kurmaya ara ve yatırım malları üretimine yönelik kamu kuruluşlarına katılmaya yöneltmiştir.

SSK yatırımları açısından da verimliliğin genellikle sağlanamadığı sonucu çıkarılabilir.

Bag-Kur'da (1991'de) toplanan fonun da % 90-98'lik kısmının mevduat olarak bankalara yatırıldığı bilinmektedir.

Görüldüğü gibi ülkemizde genellikle Sosyal Güvenlik Kuruluşlarının yatırımları hükümetlerin sosyal ve politik amaçları doğrultusunda olmuştur. Bu nedenle yatırımlar genellikle düşük getirili alanlara kanalize edilmiştir (160).

KOI fonlarının % 43'ü alt yapı yatırımlarına yöneltilmiştir. Ancak kalan kısım içinden gerekli düzenlemelerle Risk sermayesine belirli bir oranda fon ayrılabilir.

Konuya bankalar açısından bakıldığında "istirak" politikasının sanayiye etkisi istenildiği kadar olamamıştır. Çünkü bankaların kaynakları istirak politikasıyla bir yere bağlanmaktadır.

Bu kaynakların sabit olarak kalması yani başka yeni girişimlere devredilmemesi, sanayiye yeni kaynak yaratılması işlevini engellemektedir.

Türkiye'de diğer yönlerde piyasa istikrarı sağlandığı zaman risk sermayesinde sosyal güvenlik kuruluşlarının fonlarının özel bir öneme sahip olacağı kanısındayız.

(160) TUNÇOMAĞ, a.g.e., s. 112.

Ayrıca Ticari bankalar aşırı derecede aktiflerinde bulunan gayrimenkulleri paraya çevirerek biriken fonlarını risk sermayesinde değerlendirebilirler. Aynı zamanda bunu yapmakla da fon sahipleri ve ekonomide bir öncülük yaparak finansman piyasasına katkıda bulunabilirler. Ayrıca istirak şeklindeki yatırımlarını da risk sermayesi tipi yatırımlarına dönüştürebilirler.

Türkiye'de yeni reform paketiyle birlikte risk sermayesinin yapılandırılması için çeşitli çalışmalar yapılmaya başlanmıştır. Vergi paketine göre menkul kıymet ve gayrimenkul yatırım fonlarıyla risk sermayesi vermeye yönelik olarak kurulan fonlar, vergiden muaf tutulacaktır. Devletin bu çalışmalarının yanısıra bazı devlet dışı kuruluşlarda risk sermayesine girişme çalışmalarını başlatmışlardır.

Bir ülkede risk sermayesi sektörünün uzun vadede başarı-
lı olabilmesi için, uzun vadeli taahhütlere girebilecek
kisi ve kurumların ve de fonlarının bulunması şarttır. Ancak
olaya Türkiye açısından bakarsak enflasyon ve sermaye piyasa-
sının tam oturmayışı ve istikrarsızlığı gibi nedenler uzun
vadeli taahhütü çok riskli kılmakta ve cazip olamamaktadır.

Türkiye'de eğer risk sermayesinin başarısı isteniyorsa,
önce bu konulara çözüm getirilmesi şarttır. Sermaye piyasası-
nın kalkınmasının hızlandırılması için sermaye birikiminin
sanayiye çekilmesinin teşvik edilmesi açısından önemi büyük-
tür. Çünkü risk sermayesinde yatırım yapılan şirketten fi-
nansman karşılığı alınan hisse menetlerinin belirli bir

müddet sonra, risk sermayedarını memnun edebilecek bir fiyata ulaşması, piyasada değer kazanması beklenecektir. Ancak o zaman geleceği belli olmayan bir yatırımın sonunda hisseler belirli bir oranın üzerinde kar getirebilirse, hem yatırımcı kazanacak, hem de bu şekilde yatırımcıda artan fonlar tekrar finansman ihtiyacı içinde olan işletmelere aktarılabilir. Bu döngü sonucunda, risk sermayesi sistemi kalkınma sağlayabilecektir. Bu nedenle iyi işleyen, istikrarlı bir sermaye piyasasının mevcudiyeti ve ayrıca, henüz borsaya kote olmamış şirketlerin hisselerinin, istenildiği anda paraya çevrilebileceği bir piyasanın da varolması gereklidir.

Risk sermayesi benzeri işlemi, mudaraba-musaraka adı altında zaten özel finans kurumları yapmaktadır, ancak küçük bir potansiyelde girişimciye cevap verebilmektedir. Zaten özel finans kurumlarının işlemlerinin küçük bir tutarı mudaraba-musarakadan oluşmaktadır. Bunun sebebi de uzun bir müddet sonra sonucu alınabilecek bir yatırımdan, enflasyonist bir ortamda riskli olduğundan, kaçınmak ve geçmişteki izlenimlere göre, vergisinin yüksekliğidir.

Özel finans kurumları teşviklerle mudaraba-musaraka yatırımlarını yıldan yıla arttırmalıdır. Ayrıca kurulmuş olan risk sermayesi şirketlerinde fonlarını yine mudaraba-musaraka olarak çalıştırmalıdır. Risk sermayesi kuruluşları için özel finans kurumları iyi bir fon kaynağı olabilir. Sanayi ve kalkınma bankaları diğer ülkelerde olduğu gibi gerçek fonksi-

yonlarını yerine getirmeli ve bünyelerinde risk sermayesi bölümleri oluşturmalarıdır.

Kamu ortaklığı fonunun risk sermayesine aktarılması konusu zaten gündemdedir. Çalışmalar sürdürülmektedir. Ancak kamu ortaklığı fonu doğrudan mı risk sermayesi verecektir, yoksa risk sermayesi kuruluşlarına fon yatırarak mı risk sermayesi sistemine dahil olacaktır, bu henüz belirsizdir. Önerimize göre, ikinci yol daha olumlu olacaktır.

Tesebbüs Destekleme Ajansı da yine kendisi mi direkt olarak risk sermayesi verecektir, yoksa risk sermayesi şirketi aracılığıyla mı katkıda bulunacaktır ya da devlet tesebbüsü destekleme ajansı aracılığıyla mı diğer küçük risk sermayesi şirketlerine fon sağlayacaktır? Bu konuda henüz açıklığa kavuşmamıştır.

Diğer önemli bir konuda, risk sermayesi şirketlerinin girecekleri yatırımlarda, projeyi inceleyecek ve karara etki edecek, teknik bir kadronun mevcudiyetidir. Teknik kadro için üniversitelerden yararlanılabilir.

Devlet, Ticaret ve Sanayi Bakanlığı'na bağlı bir üst kuruluşun oluşumunu sağlayarak teknik araştırmaları ve proje değerlemesinin teknik yönünü bu kuruluşa yaptırtmak suretiyle de risk sermayesi sektörüne destek sağlayabilir. Yine SPK modelinde olduğu gibi, sermaye piyasasına tabi A.Ş. olarak, Risk Sermayesi Şirketinin denetimi SPK denetimine verilebilir.

7. TÜRKİYE'DE RISK SERMAYESİ SİSTEMİNİN KISA VE UZUN VADEDE YAPILANMASI

7.1. TÜRKİYE'DE KISA VADEDE RISK SERMAYESİ SİSTEMİ

Tüm bu değerlendirmelerin ışığı altında Türkiye'de en kısa zamanda risk sermayesi modelinin nasıl uygulanabileceği konusu önemlidir.

Türkiye'de Risk Sermayesi sisteminin işleyebilmesi için öncelikle belirttiğimiz gibi, (Bkz. Bölüm 5, Konu.3) iyi işleyen bir borsa. borsaya henüz kote olmamış şirket hisselerinin alınıp satıldığı 2. sermaye Piyasası olması gerekir.

Özellikle enflasyonun yüksek olması, Türkiye'de Risk Sermayesi sisteminin başarısı için olumsuz bir faktördür. Kısaca, risk sermayesi sisteminin büyük çapta oluşumu için Türkiye henüz hazır değildir.

Sosyal Güvenlik Kuruluşları, Özel Sigorta Sektörü, bireysel tasarruflar vb. risk sermayesine finansman sağlayabilecek fonların bu sektöre yönlendirilebilmesi için öncelikle yukarıda sözü edilen olumsuzluklar giderilmeli, vergi avantajları, destekleyici yasal düzenlemeler ile Risk sermayesi teşvik edilmelidir.

Risk sermayesi yatırımı uzun vadeli bir yatırımdır. Riski yüksektir. Risk sermayesine yatırılan sermayeden yatırımcı uygulamalara göre en az 5 yıl umduğu geliri beklemeyecek, geri dönüşü olmayacaktır. Ancak risk sermayedarı yatırımcı, yatırım yaptığı girişimci şirketteki hissesini, henüz şirket

halka açılmadığı, Borsaya kote olmadığı için, borsaya kote olmayan şirket hisselerinin alınıp satıldığı bir piyasa var ise burada satılabilecektir, fakat yine de yatırımdan beklenen kâra henüz ulaşılmamış olacaktır .

O halde risk sermayesine girilebilecek yatırımcının kendisini finansal açıdan bu süre içerisinde destekleyebilecek başka bir kazancı olmalı ya da finansal açıdan çok güçlü olmalıdır.

Gelişmiş ülkelerde, Risk Sermayesine yatırılan fonların büyük bir kısmını sosyal güvenlik kuruluşlarının, özellikle Emekli Sandığının , sigorta sektörünün fonlarının oluşturduğu bilinmektedir. Ancak gelişmiş ülkelerde enflasyon düşüktür, zaman içinde belirsizlik azdır, borsaya kote olmayan şirket hisselerinin alınıp satıldığı piyasalar mevcuttur. Ayrıca Risk Sermayesi Sistemine çeşitli teşvikler de sağlanmıştır. (Bkz. Bölüm 4).

Türkiye açısından Risk Sermayesi Sistemini oluştururken, sosyal güvenlik kuruluşları, sigorta sektörü vb. kurumların fonlarını birden bire ve büyük oranlarda Risk sermayesi Sektörüne kaydırmak riskli olur. Ayrıca bu kurumların işleyen, döner bir fon mekanizmasına ihtiyaçları vardır. Bu nedenle Türkiye'ye Risk Sermayesi Sistemi getirilirken, öncelikle Risk Sermayesine uzun bir süre fonu yatırabilecek finansal yönden güçlü yatırımcılar ile işe başlanmalıdır, ya da risk sermayesi için kısa vadede dönüşü beklenmeyecek bir fon bulunmalıdır. Hükümet bugünlerde Risk Sermayesi sistemini yapılandırma

arayışı içindedir. Bu amaçla, hazineden 500 milyarlık fonun Türkiye Halk Bankasına aktarılarak, banka tarafından girişimcilere Risk Sermayesi finansmanı sağlayabilecek bir şirket kurma yoluna gidilmektedir (161).

Ancak, risk sermayesi şirketinin türü hakkındaki taslak tebliğ henüz kesinleşmiş değildir. Küçük girişimciden gelecek talebi, proje ya da icadı hangi kurumun değerlendireceği de bilinmemektedir.

Global Menkul Değerler adındaki aracı kurumun çalışmaları da Risk Sermayesi Sisteminin kısa vadede oluşumuna çözüm getirebilecek arayışlar içindedir.

Şirket risk sermayesine fon sağlayarak, Türkiye'deki küçük girişimcileri destekleyebilmek için yabancı sermayedarlar ile anlaşmaya gitmektedir. Amaçlarının, Global Menkul Değerler adlı kurumunda da hissesinin bulunduğu bir risk sermayesi şirketi kurmak, şirkete yabancı ortaklar bulmak ve küçük girişimci şirketlere risk sermayesi yatırımı ile finansman sağlamak olduğu bilinmektedir.

Bunun yanında Global Menkul Değerler şirketinin dış ülke yatırımcılarından oluşan TURTRUST adlı risk sermayesi şirketine Türkiye'deki küçük ve orta büyüklükteki işletmelere yapacakları risk sermayesi yatırımları için danışmanlık yaptığı öğrenilmiştir. TURTRUST Fonu Türkiye'ye 30 milyon \$ aktarmayı

(161) Ekonomik Panorama Dergisi, 21-28 Şubat 1993, s. 18.

düşünmektedir. Şimdilik 8 girişimci şirkete yatırım yapılacağı, bu sayının zamanla arttırılacağı bilinmektedir.

Türkiye'de bu aşamadaki risk sermayesi girişimlerinin devlet tarafından desteklenmesi sektörün gelişimini hızlandıracaktır. Devlet Risk Sermayesi sistemini, Risk Sermayesi şirketinin kurumlar vergisini azaltacak ya da sıfırlayarak destekleyebilir. Çünkü vergiden sonraki risk sermayesi Kazancının yatırımların uzun vadeli ve riskli olması, özellikle ülkemizde yeni yapılanmaya çalışan bir sektör olması ve enflasyon sebebiyle cazip olmadığı bilinmektedir (Bkz. Bölüm 3, 4. Risk Sermayesi Yatırımında Verimlilik Oranı, Sermaye Paylarının Dağılımı ve Halka Açılma).

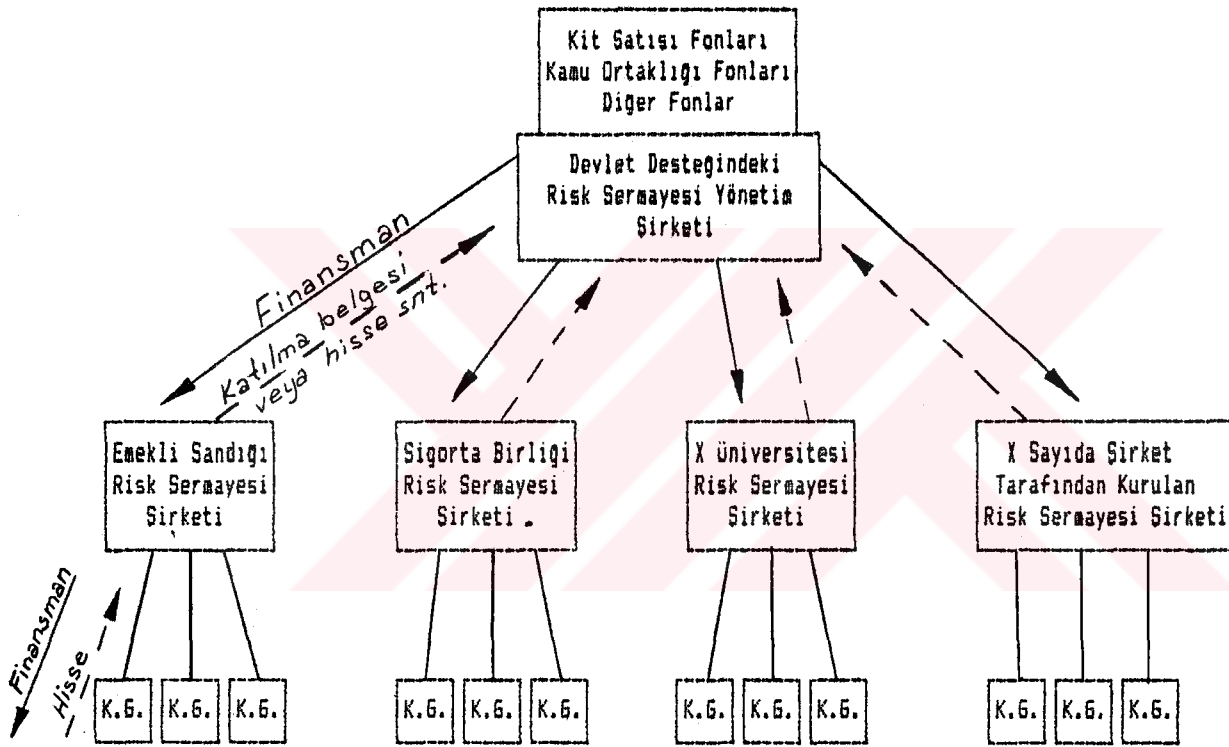
Diğer taraftan Devlet Risk Sermayesi Yatırımlarında, küçük girişimcilerin taleplerini, proje ve icatlarını inceleyebilecek teknik elemanlardan oluşan bir üst kuruluşa Ticaret ve Sanayi Bakanlığına bağlı olarak organize edebilir. Türk Standartları Enstitüsü, Tübitak, ya da üniversitelerle işbirliği sağlanabilir.

Risk sermayesi sisteminin yapılanmasından bir süre sonra sosyal güvenlik kuruluşları, özel sigorta sektörü vb. fon sahipleri risk sermayesine önce az ama yıldıan yıla artan oranlarda fonlarını yatırabilirler. Hatta kendileri risk sermayesi şirketleri de kurabilirler. Böylece büyük bir risk sermayesi sistemine doğru adım atılabilir. Risk sermayesi sistemi büyüdükçe risk o derece paylaşılacaktır.

7.2. TÜRKİYE'DE UZUN VADEDE RISK SERMAYESİ SİSTEMİ

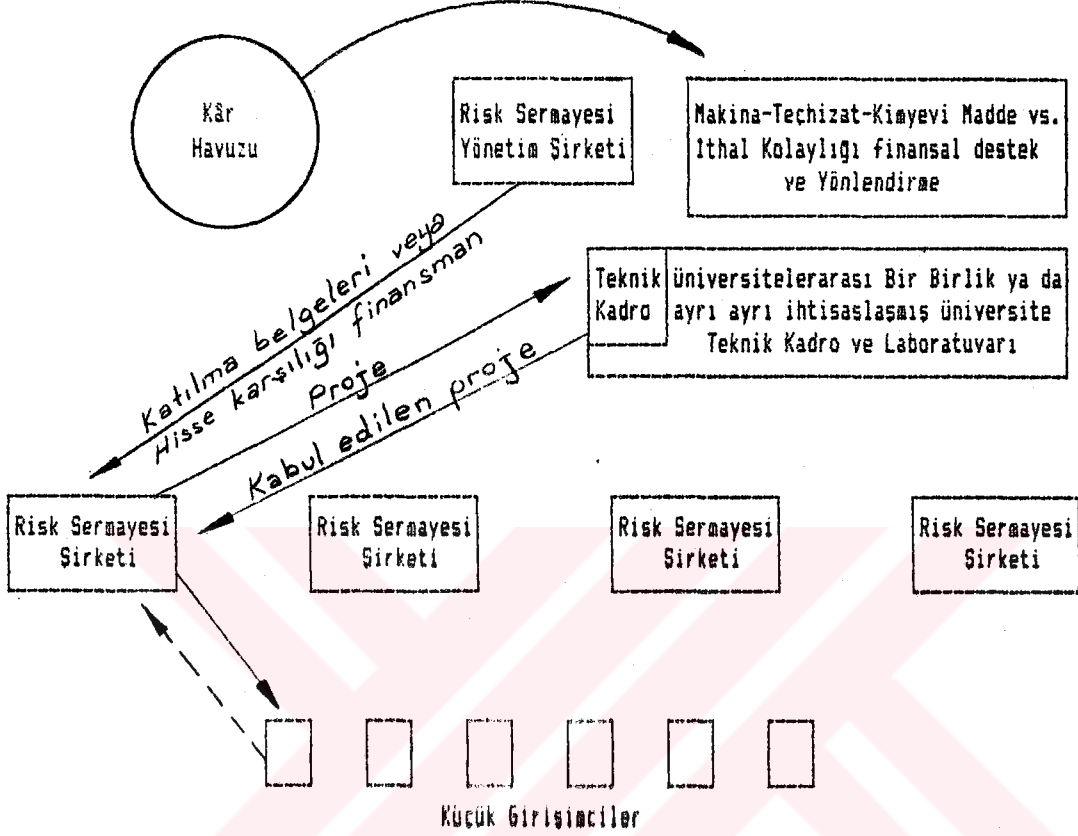
Türkiye'de risk sermayesini engelleyen olumsuz faktörler azalıp, alt yapı ve teşvikler sağlandıktan sonra uzun vadede risk sermayesi sisteminin oluşumu için aşağıdaki modeller düşünülebilir.

1. Risk Sermayesi Şirketlerinin Devlet Desteginde Oluşturulması



LK 1 Ülke Genelinde ve Devlet Desteginde Risk Sermayesi Modeli

Risk sermayesi şirketi ve girişimciler arasındaki ilişki daha detaylı olarak:



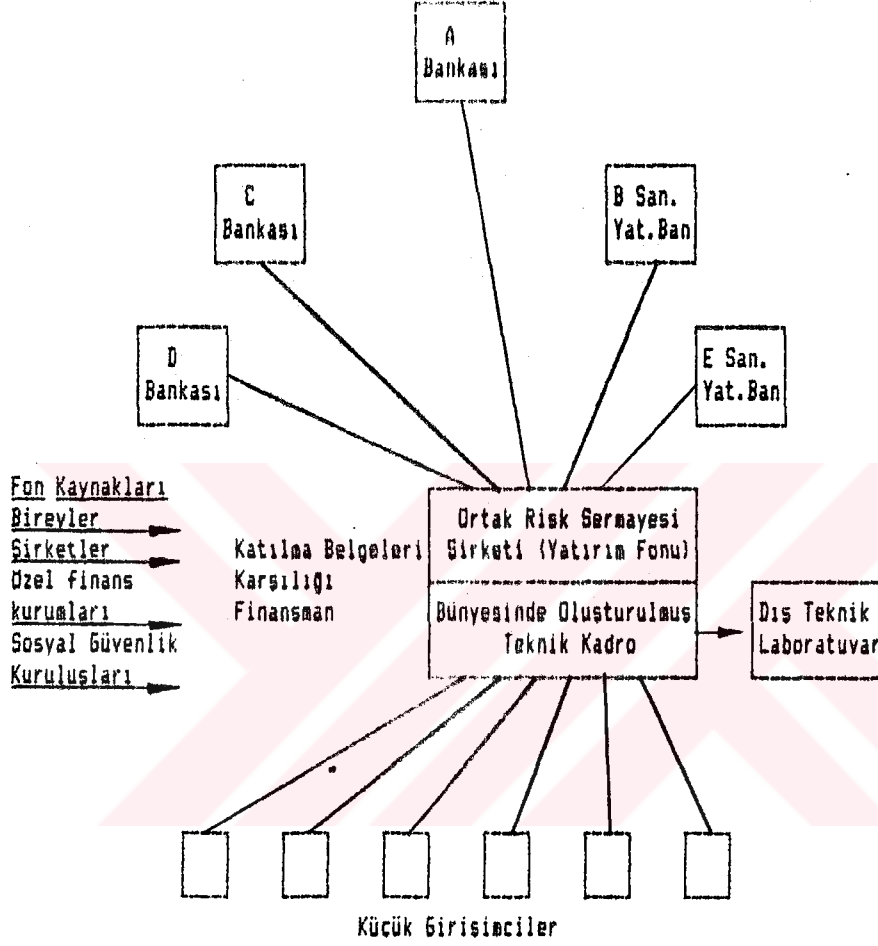
Bu modelde emekli sandığı, sigorta şirketleri, üniversite vb. kurumlar tarafından kurum bünyelerinde küçük işletmelere projeye katılma hizmeti veren küçük risk sermayesi şirketleri vardır. Çok sayıdaki bu risk sermayesi şirketleri devlet desteğiyle kurulmuş bulunan risk sermayesi yönetim şirketine bağlıdırlar. Burada uzman bir yönetim kadrosu mevcuttur. Yönetim şirketinde devlete ait KİT satışı fonlar, kamu ortaklığı fonları ve diğer fonlar kullanılmakta ve bu fonlarla küçük risk sermayesi şirketlerine katılma belgeleri veya hisse karşılığında ortak olunmaktadır. Küçük risk sermayesi şirketleri de devletin bu şekildeki katılımıyla ve kendi

bünyesinde topladığı fonları küçük işletmelerin proje girişimlerine hisse senetleri karşılığı finansman sağlayarak katılmaktadır. Risk sermayesi yönetim şirketi katılma belgeleri karşılığı finansman yanında küçük risk sermayesi şirketlerine makina teçhizat, kimyevi madde vb. ithal kolaylığı, finansal destek sağlanabilir. Projeleri inceleyecek uzman teknik kadro üniversitelerarası bir birlik ya da ayrı ayrı konularda ihtisaslaşmış üniversite teknik kadro ve laboratuvarları olarak risk sermayesi yönetim şirketine bağlı olarak çalışabilir. Küçük risk sermayesi şirketleri böylece projenin detaylı incelemesini de yönetim şirketinin yardımıyla gerçekleştirebilir. (Bu modelde yeni finans reform paketiyle emekli sandığı, sigorta kurumları vb. kurumsal yatırımcıların mevzuat engellerinin kaldırılarak portföy oluşturmalarının sağlanması durumuyla hareket edilmektedir).



SONUC ve ÖNERİLER

2. Risk Sermaye Şirketinin Bankaların Aracılığı ile Olusturulması (Almanya Uygulamasına Benzer Bir Model)

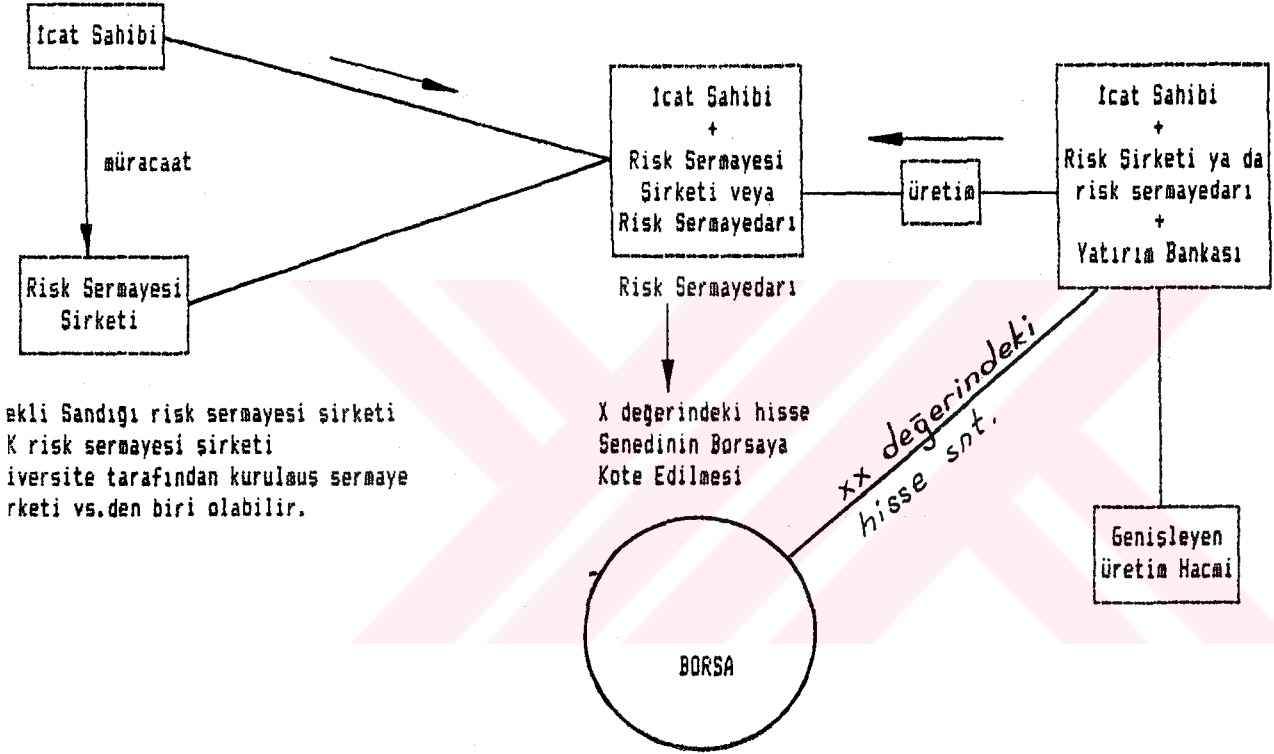


LK 2 Bankacılıkta Risk Sermayesi Modeli

Yukarıdaki modelde bankalar bir araya gelerek kolektif bir risk sermayesi şirketi kurmaktadır. Teknik kadro ise bünyesinde oluşturulmuştur. Daha detaylı bir proje elemesi için dışarıda da inceleme yaptırılabilir. Ortaklığa katılan bankalar iştirak politikası olarak (iştirak müdürlüklerince) belirlenen belli bir oranda fonlarını ortak risk sermayesi şirketine yatırırlar, yatırımın sonucunda fonları oranında

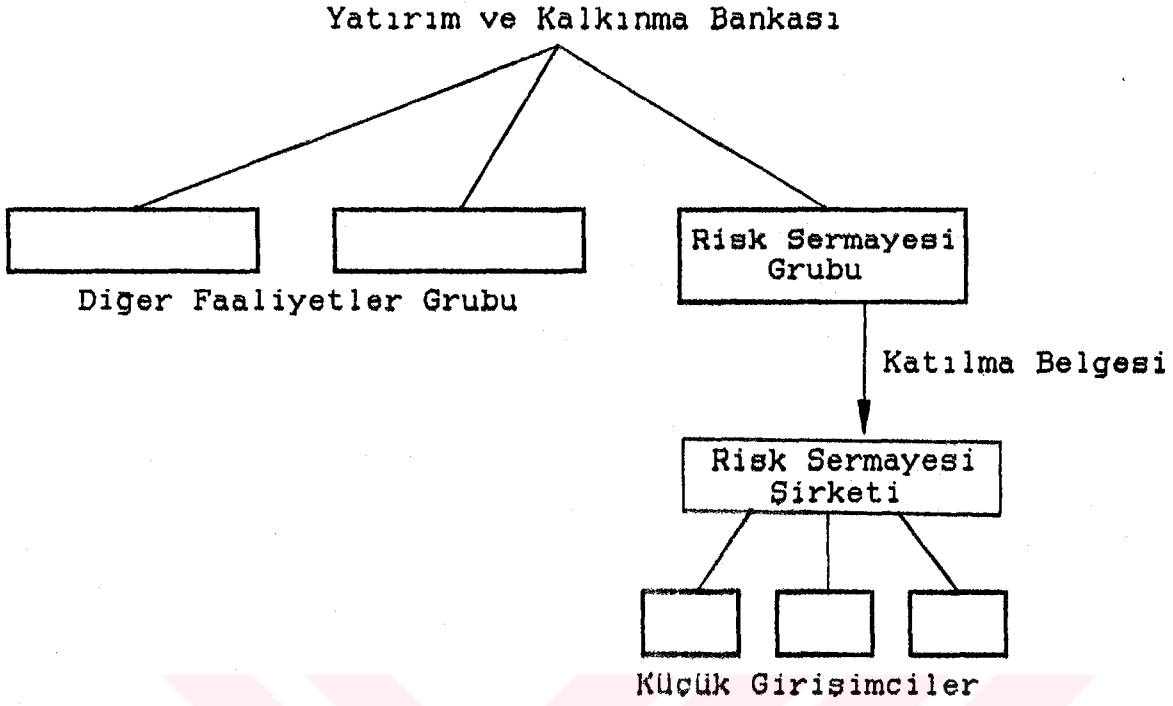
kara katılırlar. Ortak Risk Sermayesi Şirketinin fonlarının büyük bir kısmı da çıkarılan katılma belgeleri karşılığında bireyler, şirketler, sosyal güvenlik kuruluşları vb. fon sahiplerinden toplanır.

3. Risk Sermaye Şirketinin Girişimci ve Yatırım Bankaları ile Birlikte Oluşturulması (İngiltere Uygulamasına Benzer Bir Model)



LK 3 Yatırım ve Kalkınma Bankası Būnyesinde Oluşturulan Risk Sermayesi Modeli

Bu sistemde yer alan Yatırım Bankasına da devlet tarafından fon sağlanabilir.



Bu modelde de icat sahibiyle risk sermayesi şirketi anlaşarak önce yeni bir şirket kurarlar. Projenin ön aşaması tamamlanıp, şirket belirli bir optimal büyüklüğe ulaştıktan sonra yatırım bankasına başvurulur. Onun da katılımıyla daha büyük bir şirket kurulur ve üretime devam edilir. Yatırım Bankasının da iştirakiyle hisselerin borsa değeri daha da cabuk artış gösterebilecektir. Yatırım ve Kalkınma Bankalarının bünyelerinde risk sermayesi grubu oluşturulmalı. Devlet tarafından da KİT fonları vb. yatırım bankası aracılığıyla risk sermayesi şirketlerine kullanılma girişimlerinde bulunmalıdır.

SONUÇ ve ÖNERİLER

Günümüz ekonomisinde, küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin önemi bilinmektedir. Şimdiye kadar kaderine terk edilmiş bulunan bu işletmelere artık gelişmiş ülkelerdeki gibi destekler sağlama çabalarına girişilmiştir.

Yeni sanayi ürünlerinde, teknolojik yeniliklerde önemi olan KOBİ'lerin finansal sorunlarını çözmeye yönelik alternatif finansman yöntemleri bulunmaktadır. Risk sermayesi sistemi de bu yöntemlerden biridir ve özellikle yeni bir icata, fikire sahip olup da bunu sanayiye kazandıramayan girişimciye faizsiz olarak, ortaklıkla sağlanan bir finansal destektir. Ortaklık sistemine dayanan, faizsiz, uzun dönemli finansman sağlayan risk sermayesi sistemi, Türkiye açısından önem taşımaktadır.

Risk sermayesi sisteminin en önemli yönü, bireysel kazanç amacı ile toplumsal faydayı birleştirmiş olmasıdır. Risk sermayesi, ekonomik büyüme, yeni istihdam imkanları ve teknolojik gelişme sağlamaktadır. Ayrıca devlete vergi geliri yaratacak yeni şirketler açılmasına yardımcı olmakta ve ülkede girişimci sınıfın yaratılmasını sağlamaktadır.

Konuya Türkiye açısından bakacak olursak, devlet elinde bulunan bir takım fonların risk sermayesi sistemiyle özel kesime aktarılmasının faydalı olacağı inancındayız. Bu fonların

kısa dönemde üretimi ve ihracatı arttıracak sanayi sektörlerine aktarılması gerçekten önemlidir. Büyümenin hızlanması, döviz darboğazının aşılması bu şekilde sağlanabilir.

Türkiye'de özellikle, ticari başarı şansı yüksek teknolojik buluşlara, yeni teknoloji ithaline, kendi işini kurmak isteyen deneyimli profesyonellere, risk sermayesi sağlanmalıdır.

Risk sermayesine fon arzedebilecek kuruluşlar arasında, başta sosyal güvenlik kuruluşları gelmektedir. Sosyal güvenlik kuruluşları arasında, T.C. Emekli Sandığının fonlarının kâr getirmeyen alanlara yatırıldığı bilinmektedir. Emekli Sandığı fonlarının büyük bir kısmı banka mevduatına ve otellere yatırılmıştır. Sadece otellerin 1991 zararının 6.8 milyar olduğu bilinmektedir.

SSK fonları ise, genellikle ulusal bankalara, devlet tahvillerine ve taşınmazlara yatırılmıştır. SSK'nın yatırımları verimsiz olarak sonuçlanmaktadır, zarardadır.

Bag-Kur'un fonlarının yıldan yıla değişen oranlarda % 90-98'lik kısmının banka mevduatına yatırıldığı ve buradan sağlanan mevduat faiziyle yetinildiği bilinmektedir.

Türkiye'de özel sigorta sektörünün, sermaye piyasasına fon yaratma işlevinden tam olarak yararlanılamamaktadır. Özellikle, hayat sigortası poliseleri, riskin yüksekliğinden dolayı, uzun vadeli olarak düzenlendiğinden, hayat sigortası poliselerinden toplanan fonlar, uzun vadeli sermaye piyasası

araçlarına yatırılabilir. Risk sermayesi için, önemli bir fon kaynağı oluşturulabilir.

Bu konuda, Türkiye'de, özellikle sigortacılık sektöründe, hayat sigortası policelerinin paylarının arttırılması gerekmektedir.

Özetle, Türkiye'de oluşturulacak risk sermayesi sisteminde, sosyal güvenlik kuruluşlarının fonları kullanılabilir.

KOI fonlarının risk sermayesine kaydırılması konusu gündemdedir.

Türkiye'de bankacılık sistemi de risk sermayesine hem fon arz ederek, hem de oluşturacağı risk sermayesi şirketleriyle hizmet verebilir.

Bir ülkede, risk sermayesi sisteminin başarıyla işleyebilmesi için, enflasyonun düşük olması, politik istikrarın sağlanması, istikrarlı bir borsa ve sermaye piyasasının mevcudiyeti gerekmektedir.

Bunun yanısıra risk sermayesi şirketlerinin, girişimci şirketlerden aldıkları hisse senetlerinin likiditesinin sağlanabilmesi açısından, borsaya henüz kote olmamış anonim şirket hisselerinin alınıp satılabildiği, tezgah üstü piyasanın da varlığı şarttır.

Yukarıda sayılan faktörlerin olumsuzluğu, uzun vadeli bir taahhüt olan risk sermayesini, riskli kılmaktadır.

Ayrıca risk sermayesini cazip hale getirebilmek için, risk sermayesi vermeye yönelik olarak kurulan şirketlerin kurumlar vergisi azaltılmalı ya da kaldırılmalıdır.

Türkiye'de devlet, risk sermayesi sektörüne, fonlarıyla katılmalıdır. Devletin desteği şarttır. Bu destek, kredi şeklinde değil, ortaklık şeklinde olmalıdır. Devletin payı % 50'yi aşmamalıdır. Risk sermayesinde yönetim, bağımsız yönetim şirketlerince yapılmalıdır. Ancak devletin denetim ve kontrolü olmalıdır. Bunun yanısıra devlet, Ticaret ve Sanayi Bakanlığı'na bağlı bir üst kuruluşun oluşumunu sağlayarak, teknik araştırmaları ve proje değerlemesinin teknik yönünü bu kuruluşa yaptırtmak suretiyle risk sermayesi sektörüne destek sağlayabilir.

Risk sermayesi, Türkiye'de henüz uygulanmamaktadır. Bazı özel girişimler vardır. Bunlar ülke dışından sağlanan fonları, Türkiye'deki girişimcilere risk sermayesi olarak yatırılabilmek için arayışta olduklarıdır. Ancak risk sermayesi tebliğinin çıkması beklenmektedir. Hükümet, KOİ fonlarını, Türkiye Halk Bankası aracılığıyla girişimcilere, risk sermayesi olarak kullandırma çalışmalarını yürütmektedir.

Özel finans kurumları tarafından, risk sermayesi benzeri işlemler, mudaraba-müşaraka adıyla uygulanmaktadır. Ancak bu yatırımlar özel finans kurumlarının işlemleri içinde sadece % 3-5'lik bir paya sahiptir. Yeni düzenleme ve teşvikler ile özel finans kurumlarının bu tip işlemleri yıldan yıla artırılabilir ya da özel finans kurumları, kurulacak olan risk

sermayesi şirketlerine fon yatırabilirler. Türkiye'de uzun vadede, risk sermayesini engelleyen olumsuz faktörler azaltılıp, alt yapı ve teşvikler sağlandıktan sonra, risk sermayesi sisteminin gelişimi sağlanabilir.

Önerilen modellerde görüldüğü gibi: Sosyal güvenlik kuruluşları, özel şirketler, üniversiteler, bünyelerinde risk sermayesi şirketi oluşturabilirler. Fonlarının bir kısmını bu şirketler aracılığıyla, girişimcilere risk sermayesi olarak yatırabilirler.

Sözü edilen risk sermayesi şirketleri, risk sermayesi yönetim şirketiyle bütünleşebilir. Devlet, risk sermayesi yönetim şirketi aracılığıyla fonlarını, risk sermayesi sistemine yönlendirebilir. Risk sermayesi yönetim şirketi, risk sermayesi şirketlerinin hisselerini alarak destekleyebilir.

Ayrıca, risk sermayesi yönetim şirketi, bünyesinde oluşturduğu teknik kadro ile risk sermayesi şirketlerine gelen projeleri inceleyip, değerlendirebilir.

Risk sermayesi şirketleri için seçilebilecek en iyi model anonim şirkettir.

Önerebileceğim diğer bir model; Türkiye'de bankacılık sistemi tarafından risk sermayesi işleminin yürütülmesidir. Bankalar, birlikte bir risk sermayesi şirketi kurabilirler. Risk sermayesi şirketindeki payları farklı olabilir.

Sözü edilen risk sermayesi ortaklığına, çeşitli fon kaynakları hisse karşılığı yatırım yapabilirler. Bu şekilde bankalar, çeşitli kesimlerden toplanan fonları, risk sermayesi yatırımı şeklinde girişimcilere aktarabilirler.

Bunun yanısıra, Türkiye'de Yatırım ve Kalkınma Bankası'nda bünyesinde risk sermayesi grubu oluşturarak girişimcilere risk sermayesi hizmeti verebilir.

Sonuç olarak, Türkiye'de risk sermayesi sistemini oluşturabilmek için, kısa vadede bazı düzenleme ve teşviklerin sağlanmasıyla işe başlanmalıdır. Risk sermayesi için alt yapı sağlandıktan sonra, olumsuz yönlerin azalmasıyla ve devletin desteğiyle, risk sermayesi yatırımları cazip hale gelecektir. Uzun vadede, Türkiye'de risk sermayesinden, istihdamın, üretimin, vergi gelirlerinin artması gibi faydalar sağlanabileceği inancındayım.



YARARLANILAN KAYNAKLAR

YARARLANILAN KAYNAKLAR

MAKALELER

BAGBEK, Reha; "Ülkemizde Sigorta Faktörü ve Kaynak Oluşturmadaki Rolü", Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Ekim 1988.

BOZKURT, R; BULCA, P; "Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler İçin Bazı Kritik Sorunlar", Dünya Gazetesi, 31 Ağustos, İstanbul, 1988.

BRUNO, V. Albert and Tyzoon T. Tyebjee; "A Model of Venture Capitalist Investment Activity" Management Science, No: 9, September, 1984.

CEYLAN, Ali; "Küçük İşletmelerin Finansal Sorunları", Finansal Yönetim ve Yatırım Planlaması Dergisi, Finansman Uzmanları Derneği, Yıl:3, Sayı:12, Aralık 1981.

CEYLAN, Ali; "Türkiye'de Küçük İşletmelerin Finansal Sorunları ve Çözüm Önerileri", Küçük İşletmelerin Problemleri ve Çözüm Yolları Sempozyumu, İstanbul, 12-13 Aralık 1983.

CLARK, Rodney; "Venture Capital in Britain, America And Japon", Croom Helm Ltd., London, 1987.

CLEIN, Edward; "Venture Capital As An Investment For Technology Transfer", The American Views, Improving Venture Capital in European Commissions of the European Communities, October 1984, Kogan Page Ltd., 120, Pentonville Road, London.

CRAIG, M; "Revolution in U.K. Venture Capital", The Banker, May, 1984.

CIZAKCA, Murat; "Rise of Islamic Banks And The Potential for Venture Capital in The Middle East", And Eastern Mediterranean, International Girme Konferansı, İstanbul, 1987.

DAGDELEN, Ulkü; "Risk Sermayesi", İktisat, İşletme, Finans Dergisi, Yıl:7, Sayı:72, Mart 1992.

DEMİRCELİK, Adalet; "Sigortacılığın Sermaye Piyasasına Entegrasyonu", Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Mayıs 1988.

- ERSOY, Fahrettin; "Türk Banka Sisteminde İstirakler (1980-1987)", Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Haziran 1988.
- ERTEN, Taylan; "Küçük ve Orta Boy İşletmelerin Kaderi", Türkiye İktisat Gazetesi, Sayı: 14, 1991.
- EVCA, Year Book, "Venture Capital in Europe" UVGA Publishers, The Hague, 1986.
- EVCA, "Raising Venture Capital in Europe", Deloitte Haskins And Sells An EUCA, September, 1984.
- FRYENFELD, W.A; "Obtaining Finance For High Technology", National Computing Center Limited, 1983.
- GÖNENC, Rauf; "Venture Capital Advanced Technology Alert System", A.T.A.S. Bulletin, Issue 2, November, 1985.
- KLEIN, Edward; "Venture Capital As An Investment For Technology Transfer; The American View", Improving Venture Capital in European Commissions of The European Communities, October, 1984, Kogan Page Ltd., 120, Pentoville Road, London.
- KOTAR, Erhan; "Küçük İşletmelerin Tanımı, Muhasebe Sorunları ve Çözüm Yolları", Küçük İşletmelerin Sorunları Semineri, AIESEC Bursa Şubesi, Bursa, 26 Aralık 1983.
- SARIASLAN, Halil, "Venture Capital Finansman Modeli ve Türkiye'de Uygulama Olanakları", Ankara Sanayi Odası Dergisi, Yıl: 2, Sayı: 14.
- TUNCER, Selahattin; "Enflasyonun İşletmeler Üzerine Etkileri", İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Yıl:24, Sayı:286, 22 Aralık 1989.
- TUNÇOMAĞ, Kenan; "Sosyal Güvenlik Kavramı ve Sosyal Sigortalar", İstanbul Hukuk Fakültesi Yayını.
- UZUNOĞLU, Bahtiyar; "Sigorta Şirketlerinin Mali Bünyelerinin Güçlendirilmesi ve Menkul Değerlere Yatırım", Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Ekim 1988.
- UCİŞİK, Fehmi; "1982 Anayasası Karsısında Banka ve Sigorta Şirketleri Sandıkları ve Sağladıkları Yardımları Değerlendirme", Sosyal Güvenlik ve Banka Sigorta Şirketleri Sandıkları Uygulamadaki Sorunları Sempozyumu", Marmara Üniversitesi, 1987.

KİTAPLAR

- AKGUC, Öztin; Orta ve Uzun Vadeli Krediler ve Finansman Kurumları, Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, No: 47, 1975.
- AKIN, Cihangir; Faizsiz Bankacılık ve Kalkınma, İstanbul, 1986.
- ALPAR, Cem; ONGUN, Tuba; Dünya Ekonomisi ve Uluslararası Ekonomik Kuruluşlar, Evrim Matbaası, İstanbul, 1988.
- AYDIN, Davut; Finansal Araçlar Açısından Finansal Piyasalar Üzerine Bir Araştırma, Eskişehir, 1980.
- BAGRIACIK, Atilla; Dışa Açılma Sürecinde Küçük ve Orta Boy Firmalar (Dünyada ve Türkiye'de), Dünya Yayınları, İstanbul, 1989.
- BERNARD, M.Bass; SAMUEL, D.Deen; Current Perspectives For Managing Organizations, Prentice-Hall, 1970.
- BROOM, H.R.; Small Business Management Chicago, 1966.
- BULMUS, İsmail; ERTAN, TÖRÜNER, Oktay; Küçük Sanayi İşletmelerimizin Konumu Önemi ve AT'na Girerken Karşılıklılabilecek Sorunlar ile Çözüm Yolları, Milli Produktivite Merkezi Yayınları, No: 126, Ankara, 1990.
- CASTELLO, Denis R.; New Venture Analysis, Research Planning And Finance, Dow Jones, Irwin Homewood Illinois 1985.
- CLAYDON, Jean Mave; Joint Ventures-An Analysis of Commission Decision, 1986.
- CONKAR, Kemalettin; Kalkınma Bankacılığı ve Türkiye'deki Uygulama, Anadolu Üniversitesi Yayını, Eskişehir, 1988.
- COUPARALLI, A.Spiro; Venture Capital In Europe, Prageas Press, New York, 1977.
- CILLER, Tansu; CIZAKCA, Murat; Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri, İstanbul Sanayi Odası Yayını, 1990/7.
- FAULL, Jonathan; Joint Ventures Under The EFC Competition Rules, London, 1985.
- FRIEDMAN, Wolfgang; KALMANOFF, Geoge; Joint International Business Ventures, New York, Columbia University Press, 1961.

GORDON, David; Development Finance Copnanics, State And Privately Owned, Washington DC: World Bank Staff Working Papers, 1983.

KARLUK, Rıdvan; Uluslararası Ekonomik Kurulus ve Birlesmeler, Bilim Teknik Yayınevi, 1990.

OCAL, Tezel; Ticari Banka Fonlarının Kullanımı ve Türkiye'deki Durum, Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Fakültesi Ders Kitaplığı, Yayın No: 321, Unite:7, 1987.

O'DONNELL, John; YUKSEL, Ali Sait; Para Bulma (Finansman)'ın Seçilmiş Konuları, Ayyıldız Matbaası, Ankara, 1970.

PETERS, T.J.; WATERMAN, R.H.; Yönetme ve Yükselme Sanatı "Mükemmeli Arayış", (Çevri: S.Sargut), Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul 1987.

SENYUVA, Ayhan; Cesaret Sermayesi, Türkiye İş Bankası Yayınları, Genel Yayın No: 311, Ekonomi Dizisi 24, Ankara, 1990.

TUNCER, Selahattin; Türkiye'de Sermaye Piyasası, Okan Yayınları, 1985.

WILSON, John; The New Ventures, California, Addison Wesley Pub., Co. 1985.

DİĞER KAYNAKLAR

- Bağkur, İstatistik Yıllığı, 1991.
- Business Facts And Figures. Union Bank of Switzerland Yayını, Ağustos-Eylül, 1983.
- Corporate Venture Dartners Ltd. Venture Economics Inc., Tecnolojy Development Project, Chapter III. Mart 1990.
- Devlet Planlama Teşkilatı, Y.N; DPT: 2190, Tablo No: 386.
- DIE, 1987 Türkiye İstatistik Yıllığı.
- "Diğer Ülkelerde Küçük Girişimci Sermayesi", Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Kasım 1986.
- Ekonomik Rapor 25, Busiad, Mayıs 1991.
- Ekonomist Dergisi, 23 Şubat 1992, Yıl 2: Sayı: 8.
- Financial Times, "Venture Capital, Form of Financing That Suits", 1988.

- Küçük Sanayici El Kitabı, İstanbul Ticaret Odası Yayın No: 1984-27 İstanbul 1984.
- Küçük İşletmelerin Finansmanı ve Yönetim Sorunları, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 1986-13, İstanbul, 1986.
- Küçük ve Orta Boy Sanayi Kuruluşlarında Ekonomik ve Finansal Yönden Değerlendirmeler, İstanbul Sanayi Odası Yayın No: 1987-19, İstanbul, Kasım-1987.
- Küçük Sanayi Yönlendirme Raporu, KUSGET, Ankara, Ağustos, 1987.
- Ministry of Foreign Affairs, Small Business in Japon, Japonya 1982.
- OECD, DST/IND/8554, Venture Capital, Paris, 4 March 1984.
- Özel Finans Kurumları ve Türkiye Uygulaması Sempozyumu, Marmara Üniversitesi Orta Doğu ve İslam Ülkeleri Ekonomik Araştırma Merkezi Yayını, No: 5, İstanbul, 1988.
- Recent Developments in Capital Market in Turkey, SPK Yayını, No:2. 1990.
- Schweizer Rück, Sigma Dergisi, 12 Aralık 1987.
- Sigorta Murakabe Kurulu Yayını, "1991'de Sigorta Faaliyeti Hakkında Rapor, Yayın No: 38.
- The Commission of The European Communities Venture Capital Opportunities in Europe, Proceedings of the Symposium Held in Lüksemburg 3-5 October 1984.
- 1989 Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Yayın No: 140-146-155-159.
- "The Impact of Development Banks on Their Environment", Aspects of Development Bank Management, Edited By Hopkins Universit Press, 1982.
- Türkiye İktisat Gazetesi, İstanbul Sanayi ve Ticaret Odası Yayını, Sayı:14, 9-12.1991.
- Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. 1989 Faaliyet Raporu.
- T.C.Başbakanlık Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığı Faaliyetleri (1984-1991).
- Venture Capital in Information Technology, OECD, Paris, 1985.