



Yrd. Doç. Dr. Metin Çoban

Yrd. Doç. Dr. Metin Saban

Türkiye’de Risk Sermayesi Uygulaması ve Sorunları

Yrd. Doç. Dr. Metin ÇOBAN*
Yrd. Doç. Dr. Metin SABAN
Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, İİBF

Özet

Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ) bir çok finansal güçlükleri vardır. Risk sermayesi KOBİ’lerin finansal problemlerinin çözümünde temel kaynaklardan birisi olabilir. Bu çalışmada risk sermayesi sistemi açıkladıktan sonra, risk sermayesinin Türkiye’deki uygulaması ve Türkiyede’ki KOBİ’lere sağlayabileceği potansiyel faydalar tartışılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Risk sermayesi, küçük ve orta büyüklükteki işletmeler.

Abstract (Venture Capital Applications of Turkey and Its Problems)

Small and Medium Sized Enterprises (SME) have many important financial difficulties. Venture capital is one of the major sources that SME enterprises can utilize in the solution of their financial problems. In this study, a brief explanation of the venture capital system is followed by information about the application and possible benefits to SMEs of this system in Turkey.

Key Words: Venture capital, private equity and small and medium sized enterprises.

1. Giriş

Serbest piyasa ekonomilerinde ülkelerin kalkınması özel sektörün büyümesine bağlıdır. Bu bağlamda, küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin (KOBİ) sayısı ve büyüme potansiyeli, ülke ekonomisi için hayati öneme sahiptir. Bunun için de işletmelere yeterli finansman desteğinin sağlanması gerekmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde özkaynak yetersizliği en önemli sorun olarak işletmelerin karşısına çıkmaktadır. Girişimciler bu sorunu aşmak için ek finansman desteğine gereksinim duymaktadırlar. Özellikle kuruluş ve gelişme aşamasında zorunlu olan finans-

man gereksinimini karşılamak son derece zor olmaktadır. İşte bu aşamada, işletmelerin finansman ihtiyacını karşılamak için bir finansman modeli olarak risk sermayesinden yararlanılabilir.

Bu modelde, finansman sağlayan şirkete veya kişiye melek yatırımcı (angel investor) ya da risk sermayedarı (venture capitalist), yatırım yapılan işletmeye girişim işletmesi denilmektedir. Risk sermayedarları kurumsal veya bireysel yatırımcılardır. Bunlar arasında bankalar, sigorta şirketleri, emeklilik ve sosyal güvenlik fonları risk sermayesi şirketlerin en önemli potansiyel yatırımcıları olarak sayılabilir.

Bu modelin bu denli yaygın uygulama alanı bulmasının en önemli nedeni, risk sermayedarının girişim işletmesine kuruluş ya da gelişme aşamasında finansal des-

* Yrd. Doç. Dr. Metin Çoban’la başlamış olduğumuz bu çalışma vefatından sonra tamamlanarak onun anısına saygıyla ithaf olunur.

teğinin yanında, stratejik yönetim desteğinin de sözkonusu olmasıdır. Bir diğer önemli neden ise, geleneksel finansman modelleri ile sağlanan fonların çok pahalı olmasıdır. Yüksek maliyetli fonları kullanarak uzun vadeli yatırımlara girişmek olanak dahilinde olmamaktadır. Risk sermayesi finansman modelinin önemi faiz, ana para ve taksitleri tarzında bir geri ödeme yükümlülüğü içermemesi ve genellikle daha uzun vadeli olması nedeniyle daha iyi anlaşılmaktadır.

2. Risk Sermayesinin Tanımı ve Genel Özellikleri

Orta çağda, İslam dünyasında “mudaraba ortaklığı” ve Avrupa’da da Venedik ve Hollandalı tacirler tarafından “commandita” adıyla yüzyıllardır uygulanmaktadır. Sistem, fon fazlasına sahip yatırımcıların gelişme potansiyeli olan küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin oluşumu ve faaliyete geçmesi amacıyla yaptıkları uzun vadeli bir yatırımlar olarak ifade edilebilir (<http://www.activeline.com/activeline/sayi6/risksermayesi.html>).

Risk sermayesi, hızlı büyüyen ve yüksek kar potansiyeli olan yatırım projeleri ya da gelişme potansiyeli olan işletmelerle ortaklık kurarak, uzun vadeli finans ve yönetim desteği sağlamaya ve onların, pazar değerini artırmaya yönelik uzun vadeli yatırımları ifade eder. (Akkaya ve İçerli, 2001:63; Ceylan, 2002:150). Yine, risk sermayesi, girişimcilerin özgün fikirlerine, kuruluş, ürün tutundurma, büyüme, iyileştirme aşamalarında işletmelere özsermaye iştiraki, kredi aktarımı veya yönetim desteği şeklinde geliştirilen bir finansman yöntemidir şeklinde ifade edebiliriz (İşeri, 2001:11). Risk sermayesi; teknolojik yenilik, sermayeye katılım, yönetime katılım, küçük işletme, hızlı büyüme ve uzun vadeli yatırım gibi unsurlardan oluşur. (<http://www.spk.gov.tr/kyd/vo/rsyo/rsyo-tanitimreh beri.html>).

Bu tanımlardan anlaşılacağı gibi, risk sermayesinin bir özsermaye yatırımı olduğu söylenebilir. Bu kapsamda risk sermayesi; yatırımcıların orjinal fikir ve projelere sahip küçük ve orta büyüklükteki işlet-

melerin kurulmaları ve faaliyete geçebilmeleri için yaptıkları uzun vadeli sermaye yatırımlarıdır.

İlk olarak 1946 yılında Amerika Birleşik Devletleri’nde uygulanan risk sermayesi, çok önemli bir gelişme göstererek, 1983 yılında 4 milyar USD’ya ulaşmıştır (Henderson, 1988:255), 1998 yılından 2002 yılına kadar ABD ile AB’de risk sermayesi piyasalarının seyrini ifade eden grafik Şekil-1’de gösterilmiştir. Risk sermayesi yatırımları ABD’de 1998 yılından itibaren önemli sıçramalar göstermiştir. 1999 yılında bir önceki yıla göre %156 oranında artarak 55 milyar USD’ya ulaşmıştır. 2000 yılında ise 1999 yılına göre %92 oranında artarak 106 milyar USD olarak gerçekleşmiştir.

2000 yılında, ABD’de bu alanda yapılan yatırımlar Avrupa’daki yatırımların dört katı, 2001 yılında üç katı olarak gerçekleşmiştir. ABD ile karşılaştırıldığında Avrupa Birliği ülkelerinde risk sermayesi oldukça düşük düzeydedir. Ancak Avrupa Birliği risk sermayesinin gelişimine büyük önem vermekte ve bu alanda önemli adımlar atmaktadır. 2000 yılında başlayan ve 2001 yılında hızlanan sermaye pazarındaki düşüş, ekonomik gelişmedeki gerileme ve belirsizlik ortamı 11 Eylül olaylarıyla daha da derinleşmiştir. Bu da, risk sermayesi piyasası gelişimi üzerinde olumsuz bir etki yaratmıştır.

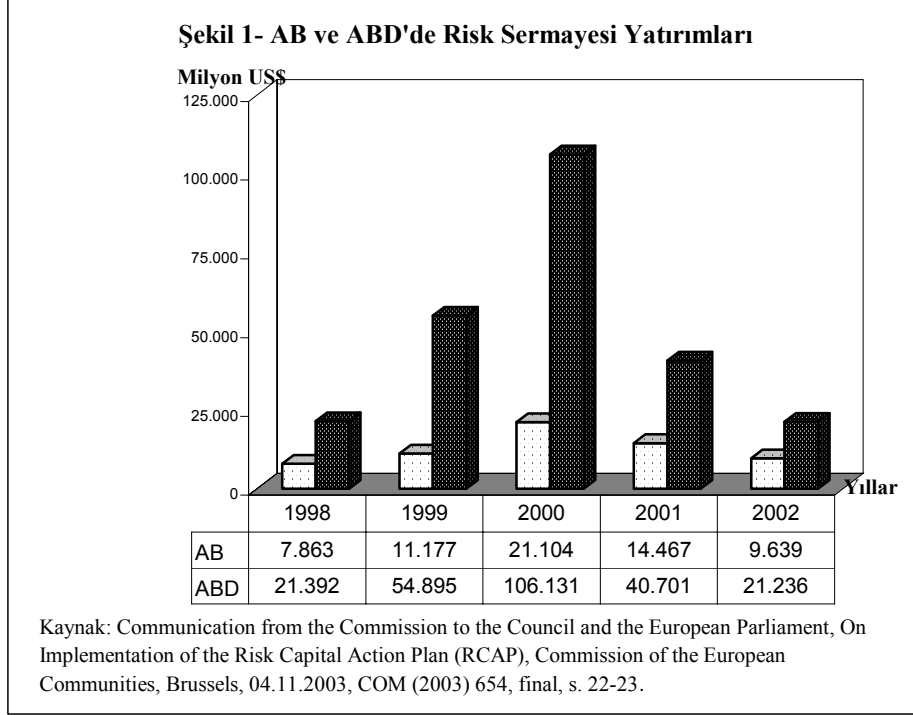
Günümüzde ABD, İngiltere, Japonya, Kanada ve Almanya’da risk sermayesi modelleri ileri teknolojiyi geliştiren itici bir güç durumunda bulunmaktadır. Dünya Bankası ve diğer uluslararası finansman kuruluşları, gelişmekte olan ülkelere risk sermayesi sistemini önermektedirler (Akkaya ve İçerli, 2001:62). Ülkemizde ise, alternatif bir finansman şekli olarak risk sermayesi gelişmemiştir ve girişimcilerimiz tarafından yeterince tanınmadığı görülmektedir.

3. Risk Sermayesi Finansman Biçimleri

Risk sermayesinin başarısı, genellikle başlangıç yatırımları küçük ancak, büyüme potansiyeli çok yüksek olan yatırımların finanse edilmesine bağlıdır (Sagari,

Guidotti, 1992:37). Risk sermayedarları ya da yatırımcıları genellikle elektronik, yazılım, biyoteknik gibi yüksek teknoloji ürün-

leri üreten şirketlere yatırım yapmayı tercih etmektedirler.



Risk sermayesi yatırımda varolan risk yeni bir ürünün yaratılması ve piyasada tutundurulması riskidir.

Ancak, yüksek risk karşılığında getirinin de yüksek olacağı varsayımından yola çıkan bu finansman modelinde, alınan riskin başarıya dönüşmesi durumunda sağlanacak kar ve aynı zamanda büyük satış hacminden kaynaklanan verimlilik artışı bu şirketlere ortak olarak finansman sağlayan yatırımcıların faydasını oluşturmaktadır. Dolayısıyla; risk sermayesinin amacı, yatırım yapılan şirketin verimlilik artırdan meydana gelen karı elde etmektir.

Risk sermayesi şirketleri şu riskleri üstlenmek durumundadır (http://www.spk.ov.tr/kvd/vo/rsyo/rsyo-tanitim_ehberi.html):

Teknolojik Risk: Şirketin araştırma geliştirme çalışmalarında yeterli teknolojik deneyime sahip olmaması veya fonun bu aşamayı kapsayacak yeterlilikte olmamasından kaynaklanan risktir.

Yönetim Riski: Yatırım yapılan şirket yönetiminin, yönetim işlevlerini yerine getirme yeteneğinden yoksun olabileceği riskidir.

Finansman Riski: Üretim aşamında, ürünü pazara taşıyacak ek finansmanın sağlanamama riskidir.

Üretim Riski: Kullanılan teknolojinin büyük ölçekli üretime elverişli olmaması riskidir. Aynı risk, üretilecek örnek ürünün pazarlanabilir bir ürüne dönüşememe durumunda da söz konusudur.

Pazarlama Riski: Ürünün pazarlanması aşamasında ortaya çıkabilecek riskdir.

Demode Olma Riski: İleri teknoloji içeren ve yaşam dönemi kısa olan ürünlerde, pazar koşullarının ürünün yeterli satış hacmine ulaşmadan ürünü demode olma riskidir.

Risk sermayesi şirketleri yaptıkları yatırımın yüksek riske maruz oldukları

bilinciyle, risklerini azaltmak için girişimlerin gelişimini, faaliyette buldukları sektörleri dikkatlice incelerler ve gerektiğinde danışmanlık hizmeti de alarak yatırımlarındaki toplam riski azaltmaya çalışırlar. Dolayısıyla, risk sermayesi şirketlerinin yatırımlarını sadece yeni kurulmuş veya kurulacak işletmelere değil, darboğaza düşmüş ya da satılmakta olan işletmelere de yapabilirler (Konuralp, 2001:17).

Yatırım yapılacak şirketin niteliğine göre her yatırım için farklı finansman türleri söz konusu olacaktır. Risk sermayesi yatırımlarının finansman biçimleri aşağıdaki gibi özetlenebilir. (<http://www.kobinet.org/hizmetler/bilgibankasi/finans/003d.html>)

i) Çekirdek Sermayesi (Seed Capital)

Fikir aşamasının finansmanı şeklinde özetlenebilir. Yeni bir ürün veya hizmetin yaratılması için çekirdek sermayenin sağlanmasıdır. Bu finansman yöntemi, işletmeye ait projenin daha önce karşılanmamış ihtiyaç duyulur yeni ürün/hizmet üretme ve hızla büyüebilme kapasitesi olan bir pazara sahip olması halinde kullanılabilir.

ii) Başlangıç Sermayesi (Start-up capital)

Başlangıç sermayesi risk sermayesinin genel kullanım alanını oluşturmaktadır. Ar-Ge faaliyetlerinin ikinci aşaması olan geliştirme aşamasında bu finanslama yöntemi kullanılmaktadır. Genellikle kuruluş süreci içinde olan yada kısa bir süreden beri faaliyette olan ancak ürününü ticarileştirememiş firmaların finansmanında kullanılır.

iii) Erken Aşama ve Geçit Finansmanı (Early Stage and Gate Financing)

Bu aşamada firma belli bir büyüklüğe ulaşmıştır. Pazara sürdüğü malı veya hizmeti mevcut ancak, ürününün pazardaki üstünlüğünü sağlayacak bir marka imajı ve önemli bir pazar payı yoktur. İşletme bu aşamada, prototipini geliştirmiş ancak ticari üretimi ve pazarlaması için fona ihtiyaç duymaktadır. Firmanın risk ser-

mayesi dışında fon bulması içinde bulunduğu şartlarda zordur çünkü firmanın bankacılık sisteminden kredi alması için teminatları yetersiz ve sermaye piyasasından fon sağlama imkanı da yoktur. Bu aşamada firmanın bir takım yönetsel problemleri de vardır. Bu problemler üstesinden risk sermayedarının maddi ve yönetsel desteği ile gelinebilmektedir.

iv) Köprü Finansman (Bridge Financing)

Köprü finansmanı 6 ay ile 1 yıl içerisinde halka açılmayı ümit eden şirketlere sağlanmaktadır. Eğer şirket hisse senetlerinin arzı için iyi bir yapıdaysa, şirketin halka açılana kadar faaliyetlerine devam edebilmesi için ihtiyaç duyduğu finansmanın sağlanmasında kullanılan bir yöntemdir.

v) Kuruluşun Kendi Yönetici Kadrosu Tarafından Alınması (Management Buy-Out)

Bir finansman türü şirket yönetim kadrosunun işletmeyi elde etmesini mümkün kılmak için sağlanan finansmandır. Günümüzde yenilenen versiyonu ile dünyada en çok kullanılan yöntemlerden biridir. Bu yatırımlar az risk taşımakta ve kazançlı olması sebebiyle tercih edilmektedir.

Şirketlerin veya projelerin içinde oldukları büyüme süreçleri ve finansman nedeni açısından incelendiğinde yukarıda incelediğimiz aşamalarda finansal ortaklıklar yatırım yapmaktadırlar.

Finansal ortaklıklar kapsamında risk sermayesi (venture capital) ve direkt özsermaye yatırımları (private equity) fonları devreye girmektedir.

Risk sermayesi (venture capital) fonları henüz fikir, işletme planı, ürün geliştirme gibi çekirdek, başlangıç ve erken aşamalarındaki kurulmuş veya servis ağırlıklı işletmelerle ilgilenmektedirler. Direkt özsermaye (private equity) fonları ise daha ileri aşamadaki işletmelere gelişme, köprü ve yönetim değişikliği finansmanları yapmakla ilgilenmektedirler. (http://www.pdf.com.tr/main_pag_e4_2.htm) Geniş anlamda risk sermayesi, yüksek büyüme potansi-

yeline sahip girişimlere herhangi bir aşamada yapılan yatırımları ifade etmektedir. Risk sermayesi kavramı (venture capital) dar anlamda ise yalnızca şirketlerin kuruluş aşamalarındaki yatırımları kapsamaktadır. Şirketlerin büyüme ve genişleme dönemlerinde yapılan yatırımlar ise direkt özsermaye (private equity) olarak anılmaktadır. Son yıllarda ise risk sermayesinin daha çok geniş anlamıyla yorumlanması kabul görmektedir. (http://www.itd.com.tr/ileti/ileti_09_0_1.asp)

4. Risk Sermayesi Modelinin Özellikleri ve İşleyişi

Risk sermayesi uygulamasında risk sermayedarları genellikle riskli ancak kar potansiyeli olan şirketlere yatırım yaparlar. Bu modelin uygulanmasında gelecekte ortaya çıkabilecek olumsuzlukların önüne geçilebilmesi için, daha başlangıçta gerek risk sermayedarı ve gerekse de girişim şirket tarafından bir dizi çalışmanın dikkatlice ve birlikte yapılmasını zorunluluktur .

4.1. Risk Sermayesi Modelinin Özellikleri

Küçük olasılıkla büyük kar veya büyük olasılıkla küçük zararın söz konusu olduğu bu finansman modelinde (Ceylan, 2002, s.151) bir tarafta bilimsel piyasadaki gelişmeyi yakından izleyen ve uygulanabilir teknolojilerle satılabilir mallar üreten girişimci, diğer tarafta ise, bu tür fikirleri inceleyip değer veren, yatırımlara dönüşeceğine inanarak finansal destek sağlayan sermayedar yer almaktadır.

Risk sermayesi modelinin temel özellikleri şu şekilde ifade edilebilir:

- Modelde risk sermayedarının yatırıma finansal destek vermeme hakkı vardır.
- Bu modelle finansman, hisse senedi veya hisse senedi benzeri araçlara karşılık yapılmaktadır,
- Sağlanan finansman desteği uzun vadeli,dir,
- Risk sermayedarı riski önemli oranda üstlenmektedir.

- Taraflar aktif bir ortaklığa sahiptir ve yönetim kararlarına katılırlar,
- Risk sermayedarının karı, yatırdığı sermaye ile elde etmiş olduğu hisse senetlerinin piyasa değeri arasındaki pozitif farktır,
- Model, geleneksel finansman modellerine göre daha uzun vadeli ve daha düşük maliyetlidir,
- Yatırım projesi, küçük ve orta ölçekli işletmelere yönelik gelişme potansiyeli gösteren yeni teknoloji ve malların üretimini içermelidir.

4.2 Risk Sermayesi Modelinin Ekonomik Etkileri

Risk sermayesi ülke ekonomisine, istihdam sağlama, yatırımların artırılması, vergi gelirlerinin artırılması, atıl fonların değerlendirilmesi, üretim hacminin artırılması ve girişimci sınıfının oluşturulması gibi önemli makro ekonomik faydalar sağlayacaktır (İşer, 2001:52).

Bunun yanında risk sermayesi modelinin işletmeler açısından mikro anlamda faydaları şu şekilde ifade edilebilir:

- Geliştirilecek ürün veya tasarım için profesyonel fizibilite raporu yardımı alınır,
- Diğer finansman tekniklerine göre daha uzun vadeli ve maliyeti daha düşüktür,
- Başarıya ulaşma olasılığı risk sermayedarı sayesinde daha yüksektir,
- Küçük işletmeler için yatırım yapılması şansını artırır,
- Teknoloji transferi sağlar,
- Sermaye piyasasının gelişmesine olanak sağlar.
- Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı Kurumlar Vergisi'nden muaftır.

Öte yandan, risk sermayedarı yatırımı finanse etmekle önemli oranda risk üstlenmektedir. Bu risk, hem yatırımın istenilen karlılığa ulaşmaması riski hem de uzun vadede gerçekleşme riskidir. Risk sermayedarı

yedarı farklı getiriye sahip farklı risk taşıyan projelere yatırım yapması durumunda taşıdığı riski minimize edebilecektir (Şahin, 2000:88).

Risk sermayedarı için en önemli bir diğer risk, yatırmış olduğu fonu faiz karşılığında ve kısa sürede elde etme durumunda ortaya çıkmaktadır. Risk sermayedarı finansal destek sağladığı işletmenin hisse senetlerinin istediği değere ulaşması genellikle uzun vadede olmaktadır. Elde etmiş olduğu fon kısa vadeli ve faiz içeriyor ise, risk sermayedarının finansal zorluğa düşme olasılığı yüksektir. Bu nedenle, risk sermayedarının sermayesi ya öz sermaye, ya da uzun vadeli yabancı kaynak olmalıdır.

Girişimci şirket ise, yatırımını bir risk sermayesi şirketi ile birlikte yapmak zorunda kalmaktadır. Ayrıca, girişim şirketine ait hisse senetlerinin bir bölümünü risk sermayedarına vermek durumundadır.

Risk sermayesi şirketleri yatırım yaptıkları şirketlerin yönetiminde söz sahibi olmasını garantileyen yönetim kurulu üyeliğini tercih ederler. Bunun yanı sıra tasfiyede öncelik hakkı tanıyan ve ileride gerekli gördüklerinde adi hisse senedine dönüştürülebilecek öncelikli hisse senedi sahibi olma yolunu da tercih edebilirler. Risk sermaye şirketleri, yatırım yaptıkları işletmeleri borç verme yoluyla finanse etme yolunu pek tercih etmezler. Böyle bir katılım yapmaları durumunda hisse senedi özelliği taşıyan varant ya da borç senetlerini daha sonraki bir tarihte hisse senedine dönüştürebilecekleri borçlanma senetlerini tercih ederler (Konuralp, 2001:16).

4.3 Risk Sermayesi finansman Modelinin İşleyişi

Bu finansman modelinin işleyiş prosedürü şu şekildedir: (İçerli ve Akaya 2001:68)

- Geliştirilen ürün ya da tasarım için kapsamlı mali ve teknik araştırmaları içeren profesyonel bir fizibilite raporu hazırlanır.
- Fizibilite raporu sonunda proje maliyeti ortaya konulur.

- Fizibilite raporunun baz alındığı bir iş planı hazırlanır ve risk sermayesi şirketine gönderilir.
- Fizibilite raporu risk sermayesi şirketi tarafından incelenir.
- İncelenen rapor umut verici olarak nitelendirilirse, detaylı incelemeye geçilerek risk sermayesi şirketi yeniden bir fizibilite raporu hazırlar. Proje bu raporun sonunda yeterli görülüyorsa reddedilir.
- Proje gerçekleştirilebilir ve beklenen karlılık düzeyinde bulunuyorsa girişimci şirket yetkilileri ile ortaklık görüşmeleri başlatılır.
- Anlaşma sağlanır ise projenin hayata geçirilmesi için girişimci şirketin kuruluş çalışmaları başlatılır.

4.4 Ortaklık Payının Belirlenmesi

Risk sermayesi, bir tür ortaklıktır. Ortaklardan birisi bilimsel, teknolojik ve piyasalardaki gelişmeleri çok iyi takip edip gelecek vadede mal ya da hizmetleri üretebileceğine inanan girişimcidir (ÇİLLER, ÇİZAKÇA, 1989, s.122). Diğer ortak ise, girişimciye ait fikirleri değerlendirerek, finansal yönetim ve organizasyon desteği sağlayan risk sermayedarıdır. Risk sermayedarının esas amacı, finansal ve yönetim desteği sağladığı şirketin hisse senetlerini borsada büyük karlarla satmak suretiyle kar elde etmektir. Risk sermayedarı, kuruluş aşamasında düşük bedelle satın aldığı hisse senetlerinin fiyatlarının, işletmenin büyüyüp gelişmesinden sonra, önemli oranda değer kazanacağını hesaplamaktadır. Bu tür şirketlerin diğer şirketlere oranla büyüme potansiyeli daha fazladır. Çünkü, risk sermayedarı tarafından profesyonel anlamda yönetim ve organizasyon desteği görmektedir.

Ancak, daha ortaklığın yapılması aşamasında önemli bir sorun gündeme gelmektedir. Taraflar, kurulacak ya da yeni kurulmuş şirkete hangi oranlarda ortak olacaklardır. Bu konuda kesin bir formül olmamakla birlikte, ortaklık payı üzerinde etkili bir çok değişken vardır. Bunlar, gelecekte beklenen fiyat/kazanç oranı, gelecekte elde edilecek net kar, vergi

oranları, yatırım süresi, iskonto oran ve yatırımın karlılık endeksi olarak ifade edilebilir. Bu karmaşık yapı örnekler yardımı ile şu şekilde açıklanabilir.

Örneğin; tekstil sektöründe üretim hacmini artıran, bunun yanında maliyetleri düşürecek bir makine imal edebileceğini düşünen girişimci bu makinenin imalatı için risk sermayesi şirketine başvurmuş olsun.

Bu yatırım için 80.000.-USD tutarında bir finansmana ihtiyaç olacağı tahmin edilmektedir. Risk sermayedarının tahminlerine göre, F/K oranının 10 olacağı ve yatırımın 5 yıl sonra 800.000.USD tutarında bir değere ulaşacağı tahmin edilmektedir. İskonto oranı ise % 30'olsun.

Risk sermayedarının yatırıma destek kararı alabilmesi için, yatırımın bugünkü değerinin bilinmesi gerekecektir. Bugünkü değer de şu formül yardımı ile bulunabilir:

$$\text{Bugünkü Değer} = \frac{\text{Gelecekteki Değer}}{(1 + \text{İskonto oranı})^5}$$

$$\text{BD} = 800.000.-\text{TL}/(1 + 0.30)^5 = 215.463.-\text{USD.}$$

800.000.-USD tutarındaki yatırımın %30 iskonto oranından bugünkü değeri 213.463.-USD'dir.

Yatırımın gerçekleştirilip gerçekleştirilmemesi kararı için, yatırımın karlılık oranının 1'den büyük olması gerekir. Bunun için yatırımın bugünkü değeri, yatırım tutarına bölünmelidir. $215.463.-\text{USD}/80.000.-\text{USD} = 2.7$ Bu durumda yatırımın karlılık oranı, 2.7 olduğundan yatırım gerçekleştirilebilir.

Yatırımın gerçekleştirilebilirliğinin anlaşılmasından sonra, yapılması gereken, girişimci şirket ile risk sermayedarının ortaklık payının belirlenmesidir. Ortaklık payının belirlenmesi için şu formülden yararlanılabilir:

$$\text{Hisse Sen. Oranı} = \frac{\text{Talep Ed.} \times (1 - \text{Serm. Kaz. Uyg. Vergi Oranı})}{(\text{Yat. Çarp. Ser. Kaz. Vergi Orn.}) \times (\text{Risk serm. Yat. Or.}) \times (1 + \text{Halk. Açıl Or.})} \times \frac{(\text{Fiyat kazanç oranı} \times \text{Net kar})}{(1 - \text{Serm. Kaz. Uyg. Vergi Oranı})}$$

Örneğin, "ABC" Şirketi'ne yatırım yapmayı düşünen risk sermayedarının düşündüğü vergi sonrası karı, başlangıç sermayesinin 2 katıdır. "ABC" Şirketi'nin gereksinim duyduğu yatırım tutarı 50.000.000.000.-TL'dir. Aynı sektörde faaliyet gösteren bir başka şirketin 5 kat kazanç çarpanı ile halka açıldığı öğrenilmiştir. "ABC" Şirketi faaliyete başladığın-

dan itibaren ilk 5 yılda 60.000.000.000.-TL kar tahmin etmektedir. Söz konusu Şirket, gelecekte % 20 oranında halka açılmayı düşünmektedir. Sermaye kazancına uygulanan vergi oranı ise % 20'dir. Bu verilere göre, risk sermayedarına verilecek hisse senedi oranı şu şekilde hesaplanabilir.

$$\text{Hisse Sen. Oranı} = \frac{(2 - 0,20)}{(1 - 0,20)} \times \frac{(50.000.000.000,- \text{TL}) \times (1 + 0,20)}{5 * 60.000.000.000,- \text{TL}}$$

$$= 2,25 \times 0,2 = \%45$$

Bütün bu verilerin ışığında risk sermayedarına verilecek hisse senedi oranı % 45'dir. Bu süreç tamamlandıktan sonra, risk sermayedarı ortağı olduğu girişimci şirketin hisse senetlerinin borsaya kote edilmesini ister. Girişimci şirketlerin borsaya girmeleri, genellikle, ikincil piyasada gerçekleşmektedir. ABD'de bu piyasaya

10.000'den fazla şirket hisse senetlerini kote ettirmiş durumdadır (Ceylan, 2002: 161).

5. Türkiye' de Risk Sermayesi

Risk sermayesi Türkiye'de 1990'lı yıllardan itibaren uygulanma olanağı bulmuştur. Bu konudaki ilk girişimler, ban-

kalar tarafından gerçekleştirilmiştir. Türkiye'deki ilk risk sermayesi şirketi Vakıf Risk A.Ş.'dir. Daha sonra İş Risk Sermayesi A.Ş. kurulmuştur. Son yıllarda bu model kapsamında yapılan yatırımlar yıllık 500 Milyon Dolar seviyesi ne ulaşmıştır.

Risk sermayesi modeli ile ilgili düzenlemeler Türkiye'de ilk kez 06.11.1998 tarih, 23515 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Seri: VI, No:10 Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği ile yapılmıştır. Söz konusu Tebliğ, modelin Türkiye'deki hukuki altyapısını oluşturmuştur. Daha sonra, 20.03.2003 tarih ve 25054 sayılı Resmi Gazete'de Seri:VI, No: 15 Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği yayımlanmıştır. Bu tebliğle bir önceki tebliğ yürürlükten kaldırılmıştır.

Bu tebliğ çerçevesinde;

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı: Kayıtlı sermayeli olarak kurulan ve çıkarılmış sermayelerini esas olarak girişim sermayesi yatırımlarına yöneten ve Ka-nunda risk sermayesi yatırım ortaklığı olarak ifade edilen ortaklıkları,

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

Girişim Sermayesi Yatırımı: Bu Tebliğin 20'nci maddesindeki esaslar çerçevesinde yapılan yatırımları ifade etmektedir.

Tebliğin 20. Maddesine göre, Girişim şirketlerinin; sınai, zirai uygulama ve ticari pazar potansiyeli olan araç, gereç, malzeme, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesini veya geliştirilmesinin amaçları ya da yönetim, teknik veya sermaye desteği ile bu amaçları gerçekleştirebilecek durumda olmaları gereklidir. Ortaklıklar, girişim şirketlerine ortak olabilir ve girişim şirketlerinin ihraç ettiği borçlanma senetlerini satın alabilirler. Ayrıca Ortaklıklar, diğer girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarına da yatırım yapabilirlerdir.

Ayrıca;

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

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

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

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

e) Girişim şirketi ortaklarının veya çalışanlarının, şirket hisse senetlerini ortaklıklarına satışına ilişkin vadeli işlem sözleşmeleri, ve doğrudan ortaklıkların yatırım faaliyetlerine ilişkin diğer opsiyon ve vadeli işlem sözleşmeleri düzenlenebilir.

Yapılacak bu sözleşmeler girişim sermayesi yatırımı olarak değerlendirilmektedir.

6. Risk Sermayesinin Gelişiminde Muhasebe Uygulamalarından Kaynaklanan Sorunlar

Ülkemizde KOBİ'lerin en önemli sorunlarından birisi muhasebe sisteminin işletmenin gerçek durumunu gösteren bilgileri yansıtmamasıdır, diğer bir ifade ile mali bilgilerin kayıt dışında izlenmesidir. Bunun temel nedeni muhasebeden vergi yükümlülüğünü yerine getirmek amacıyla yararlanılmaya çalışılmasıdır. Bu durum genellikle işletme yönetimi ve sahipliğin birleştiği KOBİ'lerde kısa dönemde vergisel ve sosyal yükümlülüklerden kaçınma olanağı sağlarken; uzun dönemde ise firmanın gerek rutin gerekse de büyüme ve gelişmesine yönelik rutin olmayan kararlarında gerekli olan bilginin muhasebe sisteminden alınmamasına neden olarak firma için hayati olumsuzlukları da beraberinde getirmektedir.

İşletmeler daha kuruluş aşamalarında ileride bir fondan (örneğin venture capital-private equity) destek alabilecekleri düşün-

cesiyle etkin bir yönetim bilgi sistemi kurmalı ve hesaplarını düzenli tutmalıdır. Finansal ortaklık fonlarından yararlanılmak istendiğinde yapılacak sunumda firmanın faaliyetleri, ürünleri, tesisleri, sektör bilgileri, tedarikçileri, mali tabloların gelecek döneme yönelik projeksiyonlarını içeren bilgilerin sunulması gerekecektir. Yeni kurulmakta olan bir şirket için bu doküman daha çok bir işletme planı özelliği taşıyacak ve geleceğe yönelik olacaktır. Direkt özsermaye (private equity) fonlarına sunumda ise hazırlanacak firma profili ve finansal analizlerde ise geçmiş ve bugünkü durum gelecek kadar önem taşıyacaktır. Fonlar için çoğu zaman iyi bir üst yönetim, iyi bir fikir ve sektörden daha fazla önem taşımaktadır (http://www.pdf.com.tr/main_page4_2.htm). Risk sermayesi şirketleri ayrıca; dürüstlük, başarıma arzusu, enerji, entelektüel seviye, bilgi düzeyi, yönetme kabiliyeti, yaratıcılık gibi kriterlerden hiç olmazsa bir kaçını girişimcide görmek isteyeceklerdir. (Conkar, 2001:37).

Ülkemizde ortaklık biçiminde girişimlerin geçmiş dönemlerdeki başarısızlığı ve hem de buna bağlı olarak hem de kültürel nedenlerle ortak girişim eğilimi zayıftır. Risk sermayesi fonlarından yararlanmanın koşulunun anonim şirket statüsüne bağlanmıştır. Ancak; bazı küçük işletmeler kuruluş formalitelerinin ve maliyetlerinin yüksekliği gibi nedenlerle anonim şirket yapısını seçmekten kaçınma eğiliminde olabilmektedirler (Conkar, 2001:32-39). Öte yandan adi ortaklık veya şahıs şirketi şeklinde kurulmuş firmaların anonim şirket şeklinde nevi değiştirmek zorunda olmaları da bir takım yasal formaliteleri de yerine getirme zorunluluğunda bırakması ve yerine getirilmesi gereken formaliteler nedeniyle bu konularda zaten çekimser olan küçük işletmeleri bu yöntemden uzaklaştırabilecek nedenler arasındadır.

Çoğu aile şirketi şeklinde kurulmuş bulunan küçük ölçekte faaliyet gösteren firmaların hem mülkiyetlerini hem de mali bilgilerini paylaşmaya hazır değildirler. Firmalar %51'den fazla bir paya sahip olduklarında yönetimde hala kendilerinin söz sahibi olacaklarını bilseler dahi düzenli

denetimden geçmiş mali bilgilerin Sermaye Piyasası Kurulu'na ve İMKB'ye verilerek kamuya açıklanacak olması, henüz düzenli bir muhasebe ve raporlama sistemine sahip olmayan KOBİ'lerin bu yöntemle fon sağlama konusuna sıcak yaklaşmalarına neden olmaktadır. Diğer taraftan borsaya girebilmek için gerekli şeffaflığa ve açıklığa sahip olmayan şirketlerin halka açılmak istemeleri halinde belli bir sürede muhasebe sistemlerinin halka açılmaya uygun hale getirilmesi ve bunun için profesyonel bir yardım almaları gerekliliği ilgili firmaları bu yöntemden uzaklaştıran nedenler arasındadır. (Aras, 2001:63).

7. Sonuç

Risk sermayesi finansman modelinin Türkiye'de istenilen düzeye çıkarılabilmesi için, yasal çerçeve risk sermayesi yatırımlarına uyumlu hale getirilmeli, ekonomik ve siyasi istikrar sağlanmalı, yabancı sermaye teşvik edilmeli ve teşvikler yeniden düzenlenmelidir. Çünkü, risk sermayesi yatırımları sıcak paradan ziyade uzun vadeli, istihdamı ve teknoloji girişini artırıcı yatırımlardır.

Yatırılan risk sermayesi karşılığında, sermayedar yatırım yapılan işletmenin hisse senetlerine sahip olmaktadır. Yatırım işletmenin kuruluş aşamasında olabildiği gibi, gelişme aşamasında da olabilmektedir. İşletmelerimizin bu fonlardan yararlanabilmeleri için muhasebe sistemlerini yeniden gözden geçirerek, artık finansal tablolarının işletmenin gerçek durumunu yansıtır hale gelmesini sağlamaları gerekmektedir. Bu KOBİ'lerimizin kurumsallaşma sürecine katkı sağlarken, gerek işletmenin dış çevresiyle olan ilişkilerinde tedarikçilerle, kredi kuruluşları ve devletle olan ilişkilerde itibarını artıracak, gerekse işletme yönetiminin karar alma sürecinde işletmenin büyümesi ve gelişmesine katkıda bulunacaktır.

Öte yandan yapılacak yasal düzenlemelerle risk sermayesi yatırımlarının teşvik edilmesi, İMKB'de bu işletmelerimize yönelik ikinci el piyasanın işler hale getirilmesi durumunda ülkemizde risk sermayesi yatırımları önemli ölçüde artarak ülkemizin gelişmesi ve kalkınması yönünde büyük katkılar sağlayacaktır.

Kaynakça

Akkaya, G .Cenk İÇERLİ, M. Yılmaz (2001). "KOBİ'lerin Finansal Problemlerinin Çözümünde Risk Sermayesi Finansman Modeli", *DEÜ-SBE Dergisi*, Cilt 3, Sayı: 3, ss. 61-70.

Aras, Güler (2001). "Kobi'lerin Sermaye Piyasası Yoluyla Fon Sağlama Olanakları: Tezgaah-üstü Piyasalar Ve Risk Sermayesi Finansman Modeli" *I. ORTA ANADOLU KONGRESİ "KO Bİ'lerin Finansman ve Pazarlama Sorunları"*, *Erciyes Üniversitesi Nevşehir İ.İ.B.F.*, 18-21 Ekim 2001, Nevşehir, ss. 59-67.

Ceylan, Ali (2002) *Finansal Teknikler*, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa.

Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, On Implementation of the Risk Capital Action Plan (RCAP), Commission of the European Communities, Brussels, 04.11.2003, COM (2003) 654, final.

Çiller, Tansu ve Çizakça, Murat (1989) *Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri*, İSO, Araştırma Dairesi, Yayın No: 7, İstanbul.

Çonkar, Kemalettin (2001) "Risk Sermayesi Finansman Yönteminin Küçük ve Orta Boy İşletmeler Açısından Önemi ve Uygulanabilirliği" *I. ORTA ANADOLU KONGRESİ "KO Bİ'lerin Finansman ve Pazarlama Sorunları"*, *Erciyes Üniversitesi Nevşehir İ.İ.B.F.*, 18-21 Ekim 2001, Nevşehir, ss. 28-46.

Henderson, W, James (1988) *Obtaining Venture Financing, Principles and Practices*. USA.

İşeri, Müge (2001) *Risk sermayesi & Türkiye'deki Geleceği*, Türkmen Kitabevi, İstanbul.

Konuralp Güler (2001) "Risk Sermayesinin Türkiye'de Uygulama Olanakları", *MÖDAV Muha-sebe Bilim ve Dünyası Dergisi*, Cilt: 3, Sayı: 3, 3 Eylül 2001, ss.15-22.

Sagari, Silvia ve Gudotti, Gabriela (1992) *Venture Capital, Lessons From The Developed World For The Developing Markets*, *The World Bank Discussion Paper*, Number 13, Washington D.C.

SPK, Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VI, No:10) 6 Kasım 1998 tarih ve 23515 sayılı Resmi Gazete.

SPK, "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" Seri: VI, No: 15, 20 Mart 2003 Tarih ve 25054 sayılı Resmi Gazete.

ŞAHİN, Hüseyin (2000) *Yatırım Projeleri Analizi*, Ezgi Kitabevi, Bursa.

ZAIMOĞLU, Tülay (1995) *Risk Sermayesi ve Türkiye'deki Uygulama Olanakları*, SPK, Yayın No.19, Ankara.

http://europa.eu.int/eurlex/en/com/cnc/2003/com2003_0654en01.pdf (17.11.2004)

<http://www.activefinans.com/activeline/sayi6/risksermayesi.htm> (07.04.2004) "Yeni Ekonominin İtici Gücü Risk Sermayesi"

<http://www.girimsiciliknetwork.gen.tr/sayfa.php?sayfa=risk>, (23.01.2003)

<http://www.kobinet.org/hizmetler/bilgibankasi/finans/003d.html>(28.05.2003)

http://www.pdf.com.tr/main_page4_2.htm (07.04 .2004)

http://www.spk.gov.tr/kyd/yo/rsyo/rsyo-tanitimreh_beri.html(22.01.2004)

http://www.itd.com.tr/ileti/ileti_09_01.asp (17.11 .2004).

ABD'de Mortgage ile Ev Alırsanız (100 bin dolarlık bir ev için)	
En uzun vade	40 yıl
Aylık faiz oranı	0.35 – 0.7
Aylık taksit	477 – 804
Toplam ödeme	171.869 – 289.664

Türkiye'de Krediyle Alırsanız (100 bin dolar = 135 bin YTL için)	
En uzun vade	25 yıl
Aylık faiz oranı	1.27
Aylık taksit	1.834
Toplam ödeme	550.200

Kaynak: 03.11.2005 Milliyet gazetesi.