

150766 - 6

**KÜÇÜK VE ORTA BOY İŞLETMELERDE
RISK SERMAYESİ TEKNİĞİNİN
UYGULANABİLİRLİĞİ VE ÜLKEMİZ
AÇISINDAN BİR DEĞERLENDİRME**

Edip ŞİRİN

(Yüksek Lisans Tezi)

Eskişehir, 1998

T.C.
ANADOLU ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

KÜÇÜK VE ORTA BOY İŞLETMELERDE RİSK SERMAYESİ
TEKNIĞİNİN UYGULANABİLİRLİĞİ VE ÜLKEMİZ AÇISINDAN BİR
DEĞERLENDİRME

Edip ŞİRİN

(Yüksek Lisans Tezi)

İşletme Anabilim Dalı

Danışman: Doç.Dr.Güven SEVİL

Eskişehir, 1998

Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü

Üçüncü bölümde ise, ülkemizde risk sermayesinin gelişimi, mevcut hukuki durum ve vergisel yapı, KOBİ'lerin mevcut finansman kaynakları ve bu kaynaklardan yararlanabilme durumları, KOBİ'leri risk sermayesi yatırımlarına yönelten faktörler ve bu yatırımlarda karşılaşılan riskler, risk sermayesi tekniğinin ülkemizde uygulanabilirliği incelenmiş ve alternatif bir model önerisi sunulmuştur.

ABSTRACT

The small and medium size business enterprises, which are full of renewals, are not able to provide the serious accurances and stipulations and not to find sources in the current financial system. Perhaps, even the new discoveries and ideas, which will effect the progres, will be blocked. On this point of view, the venture capital becomes the most urgent thing for small and medium size business enterprises which are in structural and financial difficulties.

The manner of this study is to define solutions about the financial problems, which are in rapid increase in competitive market, deal with how to use a venture capital technique that becomes wide in the financial literature for the small and medium size business enterpries has an imprortant role in our country's economy.

Action with this manner, in the first part of the study; Introducing small and medium size business enterprises in Turkey and in the world, it's economical and the social dimensions, contributions to our country's economy, structural features, differences from big campanies and general problems are met are evaluated.

In the second part; venture capital, appearing as an alternative of finance management, showing great progress in recent years in the world to provide the support to the main-source needs of small and medium size business enterprises, and which will help capital market improvement and it's introduction, features, history and reasons of improvement, institutional structure and run, fund sources, steps to finance of the investments, devices used in the investment and kinds of firm are examined.

In the third part; improvement of venture capital in our country, its current legal state and tax structure, the current financial sources of small and medium size business enterprises and usage states of these sources, factors proceeding investments to venture capital of small and medium size business enterprises and the risks met in these investments, how to use a venture capital technique to be applicable in our country are examined and an alternative model suggestion is submitted.

29 Nisan 1998

DEĞERLENDİRME KURULU VE ENSTİTÜ MÜDÜRLÜĞÜ ONAYI

İmza

Danışman : ...Doç.Dr...Güven SEVİL.....
Üye : Prof.Dr...Semih BÜKER.....
Üye : Yrd.Doc.Dr...S. Ünal ŞAKAR

Tezin kabul edildiği tarih :29-4-1998.....

Tezin ilgili yasa ve yönetmeliklerin öngördüğü teknik ve bilimsel koşulları karşıladığı ve adayın "İşletme Anabilim Dalı" nda Yüksek Lisans (Bilim Uzmanı) derecesi almaya hak kazandığı anlaşılmıştır.

Prof.Dr. ~~Yavuz~~ OZKALP
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
TABLOLAR VE ŞEKİLLER	XIII
KISALTMALAR	XIV
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ÜLKEMİZDE KÜÇÜK VE ORTA BOY İŞLETMELER VE DURUM DEĞERLENDİRMESİ

1.1.KOBİ'LERİN TANIMI VE GENEL DURUMU	5
1.1.1.KOBİ Tanımı	5
1.1.2.Türkiye'de ve Dünya'da KOBİ'ler	7
1.1.2.1.Türkiye'de KOBİ'ler	7
1.1.2.2.Dünya'da KOBİ'ler	11
1.1.2.2.1.ABD'de KOBİ'ler	11
1.1.2.2.2.AB'de KOBİ'ler	12
1.1.2.2.3. Japonya'da KOBİ'ler	14
1.2.KOBİ'LERİN EKONOMİK VE TOPLUMSAL BOYUTLARI	15
1.2.1. KOBİ'lerin Kalkınmadaki Rolü	15
1.2.2. KOBİ'lerin İstihdam İçindeki Yeri	19
1.3.KOBİ'LERİN YAPISAL ÖZELLİKLERİ	21

1.4.KOBİ'LERİ BÜYÜK İŞLETMELERDEN AYIRAN ÖZELLİKLER	23
1.5.KOBİ'LERİN KARŞILAŞTIKLARI GENEL SORUNLAR	26
1.5.1. Yönetim ve Personel Sorunları	27
1.5.2. Finansman Sorunları	29
1.5.2.1. Özkaynak Yetersizliği	29
1.5.2.2. Dış Kaynak Sağlamadaki Güçlükler	30
1.5.2.3. Yönetimden Kaynaklanan Sorunlar	32
1.5.3. Tedarikleme Sorunları	32
1.5.4. Teknoloji Sorunu	33
1.5.5. Pazarlama Sorunları	34

İKİNCİ BÖLÜM

KÜÇÜK VE ORTA BOY İŞLETMELERİN FİNANSMANINDA RİSK SERMAYESİ FİNANSMAN TEKNİĞİNİN KULLANIMI

2.1.RİSK SERMAYESİNİN TANIMI VE TEMEL ÖZELLİKLERİ	39
2.1.1. Risk Sermayesi Kavramı	39
2.1.2. Risk Sermayesinin Temel Özellikleri	40
2.1.2.1. Teknolojik Yenilik	40
2.1.2.2. Sermayeye Katılma	41
2.1.2.3. Yönetime Katılma	41
2.1.2.4. Küçük İşletme-Hızlı Büyüme	42
2.1.2.5. Uzun Vadeli Yatırım	42
2.2.RİSK SERMAYESİNİN GEÇMİŞİ VE GELİŞME NEDENLERİ	47
2.2.1. Tarihsel Süreç İçerisinde Risk Sermayesinin Doğuşu ve Gelişmesine Yol Açan Faktörler	47

2.2.2. Dünyada Risk Sermayesi Uygulamaları	50
2.3. RİSK SERMAYESİNİN KURUMSAL YAPISI VE İŞLEYİŞİ	54
2.3.1. Risk Sermayesi Fonu'nun (Sermaye Birikimi) Oluşturulması	54
2.3.2. Sermayenin Yatırılması	55
2.3.3. Yatırımdan Çıkış	56
2.4. RİSK SERMAYESİNİN FON KAYNAKLARI	59
2.5. RİSK SERMAYESİ ŞİRKETLERİNİN YATIRIMLARININ FİNANSE EDİLME AŞAMALARI	60
2.5.1. Fikir Aşamasındaki Yatırımlar	61
2.5.2. Başlangıç Yatırımları	62
2.5.3. Erken Aşama Finansmanı	63
2.5.4. Geçit Finansmanı	63
2.5.5. Gelişme-Büyüme Sermayesi	64
2.5.6. Köprü (Destek) Finansmanı ve Ara Finansman	65
2.5.7. Diğer Geç Aşama Yatırımları	66
2.5.7.1. Yerine Koyma Yatırımları	66
2.5.7.2. Şirket Kurtarma Finansmanı	66
2.5.7.3. Şirket Paylarının veya Varlıklarının Satın Alınması	66
2.5.8. Yatırımdan Çıkış	67
2.5.8.1. Halka Arz	68
2.5.8.2. Tezgah Üstü Piyasalar	70
2.5.8.3. Bir Başka Büyük İşletme Tarafından Satın Alınma	75
2.5.8.4. Şirket Hisselerinin Geri Alımı	75
2.5.8.5. Risk Sermayesi Şirketlerinin Sahip Olduğu Payların 3. Şahıslar Tarafından Satın Alınması	76
2.5.8.6. Üçüncül Piyasalar	77

2.6. RİSK SERMAYESİ YATIRIMLARINDA KULLANILAN	
ARAÇLAR	77
2.6.1. Hisse Senedi	78
2.6.2. Bono	78
2.6.3. Warant	79
2.7. RİSK SERMAYESİ İLE FİNANSLAMA SÜRECİ	79
2.7.1. İş Planı	79
2.7.2. Görüşme	80
2.7.3. Proje Değerlendirme	80
2.7.4. Uzlaşma Mektubu	80
2.7.5. Yatırım Sözleşmesi	80
2.7.6. Risk Sermayedarlarıyla Birlikte Çalışma	80
2.7.7. Ticarileştirme	81
2.7.8. Fiyatlandırma	82
2.7.9. Yatırımdan Çıkış	84
2.8. RİSK SERMAYESİ ŞİRKET TÜRLERİ	84
2.8.1. Özel Risk Sermayesi Şirketleri	85
2.8.2. Küçük İşletme Yatırım Şirketleri	85
2.8.3. Mali Ortaklıkların Risk Sermayesi Kolları	86
2.8.4. Mali Olmayan Ortaklıkların Risk Sermayesi Kolları	86
2.8.5. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları	86

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÜLKEMİZDE RİSK SERMAYESİ UYGULAMALARININ KOBİ'LER ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ VE BİR MODEL ÖNERİSİ

3.1. ÜLKEMİZDE RİSK SERMAYESİ UYGULAMALARI	89
3.1.1. Risk Sermayesinin Ülkemizdeki Gelişimi	89

3.1.2. Ülkemizde Risk Sermayesine İlişkin Yasal Düzenleme ve Vergi Kanunları Karşısındaki Durumu	92
3.2. ÜLKEMİZDE KOBİ'LERİN MEVCUT FİNANSAL KAYNAKLARI	95
3.2.1. Halk Bankası'nın KOBİ'lere Yönelik Finansal Destekleri	96
3.2.2. Vakıflar Bankası'nın KOBİ'lere Yönelik Finansal Destekleri	97
3.2.3. Türk Eximbank'ın KOBİ'lere Yönelik Finansal Destekleri	98
3.2.4. TOSYÖV'ün KOBİ'lere Yönelik Finansal Destekleri	98
3.2.5. KOSGEB'in KOBİ'lere Yönelik Finansal Destekleri	99
3.2.6. Ticari Bankaların KOBİ'lerin Finansmanındaki Yeri	100
3.2.7. Finansal Kiralama Kurumları	100
3.2.8. Factoring Kurumları	101
3.2.9. KOBİ'leri Desteklemeye Yönelik Sektörel Dış Ticaret Şirketleri (STDŞ)'ne İlişkin Düzenleme	102
3.2.10. Risk Sermayesi Şirketleri Yoluyla KOBİ'lerin Finansmanı	102
3.3. KOBİ'LERİN MEVCUT FİNANSMAN KAYNAKLARINDAN YARARLANABİLME DURUMLARI	104
3.4. KOBİ'LERİ RİSK SERMAYESİ YATIRIMLARINA YÖNELTEN FAKTÖRLER VE KARŞILAŞILAN RİSKLER	108
3.4.1. KOBİ'leri Risk Sermayesi Yatırımlarına Yönelten Faktörler	108
3.4.2. Risk Sermayesi Yatırımlarında Karşılaşılan Riskler	110
3.4.2.1. Teknolojik Risk	111
3.4.2.2. Yönetim Riski	111
3.4.2.3. Finansman Riski	111
3.4.2.4. Üretim Riski	111
3.4.2.5. Pazarlama Riski	112
3.4.2.6. Demode Olma Riski	112

3.5.ÜLKEMİZDE RİSK SERMAYESİ TEKNİĞİNİN UYGULANABİLİRLİĞİ VE ALTERNATİF BİR MODEL ÖNERİSİ	113
SONUÇ	124
YARARLANILAN KAYNAKLAR	127

TABLolar VE ŞEKİLLER

	<u>Sayfa No</u>
Tablo 1 : KOBİ'lerin İmalat Sanayiindeki Payları	8
Tablo 2 : Büyüklük Gruplarına Göre İşyerleri	10
Tablo 3 : Çeşitli Ülkelerde Küçük İşletmelerle İlgili Ekonomik Göstergeler	18
Tablo 4 : Risk Sermayesi Şirketlerinde Fonların Kullanımı	54
Tablo 5 : Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.....	88
Tablo 6 : İşletme Büyüklüklerine Göre Finansal Sorunların Dağılımı	106
Tablo 7 : Kısa Vadeli Finansman Sorunlarının Dağılımı	106
Tablo 8 : Firma Büyüklüğü ve Uzun Vadeli Finans Sorunları	106
Tablo 9 : Yatırım Aşamalarında Süre ve Risk Karşılaştırması	112
Şekil 1 : Risk Sermayesinde Taraflar	44
Şekil 2 : Risk Sermayesi Sisteminin Kurumsal Yapısı	57
Şekil 3 : Yatırım Aşamaları İle Ürün Hayat Eğrisi Arasındaki İlişki	61
Şekil 4 : Türkiye'ye Özgün Risk Sermayesi Finansman Modeli Önerisi, Proje Değerlendirmesinde ve Prototip Oluşumunda Destek Veren Kuruluşlar	120

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AR-GE	: Araştırma-Geliştirme
ASO	: Ankara Sanayi Odası
DİE	: Devlet İstatistik Enstitüsü
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
DTM	: Dış Ticaret Müsteşarlığı
EASDAQ	: Avrupa Küçük Şirketler Hisse Senedi Borsası
ECU	: Avrupa Para Birimi
EVCA	: Avrupa Risk Sermayesi Birliği
GVK	: Gelir Vergisi Kanunu
IFC	: Uluslararası Finans Kurumu
İKV	: İktisadi Kalkınma Vakfı
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İTO	: İstanbul Ticaret Odası
İSO	: İstanbul Sanayi Odası
İZTO	: İzmir Ticaret Odası
KGF	: Kredi Garanti Fonu
KOBİ	: Küçük ve Orta Boy İşletme
KOSEM	: Ankara Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Eğitim Merkezi
KOSGEB	: Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
KVK	: Kurumlar Vergisi Kanunu
MITI	: Japon Uluslararası Ticaret ve Endüstri Bakanlığı

- NASD : ABD Menkul Kıymet Araçları Ulusal Birliği
- NCI : Avrupa Topluluğu Finansal Kredileri
- OKİK : Orta ve Küçük İşletmeler Kurulu
- OTC : Tezgahüstü Piyasalar
- ÖİK : Özelleştirme İdaresi Kurulu
- RS : Risk Sermayesi
- RSYO : Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı
- SBA : ABD Küçük İşletmeler İdaresi
- SBIC : ABD Küçük İşletme Yatırım Şirketi
- SEC : ABD Sermaye Piyasası Kurulu
- SPK : Sermaye Piyasası Kurulu
- STDŞ : Sektörel Dış ticaret Şirketleri
- TDA : Teşebbüsü Destekleme Ajansı
- TES-AR : Türkiye Esnaf-Sanatkâr ve Küçük Sanayi Araştırma Enstitüsü
- TOBB : Türkiye Odalar Borsalar Birliği
- TOSYÖV : Türkiye Orta Ölçekli İşletmeler, Serbest Meslek Mensupları ve Yöneticiler Vakfı
- Ya.No : Yayın Numarası

GİRİŞ

Dünyada uygulanan çeşitli siyasal ve ekonomik politikaların asıl amacı; insanların yaşam standartlarını yükseltmek, huzurlu ve istikrarlı bir ortamda yaşamalarını sağlamaktır.

Ekonomik politikalar uygulanırken, ülke kalkınmasının lokomotifi olarak, sanayi sektörü temel alınmıştır. Sanayi devrimi ile süregelen uzmanlaşmanın yaygınlaşması, ürün çeşitlerinin artması ve hızla büyüyen iç pazarların yanısıra dış pazarların da önem kazanması dünyanın çeşitli ülkelerinde büyük ölçekli sanayi işletmelerinin kurulmasına yol açmıştır. Sanayi devrimi ile oluşan bu gelişmelerin sonucunda ortaya çıkan büyük sanayi işletmeleri, başlangıçta küçük işletmeler olarak kurulmuş ve teknoloji ile iç ve dış pazarda meydana gelen gelişmelerin sonucunda hızla büyümüşlerdir.

1970'li yılların başında dünya ekonomisini etkileyen petrol şokunun ardından başlayan ekonomik bunalım ile birlikte, evrensel boyutta sorunlar yaşanmaya başlanmış ve küçük ve orta boylu işletmelerin ülke ekonomilerindeki yeri ve önemi daha iyi anlaşılmıştır. Çünkü, bu işletmelerin, ekonomik krizler sonucunda oluşan yeni şartlara ve piyasa koşullarına daha rahat uyum sağlayabilme özellikleri nedeni ile, krizlerden daha az etkilenmişler ve faaliyetlerini sürdürebildikleri gibi, yeni istihdam imkanları yaratarak ekonomiye katkıda bulunmuşlardır.

Küçük ve orta boy işletmeler;günümüzde de ülke ekonomilerinde büyüme, sanayileşme, istihdam ve uzun dönemde kalkınma açısından önemli rol oynamaktadırlar.

Bunun yanısıra ekonomik krizlerden, konjonktürel dalgalanmalardan ve finansal darboğazlardan büyük işletmelere oranla daha az etkileniyor olmaları, bu kesime özel önem verilmesinin gerekliliğini ortaya koymaktadır.

1980'li yıllarda hız kazanan ve giderek daha önemli boyutlara ulaşan teknolojik ve ekonomik gelişmeler, toplumlarda önemli değişikliklere sebep olmuştur. Bilgi teknolojisindeki hızlı gelişmeler, bilgilerin depolanarak ve işlenerek yeni bilgiler üretilmesi ve istenildiğinde bilginin kullanıma sunulması, İnternet gibi hızlı iletişim sistemleri aracılığıyla dünya üzerindeki bilgi kaynaklarına ulaşmanın kolaylaşması, bilgi toplumuna geçiş sürecini hazırlamıştır. Sanayi toplumu yapısının yerini, bilgi toplumu yapısına bırakması sonucunda oluşan yapılanma, birçok ülkede önemli olanakların doğmasına yol açmıştır.

Bilgi çağı ile uluslararası sınırların etkisi azalmış ve ekonomik faaliyetler ülkeler ile sınırlı kalmayıp, tüm dünyayı kapsayan boyutlara ulaşmıştır. Bu gelişmeye paralel olarak rekabet önemli boyutlara ulaşmış ve bu yapı ile ortaya çıkan globalleşme olgusu giderek yaygınlaşmıştır.

Dünya ekonomisinde son onbeş yılda yaşanan globalleşme, uluslararası ticari rekabeti ön plana çıkarmış ve bunun sonucunda teknolojik yeniliklere dayanan sektörlerin pazar payı, fiyat ve kalite açısından üstünlük göstermiştir. Yeni üretim teknolojilerinin geliştirilmesi sonucu üretim faktörlerinin etkinliğinin artması olarak tanımlanan teknik ilerlemenin ekonomik gelişmeye ve sanayileşmeye sağladığı katkı, ülkeleri teknolojik yeniliklerin temel dayanağı olan AR-GE çalışmalarına ağırlık vermeye yöneltmiştir.

Teknolojik yeniliklerin ve buluşların üretime uygulanabilmesinin finansal destekle mümkün olacağı gerçeğinden hareketle; sanayileşmiş ülkeler; yeni teknolojileri kullanan girişimcilere finansman olanakları sağlamak üzere mali piyasalarda birtakım düzenlemelere gitmişlerdir. Risk sermayesi, bu düzenlemelerin sonucu ortaya çıkmış ve finansal literatürdeki yerini almıştır.

Ekonomide devlet müdahalelerinin azaltılarak serbest piyasa koşullarının yerleştirilmesi; fiyatların piyasa mekanizmaları aracılığıyla belirlenmesi Risk sermayesi sisteminin felsefesini oluşturmaktadır.

İkinci Dünya Savaşı yıllarında Amerika Birleşik Devletleri'nde doğan ve 1980'li yıllarda en parlak dönemini yaşayan risk sermayesi sektörünün, yüksek teknolojiye yönelik yatırımlar yolu ile rekabet gücü sağlayıcı ve istihdamı artırıcı etkisi, bu sektörün başta Avrupa olmak üzere dünyadaki önemini giderek arttırmaktadır. Ülkemizde ise, 1980'lerde izlenen ekonomik politikaların sonucunda dışa açılma ile risk sermayesi önem kazanmaya başlamıştır.

Türkiye'nin Gümrük Birliği'ne girmesi ile birlikte korumacı uygulamaların kaldırılması, küçük ve orta boy işletmelerimizi topluluk ülkelerinin gelişmiş teknolojilerle üretilen, yüksek kaliteye sahip mallarının fiyat rekabeti ile karşı karşıya bırakmıştır.

Gümrük Birliği'nin getirdiği rekabete karşı başarı sağlanabilmesi için yeni teknolojilerin yakından takip edilmesi, Avrupa piyasalarında aranan standartlara uygun üretim yapılması ve yüksek teknoloji içeren mal ve hizmetlere yönelmek gerekmektedir. Yüksek standartlarda ürünlerin üretilmesi ise, uygun şartlarda ve miktarda işletme sermayesi bulunmasına, uzman personel istihdam edilmesine, kaliteli hammadde kullanımına ve uluslararası piyasaların takip edilerek dışa açılmayı sağlayabilecek pazarlama ilişkilerine sahip olunmasına bağlı olmaktadır.

Ülkemizdeki koşullarda küçük ve orta boy işletmelerin, dış rekabete karşı başarı sağlayabilmeleri için gereken uyum çalışmalarını finanse edebilecek kaynağa sahip olmadıkları görülmektedir. İşletme sermayeleri genellikle yetersiz olan küçük ve orta boy işletmelerimiz, gerek kamu, gerekse banka sisteminden kredi temininde çeşitli güçlüklerle karşılaşmakta, yeterli miktarda yabancı finansman imkanı bulsa da; finansman maliyetlerinin yüksek olması bu kaynağı kullanmalarını engellemektedir.

Küçük ve orta boy işletmelerin finansman ihtiyacının, öz sermayeye ortak olarak katılım yolu ile kurulacak risk sermayesi şirketleri ile giderilmesi; hem küçük ve orta boy işletmelerin üretim kapasitelerini arttırarak sanayileşmeye katkılarının geliştirilmesi hem de genç girişimcilerin teşvik edilerek yüksek teknoloji ve AR-GE harcamaları gerektiren projelerin faaliyete geçirilmesi açısından önem taşımaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ÜLKEMİZDE KÜÇÜK VE ORTA BOY İŞLETMELER VE DURUM DEĞERLENDİRMESİ

1.1.KOBİ'LERİN TANIMI VE GENEL DURUMU

1.1.1. KOBİ Tanımı

Tüm ekonomilerin temel dinamiğini oluşturmalarına rağmen bugün dünya literatüründe, üzerinde fikir birliği sağlanmış bir küçük ve orta ölçekli işletme tanımı bulunmamaktadır. Kavramın kapsamı ekonomik kalkınmışlık düzeyine göre farklılık gösterirken, aynı kalkınma düzeyindeki ülkeler arasında da değişmektedir. Hatta kimi zaman aynı ülkenin değişik sektörlerinde farklı şekilde tanımlanırken , aynı sektördeki kurumlar arasında da bu konuda fikir birliği yoktur ⁽¹⁾. Çünkü tedarik, üretim, pazarlama, finansman, personel ve yönetim gibi temel işletmecilik fonksiyonlarına ek olarak, küçük ve orta boy işletmeler istihdam ettikleri personel sayısı, satış hacmi, sabit sermaye ve makina parkı değeri, kullandıkları enerji miktarı, kurulu kapasite düzeyi, katma değerleri, kâr büyüklüğü ve piyasa payı gibi ölçülebilen özellikleri açısından da büyük farklılıklar göstermektedir.

¹ Halil SARIASLAN, Orta ve Küçük Ölçekli İşletmelerin Finansal Sorunları, Çözüm İçin Bir Finansal Paket Önerisi, TOBB Yayınları Ya.No:281, Ankara, 1994, s.12.

KOBİ'lerin ülkeye ve sektöre göre değişiklik gösteren özelliklerine karşın, bu işletmeleri büyük işletmelerden ayıran belirgin özellikler vardır.

Sınıflama ve ortak bir KOBİ tanımı yapılmasında hemen tüm ülkelerde kullanılan kriterlerin nitelik ve nicelik yönünden ayırımı aşağıda verilmiştir ⁽²⁾.

i. Nitelik Yönünden Tanımlama Kriterleri

- Girişimcinin işletmede fiilen çalışması,
- İşbölümü ve uzmanlaşma derecesinin yeterli olmaması,
- Sermayenin sınırlı oluşu, finansal yetersizlik,
- Yönetim tekniklerinin uygulanmaması veya yetersizliği.

ii. Nicelik Yönünden Tanımlama Kriterleri

- İşçi sayısı,
- Sermaye,
- Aktifler toplamı,
- Kâr,
- Enerji kullanımı,
- Ciro (satış hasılatı),
- Makina parkı,
- Kapasite (üretim hacmi).

KOBİ tanımında birden fazla kriterin kullanılması, çeşitli idari ve teknik sorunlara yol açmaktadır. Çoğunlukla, yapılan tanımlama kriteri işçi sayısı ve sermaye temeline dayanmaktadır. Bu tür tanımlama yapılarak işletmelerin sınıflandırılmasının pratik yararı; işletmelerin geliştirilmesi ve desteklenmesine yönelik tedbirlerin alınmasında ve politikaların belirlenmesinde sağladığı kolaylıklardır.

KOSGEB (Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı)'ın 12 Nisan 1990 tarihinde TBMM'nde kabul edilen 3624 no'lu Kuruluş Yasası'nda küçük ve orta ölçekli işletme tanımı yapılmıştır. Buna göre, imalat sanayi

² Mete OKTAV, Güneri ÖNCE, Alican KAVAS, Mustafa TANYERİ, **Orta ve Küçük İşletmeler İhracata Yönelik Pazarlama Sorunları ve Çözüm Önerileri**, Türkiye Ticaret, Sanayi, Deniz Ticaret Odaları ve Ticaret Borsaları Yayınları, Ankara, 1990, s.1-3.

sektöründe 1-50 arası işçi çalıştıran sanayi işletmeleri küçük sanayi işletmeleri, 51-150 arası çalıştıran sanayi işletmeleri orta ölçekli sanayi işletmeleri olarak tanımlanmıştır. KOSGEB, 150 işçinin üzerinde işçi çalıştıran işletmeleri ise büyük ölçekli işletmeler olarak kabul etmektedir. Devlet İstatistik Enstitüsü'nde işletmeleri tanımlarken, KOSGEB gibi istihdam edilen kişi sayısını kriter olarak almıştır. 1-9 arası işçi çalıştıran sanayi işletmeleri çok küçük ölçekli imalat sanayi işletmeleri, 10-49 arası küçük ölçekli imalat sanayi işletmeleri, 50-99 arası orta ölçekli imalat sanayi işletmeleri, 100'ün üzerinde işçi çalıştıran sanayi işletmeleri büyük ölçekli imalat sanayi işletmeleri olarak tanımlanmaktadır (3).

1.1.2. Türkiye'de ve Dünya'da KOBİ'ler

1.1.2.1. Türkiye'de KOBİ'ler

Ülkemizde ekonomik sürecin hangi döneminde olursa olsun KOBİ'ler ekonomik, politik ve sosyal önemlerini her zaman muhafaza etmişler, genel politika ve stratejilerin belirlenmesinde dikkate değer bir kesimi teşkil etmişlerdir(4).

Ülkemiz, KOBİ'lerin varlığı yönünden başka ülkelerde az rastlanabilecek bir geçmişe sahiptir. Doğu ile Batı ticaretinin ortasında yeralan ve belirli kültürel gelişmelerin mirasçısı olan ülkemizde küçük işletmeler, 16. yüzyıl başlarında fark edilir bir potansiyel arz etmiştir (5). Dünyadaki büyük boy işletmelerin 18. yüzyıldan itibaren ortaya çıktıkları gözönüne alınırsa, ülkemiz KOBİ'lerinin fonksiyonları daha iyi anlaşılır. Lakin, ülkemizin sosyo-ekonomik ve kültürel yapısı zaman içinde gerekli gelişmeyi gösteremediğinden, geleneklere bağlı kalındığından sanayi devriminin ülkemize yansımaları gecikmiştir. Zamanla, az gelişmişlik engelini aşarak gelişme yolundaki ülkeler sınıfına katılan ve sanayileşmeyi amaç edinen ülkemizin temelinde küçük işletmeler yer

³ Ayşe EGE, Şule EĞİTİM, Ufuk ACAR, *Avrupa Birliği ile Gümrük Birliği Muhtemel Etkiler ve Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler*, KOSGEB Yayınları, Ankara, Aralık 1995, s.73.

⁴ Ayşe EGE, Ufuk ACAR, *Avrupa Topluluğu İle Gümrük Birliği Kapsamında Küçük ve Orta Boy İşletmeler*, KOSGEB Yayınları, Aralık 1993, s.57.

⁵ *Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi İşletmelerinin Ülkemizdeki Genel Durumu ve Gelişmeleri*", KOSGEB 1993 Yılı Çalışma Programı, Ankara, 1993, s.21.

almaktadır. O halde sözkonusu kuruluşları desteklemek, sorunlarını çözümlenmek ülkemizin kalkınması açısından son derece önemli bir şart olmuştur.

Tablo 1: KOBİ'lerin İmalat Sanayiindeki Payları

Yıl	İşletme Büyüklüğü	Sektör	İşyeri Sayısı (%)	Ücretle		Ücretle Çal.	
				Çalışanların Yıllık Ort.	Çalışanların Yıllık Ort.	Yapılan Yıllık Ödemeler	Katma Değer
1987	10-49	A	69.11	14.58	15.08	7.85	6.84
		B	11.71	0.61	0.61	0.49	0.18
		C	71.72	19.88	20.52	11.13	9.87
	50-99	A	12.82	8.53	8.52	6.18	5.52
		B	10.73	1.15	1.15	0.93	0.48
		C	12.92	11.33	11.29	8.52	7.82
1988	10-49	A	66.93	13.63	14.09	7.24	5.63
		B	12.23	0.69	0.63	0.53	0.17
		C	69.49	18.17	18.75	9.94	8.45
	50-99	A	14.03	8.92	8.90	6.51	5.53
		B	9.88	1.13	1.13	0.97	0.41
		C	14.23	11.66	11.61	8.76	8.17
1989	10-49	A	67.37	13.41	14.26	6.35	5.58
		B	11.75	0.64	0.64	0.48	0.52
		C	69.94	17.67	18.74	9.19	8.53
	50-99	A	13.25	8.53	8.47	5.32	5.05
		B	10.07	1.12	1.12	0.86	0.51
		C	13.39	11.01	10.89	7.48	7.50
1990	10-49	A	64.96	13.00	13.36	6.04	5.51
		B	11.95	0.68	0.68	0.56	0.16
		C	67.53	16.98	17.43	8.55	7.97
	50-99	A	13.74	8.23	8.21	5.10	5.18
		B	10.24	1.13	1.18	1.00	0.43
		C	13.91	10.50	10.47	6.94	7.37

Kaynak: DİE Türkiye'de İmalat Sanayiinde Küçük ve Orta Boy İşyerleri 1991, s.3-4.

A: Toplamı

B: Kamu Sektörü

C: Özel Sektör

Türkiye’de, genellikle, KOBİ’ler sanayi sektöründe daha çok imalat sanayiinde hizmet vermektedir. Özellikle, sanayi sektörü içindeki payları incelendiğinde KOBİ’lerin önemi daha da artmaktadır. Toplam işletmelerin %98’ini, imalat sanayiindeki işletmelerin %99.47’sini oluşturan KOBİ’ler, toplam istihdamın da %56.3’ünü oluşturmaktadır⁽⁶⁾.

Tablo 1’de görüldüğü gibi, imalat sanayinde büyük pay alan KOBİ’lerin yarattığı toplam katma değer 1987’de %9.87 iken, 1990 yılında bu oranda düşüş görülmektedir. Küçük ölçekli işletmelerin ekonomiye yarattığı katma değer %7.97 ve orta ölçekli işletmelerde ise %7.37 oranında gerçekleşmiştir. KOBİ’lerde katma değerdeki bu azalış; ücret ödemeleri, sabit sermaye yatırımlarına ve faiz ödemelerine yapılan harcamalar nedeniyle meydana gelmiştir. DİE’nin araştırmalarına göre KOBİ’lerin ve istihdamın yoğunlaştığı sektörler; dokuma-giyim eşyası, deri, dokuma sanayi ayakkabı dışı giyim eşyası, deri ve deri benzeri maddeler, metal eşya, makina teçhizat, elektrikli makineler, taşıt araçları sanayi, gıda-içki ve tütün, orman ürünleri ve mobilya olduğu açıklanmıştır.

Böylece, KOBİ’lerin emek-yoğun teknoloji ile üretim yapmalarından dolayı, istihdam açısından büyük önem taşıdığı görülmektedir. Buna karşın, imalat sanayinde %99’u aşan paya sahip KOBİ’lerin toplam kredi hacmi içindeki payları oranının %4-5’lerde olması oldukça şaşırtıcıdır. Avrupa Birliği’nde ise, KOBİ’lere yapılan devlet yardımları %10 oranındadır.

Aşağıdaki tabloda görüldüğü üzere, ticaret sektöründe çalışan işletmelerin 1987’de %93.34’ünü küçük işletmeler oluştururken, 1991 yılında bu oran %90.77’ye düşmüştür. Buna karşılık orta ölçekli işletmelerin oranı 1987’de %3.62 olan seviyesinden 1991’de %5.02’ye yükselmiştir. Büyük ölçekli işletmelerin oranında da artış gözlenmiş, 1987’de %3.04 olan oran, 1991 yılında %4.21 olmuştur⁽⁷⁾.

⁶ İlhan ULUDAĞ, **Gümrük Birliği Sürecinde KOBİ’ler ve Risk Sermayesi Şirketleri Modeli**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Ya.No: 42, Ekim 1996, s.79.

⁷ Birgül TOSYALI SARIKAYA, “KOBİ’lerin Türkiye Ekonomisindeki Yeri” **Ekonomik Vizyon Dergisi**, İzmir Ticaret Odası Yayınları, Yıl:67, Sayı:16, temmuz-Ağustos 1995, s.31.

Tablo 2: Büyüklük Gruplarına Göre İşyerleri

Yıllar	İşyeri Büyüklük Grubu	İşyeri Sayısı		Hizmetler	
		Ticaret Sayısı	Oran (%)	Sayısı	Oran (%)
1987	10-49	10,446	93.34	3,457	94.30
	50-99	405	3.62	96	2.62
	100+	340	3.04	113	3.08
1988	10-49	10,809	91.18	3,286	68.37
	50-99	660	5.57	98	2.04
	100+	386	3.26	1,422	29.59
1989	10-49	10,102	87.53	2,410	94.14
	50-99	1,213	10.51	71	2.77
	100+	226	1.96	79	3.09
1990	10-49	9,602	89.33	2,872	95.51
	50-99	762	7.09	64	2.13
	100+	385	3.58	71	2.36
1991	10-49	10,267	90.77	2,928	93.91
	50-99	568	5.02	91	2.92
	100+	476	4.21	99	3.18

Kaynak: TOSYALI SARIKAYA, A.g.e., s.31.

Hizmetler sektöründe de, değişme oranları düşük olmakla birlikte, ticaret sektöründeki eğilimi izlemek mümkündür. Küçük ölçekli işletmelerin oranı 1987'de %94.30 iken 1991'de %93.91 olmuştur. Orta ölçekli işletmelerin oranı 1987 yılındaki %2.62'lik seviyeden 1991 yılında %2.92'ye çıkarken, büyük işletmelerin oranı da anılan dönemde %3.08'den %3.18'e yükselmiştir.

Türkiye'nin Avrupa Birliği ile imzaladığı Gümrük Birliği anlaşması geniş kapsamlı bir içerik taşımakta ve yalnızca sınai malların serbest dolaşımını değil üretimin ve ticaretin hukuki, ekonomik ve kurumsal alt yapısını da uyumlaştırmayı hedeflemektedir (8).

8 Mehmet Esat YALÇIN, "SPI-KOSGEB İşbirliği Anlaşması, İtalya'dan KOBİ'lere Destek", *Asomedy a Dergisi*, Ankara, Kasım 1996, s.29.

Gümrük Birliği ile rekabetin en üst safhaya çıkması, Türkiye'nin ekonomisinde önemli bir paya sahip olan KOBİ'lerin finansman sorunlarının çözülmesinin ne kadar önemli olduğunu göstermektedir.

1991 yılında imalat sanayi küçük işyerlerinin %25'i ihracat yaparken, bu oran orta imalat sanayinde %51.1 olarak hesaplanmıştır. En fazla ihracat yapılan ülkeler ise sırasıyla, Avrupa Birliği ülkeleri ve diğer Avrupa ülkeleri, Yakın ve Orta Doğu Asya ülkeleridir (9). KOBİ'lerin ihracat yapmalarını olumsuz yönde etkileyen faktörler de sırasıyla; üretilen malların fiyatlarının yüksek oluşu ve dış talep yetersizliğidir.

1991 yılında ithalat yapan işyerlerinin oranı, küçük imalat sanayiinde %22, orta imalat sanayiinde ise %53 civarındadır (10). Küçük ve orta ölçekli imalat sanayiinde ithal edilen ürünler ençok makina ve yedek parçalar olmuştur. En fazla ithalat yapılan ülkeler, ihracatta olduğu gibi, Avrupa Birliği ülkeleri ve diğer Avrupa ülkeleridir.

1.1.2.2. Dünya'da KOBİ'ler

1.1.2.2.1. ABD'de KOBİ'ler

1973'lerde ortaya çıkan petrol bunalımının yol açtığı ekonomik kriz, tüm dünya ülkelerinde kendini göstermiş, ABD ve AT kökenli büyük firmalar iç ve dış piyasada ciddi güçlükler yaşamışlar ve yeni pazarlar ve ürünler oluşturmak yerine, mevcut firmaları ellerine geçirerek büyüme yoluna gitmişlerdir.

ABD ekonomisinde küçük firmaların yeri ve önemini belirtebilmek için aşağıdaki sayılar verilebilir; ülkede elde edilen katma değerin %51.4'ü küçük firmalara ait olup cirodaki oranı ise %52.6'dır. ABD'de KOBİ'lere yönelik en önemli kuruluş SBA (Small Business Administration: Küçük İşletmeler Teşkilatı'dır). Tüm ülke çapında teşkilatlanan

⁹ TOSYALI, SARIKAYA, A.g.e., s.33.

¹⁰ EGE, ACAR, A.g.e., s.60.

bu kuruluş, iş organizasyonlarının yürütüldüğü ve yaptırımcılığı olan bir kuruluştur. ABD’de doğrudan KOBİ’lere yönelik olarak 15 adet yasa çıkarılmış olup sanayi alanında ayrıca federal yasalarda da teşvik hükümlerine rastlanmaktadır (11).

ABD’de; KOBİ’lerin tesis kurma, genişletme, bina, arazi, teçhizat, makina ve donatımında işletme sermayesi teminine yönelik olarak geniş bir alanda faaliyet gösteren 10 yerel, 111 adet bölgesel merkez mevcuttur (12). Risk sermayesi alanında öncülük eden bu ülkede, KOBİ’lerin toplam işletmelere oranı %97.2, istihdam oranı %50.4, yatırım payı %38, üretim payı ise %36.2’dir.

1.1.2.2.2. AB’de KOBİ’ler

1951 yılında Avrupa Kömür Çelik Topluluğu’nun, 1957’de AET’nin kurulması ve bu çerçevede yapılan düzenlemelerle birlikte, 1960’ların dünya genelindeki ekonomik gelişmeleri ilk petrol şokuna kadar büyük işletmelerin daha da büyümeleriyle ve dünya pazarlarına yayılmalarıyla kendini göstermiştir (13). Fakat daha önce de belirttiğimiz gibi 1970’lerin başından itibaren petrol şokunun yaratmış olduğu olumsuz sonuçlar, diğer ülkelerde de olduğu gibi topluluğa üye ülkelerde de önemli sarsıntılara yol açmıştır. Büyük sanayinin finansal yönden darboğaza girmesi, o güne kadar olan görüşleri temelden sarsmıştır. Zira, bu dönemde KOBİ’ler yaşanan ekonomik krize rağmen, piyasa koşullarına, büyük işletmelere göre daha kolay bir şekilde adapte olarak, ekonomik yapıdaki mevcut boşlukları doldurma doğrultusunda kendilerini göstermişlerdir.

1970’li yıllara kadar geri plana atılan küçük sanayi, takip eden yıllarda teşvik edilmeye başlanmıştır. Yeni işletmeler kurulmuş ve mevcut işletmelerin üretim

11 Saadettin KARAERKEK, “Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Dünya’da ve Türkiye’deki Önemi”, **KOSGEB Yayınları**, Ankara, 1995, s.59-60.

12 ”Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi İşletmelerinin Ülkemizdeki Genel Durumu ve Gelişmeleri”, **KOSGEB 1993 Yılı Çalışma Programı**, Ankara, 1993, s.14.

13 Murat AKAN, “AT’de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler ve Türkiye”, **İktisat Kalkınma Vakfı Dergisi**, Sayı:56, Haziran 1988, s.27.

teknolojilerinde modernizasyona gidilmiştir. Topluluk firmalarının ortalama %90'ının KOBİ olması ve toplam çalışan nüfusun %60'ının bu alanda istihdam edilmesi de bu işletmelerin öneminin daha da artmasına sebep olmuştur.

Avrupa Birliği'nde, sayıları 14.5.milyon olarak tespit edilen 1-9 arası işçi çalıştıran işyerleri çok küçük işletmeler, sayıları 1 milyon civarında tespit edilen 10-99 arası işçi çalıştıran işletmeler ise küçük işletmeler olarak tanımlanmaktadır. Orta büyüklükteki 70 bin civarında işletmeler de 100-499 arası işçi çalıştırmaktadır. KOBİ'lerin toplam işletmeler içindeki payı %99.9'dur. Toplulukta, 1992 yılında özel sektörde faaliyet gösteren KOBİ'ler 15.7 milyondur. 500 ve üzerinde işçi çalıştıran büyük işletme sayısı ise 12 bin olarak tespit edilmiştir (14).

AB'de ortalama 1.000 kişiye 45 işletme düşmektedir. Bu oran üye ülkeler arasında farklılık göstermekte, Hollanda, Almanya ve Danimarka'da 30, Portekiz ve Yunanistan'da 60'ın üzerindedir. AB'de faaliyet gösteren tüm işletmelerde çalışan sayısı ortalama 6 kişi, KOBİ'lerde ise 4.5 kişidir.

Bugün AB'de toplam istihdamın %66'sı KOBİ'lerde gerçekleştirilmektedir. AB'de KOBİ'lere yapılan yardımlar ve sağlanan desteklerde genel bir stratejinin varlığını sezmemek mümkün değildir. Örneğin, KOBİ desteklerinde gözetilen önemli hedeflerden biri ekonomik ortamın KOBİ'lerin sağlıklı gelişimine fırsat verecek bir biçimde düzenlenmesidir. Bu doğrultuda KOBİ'lerin karşılaştıkları bürokratik işlemleri azaltacak, halka açılmalarını ve sermaye piyasalarından fon sağlamalarını kolaylaştıracak, KOBİ'lere vergi kolaylığı sağlayacak düzenlemeler yapılmaktadır (15).

AB ülkelerinde ihracatın %32'si KOBİ'ler tarafından yapılmaktadır. Bu nedenle KOBİ'lerin ihracat potansiyelinden daha fazla faydalanmaları için AB'de dış pazarlara açılmayı kolaylaştırıcı ve teşvik edici çeşitli programlar geliştirilmiştir. Bu programlar

14 EGE ACAR, A.g.e., s.24.

15 YALÇIN, A.g.e., s.31.

çerçevesinde KOBİ'ler, AR-GE ve dış pazarlara açılım için devlet yardımları almaktadır.

AB 1996 yılı bütçesinden küçük firmalara Avrupa Yatırım Fonu'ndan iş imkanı yaratmaları koşuluyla 25 milyon ECU'ya kadar kredi imkanı yaratmıştır. AB Komisyonu, 1997 yılından başlayan ve üç yıl sürecek olan üçüncü KOBİ Kalkınma Programı'nı onaylamış ve bu program için 127 milyon ECU'luk bir bütçe ayırmıştır.

Birlik tarafından ayrıca başka tür kredi ya da fonlar da dağıtılmaktadır. Bunların başında (16);

i) Kömür ve Çelik Bölgelerinin yeniden geliştirilmesi amacıyla verilen ve küçük ve orta ölçekli işletmelere büyük ölçüde katkıda bulunan Avrupa Kömür ve Çelik Topluluğu (ECSC) kredileri ve,

ii) 1987'den bu yana küçük ve orta ölçekli işletmelere uygulanan yeni topluluk finansal (NCI) kredileri, gelmektedir.

1.1.2.2.3. Japonya'da KOBİ'ler

Japonya'da KOBİ'ler birbirinden bağımlı olarak kurulmuş olmakla birlikte yapı içindeki yerleri, "herhangi bir sipariş veren ana firmaya üretim yapan yavru firma olmak" biçimindedir. Bu sistem kendi içinde ana firmaların yavru firmalara rehberlik etmesi, gerektiğinde finansal yardım sağlanması avantajlarını da beraberinde taşımaktadır. Yine bu sistem içinde tam zamanlı, kaliteli ve düşük maliyetli üretim mümkün olmakta, karşılıklı güven ve bağlılık anlayışı geliştirebilmektedir. KOBİ'lerin istihdam oranı %81.4, yatırım payı %40, üretim payı %52 ve toplam işletmelere oranı da %99.5'tir(17).

16 E. Fezal AKIN, "Gümrük Birliği Sürecinin Getireceği Mali Yükler ve Bu Yüklerin Hafifletilmesine Yönelik Dernekler" **Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi**, Yıl:3, Sayı:12, Aralık 1995, s.19.

17 KOSGEB 1993 Yılı Çalışma Programı, s.12-14.

Japonya’da KOBİ’lerle ilgili “Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Ana Kanunu”nun yanısıra 29 adet kanuna bağlı 20 ana kuruluş ve KOBİ sorunlarının çözümlenmesine yönelik 400’ün üzerinde merkez bulunmaktadır.

Japonya’da imalat sanayiinde, yaratılan katma değer içinde, küçük ve orta boy firmaların ağırlıkları giderek artmakta olup Japonya’nın ekonomik kalkınmasında, bu ülkeye özgü yan sanayi ya da taşaronluk sisteminin önemi büyüktür. Yan sanayiler, büyük sanayinin vazgeçilmez bir tamamlayıcısı olup yan sanayi-ana sanayi ilişkisi diğer ülkelere göre oldukça yoğundur (18).

1.2. KOBİ’LERİN EKONOMİK VE TOPLUMSAL BOYUTLARI

1.2.1. KOBİ’lerin Kalkınmadaki Rolü

Yaşadığımız yüzyılda tüm dünya ülkelerinin hedefi kalkınma ve gelişme olmuştur. Bireylerin yaşam standartlarını yükseltmek, istihdam imkanlarını devamlı ve kararlı olarak arttırmak, bölgeler arası eşitsizlikleri gidermek, gelir dağılımını ülke genelinde dengelemek, teknolojiyi yenilemek ve modernleştirmek, özetle kalkınmak için ülkeler, sanayiye seçmişlerdir (19).

Ülkelerin ekonomilerinde çok önemli bir yeri ve ağırlığı olan küçük ve orta ölçekli işletmelerin özellikle 1970’li yıllardan sonra ekonomi politikalarının ağırlık merkezini oluşturmaları ve günümüzde de en önemli ilgi odağı olmalarının nedeni, bu kuruluşlarının ekonomik ve toplumsal kalkınmada oynadıkları çok çeşitli ve çok boyutlu rollerden kaynaklanmaktadır. Her ne kadar gelişmekte olan ülkelerde bu işletmelerin ekonomik ve toplumsal önemi son yıllarda kavranabilmişse de, gelişmiş ülkeler çok daha önceleri bu önemin farkına varmışlar ve bugünkü kalkınmışlık düzeylerini önemli bir ölçüde bu

18 KARAERKEK, A.g.e., s.60.

19 Milli Produktivite Merkezi; Küçük ve Orta Boy Sanayi Teşebbüllerinin Sorunları, Çözüm Yolları ve Geliştirilmesi Semineri, MPM Yayınları, Ya.No:358, Ankara, 1987, s.26-28.

işletmeler sayesinde gerçekleştirmişlerdir ⁽²⁰⁾. Örneğin; ABD 44 yıl önce “Küçük İşletmeler Kanunu”nu (The Small Business Act of 1953) yürürlüğe koymuş ve bu işletmelerin desteklenmesi ve teşvik edilmesini bir bütün olarak ele almıştır.

Ekonomi literatüründe, sanayi devriminden 1970’li yıllara kadar egemen olan büyüklük tutkusu, gerek serbest piyasa ekonomisinin işlediği kapitalist ülkelerde, gerekse merkezi planlamanın uygulandığı sosyalist ülkelerde hakimdi. Yani büyük ölçekte işletmeler kurulması ve bu büyüklüğün sağladığı maliyet tasarruflarından faydalanılması, son yıllarda tüm dünyada kabul edilen bir yaklaşım niteliğindedir.

Büyüklüğün sağladığı maliyet tasarrufları şeklinde ifade edilen ölçek ekonomileri kavramına göre, daha düşük maliyetle üretimi mümkün kılan ileri teknolojiler daha büyük ölçeklerde çalışmayı gerekli kılmaktaydı. Bu yoldan büyük işletmelerin sağladığı rekabet üstünlüğünün bir sonucu olarak KOBİ’lerin piyasalarda tutunamayacakları, istikbalin büyük işletmelere ait olduğu genel kabul görmekte idi ⁽²¹⁾.

İkinci Dünya Savaşı’ndan sonraki yirmi yıl boyunca sanayinin giderek merkezileşmesi ve bunun hızlı ve istikrarlı bir süreç ile gerçekleşmesi, sermaye birikiminin, gelişmenin temel koşulu olduğu fikrini doğrular nitelikteydi. Bu dönemde gelişmiş ülkelerin devlet politikaları da büyük işletme anlayışının giderek güçlenen egemenliğini yansıtıyordu. Üretimin birim maliyeti düşürülerek ölçek ekonomisinin sağladığı avantajlardan yararlanılacak ve sonuçta rekabet gücü artacaktı. Sanayiciler daha fazla merkezileşmeye yöneltildiler. Şirket birleşmeleri teşvik edildi. Ancak 1960’lı yılların sonlarına gelindiğinde, “Büyük işletmelerin ekonomik gelişmenin motoru olduğu” tezi yavaş yavaş geçerliliğini yitirmeye başladı⁽²²⁾.

²⁰ SARIASLAN, A.g.e., s.30.

²¹ Tamer MÜFTÜOĞLU, **Türkiye’de ve Orta Ölçekli İşletmeler**, A.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları, 2.Baskı, Ankara, 1991, s.29-34.

²² “KOBİ’leri Global Ekonomiye Entegre Olmaları Açısından Sektörel Dış Ticaret Şirketleri”, **ASO Medya Dergisi**, Aso Medya Dosya, Ankara Sanayi Odası yayınları, Eylül 1996, s.27.

Büyük firmaların her zaman yenilikler yaratmada en başarılı firmalar olmadığı anlaşıldı. Diğer yandan da küçük firmaların yenilikler bakımından önemli bir rol oynadıkları ortaya çıktı. 1950'lerde gelişimini başarı ile sürdüren büyük ölçekli işletmeler, 1970'lerde ortaya çıkan ekonomik krizle gelişimlerinde durgunluğa girmişler; üretimi azaltmış ve işsizliğin başlıca nedeni olmuşlardır. Buna karşın KOBİ'ler, sahip oldukları esnek yapıları sayesinde, talep ile üretimi dengeleyerek ekonomideki boşlukları doldurmuş ve daha çok el emeği ile talebin düşük fiyat esnekliği gösterdiği ürünlerin üretiminde yoğunlaşarak ekonomik koşullara uyum göstermişlerdir.

KOBİ'lerin önemi bu dönemde anlaşılmıştır. KOBİ'ler, büyük ölçekli işletmelerin aksine, ekonomik krizden daha az etkilenmiştir ve büyük sanayiye tamamlayarak varlıklarını sürdürebildikleri gibi gelişebilecek düzeyde olduklarını ispatlamışlardır. Bu yeni bulgular sonucu, KOBİ'lerin kârlılık bakımından daha önceleri sanıldığı gibi dezavantajlı olmadığı tezi güç kazanmıştır.

Bugün dünyada birçok ülkenin gerek kalkınma düzeyi, politik ve ekonomik yapısı, gerekse kültürel ve coğrafi yapısı ne olursa olsun ortak yönlerinden bir tanesi bünyelerindeki KOBİ'lerin bu ülkelerin ekonomik yapılarında önemli bir paya sahip olmalarıdır.

KOBİ'lerin ülke ekonomilerindeki rollerini şu verilerle daha iyi kıyaslamak mümkündür. Örneğin; ABD'de KOBİ'lerin toplam işletmelere oranı %97.2, AB'de %99.9, Japonya'da %99.5 düzeyindedir. Bu oran ülkemizde DİE'nin 1991 yılı imalat sanayiindeki işletmeler istatistiklerine göre %99.47'dir.

Tablo 3: Çeşitli Ülkelerde Küçük İşletmelerle İlgili Ekonomik Göstergeler

	ABD	F.Alm.	Hind.	Jap.	İng.	G.Kore	Fra.	İta.	Türk
Küçük işletmelerin									
toplam işletmelere	97.2	99.8	98.6	99.4	96.0	97.8	99.9	97.0	98.8
oranı %									
Küçük işletmelerde									
istihdam oranı %	50.4	64.0	63.2	81.4	36.0	61.9	49.4	56.0	45.6
Küçük işletmelerin									
yatırım payı %	38.0	44.0	27.8	40.0	29.5	35.7	45.0	36.9	26.5
Küçük işletmelerin									
üretim payı %	36.2	49.0	50.0	52.0	25.1	34.5	54.0	53.0	37.7
Küçük işletmelerin									
ihracat payı %	32.0	31.1	40.0	38.0	22.2	20.2	23.0	-	8.0
Küçük işletmelere									
verilen kredi payı %	42.7	35.0	15.3	50.0	27.2	46.8	48.0	-	3-4

Not:

- 1) 1980-1986 yılları arası veriler esas alınmıştır.
- 2) Tablo, her ülkenin küçük sanayi tanımları esas alınarak düzenlenmiştir.

Kaynak: KOSGEB 1993 Yılı Çalışma Programı, A.g.e., s.17.

Özetleyecek olursak, sosyal refah devletinin hem aracı hem de neticesi olan ölçek ekonomilerinin 1970 sonrası ortaya çıkan ekonomik ihtiyaçlara ve bunalımlara cevap vermekte yetersiz kalmaları, üretkenlikte ve kârlılıkta beklenen nitel ve nicel artışları sağlayamamaları ve beraberinde getirdiği sosyal problemler yeni organizasyonel çözüm olan KOBİ'leri gündeme getirmiştir (23). Çünkü KOBİ'ler: Ekonomide oluşan konjonktürel dalgalanmalara, büyük işletmelere kıyasla daha az duyarlı olmaları, talep değişikliklerine daha kolay adapte olmaları, üretim teknolojisindeki gelişmelere açık olmaları, girişimcilerin yetişmesine uygun ortam sağlamaları, büyük sanayinin tamamlayıcısı olmaları, gelir dağılımını ve bölgeler arası ekonomik ve sosyal dengesizlikleri düzenleyici rol oynayabilmeleri, çok sayıda istihdam sağlamaları ve mesleki eğitim konusunda okul işlevi görebilmeleri gibi nedenlerle ekonomide esnekliğin ve dinamizmin garantisi olan kuruluşlardır.

23 Ömer AKBULUT, Küçük ve Orta Boy İşletmeler, DPT Yayınları, Ankara, 1991, s.2.

1.2.2. KOBİ'lerin İstihdam İçindeki Yeri

Küçük ve orta ölçekli işletmelerin dünya ekonomilerinde ilgi odağı olmalarının ilk ve önemli nedeni, bu tür işletmelerin istihdam sağlama ve yeni iş yaratmadaki etkileri olmuştur. 1970'li yıllara kadar ekonomik kalkınmanın özünü oluşturan ve hızla gelişen büyük işletmelerin, 1973 petrol krizi ile ABD ve Batı Avrupa ülkelerinin içine girdiği ekonomik durgunluk ve gerileme döneminde iş hacimlerini daraltmaları sonucu işsizlik önemli ölçüde artmıştır. İşte küçük ve orta ölçekli işletmelerin önemi bu dönemde anlaşılmıştır. Çünkü bu işletmeler esnek yapıları gereği o dönemdeki ekonomik koşullara kendilerini kolaylıkla uyarlayarak krizi çok kolay atlattırlardır. İstihdam imkanlarını daraltmadıkları gibi büyük işletmelerin boş bıraktıkları pazar bölümlerini doldurarak istihdam imkanlarını arttırmışlardır (24).

İstihdam yaratma gücü, gerek ülkemizde gerekse bize göre refah düzeyi daha yüksek olan ülkelerde, KOBİ'lerin başta gelen üstünlüklerinden biri olarak kabul edilir. KOBİ'lerin bu üstünlüğü günümüzde özellikle önem kazanmaktadır. Çünkü, günümüzdeki hızlı sosyo-ekonomik değişikliklerin ve teknolojik gelişmelerin bir sonucu olarak işten çıkarmalar artmakta, emek faktörü yüksek teknolojinin sunduğu makineler ve robotlarla ikame edilmektedir. Bu ikame süreci fiziki emeğin yerini makinaların aldığı klasik şekilden hızla uzaklaşmakta, kimi fikri emek unsurlarının da makinalaştırılmaya başlandığı bir döneme girmiş bulunmaktadır. Önümüzdeki yıllarda da bu sürecin hızlanarak devam edeceği konusunda geniş bir görüş birliği vardır.

Bu gelişme iki açıdan önem taşımaktadır. İstihdam konusunun ekonomik yönü yanında, daha büyük önem taşıyan bir de sosyal yönü bulunmaktadır. Çünkü istihdam edilmeyen insanlar işsizdirler, kendilerinin ve ailelerinin geçimini sağlayacak gelire sahip değildirler. Bu sosyal sorun yanında böylesi bir durumda yaşayan insanlar patlamaya hazır bomba gibidirler. Dolayısıyla işsizlik oranının yüksek olduğu toplumlar açık bir

24 SARIASLAN, A.g.e., s.33.

huzursuzluk içindedir. Bu durum sanayileşme sürecine girmiş olan, kişisel ilişkilere dayanan yardımlaşmanın hızla azaldığı ve eski değer yargılarının yeni değer yargılarına geçiş nedeniyle bir ahlaki değerler boşluğunun yaşandığı toplumlarda daha büyük önem taşır.

Sözünü ettiğimiz gelişmenin ikinci önemli bir yönü ise, yukarıda belirttiğimiz değişmelerin bir sonucu olarak, iş arayan insanlarda aranan niteliklerin günümüzde hızla değişmesidir. Artık insanın fiziki gücünün ekonomik değeri kimi iş kollarında tamamen sıfırlanmış olmakta veya hızla aşağı doğru inmektedir. Bu gerçekler çerçevesinde işsizlik sorununun çözümü için insanlarımızın, günümüzdeki değişim sürecinin gerektirdiği niteliklerle donatılması ve gençlerimizin bu yönde eğitilmeleri gerekmektedir. Gerçekleşen değişim süreci içinde saptanan gerçek, insanın fiziki emeğinin ekonomik değeri hızla düşerken fikri emeğinin daha hızlı bir biçimde değer kazandığıdır. Fikri emek için bilim ve teknoloji yanında insanın girişimcilik ve yöneticilik nitelikleri de önemli bir yer tutmaktadır. Çünkü girişimcilik, makinalarla ikamesi olmayan, sadece insana özgü bir üretkenlik niteliğidir. Girişimcilikte başarı ölçütü de; “büyüme”tir. Büyüme olanağı, yalnızca pazarda başarılarını kanıtlamış olanlara verilmektedir (25).

İstihdam konusu bu açıdan değerlendirildiğinde, KOBİ’lerle istihdam arasında çok yakın bir ilişki görülmektedir. Bu ilişki, KOBİ’lerin daha az sermaye ile çok sayıda insana iş olanağı yaratmasının yanında, girişimcilik niteliğine sahip insanların pazarda bir yer almalarını sağlayacak ve toplumda işsizlikten dolayı bozulan sosyal yapının düzelmesinde yardımcı olacaktır.

Toplam istihdam içinde KOBİ’lerin payları, toplam işletmeler içindeki paylarına paralel olmakla beraber bu pay ABD’de %50.4, AB’ne üye ülkelerde %66, Japonya’da %81.4 ve ülkemizde %56.3’tür.

25 Tamer MÜFTÜOĞLU, Arif ESİN, Murat Sungur BURSA, İbrahim KIBRIZLI, Enis Ömer AKBULUT, **Orta ve Küçük İşletmeler Kurulu (OKİK) Raporu**, TOBB Yayınları, Ya.No:251, Ankara, 1993, s.23.

Sonuç olarak,KOBİ'ler birçok dünya ülkelerinde olduğu gibi Türkiye'de de hem toplam işletmeler içindeki yüksek oranı ile hem de sağladıkları istihdam imkanı ve yarattığı katma değer bakımından ekonomi içinde önemli yeri olan temel bir bileşendir. Bu önem, ülkemiz gibi işsizlik probleminin yüksek olduğu ekonomilerde daha da artacaktır. Bu nedenle, çağımızın değişen koşullarında KOBİ'leri gözardı eden ekonomik kalkınma politikalarının başarıya ulaşması mümkün olmayacaktır. Çünkü KOBİ'ler ülke sathına yayılmış dinamizmleri ile ekonomik kalkınmanın nedenini oluştururken, başarılı ve canlılık göstergeleri ile ekonomik gelişmenin sonucu olmaktadır.

1.3. KOBİ'LERİN YAPISAL ÖZELLİKLERİ

Bu işletmeler:

- Yenilikçidirler, teknolojik gelişmenin ve yeni ürün geliştirmenin temel dinamiğini oluşturmaktadırlar. Değişime ve yeni teknolojiye adapte olmaya esnek yapılarından dolayı erken uyum sağlarlar.

- Toplumun her kesiminde bu işletmeler faaliyet alanı bulmuşlardır. Bu nedenle KOBİ'ler, özel tüketim mallarının üretiminde ihtisaslaşma göstermektedirler.

- KOBİ'ler, işsizliği önlemede etkin rol oynamaktadırlar.Çünkü KOBİ'ler; genelde şahıs işletmesi görünümünde olduklarından, aile fertlerine ve yakın çevreye istihdam imkanı sunmaktadırlar.

- KOBİ'ler, işverenle işçi arasında doğrudan diyalog imkanı sağladıklarından ve genellikle sendikal yapılanmanın dışında faaliyet gösterdiklerinden, işçi ücretlerini belirlemede esnek ve objektiftirler. Bu işletmelerde büyük işletmelerin aksine sermayedar-emekçi çatışması yaşanmaz.

- KOBİ'ler, bölgelerarası iktisadi dengesizliğin giderilmesinde etkin görev almaktadırlar. Bu nedenle, KOBİ'ler aracılığıyla gelişmiş bölgelerdeki kalifiye iş gücü ve atıl sermaye birikimleri ülkenin geri kalmış bölgelerine kaydırılabilmektedir.

- KOBİ'ler, serbest piyasa ekonomisinin temel dayanağı olan rekabet ortamını oluşturmada itici rol oynamaktadır.

- KOBİ'ler, iç pazarın doyurulmasında ve dolayısıyla dışa açılma stratejilerinde gayet aktif ve etkin bir özellik taşımaktadırlar.

- KOBİ'ler, dünyanın diğer ülkelerinde olduğu gibi ülkemiz ekonomisinde de ağırlıklı olarak özel sektör nitelikli işletmelerdir. Bu işletmelerin içerisinde kamunun payı azdır (26).

KOBİ'lerde sahiplik ve yöneticilik aynı kişide birleştiği için bu işletmelerin özellikleri genel olarak sahiplerinin özellikleri ile özdeşleştirilir. Bağımsız bir biçimde küçük işletme kurarak başarıyla yöneten küçük işletme sahiplerinin özellikleri konusunda ABD'de yapılan araştırmaların sonuçlarına göre küçük işletme sahipleri genel olarak aşağıdaki özellikleri taşımaktadırlar:

- Bağımsız çalışmayı arzu etmektedirler,
- Kuvvetli bir girişim hissine sahiptirler,
- Kişisel ve ailevi nedenlerle motive edilmişlerdir,
- Çabuk ve somut sonuçlar beklemektedirler,
- Çok çabuk karşılık verme (reaksiyoner) yeteneklerine sahiptirler,
- Kendilerini işlerine adanmışlardır,
- Planlı olduğu kadar şans eseri olarak da işe girmişlerdir (27).

Küçük işletme sahiplerinin bağımsız çalışma isteğinin temelinde, kendi işini iyi veya kötü kendisinin yapması ve kendi kararını kendisinin vermesi yatmakta ve bu arzuları çerçevesinde kendi başlarına iş kurarlarken, işi iyi yapmak, zorlukları yenmek, yeteneklerini sergilemek, geçimlerini garantiye almak motifleri ile "başarı yönelimli" bir eğilim içinde bulunmaktadır. Böyle olunca da, işine büyük bir ilgi ile bağlanmakta ve fikirleri ile yeteneklerini son sınıra kadar kullanmaktadırlar. Bu nedenle yeni fikirler ve yeni çözümler düşünmekte, bu fikirleri başarılı bir şekilde uygulayabilmek için gece

²⁶ Hüseyin DEMİR, Ayça KARAKAYALI, "1996 KOBİ Yılı Çerçevesinde Küçük ve Orta Boy İşletmeler", *Dış Ticaret Dergisi*, DTM Yayınları, Sayı:2 Temmuz 1996, s.43-44.

²⁷ Halil SARIASLAN, *Türkiye Ekonomisinde Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler İmalat Sanayii İşletmelerinde Sorunlar ve Yeni Stratejiler*, TOBB Yayınları, Ya.No:309, Ankara, 1996, s.8.

gündüz demeden uzun süre çalışmaktadırlar.

Tüm bu özelliklere ek olarak, küçük işletme sahipleri çevresel değişmelere duyarlıdırlar ve karar verme yetkisi kendi ellerinde olduğu için işletmenin içindeki ve dışındaki değişmelere çok hızlı bir şekilde karşılık vererek uyum göstermeye çalışırlar. Küçük işletme sahipleri belli bir ölçüde hayatlarını işyerlerine adanmışlardır. Dolayısıyla, bağımsız olarak faaliyetlerini sürdürmek ve başarılı olmak motifi ile yönlendirilen ve yönetilen küçük işletmelerin dinamik olması ve içinde buldukları ekonomiye canlılık kazandırması mantıksal bir sonuç olmaktadır (28).

1.4. KOBİ'LERİ BÜYÜK İŞLETMELERDEN AYIRAN ÖZELLİKLER

KOBİ'leri büyük işletmelerle kıyasladığımızda şu sonuçlar elde edilebilir:

KOBİ'ler ekonomik buhran dönemlerinde esnek yapılarından dolayı yeni teknolojilere hemen uyum gösterirler. Büyük işletmeler ise ekonomik buhranların yaşandığı dönemlerde sermaye yoğun çalışmalarından dolayı yeni değişimlere hemen uyum gösteremezler. Bunun büyük bir örneği de, 1970'li yıllarda yaşanan ekonomik kriz ile büyük işletmelerin çoğunun üretiminin azalması ile ülkelerin ekonomi politikalarının KOBİ'lerin lehine değişmesidir.

KOBİ'ler işsizliği önlemede önemli bir rol oynamaktadırlar. Çünkü bu işletmeler daha çok niteliksiz işgücü istihdam etmektedirler. Büyük işletmelerde ise, personel uzmanlaşmıştır ve bu tür işletmeler her işgücünü istihdam etmezler, seçicidirler.

KOBİ'lerde genellikle işletmenin kuruluşunu sağlayan ve gelişimini sürükleyen girişimci kişi ile işletmenin faaliyetlerini gerçekleştirmek için karar veren yönetici kişi işletmenin sahibinde bütünleşmektedir. Ancak büyük işletmelerde organizasyonun

²⁸ SARIASLAN, TOBB Yayınları, Ya.No:281, A.g.e., s.8-9.

büyüklikten kaynaklanan zorunlu hiyerarşik yapısı ve bu yapı içinde profesyonel yöneticilerin yer alması nedeni ile, KOBİ'lere benzer bir duyarlılığı ve dinamizmi görmek oldukça zordur. Çünkü KOBİ'lerde girişimcilik, sahiplik ve yöneticiliğin biçimlendirdiği kişilik ile işletme arasında bir birlikte var olma bağı kurulmaktadır. İşletme; sadece maddi menfaat sağlayan bir birim değil, manevi doyum sağlayan bir uğraştır.

KOBİ'ler, işçi-işveren arasında doğrudan bir diyalog imkanı sağladıklarından, genellikle sendikal yapının dışında faaliyet gösterdiklerinden, işçi ücretlerini belirlemede esnek ve objektiftirler. Büyük işletmelerde sendikal yapılanma büyük önem taşımıştır ve bu işletmelerde sermayedar-çalışan çatışması sürekli yaşanır durumdadır.

KOBİ'lerde üretim süreci genellikle emek-yoğundur. Üretim, daha çok özel isteklere cevap veren sipariş ya da atölye tipi üretim biçimine göre gerçekleştirilir. Bu nedenle üretimde kullanılan araç ve gereçler çok farklı işlemleri yerine getirebilen genel bir kullanıma sahiptirler (29). İşletme sahibinin üretim süreci konusunda deneyimi ve teknik becerisi büyük işletme sahibinden daha fazladır. Çünkü, KOBİ'lerin sahibi aynı zamanda çoğu zaman çalışandır. KOBİ'lerin siparişe göre üretimde bulunmaları, onları çoğu zaman büyük işletmelere bağlı hale getirmektedir. Çünkü siparişlerinin büyük bir bölümünü büyük işletmeler oluşturmaktadır. Diğer yandan büyük işletmeler, üretim aşamalarında kullandıkları parçaların çoğunu kendileri üretmeyip KOBİ'lere sipariş olarak vermektedirler. Dolayısıyla büyük işletmeler çoğu zaman KOBİ'lere bağlı kalmaktadırlar. Bu noktada, KOBİ'ler ile büyük işletmeler arasında ortak bir çalışma ortaya çıkmaktadır.

Yetersiz sermayesi olan KOBİ'ler, sürekli sermaye sıkıntısı içinde olup, bu nedenle zaman zaman üretimlerine ara vermektedirler. Yakın ilişkide buldukları benzer işletmelerin iflas etmesi, bankaların bu tür firmalara kredi arzının yetersizliği ve bu kredinin maliyetinin yüksek oluşu, firmaları sürekli borç ertelemeye zorlamaktadır.

29 SARIASLAN, TOBB Yayınları, Ya.No:281, A.g.e., s.13.

KOBİ'lerin finansman kaynağının büyük bir kısmını işletme sahibinin özvarlığı oluşturmaktadır. Çünkü, bu tür işletmelerin sermaye piyasasından fon sağlama imkanları hemen hiç yoktur. Ayrıca, para piyasasında ticari bankalardan kredi temin etme imkanları da sınırlıdır. Bu işletmelerin riskliliğinin yüksek olması, kredilendirilme işlem maliyetlerinin yüksekliği ve kredi teminatı göstermedeki yetersizlikleri; onları ticari bankalar karşısında oldukça zayıf bırakmaktadır. Bu nedenle krediyi çok pahalıya bulmakta ya da hiç bulamamaktadırlar. KOBİ'lerde, fon sağlamadaki olumsuzluklar yanında, fon kullanımında da bilgi eksikliklerinden kaynaklanan sorunlar yaşanmaktadır. Büyük işletmeler ise, sermaye ve para piyasasında çok daha kolay bir şekilde fon sağlayabilmektedirler. Bunun yanında, yöneticilerin bilgili olması, fonları kullanmadaki sorunları en aza indirgeyebilmektedir.

KOBİ'lerde, firma sahipleri ile personel arasında yakın ilişki bulunması özelliği ile bürokrasi daha azdır. Bu firmalarda kararlar genellikle tezgah başında veya üretim hattında bizzat iş yaparken alınırken, büyük firmalarda önemli karar alıcı kurmayların çoğu kez fildişi kalelerinden çıkamayarak, üretim prosesinden uzakta kalarak karar almaları çok yalın sonuçlara yol açmaktadır (30).

KOBİ'lerde etkin bir pazarlamanın gereği olan promosyon ve dağıtım faaliyetleri, bu işletmelerin sınırlı imkanları nedeni ile uygun bir biçimde yapılamamaktadır. Genellikle mahalli pazarlara ve/veya birkaç büyük işletmeye yarı mamul ve parça biçiminde üretim yapan bu işletmelerin piyasa araştırması yapmaları, promosyon için tanıtım araçlarından yararlanmaları ve etkin dağıtım kanalları geliştirmeleri üretim ölçeklerinin küçüklüğünden dolayı mümkün olmamaktadır. Benzer nedenlerle bu işletmelerin dış pazarlara açılmaları ve ihracat imkanları da sınırlı kalmaktadır (31). Ancak, KOBİ'lerin pazar küçüklüğü ve müşteri sayılarının azlığı nedeni ile müşterilerle kurdukları yüzyüze ilişkiler sonucunda piyasanın nabzını tutma bakımından önemli bir avantaj sağlamaktadırlar. Bu avantajları nedeni ile değişen piyasa koşullarına ilk elden

30 ULUDAĞ, A.g.e., s.84.

31 SARIASLAN, TOBB Yayınları, Ya.No:281, A.g.e., s.14.

bilgi edinerek anlama ve şartlara göre üretimlerini biçimlendirme olanaklarına sahiptirler.

Küçük ölçekli üretim yapan KOBİ'lerin, üretimde kullandıkları hammadde ve dolayısıyla satın almaya yönelik siparişleri de doğal olarak küçük hacimde olmaktadır. Bu nedenle, hammadde alımlarında satış indirimlerinden yararlanamamaktadırlar. Ayrıca fon sağlayamama ve ürün talep siparişlerinin büyük değişiklikler göstermesi nedeni ile hammadde stokları bulundurma büyük güçlükler yaratmaktadır. Bu nedenle finansman sorunları daha da ağırlaşmaktadır.

1.5. KOBİ'LERİN KARŞILAŞTIKLARI GENEL SORUNLAR

KOBİ'ler kendi özkaynakları ile faaliyetlerini sürdürürken, gerek kendi bünyesinden ve gerekse çevre şartlarından kaynaklanan sorunlarla karşılaşmaktadırlar. Aslında sınırlı imkanların neden olduğu zorluklar yanında, mali kaynak ve diğer girdilerin teminindeki darboğazlar, üretimde kalite ve standart sorunları, pazarlama yetersizlikleri, kalifiye eleman teminindeki güçlükler, teknik bilgi üretecek AR-GE çalışmalarının ve danışmanlık hizmetlerinin yetersizlikleri, işyerlerinin fiziksel şartlarının çalışmaya elverişli olmaması, mevzuat ve bürokrasi gibi daha da sayılabilecek pek çok sorun ortaya çıkmaktadır.

Küçük ve orta boy işletmelerin mevcut sorunlarının büyük bir kısmı işletmeden kaynaklanmakla beraber, dış çevre faktörleri ile ekonomi ve finansal politikalar da da büyük oranda etkili olmaktadır. Bu yönden, KOBİ'lerin sorunlarını, "işletmenin yapısından kaynaklanan" ve "işletmecilik dışı faktörlerden kaynaklanan" sorunlar olarak iki grupta incelemek mümkündür⁽³²⁾. İşletmenin bünyesinden kaynaklanan sorunların en önemlisi, işletmenin yönetimi ile ilgilidir. Müteşebbis veya yöneticisinin kabiliyetinden kaynaklanan idare tarzı başarıda önemli bir etken olmaktadır. Bunun dışında, işletme bünyesinden kaynaklanan sorunların temelinde ise sınırlı mali imkanlar bulunmaktadır⁽³³⁾. KOBİ'ler mali imkansızlıklara, sınırlı sermaye ile çalışmalarına

³² OKTAV ve Diğ., Orta ve Küçük İşletmelerde İhracata ..., A.g.e., s.17.

bağlı olarak aşağıdaki sorunlarla karşılaşmaktadırlar ⁽³⁴⁾:

- Yönetim ve personel sorunları,
- Finansman sorunları,
- Tedarikleme sorunları,
- Teknoloji sorunu,
- Pazarlama sorunu.

1.5.1. Yönetim ve Personel Sorunları

İşletmecilikle ilgili, işletmelerin bünyesinden kaynaklanan sorunların başında işletmenin yönetimi gelmektedir.

KOBİ'lerde, işletmenin müteşebbis veya yöneticisinin yeterliğinden kaynaklanan yönetim etkinliği başarıda önemli bir rol oynamaktadır. Bu ölçekteki işletmelerde işletmenin başlangıç ve çekirdeği işletme sahibidir. İşletme sahibinin tasarımları ve hedefleri ile yaptırım gücü ve yeteneği, işletmenin başarısında kesin belirleyicidir. Girişimcinin başarısı işletmenin başarısını getirmektedir. Bununla beraber, ülkemizde KOBİ'lerde yöneticilik niteliklerini ve girişimcilik ruhunu kişiliğinde bütünleştirmiş insan sayısı fazla değildir. Bu nedenle, bu ölçekli işletmelerimizdeki müteşebbis-yönetici tipi işletme riskini arttırmaktadır.

Planlama, örgütleme, yöneltme ve kontrol gibi işletme yönetim fonksiyonlarının sorumluluğunun çoğunlukla tek kişi, müteşebbis veya yöneticisinin üstünde toplanması, özellikle hızla değişen ekonomi ve pazar yapısı içerisinde yönetimin işini daha da zorlaştırmaktadır. Örneğin, yatırım öncesi fizibilite etüdü ya hiç yapılmamakta veya çok

³³ Mahmut Esat YALÇIN, "Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Sorunları ve Çözüm Önerileri", ASO Dergisi, Yıl:12, Sayı:93, Temmuz-Ağustos 1988, s.13.

³⁴ "Küçük ve Orta Boy Sanayi İşletmelerinin Sorunları", Ankara Sanayi Odası Dergisi, ASO Yayınları, Yıl:13, Sayı:96, Ocak-Şubat 1989, s.26-27.

eksik yapılmaktadır. Bu nedenle ürün, ölçek büyüklüğü, teknoloji ve kuruluş yeri seçimi ve zamanlamasında stratejik hatalar yapılmaktadır (35).

KOBİ'lerin bünyelerinden kaynaklanan yönetimle ilgili sorunlardan biri de personel ve eğitimle ilgilidir. Nitelikli bilgi ve beceriye sahip elemanların yetersizliği nedeni ile işletmeler gerekli performansı gösterememektedirler. Teknolojik gelişmelerin, üretimde kullanılan araç ve gereçlerde yaptığı değişimler, çalışanların bilgi, beceri ve davranışlarında büyük değişiklikleri meydana getirmektedir. Bu nedenle işgören niteliklerinin geliştirilmesi amacıyla hizmet içi ve dışı eğitim ve nitelikli eleman temini önem kazanmaktadır.

KOBİ'lerde işgücü, işe alındıktan sonra yetiştirilmekte ve eğitilmektedir. Dolayısıyla bu işletmeler üretimlerinin yanında bir okul vazifesi görmekte; işgücünden yeterli verim alınamadığı gibi, yüksek ücret talepleri yetiştirilen elemanların işletme bünyesinde tutulmamasına neden olmaktadır (36).

Enformasyon eksikliği de bir başka sorun olarak karşımıza çıkmaktadır. KOBİ'ler genellikle dar bir çevrede faaliyette bulunurlar. İşletme sahibi, uzman yardımı da sağlayamadığı için, piyasa hakkında bilgi sağlamada yetersiz kalmakta veya konuya gereken önemi vermemektedir. Birçok işletmede bilgi toplama, işleme ve değerlendirme için harcanan paralar ve zaman birer gereksiz masraf olarak görülmektedir.

Küçük ve orta boy teşebbüslerin Türkiye'deki çalışma mevzuatı, mesleki yasalar ve mahalli idarelerden kaynaklanan çok çeşitli sorunları mevcut bulunmaktadır. Artan bürokrasi de, KOBİ'lerin çalışmalarını engellemekte ve bu işletmelerin dikkatlerini başka yönlere çekerek sıkıntıya girmelerine sebep olmaktadır.

35 OKTAV ve Diğ., Orta ve Küçük İşletmelerde İhracata ..., A.g.e., s.19.

36 ASO Dergisi, "Küçük ve Orta Boy Sanayi ...", Ocak-Şubat 1989, A.g.e., s.27.

1.5.2. Finansman Sorunları

Finansman sorunu, KOBİ'ler gündeme geldiğinde ortaya çıkan başlıca sorun olarak görülmüştür. Bu sorun çoğu kez daha kuruluş aşamasında başlamakla birlikte, KOBİ'lerin yaşamları boyunca faaliyetlerini ve gelişmelerini olumsuz yönde etkilemeye devam etmektedir.

1980 sonrasında değişen ortamında başlıca sorunlardan biri haline gelen finansman sıkıntısı her ne kadar tüm işletmelerde hissedilmekte ise de, KOBİ'lerde daha ağır bir şekilde yaşanmakta, sürekli ve yüksek oranlı enflasyon yanında, TL'nin sürekli değer kaybetmesi nedeniyle girdi maliyetleri hızla yükselmekte; dolayısıyla yeni üretim dönemi için daha çok işletme sermayesine ihtiyaç duyulmaktadır⁽³⁷⁾.

Küçük ve orta boy işletmelerin finansman sorunlarına yönelik yapılan çalışmalara göre, bu sorunlar üç ana başlık altında toplanabilir.

1.5.2.1. Özkaynak Yetersizliği

KOBİ'ler genel olarak kuruluş sermayelerini özel tasarruf kaynaklarından sağlamak ve dolayısıyla sınırlı sermaye ile faaliyetlerine başlamaktadırlar. Oysa kuruluş aşamasında girişimcilerin uzun vadeli kredilerle desteklenmesi, KOBİ'lerin güçlendirilmesi açısından büyük önem arz etmektedir.

Değişen pazar talepleri ile birlikte teknolojiye uyumda kendi iç finansmanının yetersiz kalması; mevcut kapasitesini arttırması ve modernizasyon için gerekli atılımlarda bulunması doğrultusunda KOBİ'ler için önemli bir sorun olmaktadır⁽³⁸⁾.

³⁷ Ankara Sanayi Odası Dergisi, "Küçük ve Orta Boy Sanayi ...", Ocak-Şubat 1989, A.g.e., s.26.

³⁸ OKTAV ve Diğ, Orta ve Küçük İşletmelerde İhracata..., A.g.e., s.22.

KOBİ'lerin sorunlarını ele alırken belirtilmesi gereken husus, enflasyonun özsermayeyi eritmesidir. Aşırı artan girdi fiyatlarının maliyetleri yükseltmesine karşın bunu fiyatlarına yansıtmayan KOBİ'lerin, zaten yetersiz olan özsermayeleri zaman içinde erimektedir (39). Bu tür işletmelerin ortak özelliklerinden biri olan özkaynak yetersizliği özellikle konjonktürel dalgalanmaların olduğu dönemlerde kendini hissettirmektedir. Zayıf sermaye yapıları olan bu işletmelerin alımları genellikle küçük partiler halinde ve peşin olmakta, satışlarının ise vadeli olması ve alacakların tahsilatında güçlüklerle karşılaşılması nedeniyle nakit sıkıntısı çekmekte, özsermayeleri erimekte ve sonuçta yüksek maliyetli banka kredilerine yönelmektedirler.

Küçük ve orta boy işletmelerin sermaye yapılarının zayıflığı ile dış kaynakların bulunmasındaki güçlükler birleştiğinde, yeni yatırımların yapılmasını ve yüksek teknoloji sağlamasını engellemektedir.

1.5.2.2. Dış Kaynak Sağlamadaki Güçlükler

Küçük ve orta boy işletmelerin kredi sağlamada karşılaştıkları önemli bir sorun, finans kurumları karşısında yetersiz kalmalarıdır. Bu nedenle cazip kredi şartlarından mahrum bırakılmaktadırlar.

Ülkemizde imalat sanayiinde önemli bir payı bulunan işletmelerin %71 gibi bir çoğunluğunun dış finansman (borç ya da kredi) kullanmadıkları ortaya çıkmaktadır. Dış finansman kullandığını belirten %29'luk kesim ise bankalardan üçüncü kişilere uzanan kaynaklarından yararlanmaktadır. Dış finansman kullanan KOBİ'lerin temel finans kaynağı %67 oranında ticari bankalardır. Eximbank kredilerinin %7 oranında bulunması ihracat faaliyetlerinin yeteri kadar yaygınlaşmadığına işaret etmektedir. Yeterli olmasa da leasing faaliyetlerinin bulunması bu kaynağın gelişim potansiyelinin varlığını göstermektedir. Mevcut koşullar içerisinde KOBİ'lere sağlanan teşvik ve desteklerden bu

39 TOSYALI SARIKAYA, A.g.e., s.36.

işletmelerin çok azının yararlandığı anlaşılmaktadır (40).

KOBİ'lerin dış finansmanında karşılaştıkları en önemli sorun faizlerin yüksekliği olarak görülmektedir. Banka kredilerinde KOBİ'ler büyük firmalara göre daha yüksek faiz ödemek zorunda kalmaktadırlar. Bu işletmelerden bankalar tarafından teminat olarak gayrimenkul ipoteği istenmesi, işletmelerdeki mevcut makina, araç ve gereçlerin ipotek olarak kabul edilmemesi büyük sorunlar doğurmaktadır. İstenilen teminat tutarının verilecek kredinin 2 katına ulaştığı düşünülürse, kredi talebinde bulunan girişimcinin kendini gayrimenkullerle garanti altına almış olması bir zorunluluğa dönüşmekte ve bu da yatırıma aktarılacak bir fondan vazgeçmeye neden olmaktadır. Yani bankalar krediyi girişimciye değil, gayrimenkul ipoteği verebilecek nitelikteki kişilere yönlendirmektedir. ↵

KOBİ'lerin büyük işletmeler için önemli bir uzun dönem fon kaynağı olan sermaye piyasasından, mevcut sermaye piyasası düzenlemeleri çerçevesinde fon toplamaları da mümkün olmamaktadır. Çünkü, yatırımcıyı koruması gereken SPK'nın sermaye piyasasından fon toplamak için zorunlu olarak öngördüğü koşulları KOBİ'lerin karşılaması çok zordur. KOBİ'lerin finansal sorunları türlerine göre şu şekildedir (41): Maliyet değişkenleri %23, alacak tahsilindeki gecikmeler %21.6 kredi faiz oranlarının yüksekliği %18, özkaynak yetersizliği %12.2, satışların düşüklüğü %16.6, kredi imkanlarının sınırlılığı %7.4 ve diğer sorunlar ise %1.2 oranındadır.

Diğer bir yandan, girişimcilerin Risk Sermayesi finansman modeli, leasing, factoring gibi alternatif finansman teknikleri konusunda yeterli bilgiye sahip olmaması bir başka sorunu doğurmaktadır. Ayrıca, mevcut teşvik sisteminin daha çok, büyük işletmeleri desteklemesi KOBİ'lerin faaliyetlerini daha da zorlaştırmaktadır.

40 Sadi UZUNOĞLU, "KOBİ'ler Nasıl Kurtulur", *Ekonomik Trend Dergisi*, 30 Haziran 1996, s.38.

41 *Ekonomik Trend Dergisi*, "KOBİ'ler Devlet Desteği Altında", Sayı:45, 3 Kasım 1996, s.23.

Kısacası, KOBİ'lere kredi miktarının sınırlı tutulması ve kısa vadelerle yüksek faiz oranlarının uygulanması sonucunda KOBİ'ler holdinglerin kontrolünde olan ticari bankacılık sisteminin dışına itilmekte, sanayi kalkınma ve yatırım bankalarının kaynaklarından ise sınırlı bir ölçüde yararlanabilmektedir. Bu da KOBİ'leri para piyasasında resmi olmayan kaynaklardan borçlanmaya itmekte ve işlerini geliştirmelerini engellemektedir.

1.5.2.3. Yönetimden Kaynaklanan Sorunlar

Daha önceki konularda da belirttiğimiz gibi, KOBİ'lerin yöneticilerin finansman konusundaki bilgi eksikliği, finansman ile ilgili sorunlara yeterince zaman ayıramamaları, finansman konusunda uzman personele sahip olmamaları; sağlıklı bir finansal planlamanın yapılmasını sınırlamakta ve/veya engellemekte, alternatif finansman tekniklerinin değerlendirilememesine ve bu konudaki optimum kararlara ulaşamamasına sebep olmaktadır.

1.5.3. Tedarikleme Sorunları

İşletme dışından kaynaklanan sorunlardan bir diğeri ise kullanılan hammadde, malzeme ve yarı mamüllerle ilgilidir. Sanayinin girdisi olan temel hammadde ve ara malların tedarikinde istenilen nitelik, miktar, zaman ve maliyette mal temin etmek güç olmaktadır (42). Bilindiği üzere, bir ürünün fiyat ve kalitesini belirleyen önemli etkenlerden biri kullanılan hammaddedir. Malın satılabilmesi için kullanılan malzemenin ucuz ve kaliteli olarak tedarik edilmesi gerekmektedir. Bunun yanında, fiyatlarda sürekli artışların olması KOBİ'lere büyük bir sıkıntı vermektedir. Bu durumdaki işletmeler doğal olarak uzun vadeli ilişkilere girememektedirler.

KOBİ'ler aynı girdiden büyük miktarlarda kullanamadıkları için iskontodan yararlanamamaktadırlar. Aynı girdiyi kullandıklarında da, bundan çok miktarda satın

42 OKTAV ve Diğ., Orta ve Küçük Ölçekli İşletmelerde İhracata ..., A.g.e., s.25.

almaları finansal imkanlarının yetersizliği nedeniyle imkansızdır. Üstelik bu yetersizlik, enflasyonist ortamda işletmelerin girdi stoku yapmalarını da engellemekte, ürün maliyetleri sürekli yükseldiği için uzun vadeli iş bağlantıları kurulamamaktadır (43). Büyük miktarlarda girdinin alınabileceği hallerde bile stoklama giderleri KOBİ'ler için ek bir maliyete sebep olmaktadır.

Girdi tedariki küçük partiler halinde yapıldığı için genellikle peşin veya büyük vade farklarıyla yapılmakta, buna karşın üretilen ürünler vadeli satılmakta ve bu durum da maliyetlere yansımaktadır.

KOBİ'lerin bu gibi tedarikleme fonksiyonu ile ilgili sorunları, üretim ve pazarlama faaliyetleri üzerinde büyük olumsuz etkiler yaratmakta ve kaçınılmaz olumsuz sonuçlara sebep olmaktadır.

1.5.4. Teknoloji Sorunu

İnsanlığın, nesnel kültürün tüm olanaklarından faydalanmak üzere kullandığı araçların bütünü olarak tanımlanan teknolojiyi oluşturan dört öge vardır; bilgi, teknik, eğitim, pazarlama etkinliği. Bu dört ögenin de temelinde araştırma veya geliştirme faaliyeti vardır. Teknolojisi güçlü bir ülke demek, AR-GE faaliyetlerinde güçlü bir ülke demektir. Teknolojiyi kullanabilmek ise ona sahip olmakla olasıdır ki, bunun yolu: ya teknolojiyi üretmek ya da onu ithal etmekle sağlanır. Bu iki durumda da temel olan, yine AR-GE gücüdür (44). Kalkınma için para politikasının gerekliliği yanında, ileri, çağdaş ve zengin bir toplum olabilmenin yolu; teknoloji ağırlıklı sanayileşme stratejisinin izlenmesidir. Bunun da uygun finansal önlemlerle, eğitim ve AR-GE politikalarıyla desteklenmesi ve bu alanda yatırım yapılması gerekmektedir.

43 TOSYALI SARIKAYA, A.g.e., s.36.

44 **Bilim ve Teknoloji Dergisi**, "Kalkınma İçin Çıkış Noktası bilim ve Teknoloji", Tübitak Yayınları, Sayı:322, Eylül 1994, s.58.

Otomasyon ve bilgisayarın iş hayatına girişi, iş üretimini hızla arttırmış ve çalışanların bilgi seviyesini daha geniş kapsamlı teknik bir seviyeye çıkarmıştır. Bu nedenle, yeni teknolojiye uyum sağlamak, günümüz modern toplumu içinde sanayici ile mesleki eğitimcinin başlıca sorunu haline gelmiştir (45).

KOBİ'ler teknolojik yenilikleri izleyememekte ve yeterli AR-GE faaliyetlerinde bulunamamaktadırlar. Büyük oranda teknolojisi eskimiş ve dolayısıyla yetersiz teknoloji ile faaliyetlerini sürdüren KOBİ'lerin, kendi imkanları ile gelişmiş bir teknolojik yapıya ve yöntemlere ulaşması oldukça zordur. Çoğu işletmeler eskiden kurulmuş ve ekonomik ömürleri bitmekte olan makina ve teçhizat ile çalışmaktadırlar. Ülkemizde, yine aynı nedenlerle üretimin çoğunlukla emek-yoğun sürdürülmekte olması ve enerji fiyatlarının yüksekliği maliyetleri arttırmakta, dolayısıyla KOBİ'lerin yabancı mallarla rekabet gücünü azaltmaktadır.

Globalleşme sürecinde olan ve rekabetin hızla arttığı dünyada, işletmelerin yaşama şanslarının olabilmesi için, otomasyon ve yeni teknoloji kullanımını zorunlu hale gelmiş bulunmaktadır.

1.5.5. Pazarlama Sorunları

Günümüzde, yeni ve gelişmiş teknolojileri kullanabilen veya bu teknolojilere adapte edilebilen işletmelerde genellikle, üretim sorunları önemli ölçüde çözümlenebilmiş ve işletmelerin sorunları ve politikaları daha çok ürün ve hizmetlerin pazarlanmasına çevrilmiştir. Ülkemizde, pazar ihtiyaçlarına uygun üretim yapılması ve pazarlama tekniklerinin yeterince benimsenip uygulanmaması, işletmelerin pazarlama sorunlarını oluşturmaktadır.

KOBİ'lerde işletme sahibi yöneticinin işletmenin diğer fonksiyonları yanında pazarlama fonksiyonunu da yürütmek durumunda olması, bu faaliyetin etkin olarak

45 OKTAV ve Diğ., Orta ve Küçük Ölçekli İşletmelerde İhracata ..., A.g.e., s.26.

yürütülmesine engel olmaktadır. İşletme sahibinin diğer tüm sorumluluklar yanında, yeni pazarlar araştırarak yeni müşterilerle ilişkiye girmek hususuna gerektiği kadar vakit ayırmasını ve yeni pazarlama tekniklerini izlemesini mümkün kılmamaktadır. KOBİ'ler pazarlama uzmanı istihdam edememekte ve modern pazarlama araçlarını kullanamamaktadırlar. Ayrıca bu işletmeler finansman sorunlarından dolayı pazar araştırmalarına kaynak ayıramamakta ve bu nedenle mevcut pazar eğilimlerini saptamada geç kalmakta, yeni pazarlara girememektedirler. Hedef pazar tanımında başarısız olduklarından ve tahminleri sezgilerine dayanarak yaptıklarından dolayı pazar potansiyelini yanlış belirlemektedirler.

Bunların yanısıra, rekabeti etkileyen ambalaj, satış sonrası hizmetler, malın kalitesi ve fiyat faktörleriyle birlikte, bunları tamamlayıcı bir unsur olan satış arttırıcı faaliyetlerin de tam olarak yerine getirilememesi, KOBİ'lerin gerek iç pazar, gerekse uluslararası pazarlarda rekabet koşullarını sağlayamamalarına neden olmaktadır⁽⁴⁶⁾.

İhracata yönelik sorunlar, genel pazarlama sorunlarının yanında, mevzuatın bilinmemesi, ihracat uzmanının istihdam edilememesi, kalite-standart ve fiyat bakımından yabancı mallarla rekabetin mümkün olmaması, dış fuarlara katılmak için kaynak ayrılamamasını içermektedir. KOBİ'ler ihracata yönelik üretimin finansmanı için kredi bulmakta zorlanmakta, ihraç edilecek belli bir kalite ve standarttaki malı üretecek yapıda olsalar bile bunu sağlayacak hammaddeyi bulamamakta ve dış pazarları tanımamaktadırlar⁽⁴⁷⁾. İhracat teşvik ve geliştirme programlarından da genellikle yararlanamayan KOBİ'ler iç pazarda meydana gelen bir talep daralmasından en çok etkilenen kesimi oluşturmaktadır.

Talebi kontrol altına alan ekonomik ve mali politikalar, özellikle KOBİ'lere yönelik talebin gerilemesine sebep olmaktadır. Yoğun bir rekabet ortamında faaliyet gösteren bu

⁴⁶ EGE, EĞİTİM, ACAR, A.g.e., s.96

⁴⁷ TOSYALI SARIKAYA, A.g.e., s.37.

işletmeler, talebi daraltmak için alınan ekonomik kararlar ve tedbirler karşısında varlıklarını sürdürebilmek için fiyatlarını düşürerek ve vadeli satışlara yönelerek satış yapmaya çalışmaktadır. Bu nedenle pekçok küçük ve orta boy işletme piyasada tutunamayıp işlevleri bitmektedir.

Bu bakımdan, özellikle Gümrük Birliği ile başlayan ve Avrupa birliği'ne giriş hazırlık çalışmalarının hızla yürütülmekte olduğu günümüzde KOBİ'lerimizin, Gümrük Birliği süreci ile ülkemiz iç pazarında serbest dolaşıma girecek olan AB ürünleri ile rekabet edebilecek kalite, standart ve fiyatlarda üretim yapabilen bir yapıya kavuşturulmaları acilen gerekmektedir.

KOBİ'lerin karşılaştıkları sorunlar, uygun finansman kaynaklarına ulaşmalarını engellemektedir. 21. yüzyıla doğru giden dünya ekonomisi, uluslararası sınırlamalara hızla aşmaya başlamış ve globalleşme sürecine girmiştir. Bu sürecin önemli özelliklerinden birini oluşturan yenilikler reel ve parasal dünyada hızla gelişme sürecine girmiştir. Reel ekonomi, yenilikleri bilgisayar ve biyoteknoloji gibi alanlarda yaşarken; maddi ekonomi birçok finansal kurumları, teknikleri ve araçları ortaya koymuş bulunmaktadır.

Günümüzde teknolojik gelişmenin hızlanması, yeni buluşlar ve üretim yöntemleri yeni finansal kurumları doğurmuştur. Risk sermayesi şirketleri, maliyetleri minimize ederek yeni teknolojileri üreten ve sermayeyi en kârlı şekilde kullanmayı amaç edinen yeni finansal kurumlardır. Alışla gelmiş mal ve hizmet üreten işletmelere yapılan yatırımların çekiciliğini kaybetmesi, teknolojik yeniliklere dayanan ürünlerin ortaya çıkması, telekomünikasyon sisteminin gelişmesiyle birlikte teknolojik gelişmelerden bilgilendirme, sermaye piyasalarının gelişimi gibi nedenler risk sermayesinin hızla gelişip uluslararası bir boyut kazanmasında etkili olmuştur.

Ülkemizde, KOBİ'lerin işletme sermayesi ihtiyaçları olmasına rağmen yeterli finansman kaynağına sahip olmamaları, kredi temin edilmesinde güçlüklerle

karşılaşmaları gibi nedenler faaliyetlerini sınırlandırmaktadır. KOBİ'lerin sorunlarına çözüm bulunmasında risk sermayesi uygun bir yöntem olarak önerilebilir. Çünkü, risk sermayesi borç mantığına değil, ortaklık sistemine dayanmaktadır. Risk sermayesi şirketleri finanse ettikleri KOBİ'lerin hisse senetleri karşılığında ortak olmakta, finanse edilen KOBİ olgunlaşıp kâra geçtiği zaman da yatırımdan çıkmaktadırlar.

Dünyada uygulamaları olmakla birlikte, ülkemizde henüz yeni gelişmeye başlayan ve KOBİ'lerin sorunlarına çözüm getirebilecek nitelikte olan risk sermayesinin tanımı ve özellikleri detaylı olarak çalışmamızın 2. bölümünde incelenecektir.

İKİNCİ BÖLÜM

KÜÇÜK VE ORTA BOY İŞLETMLERİN FİNANSMANINDA RİSK SERMAYESİ FİNANSMAN TEKNİĞİNİN KULLANIMI

19. y.y.'da bilim ve teknolojide sağlanan buluş ve yenilikler üretim ve sanayileşmeye ivme kazandırmıştır. Bu dönemde üretimde mekanizasyon (işlerin makine ile yapımı) ile üretim artışı ve ölçek ekonomileri önplana çıkmıştır. Ancak 20. y.y. ortalarında bilgisayar teknolojisinde yaşanan hızlı gelişmeler ile üretim ve sanayide “otomasyon” dönemi başlamıştır.

Günümüzde dünya, sanayi toplumundan bilgi toplumuna geçiş olarak nitelendirilebilecek önemli bir değişim süreci yaşamakta, bu durum ekonomik, sosyal ve politik alanlardaki köklü değişiklikleri de beraberinde getirmektedir. Bilgi toplumunda yeni fikirler, projeler, toplumsal sistemin çekirdeğini oluşturmakta, bireysel ve kurumsal araştırmacılık, yenilikçilik ve girişimcilik en önemli nitelikler arasında yer almaktadır.

Yaşanan bu gelişmeler ve değişimlerden ekonomik sistem ve bu sistemin ayrılmaz bir parçası olan finansal kurumlar da etkilenmiş; sosyal sistemin gerektirdiği yeni fikir ve projelerin gerçekleştirilebilmesinin sağlanabileceği mekanizmalar, düzenlemeler ve kurumlar geliştirilmiştir.

Dinamik ve yaratıcı olan, ancak fikir ve projelerini hayata geçirebilmek için yeterli finansal güce sahip olmayan girişimcilere, finansman, yönetim ve uzmanlık katkısı

sağlamayı hedefleyen risk sermayesi, toplumda yeni ve yaratıcı fikirlerin ortaya çıkarılması ve bu fikirlerin uygulanma imkanı bulabilmesini sağlayan bir finansman modeli niteliğini taşımaktadır.

2.1. RİSK SERMAYESİNİN TANIMI VE TEMEL ÖZELLİKLERİ

Risk sermayesi (Venture Capital); gelişme potansiyeli olan ve özellikle teknolojik yeniliklere dönük projeleri destekleyen bir finansman yöntemidir. Bu tür yatırımlar, yüksek risk taşımakla birlikte gelecekte ortalamanın üzerinde bir kâr getirmeleri beklenir.

Risk sermayesinde temel amaç; yüksek gelişme potansiyeline sahip ve rekabet üstünlüğü olan işletmelere uzun vadeli yatırım yapmaktır. Bu konudaki uzman kuruluşlar gerektiğinde aktif yönetsel destek ve diğer uzmanlık hizmetleri de sunarak ekonomik değer artışı sağlamaktadırlar. Kuruluşlar, portföylerindeki menkul kıymetlerin değerlerini arttırmak ve sözkonusu menkul kıymetleri elden çıkarmak suretiyle yüksek getiri sağlayabilmektedirler⁽⁴⁸⁾.

2.1.1. Risk Sermayesi Kavramı

Dilimize, “Risk Sermayesi”, “Girişim Sermayesi”, “Küçük İşletme Sermayesi”, “Atılım Sermayesi”, “Cesaret Sermayesi”, vb. şekillerde uyarlanan “Venture Capital” kavramı çeşitli şekillerde tanımlanmaktadır.

E.V.C.A. (European Venture Capital Association)’na göre Risk Sermayesi: profesyonel bir finansal aracı kuruluş aracılığıyla gelecek vaadeden şirket veya projelere yapılan bütün riskli sermaye yatırımlarıdır. Bir başka yaklaşıma göre Risk Sermayesi, yeni teknolojilere ve fikirlere sahip KOBİ’lerin kurulması ve gelişmesini sağlamak için yüksek yüksek riskli yatırımlara hissedar olarak katılan ve bu yolla yüksek kazanç

⁴⁸ Tülay ZAIMOĞLU, *Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No.19, Ankara, Mayıs 1995, s.3.

potansiyeli taşıyan sermaye şeklinde tanımlanmaktadır (49).

6 Temmuz 1993 tarih, 21629 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan S.P.K.’nın Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği’nde risk sermayesi yatırımı: “‘Türkiye’de kurulmuş ve kurulacak olan, yüksek gelişme potansiyeli taşıyan ve menkul kıymetlerinin likiditesi düşük olan girişim şirketlerince birinci el piyasalarda ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılarak gerçekleştirilen, uzun vadeli kaynak aktarım biçimi olarak tanımlanmıştır” (50).

2.1.2. Risk Sermayesinin Temel Özellikleri

Risk sermayesi kavramı finans literatüründe yeni ve gelişim aşamasında olup, KOBİ’lerin başlangıç ve riskli dönemlerinde başvurdukları bir finansman yöntemidir. Risk sermayesinin kapsamlı bir tanımının yapılabilmesi için, bu yatırımın özellikleri aşağıdaki gibi ifade edilebilir.

2.1.2.1. Teknolojik Yenilik

Risk sermayesinin yüksek kazanç amacı spekülatif kâra yönelik değildir. Elde edilen kâr, teknolojinin getirdiği verimlilik artışından kaynaklanır. Teknolojik yenilik uzun araştırmalara dayanır. Risk sermayesi kaynak dağılımını düzenleyici, verimlilik artırıcı özelliğini bu ölçütle üstlenmektedir. Yeni yatırımların yüksek riskini düşürmek amacıyla genellikle her aşamada KOBİ’lere yatırım yapılır (51). Pazarda yenilik dışındaki teknolojik değişme biçimlerinin, teknolojik gelişme olarak kabul edilebilmesi için

49 Hasan GÜL, Risk Sermayesi (Venture Capital), Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş., Ankara, 1997, s.2.

50 Resmi Gazete, 6 Temmuz 1993, Sayı:21629, s.10.

51 Kürşat TUNCEL, Risk Sermayesi Finansman Modeli Dünya Uygulamalarının Analizi ve Türkiye İçin Özgün Bir Model Önerisi, SPK Yayınları, Ya.No:37, Ankara, 1996, s.5.

değişimlerin belli bir verimlilik artışı getirmesi gerekir⁽⁵²⁾. Risk Sermayesi aynı zamanda ülke genelindeki verimliliğin artırılması ve kaynak dağılımının düzenlenmesine de katkıda bulunmaktadır.

2.1.2.2. Sermayeye Katılma

Risk sermayesini finansman diliyle “teknolojik yeniliklerle büyümeye çalışan KOBİ’nin hisse senetlerinin satın alınması” şeklinde de ifade edebiliriz. Risk sermayesi yatırımı bir “öz sermaye” yatırımıdır⁽⁵³⁾. Risk sermayedarı yatırım yaptığı şirkete bir alacaklı olarak değil, bir ortak olarak girer. Bu çerçevede de işletme yönetiminde söz sahibi olabilir. Ortaklık hisseleri yatırım başlangıcındaki görüşmeler ve pazarlıklar sonucunda belirlenir.

Risk sermayesi yatırımcısı (risk sermayedarı) yatırımını yaparken, karşılığında yatırım yapacağı KOBİ’nin ileride büyüyerek teknolojik yeniliği sayesinde elde edeceği kârların dışında herhangi bir beklentisi ve güvencesi yoktur. Risk sermayedarının kazancı firmanın gelişmesi sonucunda sağlanacak ticari başarıya bağlı olmaktadır.

2.1.2.3. Yönetime Katılma

Risk sermayesi yatırımcısı yönetim riskini azaltmak amacıyla yönetime katılır. Buradaki amaç, yönetim kontrolünü ele almak değil, yönetim ve organizasyonda destek sağlamaya yöneliktir. Bilindiği gibi yeni kurulmuş KOBİ’lerin iki temel sorunu; finansman ve işletme yönetimi ile organizasyonudur. İşletme yönetimi tamamen profesyonel kadrolaşmayı gerektiren bir konudur ve risk sermayedarının en çok önem verdiği konulardan biridir.

⁵² ÇAĞLI, A.g.e., s.39.

⁵³ Ülkü DAĞDELEN, Risk Sermayesi, *İktisat-İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:7, Sayı:72, Mart 1992, s.54.

Risk sermayedarı yönetime katılmak yolu ile aynı zamanda yeni kurulmuş olan işletmeye ihtiyaç duyduğu finansman, işletme yönetimi ve organizasyonu konularında yardımcı olur (⁵⁴). Ancak risk sermayesi şirketlerinin anlayışına göre yönetime katılmama veya dolaylı destek sağlamak yöntemlerinden biri de izlenebilir.

2.1.2.4. Küçük İşletme-Hızlı Büyüme

Risk sermaye yatırımı işletmelerin byklğnden bağımsızdır. Ancak RS yatırımının amacı, hisse senetlerinden normal üstü bir kr sağlanması olduğundan bunu çok kez, küçük olup da teknolojiyle çok hızlı bir büyüme sergileyen şirketler sağlayabilmektedir. Bu sebeple erken aşamada finanse edilen teknolojik gelişmenin yüksek kr potansiyeli vardır. RS bu ölçüt ile KOBİ'lerin gelişmesine ortak olmaktadır(⁵⁵).

2.1.2.5. Uzun Vadeli Yatırım

RS uzun vadeli bir yatırımdır. Teknolojik buluş noktası ile ürünün pazara sunulduğu nokta arasındaki teknolojik gelişme süreci, ortalama 7-10 yıl olarak kabul edilmektedir. Dolayısıyla böyle bir alanda yatırım yapmak isteyen bir risk sermayedarının kazanç elde edebilmesi için, bu süreyi ve bu süre boyunca ortaya çıkacak finansman ihtiyaçlarını (genellikle artan biçimde) yeterli ölçülerde karşılamayı göze alabilmesi gerekmektedir (⁵⁶). Bu nedenle RS yatırımları sabır, sağlam mali kaynak ve ayrıntılı incelemeye ihtiyaç gösteren yatırım türüdür.

RS yatırımları halka kapalı KOBİ'lerin menkul kıymetleri için etkin bir piyasanın olmamasından dolayı kısa dönemde likit olmamakla birlikte, durum yasal kısıtlarla da

⁵⁴ Nuşin AğLI, "Risk Sermayesi", TOSYÖV Girişim Dergisi, TOSYÖV Yayınları, Sayı:5, Temmuz-Ağustos 1995, s.39.

⁵⁵ TUNCEL,A.g.e., s.6.

⁵⁶ DAğDELEN, A.g.e., s.55.

beslenerek belli bir dönemde yatırımların yeniden satışını engellemektedir.

Risk sermayesinin tarafları, farklı risk sermayesi yatırım aşamalarında farklılık gösterir. Bununla beraber risk sermayesi finansman biçiminde, biri “risk sermayedarı (venture capitalist)”, diğeri risk sermaye şirketi (venture capital co.) ve girişimciler veya yenilikçi fikir veya buluş sahibi (inventor) dir (57).

i) Risk Sermayedarı: parasını risk sermayesi şirketine yatıran kişi veya kurumdur.

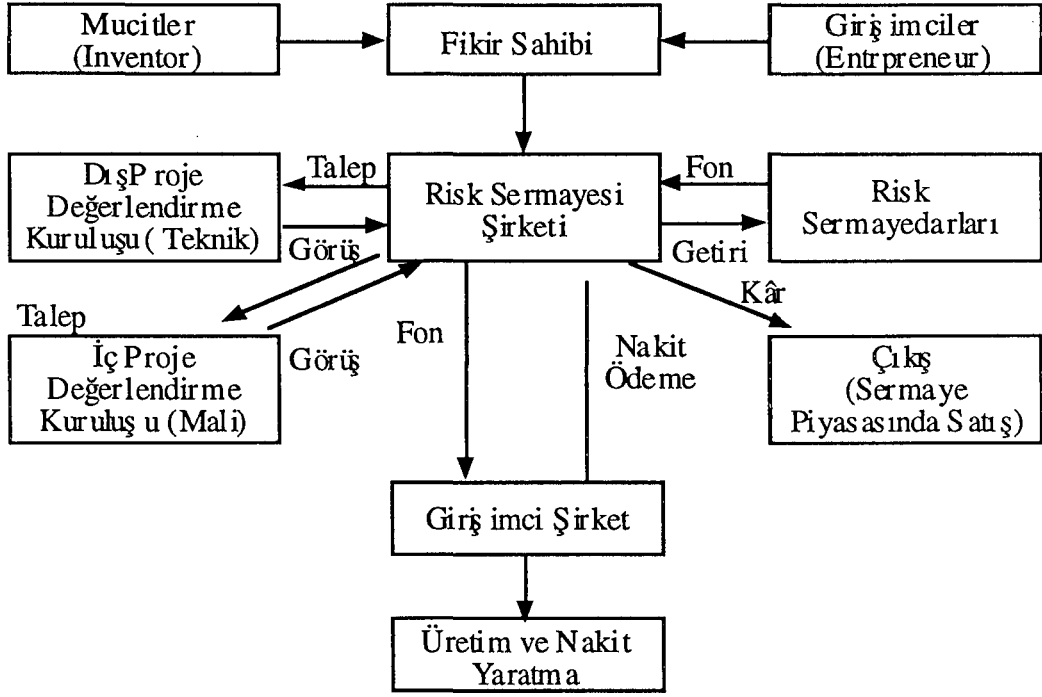
ii) Risk Sermayesi Şirketi: Finansal araçlar olup, yenilikçi veya buluş sahibi dinamik girişimcilere aktaran kuruluşlardır.

iii) Girişimci: kişi veya kuruluş olup, kendi buluşunun hayata geçirilmesini sağlayacak finansman ihtiyacı içinde bulunan taraftır. Eski tanımlamalarda icatlar (teknoloji alanında belirli bir sorunun fiilen çözümlenmesini sağlayan fikirler), ya yeni ürün şeklinde ya da eski ürüne yeni kullanım alanının, yeni ve tam şeklinin ortaya koyulmasıyla yeniliğe (innovation) dönüştürülmektedir. Uygulamada, mucit (buluş sahibi) ile bu icatları (buluşları) yenilik olarak üretim prosesine geçiren ve buna ticari nitelik kazandıran kişiler veya kurumların aynı kişi veya kurumların olması da mümkündür.

Risk sermayesinde yer alan taraflar ve bunlar arasındaki ilişkiler aşağıdaki şemada gösterilmiştir (58).

57 ULUDAĞ, A.g.e., s.12.

58 GÜL, A.g.e., s.11.



Şekil 1: Risk Sermayesinde Taraflar

Kaynak :GÜL, A.g.e., s.11.

Risk sermayesinde temel düşünce; yeni teknoloji içeren sabit sermaye yatırımlarına menkul kıymetler yoluyla ortak olunarak yüksek oranda risk yüklenmek, yatırımların likiditasyon (fon yaratma) aşamasında menkul kıymetleri elden çıkarıp sermaye değer artış kazancı elde etmektir ⁽⁵⁹⁾. Yeni işler yaratmak ve ekonomik kalkınmaya yardımcı olmak dürtülerinin yanısıra risk sermayedarının en önemli dürtüsü, önemli miktarda sermaye kazancı elde etmektir.

Birçok durumda risk sermayedarları finanse ettikleri KOBİ'leri kontrol altında tutmak amacını gütmeyizler. Risk sermayedarları işin rasyonelliği üzerinde karar verirler ve daha sonra yönetim kardosunu desteklerler. Yönetim kurulunda olmalarına rağmen risk sermayedarları, finanse ettikleri KOBİ'lerin yönetimini yönetici kadrosuna bırakırlar. Risk sermayedarları, yönetime finansman ve planlama gibi konularda rehberlik yaparak destek vermeye çalışırlar.

⁵⁹ GÜL, A.g.e., s.2.

Risk sermayedarının portföyündeki yatırım uzun dönemli bir birlikteliği gerektirdiği için, girişimci ile çalışması, temel olarak güven ilişkisine dayanmaktadır. Risk sermayedarı ile girişimci sorunları ve stratejik önem taşıyan meseleleri rahatlıkla tartışabilmelidir. Şirketin yönetici kadrosu ile risk sermayedarlarının amaç ve hedefleri benzer olmalıdır. Amaç ve hedeflerin farklılaştığı zaman, ilişkiler yavaş yavaş bozulmaya başlar.

Risk sermayedarı bir işe yatırım yapmadan önce ciddi araştırmalar ve incelemeler yapmalı, yatırım yapacağı konu hakkında bilgi sahibi olmalı ve pazarı, endüstriyi, motivasyonu, işletmenin ne yapmak istediğini anlamalıdır.

Risk sermayedarları yatırım yapmaya karar verdikleri aşamada şu unsurlara dikkat ederler (60):

- i- Şirket, güçlü bir yönetim kadrosuna sahip olmalı, bu kadro; deneyimli, akılcı ve özel fırsatları değerlendirme güdüsüne sahip olmalıdır.
- ii- Her yatırım fırsatı, çok avantajlı ve özel bir konuma sahip olmalıdır. Yatırımın anlam kazanması, avantajlı ürün üretmekten, kaliteli hizmetten ve yönetim kadrosunun yeteneklerinden kaynaklanabilir.
- iii- Yatırım projelerinin güçlü ve anlamlı sermaye getirisi olmalıdır.

Risk sermayesinin temin edilmesinde bir gereklilik olan işletme planları, pazarlıkta da başlangıç noktasıdır. İşletme planlarında sektör ve piyasa analizleri yapılmış ve amaçlar saptanmış olmalıdır. Buna ek olarak risk sermayedarları, ek finansman temin edilmesinde banka ilişkilerinde, şirket birleşmelerinde ve bütçe hazırlanmasında finansal analizcilere tavsiyede bulunmalıdırlar.

Bilindiği gibi bir ülkenin ekonomik kalkınmasında, başta eğitilmiş yetenekli insan gücü, gelişmiş teknoloji, rekabet gücü ve buluşlar büyük rol oynayan faktörler iken bunları düzenleyici ve geliştirici rol oynayan bir devlet politikası ve müteşebbis (girişimci)

⁶⁰ GÜL, A.g.e., s.2.

yeniliklere açık bir sermaye birikimi de, bunları tamamlayan faktörler olarak ortaya çıkmaktadır. Girişimci faktörü, ekonomik kalkınmanın adeta ateşleyici gücüdür. Bu güç, ekonomiye yeni pazarlar ve yeni hammaddeler sağlar, kaynaklar yaratır, sermaye birikimini hızlandırır ve yeni tekniklerin ortaya çıkmasına yardımcı olarak yeni bir sanayinin oluşmasına yol açar, önderlik eder. İşte bu nedenlerle risk sermayesi sektörünün çekirdeğini oluşturan “girişimci” faktörü, sektörün gelişmesinde çok önemli bir fonksiyona sahiptir.

Girişimcinin, firmanın sahip olduğu sistem faktörlerini en iyi şekilde değerlendirerek maksimum hasılaya ulaşmasını ifade eden verimlilik (prodüktivite), ekonomik kalkınmanın itici kuvvetlerinden biridir. O halde ekonomik gelişmede girişimci faktörünün taşıdığı önem açıktır.

Parlak fikirleri ve yöntemleri olan ancak sermayeleri olmadığı için bunları yatırıma dönüştüremeyen girişimcilerin desteklenerek, bu yatırımların ekonomiye kazandırılması açısından önemli olan risk sermayesi uygulamasının ekonomiye sağlayacağı faydaları şöyle sıralayabiliriz (61).

- Ülkeye gelişmiş teknolojinin gelmesi,
- Uzun dönemli yatırımlara yönelmek,
- İstihdam yaratma,
- Vergi geliri sağlama,
- Ülkede girişimci sınıf yaratılması,
- Yabancı sermayenin ülkeye daha hızlı girmesi,
- Sermaye piyasasına yeni araçlar sağlanması,
- Beyin göçünün engellenmesi,
- Ülkedeki atıl fonların ve kaynakların rasyonel kullanılmasına yardımcı olurlar.

61 Cahit YILMAZ, “Venture Capital (Risk Sermayesi)”, **İktisat-İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:8, Sayı:90, Eylül 1993, s.38-39.

Görüldüğü gibi risk sermayesi hem serbest girişimcilik ve kişisel kazanç güdülerini özendiren, hem de teknolojik gelişme ve ekonomik büyümeye katkı sağlayan bir araçtır⁽⁶²⁾.

2.2. RİSK SERMAYESİNİN GEÇMİŞİ VE GELİŞME NEDENLERİ

2.2.1. Tarihsel Süreç İçerisinde Risk Sermayesinin Doğuşu ve Gelişmesine Yol Açan Faktörler

Risk sermayesi II. Dünya Savaşı'ndan sonra ABD'de ortaya çıkmış ve özellikle 1980'lerden sonra gelişme göstermiştir.

Risk sermayesi sisteminin başlangıcı çeşitli kaynaklarda değişik tarihsel dönemlere dayandırılmakla birlikte bu alanda ilk resmi kuruluş, 1946 yılında ABD'de kurulan The American Research and Development Corporation of Boston (Boston Amerikan Araştırma ve Geliştirme Şirketi) olmuştur. 1958 yılına kadar resmi sektör statüsüne kavuşmayan risk sermayesi sistemi 1945-1958 yıllarında durgunluk dönemini yaşamıştır. 1958 yılında ABD Merkez Bankası tarafından yürütülen küçük işletmelerin finansmanı ile ilgili çalışmalar sonucu Small Business Investment Act (Küçük İşletme Yatırımları Kanunu) çıkarılmış ve SBA/Small Business Administration (Küçük İşletmeler İdaresi) kurulmuştur⁽⁶³⁾. Bu gelişmeler sonucunda SBA'dan uzun vadeli kredi olarak, küçük işletmelere risk sermayesi sağlayan çok sayıda işletme kurulmuştur. ABD'de 1960'lı yıllarda yatırım bankalarının risk sermayesi sistemine katılması ile sektör genişlemiş ve 1970'lerde vergi oranlarının düşürülmesiyle de emeklilik fonlarının sisteme kanalize edilmesi sonucunda sektör canlanmaya başlamıştır.

⁶² Serpil CANBAŞ, "Küçük İşletmeciliği ve Girişimciliği Teşvik Aracı Olarak Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama Olanakları", **Türkiye Esnaf-Sanatkâr ve Küçük Sanayi Araştırma Enstitüsü (Tes-Ar)** Yayınları, Yayın No:6, Ankara, 1992, s.77.

⁶³ GÜL, A.g.e., s.8.

Risk sermayesi sisteminin Avrupa ülkelerine geçişi, 1970’li yıllarda gerçekleşmiş ve özellikle İngiltere’de özelleştirme çalışmalarında başarılı bir uygulama alanı bulmuştur.

1950 sonlarında sanayileşmiş ülkelerde teknoloji yarışı büyük bir hız kazanmıştır. Bu ülkeler sahip oldukları sermayeyi, faiz karşılığı kredi olarak kullanılmak yerine, geliştirdikleri teknolojiyi geliştirmekte olan ülkelere satmayı tercih etmişlerdir. Böylelikle teknolojiyi geliştirmek için yaptıkları maliyetlerin bir bölümünün, bu teknolojinin geliştirmekte olan ülkelere satılması yoluyla geri alınması kârlı görülmüştür. Ancak teknolojinin hızla değişmesi, birçok endüstride geliştirilen yeni teknolojinin daha uygulamaya konmadan demode olmasına ve yapılan maliyetlerin o teknolojiyi geliştiren ülkelerin üzerinde kalmasına yolaçmıştır. Risk sermayesi bu riskten kaçınmak isteyen sermayedarlar tarafından tercih edilmeye başlanmıştır (64).

1980’li yıllarda risk sermayesi ulusal ve uluslararası boyutlarda hızla gelişmeye başlamıştır. Gelişmiş ülkelerdeki sermayedarlar teknolojik yeniliklerin yüksek maliyetlerini kendileri finanse etmek yerine diğer ülkelerdeki yeni fikir, buluş ve teknolojiye sahip olan KOBİ’lerin hisse senetlerini satın alarak yatırım yapmakta ve üretilecek yeni ürün veya teknolojinin piyasaya çıkması ile, piyasa fiyatı çok yükselmiş olan hisse senetlerini satarak, elde ettikleri kâr ile yeni teknolojilere yönelmektedirler.

1970’li yıllardan itibaren dünyada yaşanan teknolojik gelişmeler nedeniyle sanayileşmiş ülkelerde sermayedarlar mevcut teknolojilerin daha uygulanmadan demode olması ve yapılan harcamaların, o teknolojiyi geliştiren KOBİ’nin üzerinde kalması sonucu, bu riskten kaçınmak için alternatif bir araç olarak “risk sermayesi” yolunu seçmişlerdir.

Günümüzdeki anlamı ile ilk olarak 1950’li yıllarda ABD’de ortaya atılan risk sermayesi ve risk sermayedarı kavramları 20. yüzyılın sonlarına doğru hızla gelişmiştir.

⁶⁴ Ayşe Gül YILGÖR, “Risk Sermayesi ve Türkiye Açısından Önemi”, *Hazine Dergisi*, Sayı: 1, Ocak 1996, s.87

Uluslararası bir piyasaya dönüşmeye başlayan bu finansman ve yatırım biçiminin ana gelişme nedenleri şöyle özetlenebilir ⁽⁶⁵⁾.

- i). İyi bilinen mal ve hizmetleri üreten endüstrilere ve firmalara yapılan yatırımların çekiciliğini kaybetmesi,
- ii). Yeni yaratılan ve ticari daha kârlı olan mal ve hizmetlerin bulunması,
- iii). Sermaye piyasalarının gelişmesi,
- iv). Sermaye kazançlarının vergilendirilmesinde risk sermayesi lehine sağlanan avantajlar,
- v). Yüksek teknoloji gerektiren yatırımların finansmanında sağlanan kolaylıklar ve bu yatırımların yönetiminin sağladığı yüksek ücretler ve kârlar,
- vi). Hızlanan teknoloji yarışı ve ülkelerin dünyadaki teknolojik gelişmeleri olabildiğince az bir maliyetle yakından izlemek ve kontrol altında bulundurmak arzuları.

Özellikle ABD’de 1970’lerde risk sermayeciliğine oldukça yüksek bir talep olmuştur. Bu talebin temel nedeni ise; teknolojik gelişmenin yüksek seviyelerinde eskime sorununun ortaya çıkması olmuştur.

Dünyada süregelen küreselleşme olgusu nedeniyle ülkeler bir kompleks olarak birbirlerini etkilemiş ve sosyal, ekonomik ile politik faktörler risk sermayesinin gelişimini doğrudan yönlendirmiştir.

Kuruluş ve büyüme aşamasındaki firmaları destekleyen gelişmiş ve etkin bir yapının yaratılmış olması; yüksek teknoloji içeren projelerin varlığı ve çeşitliliği, cesur, yönlendirici ve destekleyici yatırımcıların varlığı, risk sermayesi yatırımlarının vergi avantajları, yatırım ve teşvik mevzuatındaki olumlu desteklemeleri ile devlet işbirliği, profesyonel yöneticilerin varlığı, sermaye piyasasının gelişmişliği, hisse senetlerinin değerinin belirlendiği birincil ve özellikle ikincil (over the counter market) piyasalarının

⁶⁵ Kemal TEPEBAŞI, **Risk Sermayesi (Venture Capital)**, Ankara Üniv., Avrupa Topluluğu Araştırma ve Uygulama Merkezi, Temel Eğitim Dönemi Çalışması, Ankara, Şubat 1991, s.3.

olması, risk sermayesinin gelişimi için destekleyici unsurların başında gelmektedir.

2.2.2. Dünyada Risk Sermayesi Uygulamaları

Modern sermayenin her türünde olduğu gibi, risk sermayesi alanında da, ABD, hem ölçülük yapmış hem de en gelişmiş risk sermayesine sahip olmuştur⁽⁶⁶⁾. Bir Amerikan keşfi olan risk sermayesi doğal olarak ABD’de çok büyük ilgi görmüş ve gelişmiştir. 1987 yılı sonu itibariyle risk sermayesi fonlarının toplamı 29 milyar USD.’ye ulaşmıştır⁽⁶⁷⁾.

Risk sermayesi kavramı ABD için yeni bir konu değildir. Bu ülkede RS şirketleri 1950’lerden beri pek çok endüstri ve şirketleri ortaya çıkarmıştır. Örneğin, Apple Computer kişisel bilgisayar endüstrisi gibi.

ABD’de girişimci şirketlerin borsaya girişleri, küçük şirketler için daha az masraflı ve kayıt şartları daha hafif olan ikincil piyasada gerçekleşmektedir. 1971 yılında kurulan NASDAQ borsasına günümüzde 10 binden fazla şirket kayıtlıdır.

ABD’de risk sermayesi sektörünün 1980’lerden itibaren önemli yükselişler göstermesinin nedeni, vergi oranlarında yapılan indirimler başta olmak üzere, emekli fonlarının belirli bir oranının risk sermayesi yatırımlarına yönelmesine izin verilmesidir. Ayrıca KOBİ’lerin menkul kıymet ihracı için şartların hafifletilmesi de yükselişin bir diğer nedeni olmaktadır.

ABD’de 1990 yılında küçük işletme yatırım şirketi (Small Business Investment Company-SBIC) olarak tescil edilmiş olan yaklaşık 350 özel ve kamuya ait işletme bulunmaktadır. Son yıllarda ABD’de SBIC şirketinin sayısında bir azalma olmuştur. Bu

⁶⁶ Ergun TÜRKCAN, “Küçük Girişimçi Sermayesi (Venture Capital) Hakkında”, **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Yıl:8, Sayı:93, Kasım 1986, s.22.

⁶⁷ F. Esra İŞERİ, **Risk Sermayesi**, Biar Yayınları, Ankara, 1993, s.61.

azalışın nedeni ise, SBA'nın fonlarının sınırlı olmasıdır.

1995 yılında ABD'de yapılan risk sermayesi yatırımlarının %70'i teknoloji şirketlerine gitmiştir. Bu yatırımların üçte ikisi ise "enformasyon teknolojisi"ne ve de çoğunlukla "bilgisayar donanımı, yazılımı ve network malzemeleri" yatırımlarına harcanmıştır (68).

Risk sermayesi sisteminin Avrupa ülkelerine geçişi 1970'li yıllarda gerçekleşmiş, özellikle İngiltere'de özelleştirme çalışmalarında başarılı uygulama alanı bulmuştur (69). Risk sermayesi yatırımları ABD'de daha çok fikir ve başlangıç aşamasındaki projelere yönelirken, İngiltere'de genellikle, kurulu işletmelere genişleme yatırımı aşamasında yoğunlaşmaktadır. Benzerlik ise, desteklenen sektörlerde kendini göstermektedir. İngiltere'de 1985 yılı itibariyle öncü sektör %40'lık bir oranla bilgisayar ve elektronik olmuştur. 1990 yılı itibariyle İngiltere'de British Venture Capital Assosation üyelerinin yönettiği risk sermayesi fon tutarı 4.5 milyar paund'a ulaşmıştır.

Japonya'daki uygulama incelendiğinde, İngiltere kadar başarılı olmadığı şeklinde ve Amerikan risk sermayesi finansman modelinin bir uyarlamasından ibarettir. Japonya'da sistemin gelişememe nedeni, ekonomik ve finansal sistemde büyük kuruluşlarının ağırlıklarının çok fazla olmasıdır. Bunun yanısıra Japon anti-tekelleşme yasasında risk sermayesi şirketlerinin finanse ettikleri firmaların yönetim kurulunda yönetici bulundurmalarının yasak olması, bu sistemin fazla gelişmesini engelleyici faktörlerden olmuştur (70). 1965 yılında kabul edilen Japon Küçük İşletme Yatırım Kanunu çerçevesinde Tokyo, Nagoya ve Osaka'da olmak üzere 3 tane küçük işletme yatırım şirketi (SBIC) kurulmuştur. Bu şirketler MITI (Japon Uluslararası Ticaret Endüstri Bakanlığı) tarafından kurulmuştur. Küçük işletme yatırım şirketleri, KOBİ'lere doğrudan

68 Z. Gonca ÜNDÜL, "Risk Sermayesi", İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Sayı:375, Haziran 1997, s.66.

69 GÜL, A.g.e., s.8.

70 N.Oğuzhan ALTAY, "Binlerce Yıllık Finansman Modeli:Risk Sermayesi", **Ekonomik Vizyon**, İzmir Ticaret Odası Dergisi, Yıl:2, Sayı:66, Mart-Nisan, 1993, s.48.

hisse senedi veya hisse senedine çevrilebilir tahvil karşılığında finansman sağlamaktadırlar. Japonya şirketleri yine ABD ve İngiltere’de olduğu gibi en fazla bilgisayar ve elektronik sektörüne yatırım yapmaktadırlar. Hizmetler sektörü ise ikinci sırada yer almaktadır.

Avrupa Birliği ülkeleri risk sermayesi sistemini kurmakta ve geliştirmekte. ABD’ye göre oldukça geç kalmışlardır. Nedeni, AB ülkelerindeki yavaş büyüme ve işsizlik oranlarının yükselmesidir. topluluğun risk sermayesi 1984 yılında toplam 5.4 milyar USD iken aynı yılda ABD’de 16 milyar USD civarında idi⁽⁷¹⁾.

Risk sermayesi şirketlerinin yatırım portföylerinin büyük ağırlığını 1992 yılı itibariyle %45.8 oranı ile genişleme yatırımları ve %39.8 oranla destek yatırımları oluşturmaktadır. Fikir aşamasındaki yatırımlar ise %6 oranındadır. Fikir aşamasındaki yatırım oranlarının düşüklüğü, AB ülkelerinde risk sermayesi şirketlerinin riski düşük portföyler oluşturma eğiliminde olduklarını düşündürmektedir ⁽⁷²⁾.

Avrupa Birliği’nde önemli bir gelişme, birlik üyeleri tarafından risk sermayesi sektörü resmi örgütü EVCA (European Venture Capital Association), kurularak üye ülkeler arasında işbirliğinin sağlanmasının amaçlanmasıdır. EVCA, 1954 tarihli bir kanunla, merkezi Brüksel, Belçika olarak kurulmuştur. Günümüzde bu birliğe üye risk sermayesi şirketlerinin fon hacmi 35 milyar USD’ye ulaşmıştır ⁽⁷³⁾.

1995’in sonunda 500’ün üzerinde risk sermayesi şirketi Avrupa’da 20 bin KOBİ’yi toplam olarak 32.8 milyar dolarlık bir yatırımla desteklemişlerdir. Bu sektör Avrupa’nın ihtiyacı olan yeniden yapılanma ihtiyacına da büyük ölçüde yardımcı olmuştur. Fakat henüz dinamik başlangıçları hızlandırmakta Amerika’daki kadar başarılı olamamış görünmektedir ⁽⁷⁴⁾. Avrupa’da KOBİ’lerin kuruluşunun teşvik edilmesi konusunda

71 TEPEBAŞI, A.g.e., s.16.

72 YILGÖR, A.g.e., s.93.

73 GÜL, A.g.e., s.8-9.

74 ÜNDÜL, A.g.e., s.68

daha geniş risk sermayesi piyasasına ihtiyaç duyulmakta, ancak bu alana daha fazla sermaye cezbedilememektedir. Mevcut mali piyasaların derinliğinin yeterli olmaması, risk sermayedarlarının yatırım yaptıkları şirketlerden çıkış mekanizmaları olan hisse senetlerinin sermaye piyasalarına satışı usulünün önünü tıkamakta ve bu da hisse senetlerini likit olmayan hantal enstrümanlar haline getirmektedir. Bu nedenle risk sermayesi yatırımları cazibesini kaybetmektedir. Avrupa'daki bu tutucu yaklaşımın çeşitli nedenleri vardır. Birincisi, yatırım yapmaya hevesli yatırımcıların olmayışı ve ikincisi de, kurumsal yatırımcılar olarak değerlendirilebilecek sigorta şirketleri ve emekli fonlarının yatırım yapmak için gayrimenkul ve tahvil piyasalarını tercih etmeleridir. Küçük firmalar için likiditesi yüksek ve uluslararası bir sermaye piyasasının olmayışı da bu sektörün gelişimini engellemiştir.

Yukarıda açıklanan bu kördüğümün çözülmesi için, ABD'deki NASDAQ'nın bir versiyonu olarak, Eylül 1996'da EASDAQ (European Association of Securities Dealers Automated Quotation = Avrupa Küçük Şirketler Hisse Senedi Borsası) kurulmuştur. Bu kuruluş hem Avrupa Birliği Komisyonu hem de Avrupa Parlamentosu tarafından kuvvetli destek görmektedir. Bunun yanında Avrupa'da KOBİ'lerin kuruluşlarının teşviki için katı kurallar kaldırılarak vergi indirimlerine gidilmiştir.

ABD ve Avrupa'daki risk sermayesi endüstrisinin 1988 yılı itibariyle piyasaya sundukları desteğin dökümü aşağıda Tablo 4'de belirlenen oranlar kullanılarak karşılaştırıldığında Avrupa'daki risk sermayedarlarının destek için başlangıç türü projeleri en az benimsedikleri ve tercihlerini gelişme veya yönetimin satın alınması veya kazanma türü diğer bir deyişle mali mantığın ağır bastığı tür desteklere yönlendirdiği gözlenmektedir (75).

75 GER, A.g.e., s.54-55.

Tablo 4: Risk Sermayesi Şirketlerinde Fonların Kullanımı

Toplam (Milyar USD)	ABD	AB
	3.0	3.45
Başlangıç (%)	32.0	12.5
Gelişme (%)	48.0	49.0
Diğer (%)	20.0	38.5

Kaynak: GER, A.g.e., s.54

2.3. RİSK SERMAYESİNİN KURUMSAL YAPISI VE İŞLEYİŞİ

Özel risk sermayesi şirketleri, profesyonel kuruluşlar olup, projeyi değerlendirme aşamasından, yatırım kararlarının alınması ve girişimcilerin finansmanına kadar ki süreçte deneyim ve bilgi birikimlerini katarak, bekledikleri sermaye kazancını maksimize etmeyi amaçlarlar. Girişimci şirkete, gerek kendi sermayelerini gerekse diğer arzedilebilir fonları tahsis ederek, yüksek getiri elde ederler ⁽⁷⁶⁾. Risk sermayesi sisteminde yeralan bu yatırım süreci birbirinden ayrı üç aşamayı içermektedir:

2.3.1. Risk Sermayesi Fonu'nun (Sermaye Birikimi) Oluşturulması

Bireysel tasarruflular, özel risk sermayesi firmaları, yatırım bankaları, ticari bankalar, emekli fonları, sigorta şirketleri, vakıflar, kamu kuruluşları. büyük sermayeli girişimciler ve üniversiteler gibi kaynaklardan yatırımlarda kullanılmak üzere tahsis edilen fonlar risk sermayesi şirketlerince alınarak değerlendirilmektedir.

Genel olarak değişik yapıda çok sayıda seçenek kuruluşlar veya kişilerce oluşturulabilen risk sermayesi, ülkemizde özel Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları (RSYO) şeklinde oluşturulan risk sermayesi fonlarından desteklenmektedir ⁽⁷⁷⁾. Risk

⁷⁶ ULUDAĞ, A.g.e., s.15.

⁷⁷ Metin GER, "Risk Sermayesi, 7. Beş Yıllık Kalkınma Planı Özel İhtisas Komisyonu, Bilim ve Teknoloji Özelleştirme İdaresi Başkanlığı (ÖİK) Raporu", DPT Yayınları, Yayın No: DPT:2357, ÖİK:425, Ankara, Eylül 1994, s.49.

sermayesi fonuna taahhütte bulunacak sermayenin yeterli büyüklükte ve vadede olması, fonun oluşturulmasındaki en temel sorundur.

Risk sermayesindeki yatırım riski diğer yatırımlara göre daha büyük ve belirsiz olduğundan, yeni bir ürün geliştirme ya da yeni bir pazara girme amacından dolayı, ticari risk, pazar riski ve hatta fiyat ya da sermaye riskini içerebileceğinden; risk sermayesi fonuna taahhütte bulunacak sermayenin yeterli büyüklükte ve vadede olması önemli bir faktördür. Bu yüzden fonda yer alacak sermayenin miktarının yanında, fonun yapısı da çok büyük önem taşımaktadır (78).

Risk sermayesi şirketleri, sağladıkları bu fonlar karşılığında herhangi bir kâr payı veya faiz oranı hakkında hiçbir taahhütte bulunmamakla, sadece bir ortaklık ilişkisi içine girmektedir. Riskin karşılığında herhangi bir güvencenin olmaması, risk sermayesi olgusunun yeterince tanınmadığı ülkelerde yatırım çekimserliğinin önemli nedenlerinden birini oluşturmaktadır.

2.3.2. Sermayenin Yatırılması

Bu aşamada risk sermayesi şirketi, temin ettiği fonları, bir yatırım (buluş) fikrine sahip olan kişi veya KOBİ'lere arz eder.

Risk sermayesinin en karmaşık ve uzun süreli aşaması, yatırım aşamasıdır. Sabırlı ve yoğun bir emek çalışması gerektiren bu aşama (79);

- Yatırım yapılacak alanların seçilmesi ve değerlendirilmesi,
- Yönetici kadrolarının belirlenmesi,

78 Z. Gonca ÜNDÜL, "Risk Sermayesi", *İstanbul Sanayi Odası Dergisi*, Sayı:375, Haziran 1997, s.65.

79 DAĞDELEN, A.g.e., s.56.

- Finansman kaynak ve yöntemlerinin belirlenmesi,
- Yapılan yatırımların izlenmesi ve denetimi gibi faaliyetleri içermektedir.

Risk sermayesi şirketleri KOBİ'lerin (proje sahibi) şirketin finansmanında hisse senetlerini, hisse senedine çevrilebilir tahvilleri, borçluluğu temsil eden senetleri ve varantları kullanmaktadırlar.

2.3.3. Yatırımdan Çıkış

Yatırımdan çıkış, risk sermayesi sürecinin tamamlandığı son halkayı oluşturur.

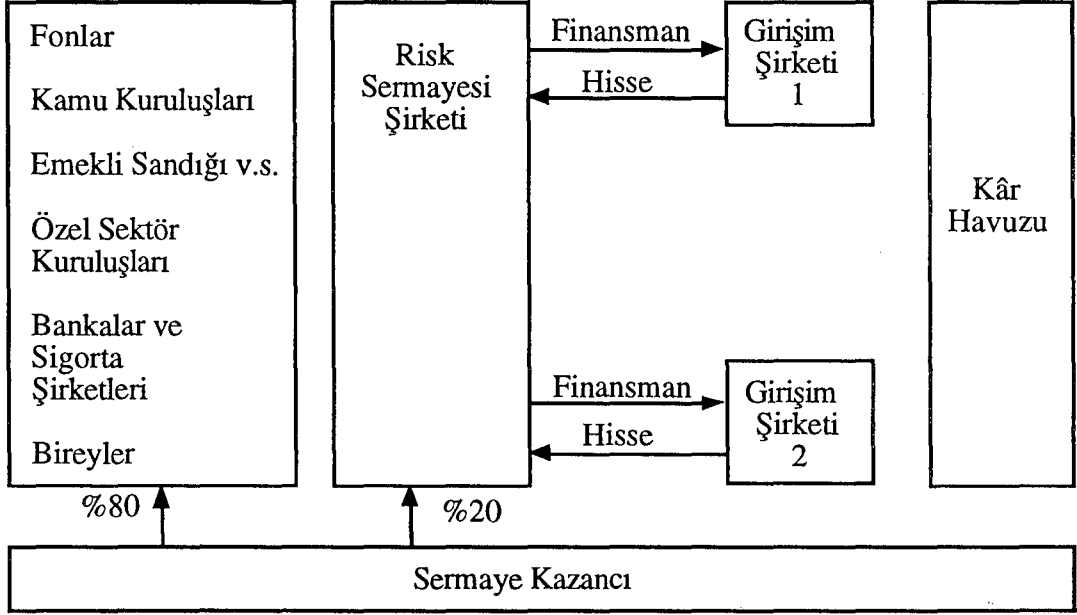
Risk sermayedarı için desteklenen KOBİ'nin teknolojik ve ekonomik gelişmesini tamamlamış ve piyasada belli bir büyüklüğe ulaşmış olması ile birlikte, sahip olduğu hisseleri elden çıkarmak ve yaptığı yatırımın getirisini realize etmek zamanı gelmiştir. Böylece risk sermayedarı için yatırım süreci tamamlanmış ve yeni teknolojik yenilik, fikir ve buluşlara yönelme zamanı gelmiştir.

Risk sermayesi şirketinin yatırımdan çıkışı çeşitli şekillerde olabilir. Girişimci şirketinin hisse senetlerini borsa yoluyla satışı, işletmenin hisselerinin yatırımcı şirket veya üçüncü şahıslar tarafından satın alınması gibi.

Risk sermayesi şirketlerinin temel hedefleri, yatırımda buldukları girişimci şirketleri geliştirip belirli bir kârlılık düzeyine ulaştıktan sonra, bu işletmelerdeki hisselerini satarak, bağladıkları fonları ve bekledikleri kârları likidite etmek olduğuna göre, yatırımdan çıkış şekillerinin hemen, hemen hepsi hisse senedi satışına yöneliktir. Risk sermayesi şirketlerinin yatırımdan çıkışları, sermaye piyasasına yeni şirketlerin girmesini sağladığı gibi, borsayı menkul kıymet yönünden de zenginleştirecektir. Yatırımdan çıkış veya likiditasyonun sağlanmasıyla sadece menkul kıymet borsaları değil, yasal olarak değerlendirilmemiş tezgah üstü borsalar da (ABD'de over the counter market, İngiltere'de unlisted securities market gibi) bundan olumlu etkileneceklerdir⁽⁸⁰⁾.

⁸⁰ ULUDAĞ, A.g.e., s.17

Aşağıdaki şekillerde risk sermayesi sisteminin nasıl çalıştığı ve kurumsal yapısı gösterilmektedir (81).



Şekil 2: Risk Sermayesi Sisteminin Kurumsal Yapısı

Kaynak: GÜL. A.g.e., s.11

RS şirketlerinin fonları temelde dört ana kaynaktan toplanmaktadır. Bu kaynaklar; kamu kuruluşları, emekli sandığı fonları, özel sektör kuruluşları fonları ve bankaların yatırım portföylerinin yüksek risk-yüksek kazanç bölümleridir. RS yatırımlarında girişimci KOBİ'ye ait hisse senetlerinin satılması ile, risk sermayesi şirketlerine %20 oranda bir pay kalmakta, geriye kalan %80'lik pay ise, fon tedarik eden kişi ve kurumlara verilmektedir.

Fon sağlayan kaynakların RS şirketlerinin finansmanındaki göreceli katkıları sabit kalmayıp zaman içerisinde değişmektedir. Bu değişkenliğin ana sebebi, zaman içerisinde devletin çıkarmış olduğu yasalardır. Örneğin, ABD'de 1978 öncesinde bir destek kurumu olan Small Business Administration (SBA)'nın sermaye katkısı önemli boyutlarda iken, 1978'de kazanç vergisi'nin %49'dan %20'ye düşürülmesiyle özel sektörün RS

81 ULUDAĞ, A.g.e., s.17-18.

şirketlerine sermaye katkısı hızla artmıştır (82). 1983 yılından itibaren, RS sisteminde yapının hızla değiştiği görülmektedir. Sermayeye duyulan ihtiyaç ve riskin paylaşılabilmesi amacıyla RS şirketleri ya ortak yatırım havuzu oluşturmakta ya da borsaya kaydolarak halka açılmaktadırlar.

Kullanıma hazır hale getirilen fonların değerlendirilmesinde en önemli unsur, yaptığı buluşun sonucu ürettiği ürünü ve sahip olduğu düşünceleri ile kâr sağlayacak olan girişimcidir. RS sektöründe girişimcinin kurduğu şirketin hisse senetleri karşılığında finansman sağlanır. Bir ortaklığı temsil eden hisse senetlerinin tutarı ve miktarı yapılan pazarlıklar sonucu oluşur.

Finansman sağlanıp, hisse senetleri devredildikten sonra ortak amaç; malın üretilmesi ve piyasada başarılı bir şekilde pazarlanmasıdır. Bu amaca ulaşıldıktan sonra RS şirketi, ortağı olduğu girişimci şirketinin menkul kıymetler borsasına kaydedilmesine ve sahip olduğu hisse senetlerinin burada işlem görmesini amaçlar.

Girişimci şirketlerin borsaya girmeleri yani hisse senetlerini pazarlama yöntemi, genellikle, ikincil piyasa denilen “OVER THE COUNTER MARKET” de gerçekleşmektedir. Bu piyasa hisse senetlerinin kote edildiği birincil piyasaya göre daha esnek olup, küçük şirketlerin kayıt prosedürünü azaltıcı ve bunların halka açılmasını teşvik edici niteliktedir.

RS şirketinin kârlılığı, girişimci şirketin hisse senetlerine yaptığı yatırım ile, bu hisse senetlerinin borsada satışından kazanılan miktar arasındaki farktan oluşur.

RS şirketlerinin sık sık uyguladıkları bir diğer yöntem ise, finanse edilen girişimci şirketin büyük holdinglere satılmasıdır. Bu yöntem, uzun bir süre ve yüksek maliyet gerektiren AR-GE yatırımı yapmadan yeni ürünler üreten şirketleri bünyelerine kazandıracakları için büyük holdingler tarafından çok çekici bulunmaktadır.

82 TEPEBAŞI, A.g.e., s.11.

2.4. RİSK SERMAYESİNİN FON KAYNAKLARI

Risk sermayesi yatırımlarının nakit akımlarının belirsizliği, daha da önemlisi ilk yıllarda negatif olması, bu tür yatırımlar için kurulmuş firmaların veya girişimlerin fon kaynaklarını ciddi boyutlarda kısıtlamaktadır (83).

Yatırımların likit olmaması, geleceğin belirsizliğinden doğan riskler, risk sermayesi yatırımları için fon arzedenden yatırımcıların beklentilerini yatırımların karakteriyle uyuşması zorunluluğunu getirmektedir. Dolayısıyla bu tür yatırımcıların büyük bir servete sahip kişiler ile ellerinde çok büyük boyutlarda kaynak biriken özel emeklilik fonları, diğer kurumsal yatırımcılar ve bu amaçla fon ayıran kamunun çeşitli kurumları olacağı söylenebilir .

Risk sermayesi şirketlerinin yatırımlar için kullanabileceği fonların başlıca kaynakları şu şekilde sıralanabilir (84):

- * Sigorta şirketleri, emeklilik fonları ve bankalar gibi yatırım kurumları,
- * Devlet veya hükümetler tarafından, bölgesel ve ulusal gelişme hedefini desteklemek amacıyla sağlanan fonlar,
- * Büyük oranda kâr elde etmek amacıyla yüksek riske katlanmayı göze alan, yüksek gruptaki bireylerin tasarrufları,
- * Bazı büyük şirketlerin yüksek kâr elde etmek ve teknolojik gelişmeleri izlemek ve desteklemek amacı ile ayırdıkları fonlar.

ABD’de 1988’de fon kaynaklarının %47’si özel emeklilik fonları, %13’ü yabancılar, %12’si şirketler, %11’i vakıflar, %9’u sigorta şirketleri ve %8’i de bireysel yatırımcılar tarafından temin edilmiştir. Avrupa Topluluğu’nda ise kaynakların %32’si bankalar, %21’i şirketler, %13’ü bireysel yatırımlar, %11’i sigorta şirketleri, %10’u özel

83 Selim SOYDEMİR, “Risk Sermayesi”, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, Cilt:4, Sayı:11, 1994, s.84.

84 YILGÖR, A.g.e., s.88-89.

emeklilik fonları tarafından sağlanmıştır (85).

ABD’de sektöre katkısı en yüksek olan grubun emekli fonları olmasının nedeni, yasal düzenlemelerle emekli fonlarının sektöre akmasının teşvik edilmesidir.

2.5.RİSK SERMAYESİ ŞİRKETLERİNİN YATIRIMLARININ FİNANSE EDİLME AŞAMALARI

Risk sermayesi finansmanının tipik aşamaları, düşüncenin olgunlaşmasından piyasaya sürülmesine kadar yeni bir ürün için kurulan ya da varolan genç bir işletmenin kaynak gereksinmesinin bir risk sermayesi kurumunun verdiği özsermaye ile karşılanmasına dayanmaktadır (86).

Risk sermayesi finansmanı, büyüme potansiyeline sahip KOBİ’ler için sözkonusudur. Bu husus finanse edilenler açısından büyüme anında ek sermaye gereksinmesinin doğabileceği anlamına gelmektedir.

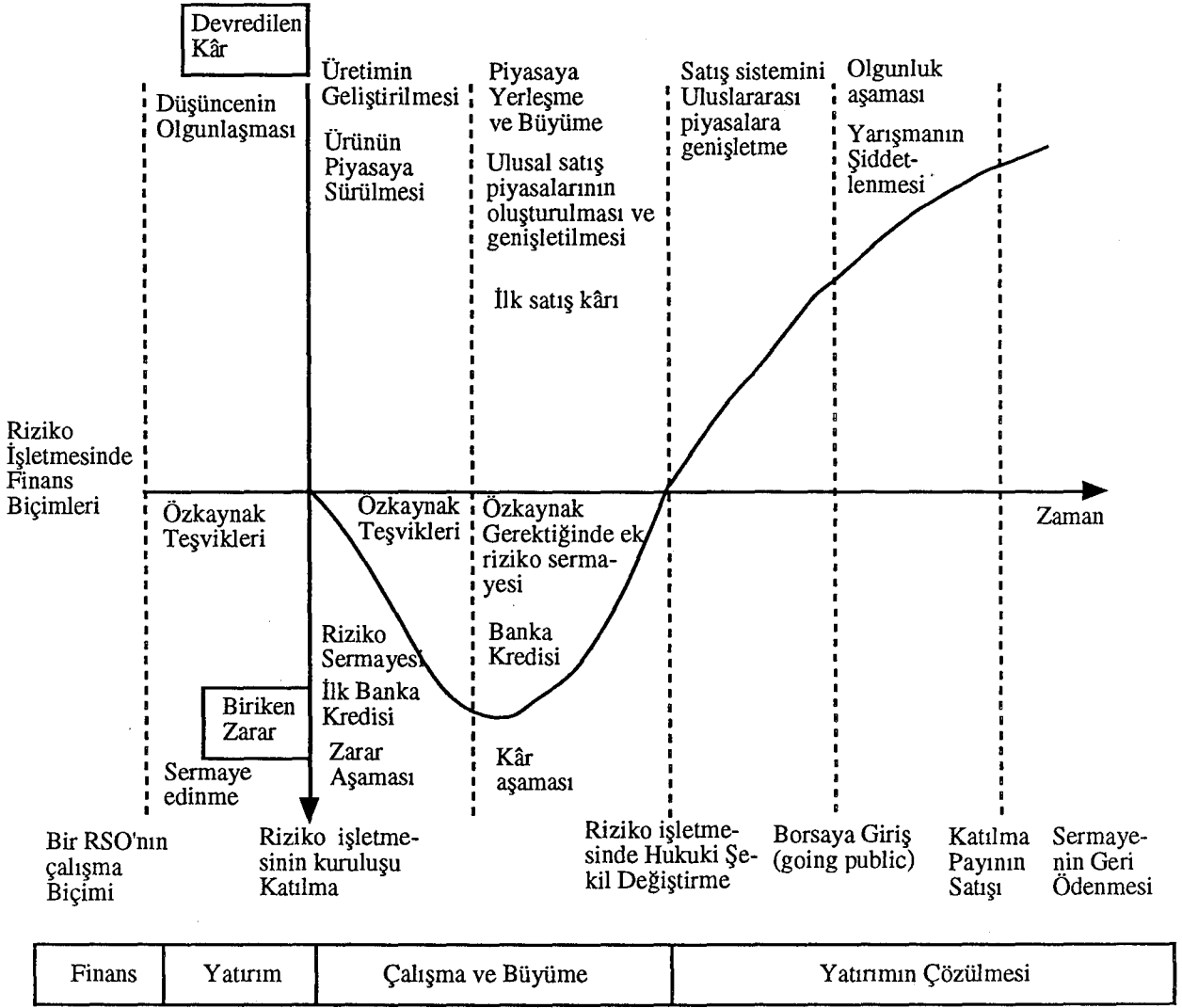
Potansiyel ek yatırım gereksinimi yanında fon yönetim giderlerini de belirlemek gerekmektedir. ABD’deki deneyimler başlangıçta deneyimli 2 yöneticiye gereksinim duyulduğunu göstermektedir. Daha sonra danışmanlık aşamasında bir ya da iki yönetici daha alınması zorunlu olmaktadır (87).

Risk sermayesinin finansman aşamaları ile ürün hayat eğrisi arasındaki ilişkiler aşağıdaki şekilde gösterilmiştir.

85 SOYDEMİR, A.g.e., s.84.

86 Abdurrahman FETTAHOĞLU, *Riziko Sermayesi Finansı, Koşulları ve İşleyişi*, Ankara Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Eğitim Merkezi (KOSEM) Yayınları, Trabzon, 1992, s.23.

87 ZAIMOĞLU, A.g.e., s.65.



Şekil 3: Yatırım Aşamaları İle Ürün Hayat Eğrisi Arasındaki İlişki

Kaynak : FETTAHOĞLU, A.g.e., s.25.

2.5.1. Fikir Aşamasındaki Yatırımlar

Bu noktada yatırım henüz fikir aşamasındadır. Fikir aşamasında finanse edilen bir işletme değildir. Yeni bir ürün veya servis üretimine yönelik fikrin desteklenmesi biçiminde başlayan fikir aşamasındaki yatırımlarda RS şirketi girişimci ile birlikte fizibilite etüd çalışmalarını yürütür. Şirketi birlikte kurup işletirler (88). Bu çalışma sonunda ürünün pazarlama şansı ölçülecektir (89). Fikir aşamasındaki RS yatırımları ortada

88 GÜL, A.g.e., s.5.

89 ULUDAĞ, A.g.e., s.23.

henüz bir ürün yok iken, yönetim ekibi oluşturulmamış iken, kısacası ürünün halen AR-GE aşamasında iken yapılmaktadır. Bu nedenle riskin en yüksek olduğu yatırım aşamasıdır.

Girişimin AR-GE aşamasında teknolojik risk sözkonusudur. Genellikle, risk teknik deneyime sahip olamamaktan ya da ortaya koyulan fonun bu aşamayı kapitalize edecek yeterlilikte olmamasından kaynaklanmaktadır.

2.5.2. Başlangıç Yatırımları

Başlangıç finansmanı, örgütlenme sürecindeki veya kısa bir süreden beri (1 yıl veya daha az) faaliyette olan, fakat henüz ürününü ticarileştirip satmamış şirketlere aktarılmaktadır⁽⁹⁰⁾. Bu aşamada firma kurulmuş, teknolojik yenilik projelendirilmiş, gerekli yatırımlar, iş planları ve deneme üretimleri yapılmış ve ürün üretime hazır duruma getirilmiştir. Bu aşamada RS şirketi yatırıma ortak olur.

Bu noktada firmanın en önemli ihtiyacı, üretim için gerekli işletme sermayesinin karşılanmasıdır. Finansman riski genelde girişimin kuruluş ve başlangıç aşamalarından sonra, ürünü kesintisiz pazara taşıyabilme konusunda yapının finansman sorunlarından kaynaklanabilir. Başlangıç aşamasında ek bir finansman sıkıntısı doğabilir. Riskin büyük olması nedeniyle, risk sermayedarları genellikle finansmanı paylaşarak, söz edilen riski dağıtmaya çalışırlar.

Başlangıç aşaması, risk sermayedarlarının en çok ilgilendikleri ve en çok yatırım yaptıkları aşamadır. Çünkü, burada artık firma, proje, yönetici kadrolar ve iş planları belli olduğu için, risk sermayedarı yatırımı çeşitli yönleriyle değerlendirme olanaklarına sahiptir⁽⁹¹⁾. Ne var ki pazarlama riski (üretilen ürünün, pazarlamaya yatkın olup olmaması) halen önemini korumaktadır.

⁹⁰ "Risk Sermayesi Ne zaman Kullanılır?", *Dünya Gazetesi*, 31 Aralık 1992.

⁹¹ DAĞDELEN, A.g.e., s.57.

Başlangıç aşamaları, şüphesiz, bütün risk sermayedarlarının hayal ettiği yüksek kazançların en zengin kaynağıdır. Aynı zamanda, başarısız kalmış projelerin de mezarlığıdır⁽⁹²⁾.

2.5.3. Erken Aşama Finansmanı

Bu finansman ve yatırım türüne, birinci aşama finansman da denilmektedir. Bu aşamada risk sermayedarları, ürün geliştirme aşamasını bitirmiş fakat ticari amaçlı üretim ve satış için fon ihtiyacı bulunan firmalara finansman temin etmektedir. Girişimci şirketin satış hasılatının henüz elde edilemediği veya çok az olduğu bu dönemde risk sermayedarının riski, fikir aşamasındaki yatırıma oranla daha azalmıştır.

Genellikle 4-6 yıl arası bir süre olan bu aşamada, değişken bir risk yapısı söz konusudur. Bu aşamada satış hasılatının çok düşük veya sıfır olması, negatif net nakit girişinin olması; risk sermayedarının 2, 3 ve hatta 4 kez fonlamasını gerektirmektedir. Finansman riski ve pazarlama riski bu aşamada halen devam etmektedir.

2.5.4. Geçit Finansmanı

İkinci aşama finansmanı da denilen geçit finansmanı, daha önce tedarik ettiği erken aşama sermayesini artan gereksinim nedeniyle tüketmiş, tam kapasiteyle üretim ve satış yapabilmek için ek sermayeye ihtiyaç duyan girişimcinin finansmanıdır. Geçit finansmanı aşaması, erken aşama devresinden sonra gelen ve kısa ömre sahip olan bir aşamadır⁽⁹³⁾.

Geçit finansmanı aşaması süresince, işletme piyasadaki rakipleriyle karşı karşıyadır ve firmanın kendi kârı çok küçük olduğundan, rakiplerine karşı mukavemet edebilmek

⁹² ZAIMOĞLU, A.g.e., s.71.

⁹³ TUNCEL, A.g.e., s.56.

için risk sermayedarına gereksinimi vardır. Üstelik bu aşamada diğer kaynaklardan fon sağlanması da zordur (Varlıkları, bankaları tatmin edecek kadar yeterli olmadığı gibi, hisse senetleri de henüz borsada alım-satım için listeye alınmamıştır. Böylece gerek para, gerekse sermaye piyasalarından fon sağlayabilmesi çok güçtür). Bu zorlukların üstesinden genellikle risk sermayedarlarının maddi ve yönetsel destekleriyle gelinebilmektedir⁽⁹⁴⁾. Ek sermaye tedarikinde geçit finansmanı bağlamında, ikinci aşama yeterli kalmayıp, belki üçüncü ve hatta dördüncü bir aşama sözkonusu olabilmektedir.

2.5.5. Gelişme-Büyüme Sermayesi

Kuruluş sıkıntılarını arkada bırakmış KOBİ'lerin büyümelerini finanse etmek amacıyla, risk sermayesi şirketlerinin katıldıkları bir yatırım, finansman türüdür. Bu aşamada girişimci firma risk sermayesi şirketlerine hem finansman, hem de yönetim ve deneyim açısından ihtiyaç duyar. Böylece girdiği pazarda rakiplerine karşı rekabet gücü kazanmaya çalışır⁽⁹⁵⁾.

Gelişme ya da büyüme yatırımları, artık başabaş noktasına ulaşmış, kâra geçmeye başlayan işletmeler için sözkonusu olmaktadır. Bu fonlar firmanın artan üretim kapasitesini, pazar payını, ürün geliştirmesini ve/veya ek çalışma sermayesinin finansmanı için kullanılmaktadır. Bu aşamada kârını arttırmak ile pazar payını büyütmek işletmelerin temel amacını oluşturmaktadır.

Bu aşamada %40 civarında getiri beklenmekte olup, önceki aşamalara göre daha büyük miktarlar sözkonusu olmakta, getiri ve risk daha düşük olmaktadır. Genişleme aşamasında kurulu bir işletme için iki ana genişleme yolu olabilir⁽⁹⁶⁾.

⁹⁴ M. Berna ALTINTAŞ, "Bir Finans Tekniği Olarak Risk Sermayesi (Venture Capital)", *Para ve Sermaye Piyasası Dergisi*, Yıl:8, Sayı:94, Aralık 1986, s.33.

⁹⁵ ULUDAĞ, A.g.e., s.26.

⁹⁶ TUNCEL, A.g.e., s.56.

- i. Organik büyüme
- ii. Ele geçirme yolu ile büyüme

Organik genişleme; yeni ürün, pazar, daha geniş depolar ve fabrikalar anlamına gelir. Ele geçirme ise, girişimci şirketin yeni yatırımcılar tarafından finanse edilmesidir. Ele geçirme yolu ile büyüme; aynı amaçlarla mevcut bir işletmenin, aktiflerinin satın alınmasıdır. Her iki durumda da iyi bir iş planına ihtiyaç olmaktadır.

Büyüme sermayesi aşamasında işletme, ürününü yeni pazarlara satmaya başlamış ve hisse senetlerinin fiyatları yükselmeye başlamış olmaktadır. Bu nedenle artık yeni risk sermayedarlarının girme olasılığı zayıftır.

2.5.6. Köprü (Destek) Finansmanı ve Ara Finansman

Köprü finansmanı, girişimci şirketin daha fazla risk sermayesi sağlayana kadar ya da borsada satış yapıncaya kadar finanse edilmesine yardım eder (⁹⁷). Genellikle varantlı tahviller aracılığı ile sağlanan bu sermaye genellikle daha önceden bazı yatırımcıların yatırım yaptığı KOBİ'lere yatırılmaktadır. Köprü finansman 6 ay ile 1 yıl içinde halka açılmayı ümit eden şirketlere aktarılmaktadır.

Ara finansman ise, aslında köprü finansmanı gibidir ve vadesi 2 yıldan azdır. Genellikle firmanın başka bir şirkete devir ya da satışı, halka arzına kadar süren son aşama denebilecek bir ara dönemin finansmanı şeklindedir. Genellikle yüksek faizli tahviller veya imtiyazlı hisse senetleri aracılığıyla yapılan bu finansman biçiminin, girişimci firmanın yöneticileri tarafından satın alınması için de kullanıldığı görülmektedir.

Özetleyecek olursak, burada risk sermayedarı satılma durumuna gelmiş firmalara talip olan firmaları desteklememekte, satılma durumuna gelmiş ya da devredebilecek borsada satışa çıkararak firmaya yapılan son finansman yardımı ve desteği olmaktadır.

⁹⁷ ZAIMOĞLU, A.g.e., s.77.

2.5.7. Diğer Geç Aşama Yatırımları

2.5.7.1. Yerine Koyma Yatırımları

Bu tür yatırımlar, girişimci firmanın sermayedarlarının ellerindeki mevcut paylarının tümünün veya bir kısmının satın alınması amacıyla risk sermayesi şirketlerinin yaptığı bir finansman yatırımıdır. Bu şirketlerin hisse senetleri ne borsada, ne de borsa dışı tezgah üstü borsalarda yer almamıştır. Ya likidite sıkıntısı veya ortaklar arası problemler nedeniyle bir kişinin hisse senetlerinin satılması için yapılan sözleşmelere “para çıkışı sözleşmeleri” denilmektedir. Günümüzde bu finansman metodunu az sayıda RS şirketlerinin yaptığı görülmektedir⁽⁹⁸⁾.

2.5.7.2. Şirket Kurtarma Finansmanı

Kârlılığını, büyük ölçüde kaybetmiş bir finansman yönetiminden, ürünün pazarlama stratejisine kadar değiştirilerek, firmayı tekrar kârlı hale getirebilmek amacıyla, RS şirketlerinin yaptıkları finansman biçimidir⁽⁹⁹⁾. Büyük tutarda finansmana ihtiyaç gösteren bu tür yatırım modelinde risk sermayedarı önemli bir finansman riskini üstlenmektedir.

Geç aşama yatırımlarından birisi olan şirket kurtarma finansmanı günümüzde çok az uygulanmaktadır. Çünkü çeşitli nedenlerden dolayı başarısızlığa uğrayan firmalar, ilk finansörleri tarafından erken aşamada kurtarılmaya çalışılmaktadır.

2.5.7.3. Şirket Paylarının veya Varlıklarının Satın Alınması

Bu tür finansman, RS şirketlerinin son yıllarda ilgi gösterdiği bir alan olmuştur. Kuşkusuz şirket hisselerine olan talep artışı veya azalışı ekonomik konjoktüre bağlı

⁹⁸ ULUDAĞ, A.g.e., s.27.

⁹⁹ ULUDAĞ, A.g.e., s.28.

olduğundan, RS şirketleri de ekonominin yükseliş dönemlerinde bu tür finansmana daha çok yönelmektedirler.

Bazen geç aşama finansmanı, bazende çıkış aşaması olarak ele alınabilecek bir uygulama, şirket payları veya varlıklarının birbirince satın alınmasıdır. Bunlar; şirketin yöneticileri, üçüncü kişiler, başka bir şirketin yöneticileri, şirketin çalışanları olabilmektedirler (100).

2.5.8. Yatırımdan Çıkış

Risk sermayesi yatırımlarının son aşaması, yatırımın likidasyonu veya çıkış aşamasıdır. Çıkış kararı bir anlamda zamanlama problemidir (101). Çıkış sürecinin kısıtlanmamış olması, daha avantajlı bir çıkışı sağlayabilecektir.

Yatırımdan çıkış aşaması, yatırımların risk sermaye şirketleri tarafından nakde çevrilmesi süreci olup bu aşamada risk sermayedarı, girişimci firmanın hisselerini halka arz ederek ya da başkasına devrederek yatırımını likidite eder ve yatırımdan çıkmış olur.

Kuşkusuz yatırımdan çıkış, dinamik bir ikincil piyasanın varlığı ihtiyacını gerektirmektedir. Risk sermayedarı, hisse senetlerinin fiyatlarının yeterince yükseldiğine inandığı zaman elindeki senetleri satmaya gayret ederek likidite sağlamaya çalışacaktır. Yatırımdan çıkış için halka arz ya da hisselerin girişimci şirket tarafından satın alınması gibi yöntemler de bulunmaktadır.

Çıkış aşaması süreci genel olarak, şu yollardan birine başvurularak gerçekleştirilmektedir:

¹⁰⁰ ZAIMOĞLU, A.g.e., s.83.

¹⁰¹ SOYDEMİR, A.g.e., s.86.

2.5.8.1. Halka Arz

Gerek aracılık rolünü üstlenme ve gerekse hisse senetlerinin halka satışı yoluyla gerçekleştirilecek halka arz yolunun en önemli tarafı; yeni girişimcilerin ve küçük işletmelerin halka açık hale getirilmesidir. Bu durum, özellikle gelişmekte olan ülkelerde işletmelerin halka açılmasını ve bunun kapsamını genişletecek ve sermaye piyasasında da hisse senedi arzını artırıcı bir uygulama olarak görülecektir.

Hisse senedi esas olarak uzun vadeli bir yatırım aracıdır. Piyasada fiyat oluşumunu etkileyen tüm genel, sektörel ve şirkete özgü faktörler bilimsel bir şekilde incelenmelidir (102). Bu durum, teknolojik ürünler üreten risk sermayesi şirketlerinin hisse senetlerinin pazarda alıcı bulmasını sağlayabilecektir.

Halka açılma, KOBİ'lerin finansman sorunlarına önemli bir ölçüde çözüm getirecektir. Halka açılmanın üstünlüklerini kısaca aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz(103).

- Halka açılma sonucu, hisse senetleri menkul değerler borsasında işlem görme olanağına sahip olur,
- Halka açılma daha sonra sermaye ihtiyacının daha kolay sağlanmasına yardımcı olur,
- Yatırımcıya likidite olanağı verir,
- Pazarlık özelliği olan enstrüman yaratır,
- Özsermaye finansmanı alternatifinde esneklik yaratır. Halka açık şirketlerin sermaye arttırım olanakları daha çoktur,
- Firma imajı yükselir ve tanınma derecesi artar.

Halka açılmada başlıca sorunlar ise, zamanlama ve fiyatlamadır.

102 Meral TECER, "Hisse Senedi Yatırımları ve Risk", *Amme İdaresi Dergisi*, Cilt.27, Sayı:1, Mart 1994, s.82.

103 TUNCEL, A.g.e., s.87.

i. Zamanlama

Halka açılma işleminin başarısı; ekonomik ortamın ve menkul kıymetler piyasasının yükselen (canlı) eğilim gösterdiği döneme denk getirilmesi (uygun pazar koşullarının varlığının sezilmesi): içinde bulunulan sektörün genel ekonomik gidiş içerisindeki yerine dikkat edilmesi yani sektördeki davranışların sürekli izlenmesi; kendi performansının en iyi gösterildiği yılda ya da dönemi izleyen aylarda girişimde bulunulmasına bağlıdır⁽¹⁰⁴⁾.

Diğer yandan halka açılma işleminin borsa'da ya da borsa dışında gerçekleştirilmesi zamanlama sorunu ile birlikte değerlendirilmesi gereken, diğer önemli bir olgudur. Zira borsa'da yapılacak halka arzlar, hem borsa'nın genel seyrinden etkilenecek, hem de arz genişlemesi olarak borsa'nın seyrini etkileyecektir.

ii. Fiyatlandırma

Fiyat saptanmasında çoğu risk sermayedarları menkul kıymet analiz araçlarından yararlanmaktadır. Aynı endüstrideki lider KOBİ'lerin yer aldığı listeler yapılmakta, şirketlerin satışları, kârları, kâr marjları, işletme giderleri, yönetim harcamaları, net kâr ve kârın satışlara oranı bu listelerde belirtilmektedir. Ayrıca uzun dönem borç ve likidite oranı ile birlikte net değer ve hisse senedi üzerinden kazanç hesaplanmaktadır. Farklı sınıflardan şirketin fiyat-kazanç oranları karşılaştırılmaktadır⁽¹⁰⁵⁾.

Menkul kıymet borsalarının durumu ile fiyatlandırma arasında doğrudan bir ilişki bulunmaktadır. Borsa yüksek ve spekülatif hisse senetlerine ilgi yüksek iken fiyatlandırma, spekülatif hisse senetlerine olan ilgi düşük ve fiyatların küçük olduğu zamankinden daha farklı olacaktır. Borsanın güçlü ve spekülatif heyecanın yüksek olduğu zaman, "para toplamak" için en iyi zamanlama olarak kabul edilmektedir.

¹⁰⁴ Yavuz AKBULAK, "Kaynak Sağlamada Bir Zorunluluk: Halka Açılma", **Bankacılar Dergisi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Sayı:15, Haziran 1995, s.59.

¹⁰⁵ İŞERİ, A.g.e., s.50.

Bazı risk sermayesi şirketleri geliştirdikleri yöntemler ve formüllerle şirketin başarı veya başarısızlık ihtimallerini hesaplamaya çalışarak fiyatlandırma yapmaya çalışırken, bir kısım risk sermayedarı bu tür hesaplamalardan çok, şirketleri karşılaştırmayı ve hisse senetlerinin genel seyrini izlemeyi tercih etmektedir. İkinci gruptaki risk sermayedarları yaptıkları gözlem ve deneyim sonuçlarına göre “bu çeşit bir şirket bu aşamada, yüksek bir değerde olmalıdır” şeklinde bir çıkarımla şirketi değerlendirmektedir.

2.5.8.2. Tezgah Üstü Piyasalar

Risk sermayesi endüstrisinin gelişim şartlarından biri de çıkış yollarının varlığıdır. Bu nedenle tezgah üstü piyasalar çok önemlidir.

Tezgah üstü piyasası kavramı, birbirleriyle telefon ve/veya bilgisayar terminal hatları aracılığı ile iletişim imkanı olan lisanslı borsa aracılarının (dealers) oluşturduğu organize olmayan yani belli bir fiziki mekanı olmayan bir menkul kıymet pazarını ifade eder. Bu piyasada aracılık yapma ya da dealer olma izni (lisansı), ABD’de finansal güçlerinin sağlamlığına ve bu görevi gereği gibi yerine getirme özelliklerine bağlı olarak, Menkul Kıymet Aracıları Ulusal Birliği (National Association of Securities Dealers-NASD) tarafından verilir. Tüm üyeleri Sermaye Piyasası Kuruluna (Securities Exchange Commission-SEC) kayıtlı olan ve SEC tarafından denetlenen bu birlik, tezgah üstü piyasasının işleyişini düzenleyen kuralları koyar, gözetler ve denetler ⁽¹⁰⁶⁾.

Tezgah üstü piyasalarda, aranan asgari halka açılma oranı ve minimum kapitalizasyon daha düşüktür. tezgah üstü piyasalarının en büyüğü NASDAQ’dır. Burada işlemler bilgisayar ortamında gerçekleştirilmektedir. Gelişmekte olan piyasalarda bu sistem örnek alınmaktadır ⁽¹⁰⁷⁾.

Organize menkul kıymet borsaları gibi bir alışveriş ya da işlem mekanı olmayan ve coğrafik olarak birbirlerinden uzak olarak piyasa yapıcı (market-maker) işlevi üstlenen

¹⁰⁶ SARIASLAN, TOBB Yayınları, 1994, A.g.e., s.74-75.

¹⁰⁷ TUNCEL, A.g.e., s.90.

aracılar, genellikle kendileri adına işletmeler tarafından ihraç edilen menkul kıymetleri alırlar ve daha sonra yatırımcılara satarlar. Piyasanın işleyişi belirli bir düzene göre olmaktadır. Şöyle ki, tezgah üstü piyasasında işlem gören bir menkul kıymeti satın almak ya da satmak isteyen herhangi bir yatırımcı, ilk önce kendisine yakın ve güvendiği bir lisanslı aracı bulur ve hesap açtırır. Böylece alım ya da satım emrini alan aracı sözü edilen menkul kıymeti satan ya da satın alan aracıyı bulur ve işlemi gerçekleştirir.

1971 yılına kadar araçların alım-satım işlemleri genellikle telefon aracılığı ile yapılıyordu. Ancak bu tarihten sonra tüm aracılardan bağılı olduğu bir bilgisayar ağı olan NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation-Menkul Kıymet Aracıları Ulusal Birliği Otomatik Kotasyon) sistemi kuruldu. NASDAQ aracılığı ile aracılardan, alım-satım miktarlarını ve teklif fiyatlarını bilgisayar ağına iletmek suretiyle piyasada arz ve talebin durumuna göre birkaç dakikada işlemlerini bitirebilmektedirler.

Bugün ABD, sermaye piyasasında New York Borsası'ndan sonra ikinci ve dünyada da New York ve Tokyo Borsalarından sonra işlem hacmi bakımından üçüncü büyüklükte olan tezgah üstü piyasada 6000'den fazla aracı piyasa yapıcı olarak görev almaktadırlar (108).

Tezgah üstü piyasa, KOBİ'lerin fon sağlanması açısından oldukça uygun bir ortam oluşturmaktadır. Çünkü SEC'e bu piyasalarda menkul kıymetlerini satacak olan firmalar için kurallarını oldukça yumuşatmıştır. ABD'de menkul kıymet ihraçlarına izin vermede tek yetkili makam olan SEC, NASDAQ sisteminde ihraçta bulunacak işletmeler için organize borsalara göre oldukça hafif koşullar belirlemektedir. Bu nedenle tezgah üstü piyasası, küçük ve orta ölçekli gelişme potansiyeli olan işletmeler için sermaye piyasasından fon sağlama imkanını kolaylıkla yaratmaktadır.

108 SARIASLAN, TOBB Yayınları, 1994, A.g.e., s.75.

Hiç kuşkusuz tezgah üstü piyasası risklidir. Ancak riskli olduğu kadar kârlıdır. Çünkü, KOBİ'lerin gelişme potansiyelleri ve başarıları menkul kıymetlerinin kârlılığını, başarısızlığı ise riskliliğini ortaya koymaktadır.

Tezgah üstü piyasalar, ABD'de olduğu gibi, Japonya ve İngiltere'de de önemli büyük aşamalar katetmiştir. İngiltere'de her ne kadar NASDAQ türü bir sisteme ulaşılmış olmasa da, tezgah üstü piyasası hızla gelişmektedir. KOBİ'lerin ihtiyaçlarına göre düzenlenen İngiliz tezgah üstü piyasasında 1985 yılında 15 lisanslı aracı görev almakta ve piyasada temel amaç; organize borsaların katı kurallarını yumuşatma olmuştur. Örneğin, finansal yapısı sağlam ve büyüme potansiyeli olan her küçük ve orta boyulu işletme, tezgah üstü piyasalarında lisanslı menkul kıymet aracılarının onayını aldığı zaman piyasaya menkul kıymet ihraç edebilmektedir.

Türkiye'de finansal sistem, mevcut yapısı ile KOBİ'lerin aleyhine işlemektedir. Bu sorunun temel nedeni ise, ülkemizde halen izlenmeye çalışılan devletçi ekonomi politikalarıdır. Gelişmekte olan ülkelerdeki kalkınma ve sanayileşme politikalarını karşılaştırmalı olarak inceleyen bir Dünya Bankası araştırmasına göre; yatırımların devlet tarafından gerçekleştirildiği, kredilerin ve faiz oranlarının devlet tarafından kontrol altında tutulduğu ve dış ticaretin yine devlet tarafından düzenlenerek (regüle edilerek) 1970'li yıllara kadar gelişmekte olan ülkelerde uygulanan ekonomi politikaları hep KOBİ'ler aleyhine "ayırımı" olarak işlemişlerdir (109).

ABD, Japonya ve İngiltere gibi gelişmiş ülke uygulamalarının gösterdiği biçimi ile bir tezgah üstü piyasasının oluşumu, KOBİ'lerin sermaye piyasasından fon temini için bir zorunluluk olmaktadır. Ayrıca, ülkemizde de yasal yapısı oluşturulup uygulama tebliği yayımlanan risk sermayesi finansman modeli'nin başarıya ulaşabilmesi için ülkemizde tezgah üstü piyasasının oluşturulması (110) gerekmektedir.

109 Ekonomik Forum Dergisi, "Küçüklere Finansman Dopingi", Şubat 1995, s.24.

110 SARIASLAN,TOBB Yayınları 1994, A.g.e., s.76.

Düşüncemize göre Türkiye’de bir tezgah üstü piyasasının oluşturulması için gerekli ortam hazır bulunmaktadır. Çünkü mevcut sorunlara rağmen sermaye piyasalarında büyük gelişmeler gerçekleştirilmiştir. SPK, birincil ve ikincil piyasalar ile yeni finansal kurum ve araçlar için gerekli yasal düzenlemeleri hazırlamış ve bugün artık gözetim ile denetim yapan bir konuma gelmiştir. İMKB, toplumun yakından izlediği bir kurum haline gelmiş ve ekonomi gündemimizin manşet haberi haline gelmiş durumdadır. Menkul kıymet aracılık kurumu hızla gelişerek bir meslek birliği oluşturma aşamasına gelmiştir. Dolayısıyla, SPK’dan menkul kıymet aracılara kadar tüm alt yapı, bir tezgah üstü piyasasının oluşturulması için hazır hale gelmiş bulunmaktadır.

Diğer yandan, tezgah üstü piyasası için aracılarn ihtiyaçlarını karşılamada zorunlu olan hattı sistemi ülkemizin dört bir yanında kurulmuş bulunmaktadır. Hatta bilgisayar bağlantılarının alt yapısı bile hazırlanmış bulunmaktadır. Ancak ilk aşamada bilgisayar ağı ile örülmüş NASDAQ türü bir sistemin oluşturulması mümkün değildir ki; bu sistem de ülkemiz açısından ilk aşamada zorunlu değildir. Daha önce de belirttiğimiz gibi İngiltere’de NASDAQ sistemi düzeyine henüz ulaşamamıştır.

Görüldüğü gibi yasal ve fiziksel altyapı bakımından Türkiye, tezgah üstü piyasasının oluşturulması bakımından hazır durumdadır. Ancak, coğrafi bölgelere yayılmış deneyimli menkul kıymet aracılarının varlığını gerektiren ve güvene dayalı böylesi bir sistemi ilk aşamada kurmak oldukça zor olduğundan dolayı Türkiye’de bir genel tezgah üstü piyasası oluşumuna geçmeden önce, seçilecek pilot bölgelerde il bazında böyle bir piyasanın temelini atmak doğru olacaktır. Bir başka ifade ile, KOBİ’lere sadece buldukları il sınırında tezgah üstü piyasaya geçişleri sağlanarak menkul kıymet ihracı imkanı sağlanmalıdır⁽¹¹¹⁾.

¹¹¹ SARIASLAN, TOBB Yayınları 1994, A.g.e., s.77.

KOBİ'lere il düzeyinde menkul kıymet ihracı imkanı sağlamak için ;

i. SPK, ABD sermaye piyasası kanunu ve özellikle de İngiltere tezgah üstü düzenlemelerinde olduğu gibi, KOBİ'ler için menkul kıymet kotasyon koşullarını, kayıtlı sermaye, faaliyet süresi, kârlılık durumu, ihraç miktarı gibi koşulları yumuşatıcı düzenlemeleri hazırlamalıdır.

ii. Kotasyon yaptırmada temel koşul, işletmelerin gelişme potansiyeli ve sahiplerinin ya da yöneticilerinin niteliği olmalıdır. Bu nedenle, izin vermede kolaylık için bu işletmelerin bağlı buldukları sanayi veya sanayi ve ticaret odaları'nın onayı istenmelidir.

iii. Bu işletmelere yalnızca buldukları il düzeyinde menkul kıymet ihraç izni verilmelidir. Her ildeki yatırımcılar kendi illerinde bulunan işletmeleri yakından tanıma imkanına sahip oldukları için ya da kolaylıkla bilgi elde etme imkanları olduğu için, yatırımcının yanılma payı çok az olacaktır.

iv. Menkul kıymet aracılara lisansları yine SPK tarafından verilmelidir. Ancak aracılardan mutlaka o ilde yaşayan, ilin ekonomik durumunu bilen ve finansal gücü sağlam olan kişiler olması gerekir (112).

Böylelikle ilk aşamada il düzeyinde küçük tezgah üstü piyasası bölümleri oluşacaktır. Bu işleyiş il düzeyinde yerleştikten sonra, daha sonra bölge düzeyinde aracı kurumlar ve en nihayetinde Türkiye genelinde bir aracı birlik oluşturulması sağlanmalıdır. Bu aşamadan sonra, yine piyasanın işleyiş düzeyine bağlı olarak aracılardan bölgesel bazda birbirleriyle veya doğrudan Türkiye genelinde menkul kıymet alım-satımına ortam sağlayarak tezgah üstü piyasası aşamasına geçilmelidir. Tabi ki bu son aşamaya gelindiğinde bilgisayar ağları da gelişmiş olacaktır. Sonuçta, NASDAQ sistemine benzer bir sistem Türkiye'de oluşturulmuş olacaktır.

¹¹² SARIASLAN, TOBB Yayınları 1994, A.g.e., s.77-78.

Amaç, finansal sistemin etkinliğini artırıp geliştirmek olduğuna göre, mevcut SPK düzenlemeleri çerçevesinde birincil ve ikincil pazarlar gelişirken, önerdiğimiz düzenlemeler çerçevesinde üçüncül bir piyasa olan tezgah üstü piyasası da gelişecek ve finansal sistemimiz böylece serbest piyasa mekanizması bağlamında bir bütün olarak etkinlik kazanacaktır. Özellikle KOBİ'leri devre dışı bırakan tıkalı kanallar açılacak ve bu işletmelerin ekonomik kalkınmaya katkıları da artırılmış olacaktır.

2.5.8.3. Bir Başka Büyük İşletme Tarafından Satın Alınma

Henüz nakit akımlarının tam olarak netleşmediği ve piyasasının tam olarak oluşmadığı bir işletmenin, belli bir aşamaya geldikten sonra, risk sermayesi şirketinin bu şirkete ait paylarını başka bir büyük işletmeye satması durumunu ifade etmektedir (113).

Tezgah üstü piyasaların dünyada geniş ölçüde gelişmiş olmasına rağmen İngiltere'de risk sermayesi şirketlerinin diğer firmalara satışı genellikle toplu satışlar ile olmaktadır. tezgah üstü piyasalarda düşük olabilen hisse senedi fiyatları, risk sermayesi ile fonlanmış olan firmaların finansal güçlükleri ve belli bir ölçüğe ulaşmada karşılaşılan güçlükler gibi nedenlerle risk sermayesi şirketlerinde toplu satışların öneminin süreceği öngörülmektedir.

2.5.8.4. Şirket Hisselerinin Geri Alımı

Bu aşamada risk sermayesi şirketinin sahip olduğu hisse senetleri girişimci işletmeye satılmaktadır. Şayet başlangıçta risk sermayesi şirketine ait hisselerin girişimci şirket tarafından satın alınacağına dair sözleşmeye bir madde konursa, bu durum girişimci işletmeyi teşvik edecek ve daha verimli çalışmasını sağlayacaktır.

113 ULUDAĞ, A.g.e., s.30.

Son yıllarda İngiltere’de şirketler kanununun değiştirilmesi ile bu imkan açılmıştır. Daha önce İngiltere’de buna izin verilmiyordu. Vergi yönünden şirketin kendi hisselerini alması bir dağıtım (temettü gibi) olarak kabul edilmektedir. Ayrıca pay sahiplerinin onayına ihtiyaç duyulmaktadır ki, bu da oyların %75 gibi yüksek bir orandır. Şirket hisselerinin geri alınmasına minimum 5 yıl geçmiş olma şartıyla izin verilmektedir (114). Ancak geri alım imkanı yalnız menkul kıymetler borsasında kote olmamış şirketlere tanınmıştır.

2.5.8.5. Risk Sermayesi Şirketlerinin Sahip Olduğu Payların

3. Şahıslar Tarafından Satın Alınması

Üçüncü kişilere satış, risk sermayesi şirketinin elindeki payları bir başka büyük şirkete satmak yerine bir başka üçüncü şahısa satması durumunu ifade etmektedir.

Risk sermayedarlarının desteklediği girişim şirketinin halka açılması, yürürlükteki Sermaye Piyasası Kurulu kararları çerçevesinde diğer işletmelerin halka açılmasında öngörülen koşulların yerine getirilmesi ile gerçekleşmektedir. Ülkemizde uygulama açısından prosedür: Sermaye Piyasası Kuruluna izin için başvurulmasını ve sonra hisse senetlerinin satışını üstlenecek bir aracı kurum ile satış taahhüdünün yapılarak halka arzın gerçekleştirileceğini göstermektedir(115).

Ancak bilindiği gibi yeni kurulmuş veya henüz gelişme aşamasında olan KOBİ’lerin birincil piyasalarda aranan kotasyon koşullarını ve kayıt prosedürünü ilk aşamada yerine getirmeleri oldukça zordur. Bu nedenle, ABD ve İngiltere’de özellikle KOBİ’ler için yapılacak hisse senedi satışlarını kolaylaştıracak yasal düzenlemeler ve tezgah üstü piyasalar ve üçüncül piyasalar oluşturulmuştur.

114 TUNCEL, A.g.e., s.89-90.

115 ULUDAĞ, A.g.e., s.30-31.

2.5.8.6. Üçüncül Piyasalar

İngiltere’de 1986’da kurulan üçüncül piyasa, genç ve kuruluş aşamasındaki (start-up) şirketlerin işlem görmesi için imkan yaratmayı amaçlamaktadır. Buraya alınmak için, şirketlerden; belli oranın halka açık olması istenmemekte ancak %10 oranı önerilmektedir. Firma geçmişi ise bir yıl veya altında olabilmektedir (116).

2.6. RİSK SERMAYESİ YATIRIMLARINDA KULLANILAN ARAÇLAR

Önceki bölümlerde kurumsal yapısı aktarılan risk sermayesi şirketinin finansman sağlaması, sistemin çıkış noktası olan, kâr potansiyeli yüksek olan fikir ve buluşları ve bu fikirleri yürütebilecek olan girişimcilerin varlığına bağlıdır. Resmi bir iş teklifi ile girişimcinin risk sermayesi şirketine sunduğu proje, şirkette her yönüyle incelenir. Teklifin kabul edilmesi halinde girişimci kişi veya kurum ile ayrıntılı görüşmelere başlanır. Ve bu aşamada fizibilite çalışmalarına ağırlık verilir. Proje teklifinin bu aşamadan da geçmesi halinde, risk sermayesi şirketi girişimciyi finanse etmeye karar verir ve bu finansman karşılığında yapılan şirket ile girişimci arasında yapılan pazarlık sonucunda belirlenen hisse senedi bir yatırım sözleşmesi hazırlanarak risk sermayesi şirketlerine devredilir.

Risk sermayedarının yatırımdan beklediği sermaye kazancı, yatırımın taşıdığı risk derecesi, girişimcinin ihtiyaç duyduğu sermaye miktarı, yatırıma katılan ortakların beklentileri, ekonominin içinde bulunduğu koşullar gibi faktörler hangi finansal aracın tercih edilebileceğini belirlemektedir (117).

Riskin yüksek olduğu yatırımlarda hisse senedine çevrilebilir tahviller tercih edilmektedir. Warrant’ı tercih edenler, henüz büyüme aşamasında olan risk sermayesi

116 TUNCEL, A.g.e., s.90.

117 ULUDAĞ, A.g.e., s.32.

şirketleridir. Zarar etmekten çekinen risk sermayedarları, ekonomik koşulların ve fiyatların daha uygun olacağı ileri bir tarihe kadar hisse senedi alma hakkını garantiye aldığı gibi warant sayesinde faiz geliri de elde etmekte ve dolayısıyla bu araç risk sermayesi şirketlerine oldukça cazip gelen bir finansal araç olmaktadır.

Risk sermayesi şirketinin, girişimci şirketin finansmanında kullandığı finans araçları şu şekilde sıralanabilir:

2.6.1. Hisse Senedi

Hisse senedi risk sermayesinde en çok kullanılan araçtır (118). Ancak yapılacak yatırımın risk derecesine göre alınacak hisse senetleri de farklı özelliklerde alınabilir. Risk sermayesi yatırımlarında en fazla kullanılan hisse senetleri, azalan risk derecesine göre şu şekildedir :

- * İmtiyazlı hisseler kâr dağıtıldıktan sonra temettü alabilen hisseler,
- * Oy hakkı olmayan ancak kârdan pay alabilen hisseler,
- * İmtiyazlı hisse senetleridir (119).

2.6.2. Bono

Risk sermayesi şirketi girişimci şirkete borç verir ve karşılığında bono alır. Risk sermayesi şirketinin bu durumda iki alternatifi bulunmaktadır: Şirket ya ödünç verdiği paranın belli bir faiz oranı ile geri ödenmesi halini kabul eder, ya da bu borç karşılığında fiyatı önceden belirlenmiş hisse senetlerini alır. Böylece alacak hisse senedine dönüştürülmüş olur.

118 TEPEBAŞI, A.g.e., s.15.

119 GÜL, A.g.e., s.7.

2.6.3. Warant

Bu aracın bonodan farkı, alacak hisse senedine dönüştürüldüğünde elde edilen hisse senetleri tercihli hisse senetleri olacaktır. Warant, hisse senedi alma hakkını veren tahvildir. Bu finansman yöntemi özkaynak/yabancı kaynak arası finansman türüdür. Yöntemde, RS şirketi ile girişimci arasındaki ortaklık, ileri bir tarihe ertelenmektedir.

2.7. RİSK SERMAYESİ İLE FİNANSLAMA SÜRECİ

Risk sermayesi yatırım süreci şu şekilde işlemektedir (120);



2.7.1. İş Planı

Risk sermayesi yatırım süreci, girişim düşüncesinin buna dayalı olarak projenin belirlenmesi ile başlamaktadır. Girişimci bu aşamadan sonra bir iş planı hazırlayarak risk sermaye şirketine gönderir. İş planı; girişim maliyeti, gelir projeksiyonu, pazarlama stratejisi, üretim biçimi, mali yapı, vb. konularda temel bilgileri içerir.

120 GÜL, A.g.e., s.6-7.

2.7.2. Görüşme

Risk sermayesi şirketi iş planını ön incelemeye tabi tutar, Projeyi finanse edilebilir bulursa girişimci ile görüşmelere başlar. Proje detaylarına ilişkin bilgileri alır.

2.7.3. Proje Değerlendirme

Risk sermayesi Şirketi, projeyi mali/ekonomik/teknik açıdan değerlendirmeye tabi tutar ve istenilen iç kârlılık oranına (Genellikle bu oran %30'dur.) sahip olduğu, portföy tercihlerine uygun görüldüğünde finanse edilmesi kararlaştırılır. Girişim sermayesine ne oranda iştirak edileceği bu aşamada belirlenir. Bu oran genelde %15-%50 arasındadır.

2.7.4. Uzlaşma Mektubu

Risk sermayesi şirketi projeyi finanse edebilir bulduğunda yatırımcıya, yatırım tutarı, vade, şirket sermayesine katılım oranı, güvence istenip/istenmeyeceği, yatırım araçları vb. hususları içeren bir uzlaşma mektubu gönderir.

2.7.5. Yatırım Sözleşmesi

Yatırımcı ile risk sermayesi şirketi arasında düzenlenir ve tarafların hak ve yükümlülüklerini (Öz sermaye katılımında kâr payı ve oy hakkı, opsiyon kullanımı, hisse senedi fiyatı, bilgi alma yönetiminde temsil vb.) gösterir.

2.7.6. Risk Sermayedarlarıyla Birlikte Çalışma

Önemli kararların birlikte alınması, aylık raporların hazırlanması, yönetim kurulu ve yatırımcı ile periyodik toplantılar, yatırımın izlenmesi, firmanın mali yapısındaki değişmelerin izlenmesi vb. hususları içerir. Bu aşamada risk sermayedarı girişim şirketinin yönetim ve denetiminde görev alabileceği gibi bundan kaçınabilir.

2.7.7. Ticarileştirme

Ticarileştirme, AR-GE faaliyetlerinin sonucu olan ürün ve hizmetlerin pazara aktarılması sürecidir. Teknik icatlar ancak kitle üretimine başarılı bir şekilde uygulanırsa, teknik ilerleme gerçekleşmektedir. Dolayısıyla teknoloji ve pazar yapıları ile ilgili koşullar ve fikirlerin karşılıklı olarak ve aktif bir etkileşimi gerekmektedir. Örneğin, bir üniversiteden yeni fikirler alan ve yüksek teknoloji ile ilgili oluşumları teşvik eden şirketler, yatırımcılar ve mühendislikte eğitilmiş deneyimli girişimciler ile birçok sayıda risk sermayesi gruplarının karşılıklı işbirliği büyük bir olasılıkla başarı ile sonuçlanacaktır. Ticarileştirmenin başarısı aşağıda yer alan faktörlere bağlıdır:

- i- İhtiyaç-Menkul kıymet ve kâr için motivasyon var mıdır?
- ii- Görüş-Ortak programların yaratımını teşvik edecek görüş sahibi kişiler var mıdır?
- iii- Zamanlama-Cari piyasa ihtiyacı mevcut mudur?
- iv- Teknik yapılabilirlik-Teknoloji mevcut mudur? Daha önce başlamış araştırma var mıdır?
- v- Usta personel-Yeterli sayı ve kalitede işçi var mıdır?
- vi- Şampiyonluk-Sonuç olarak pazarda lider konuma geçilecek mi?
- vii- Uygun finansal destek-Gerekli sermaye mevcut mudur?
- viii- Kamu ve politika desteği-Esas kamu politikasının yayınında fikir birliği var mıdır? Nasıl destek olunacaktır?
- ix- Kamu/Özel faktör işbirliği-Kurumsal anlaşmalar etkili ve geçerli midir?
- x- Entellektüel halk desteği-Teorik temel yeni gerçeklikle uyum içinde mi geliştirilmiştir? ⁽¹²¹⁾

Başarılı bir ticarileştirme tahmin edilenden daha uzun sürmekte ve daha masraflı olmaktadır. Bu nedenle; kamu ve özel sektör desteğinin sürekliliği, sermaye girişi ve diğer planlardakinden daha yetenekli personel ihtiyaçlarını kapsayan bir planlama yapılmalıdır.

¹²¹ İŞERİ, A.g.e., s.48.

2.7.8. Fiyatlandırma

Araştırmalar tamamlandıktan sonra, yatırıma ilişkin son ayrıntılar girişimci şirketlerin yöneticileri ile risk sermayedarları arasında görüşülür.

Bir risk sermayesi yatırımının fiyatlaması görüşme prosesinin subjektif bir konusudur. Burada sorun, şirketin değeri ve yapılan yatırımın karşılığı olarak hisse senedi yüzdesidir. Bu süreçte çeşitli faktörler hakkındaki kişisel yargılar etkili olmakta: fikirler, bireysel hedefler, yatırım gruplarının stratejileri, pazar koşulları ve tarafların pazarlık kabiliyeti gibi unsurların farklılığı, değişik risk sermayedarlarının aynı yatırıma değişik fiyatlar sunmasına sebep olmaktadır.

Risk sermayesi yatırımının fiyatlamasında kesin bir formül olmamakla birlikte farklı yöntemler kullanılmaktadır. Fiyatlamada çoğu risk sermayedarları menkul kıymet analiz araçlarından faydalanmaktadır (122). Aynı endüstride lider konumundaki KOBİ'lerin yer aldığı listeler yapılmakta; şirketlerin satışları, kârları, kâr marjları, işletme ile yönetim giderleri, net kâr ve net kârın satışlara oranı bu listelerde yer almaktadır. Ayrıca uzun dönem borç ve likidite oranı ile birlikte hisse senedi üzerinden kazanç hesaplanmaktadır. Farklı şirketlerin fiyat-kazanç oranları karşılaştırılmaktadır (123).

Teşebbüsün Fiyatlandırılması:

Varsayımlar:

i- Risk sermayedarları, belirli bir yatırım fırsatını inceleyerek, nisbeten yüksek bir risk taşıdığına karar vermiştir. Bundan dolayı minimum iç kârlılık oranının yıllık olarak, bileşik oranla %50 olmasını kararlaştırmıştır.

ii- Gerekli olan özkaynak yatırım tutarı 30 milyar TL. dir.

iii- Nominal değeri 1.000 TL olan adi hisse senetlerinden 30 milyon adet çıkarılacaktır (Bu husus, isteğe bağlı tespit edilir ki bunlar, ülkeye göre değişir).

122 TUNCEL, A.g.e., s.33.

123 İŞERİ, A.g.e., s.50.

iv- Bir hisse senedinin 5. yıl sonunda getireceği vergiden sonraki net gelirin 1.500 TL olması amaçlanmıştır.

v- Aynı endüstri kolundaki şirketler için geçerli F/K katsayıları (fiyat/kazanç oranı), hisse senedine isabet eden gelirin 10 katıdır. F/K oranının 5 yıl boyunca değişmemesi halinde, şirketin değeri (tüm olarak);

Hisse itibarıyla net kazançlar

$$(1.500) \times 30.000.000 \text{ hisse} = 45.000.000.000 \times F/K$$

$$(10) = 450.000.000.000 \text{ TL.}$$

vi- İhtiyaç duyulan 30 milyar TL. değerindeki hisse senedinin 27 milyar TL. değerindeki bölümü, risk sermayedarına ait olacaktır. Kalan 3 milyar TL.'lik bölümünü ise müteşebbisler finanse edecektir. Eğer risk sermayedarı yaptığı yatırımdan elde edeceği gelirin bileşik oranla %50 olmasını (iç kârlılık oranı) istiyorsa, beş yıl içinde hisse senetlerinin değeri, 205.2 milyar TL. olacaktır. (27 milyar TL. nin 5 yıl sonundaki değeri; %50 bileşik faiz oranlarıyla).

Bu varsayımlara dayanarak risk sermayedarının, adi hisse senetleri toplamından ne kadarını elde etmesi gerektiğini hesaplayabiliriz:

Şirketin sahip olduğu değer % 100'ü 450 milyar TL. dir. 205.2 milyar TL. (risk sermayedarının, yatırımın gelecekte ulaşmasını hedeflediği değer), 450 milyar TL. nin %45.6'sını oluşturur. Bundan dolayı risk sermayedarı, adi hisse senetlerinin en az %45.6'sına sahip olmalıdır. Kalanı ise, girişimci şirketin yönetim kadrosunun, diğer yatırımcılara veya çalışanlara ait olabilir.

Yatırımcının, olayı daha sistemli bir biçimde incelediğini ve aşağıdaki varsayımları yaptığını farzedelim;

Tek bir hisse senedinin 1.500 TL. gelir sağlaması mümkündür ama bu, tek ihtimal değildir. Yatırımcı elde edilmesi muhtemel gelirlerin listesini yapar ve her birinin gerçekleşmesi olasılığını oransal olarak belirler (¹²⁴).

¹²⁴ ZAIMOĞLU, A.g.e., s.96.

Bir hisse senedinin 1.500 TL. kazanç sağlama olasılığı=%35

Bir hisse senedinin 1.000 TL. kazanç sağlama olasılığı=%40

Bir hisse senedinin 500 TL. kazanç sağlama olasılığı=%25

Muhtemel gelirlerle ilgili bu sonuçları kullanarak, bir hissenin sağlayacağı kazancı hesaplar;

$$(1.500 \times \%35) + (1.000 \times \%40) + (500 \times \%25) = 105.000/100 = 1.050 \text{ TL.}$$

Beş yıl süreyle bir hisse senedinin sağlayacağı ortalama kazanç 1.050 TL. olursa, F/K katsayısı 10 olarak kabul edilerek şirketin değeri 315 milyar TL. olacaktır. Buna göre, risk sermayedarı hedeflediği iç kârlılık oranına ulaşmak için, beş yıl sonunda, toplam adi hisse senetlerinin %65.1'ine sahip olmalıdır. (205.2 milyar TL.'nin 315 milyar TL.'ye bölünmesiyle).

Risk sermayedarı, başka olasılıkları da inceleyip elemeyen geçirmeye devam edebilir. Örneğin; endüstrinin F/K katsayıları zamanla değişir ki; bu da endüstrinin tüm olarak iyi işleyip işlemediğine veya nasıl gelişeceğine, ayrıca bu endüstriyi analizcilerin ve yatırımcıların rağbet edip etmediklerine de bağlıdır.

2.7.9. Yatırımdan Çıkış

Risk sermayesi yatırımdan çıkış, çalışmanın önceki bölümlerinde incelendiği için burada konuya yer verilmemiştir.

2.8. RİSK SERMAYESİ ŞİRKET TÜRLERİ

Risk sermayesi sağlayan çeşitli kaynaklar değişik risk sermayesi şirketleri aracılığıyla yatırıma yönelmektedirler. En gelişmiş şekliyle ABD'de uygulanan risk sermayesi şirketlerinin türleri aşağıda verilmiştir.

2.8.1. Özel Risk Sermayesi Şirketleri

1987 yılı sonu itibarıyla 362 adet olan özel risk sermayesi şirketleri, Rockefeller, Philipps gibi aileler tarafından kurulmuş ve sektörün öncüleri olan bu gruplar günümüzde de deneyimli, bilgili ve etkili yatırımcılar olarak değerlendirilmektedirler (125). Bu şirketler genel olarak anonim şirket şeklinde kurulmuşlardır. Bu şirketlerin yönetimleri, yönetim kurulu görevli üyelerince (risk sermayedarları) tarafından yapılmaktadır. Yönetimdeki ortaklar, konulan sermayenin %2.5-3'ü oranında yıllık bir gözetim ücreti olarak ve uzun vadeli sermaye kazancından %20 oranında kârdan pay almaktadırlar.

1960'ların sonlarında ve 1970'li yılların başlarında bazı yatırım bankacılığı firmaları, RS fonlarının organizasyonunda oldukça aktif rol almıştır. Son zamanlarda profesyonel risk sermayedarları tarafından kurulan işletmeler daha çoğunlukta olmaya başlamışlardır. Bu firmalar; sigorta şirketleri, emeklilik fonları, şirketler, zengin bireyler ve yabancı sermayedarlar tarafından finanse edilmektedirler. Söz konusu kaynakların en önemli bölümünü emeklilik fonları oluşturmaktadır. Yıllık sermaye artışlarının %35-50'si buradan sağlanmaktadır(126).

2.8.2. Küçük İşletme Yatırım Şirketleri

ABD'de 1990 yılında Küçük İşletme Yatırım Şirketi (Small Business Investment Company-SBIC) olarak tescil edilmiş olan yaklaşık 350 özel ve kamuya ait işletme bulunmaktadır. Son yıllarda ABD'de SBIC şirketinin sayısında bir azalma görülmektedir. Bunun temel nedeni, SBA'nın fonların sınırlı olmasıdır.

ABD uygulamasında bir küçük işletme yatırım şirketinin kurulabilmesi için şirket ortaklık sermayesinin en az 1 milyon USD olma zorunluluğu vardır. Bu şirketlere, gerektiğinde kuruluş izni ya da lisans alan bir küçük işletme yatırım şirketi öz

125 İŞERİ, A.g.e. s.23.

126 ZAIMOĞLU, A.g.e., s.39.

sermayesinin üç katına kadar Küçük İşletme İdaresi 'nin (SBA) düşük faizli borç alma hakkına sahip olmaktadır (127). Bu şirketlere gerektiğinde bir devlet kuruluşu olan SBA tarafından da, düşük bir faiz karşılığında finansman sağlanmaktadır. Bu durum ise şirketlerin etkinliğini azaltmaktadır. Değişik türdeki SBIC şirketleri arasında büyük farklar olmakla birlikte, bu şirketleri krediyle ve hisse senediyle çalışan olarak iki gruba ayırmak mümkündür.

2.8.3. Mali Ortaklıkların Risk Sermayesi Kolları

Birçok ticari banka ve sigorta şirketi olağan kredi koşulları altında rastlayamayacakları yüksek risk/yüksek kâr potansiyelli girişimlere finansman sağlamak amacıyla risk sermayesi kolları kurmuşlardır. ABD'de 1987 yılı sonu itibariyle yaklaşık 70 kadar bu tür ortaklık mevcuttur (128).

2.8.4. Mali Olmayan Ortaklıkların Risk Sermayesi Kolları

Kodak, Xerox, Eastman, Philipps gibi büyük ve 90 kadar şirket ABD'de risk sermayesi yatırımlarında bulunmaktadır. Yapılan yatırımların çoğu bu şirketlerin kendi ürün, teknoloji veya pazarına yakın olmaktadır.

2.8.5. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

Risk sermayesi yatırım ortaklıklarının (RSYO) kuruluşlarına, faaliyet ilke ve kurallarına, hisse senetlerinin halka arz etmelerine ilişkin esaslar, 6.7.1993 tarih ve 21629 sayılı Mükerrer Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:VIII, No:21 sayılı Tebliğ ile düzenlenmiştir. Risk sermayesi yatırım ortaklığı, başlangıç veya çıkarılmış sermayelerini, esas olarak sermaye kazancı elde etmek amacıyla risk sermayesi yatırımlarına yönelterek

¹²⁷ 7.Beş Yıllık Kalkınma Planı Özel İhtisas Komisyonu Raporu Mali Sektörde Yeni Araç ve Kurumlar, T.C. Başbakanlık DPT Yayınları, Yay.No: DPT: 2453- ÖİK:509, Ankara, Temmuz 1996, s.25.

¹²⁸ İŞERİ, A.g.e., s.24.

risk sermayesi yatırım faaliyetinde bulunan ortaklıklardır⁽¹²⁹⁾.

Kayıtlı sermaye esasına göre kurulabilen RSYO'lar ani usulde kurulabilecekleri gibi, daha önceden kurulmuş olan ortaklıklar da RSYO'ya dönüşebilmektedir.

RSYO'ların kurulabilmesi için başlangıç sermayelerinin en az 250 milyar TL olması ve hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması gerekmektedir. Sözü edilen ortaklıkların kurucularının aşağıdaki belirli şartları taşımaları gerekmektedir.

i- Müflis olmamaları,

ii- Zimmet, rüşvet, emniyeti suistimal, hırsızlık, sahtekarlık, dolandırıcılık, kaçakçılık gibi yüz kızartıcı suçlardan dolayı hükümlülük durumlarının bulunmaması,

iii- Sermaye piyasası Kanunu'na muhalefetten kaynaklanan bir hükümlerinin olmaması,

iv- Sermaye piyasası faaliyetlerine ilişkin Kurul düzenlemeleri çerçevesinde faaliyet izinlerinden birinin ya da birden fazlasının sürekli ya da geçici olarak kaldırılmış yahut borsa üyeliğinden geçici ya da sürekli olarak çıkarılmış kuruluşlarda bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu tespit edilmiş bulunan kişilerden olmamaları gerekmektedir⁽¹³⁰⁾.

RSYO'larda görev alacak yönetim kurulu üyelerinin denetçilerinin ve diğer tüm yöneticilerinin de yukarıda belirttiğimiz şartları taşımaları ve bunların yanında ortaklık genel müdürlerinin ve yardımcılarının da yüksek öğrenim görmüş ve mesleki tecrübeye sahip olmaları gerekmektedir.

RSYO'lar risk sermayesi yatırımını faaliyetinde bulunmak üzere kurulmuş ortaklıklardır. Bu nedenle RSYO'lar; ödünç para verme, mevduat toplama ve mevduat toplama sonucunu verebilecek iş ve işlemler yapma, ticari, sınai ve zirai faaliyetlerde bulunmaları ve risk sermayesi yatırımını dışında sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunamazlar.

¹²⁹ Ekrem ÇANAKÇI, Yatırım Ortaklıkları 1995, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ya.No:46, Ankara, Ağustos 1996, s.10-12.

¹³⁰ Resmi Gazete, 6 Temmuz 1993, Sayı:21629, s.12.

Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu’ndan 4 Nisan 1996 tarihinde kuruluş izni alan tek RSYO, 2 trilyon TL. kayıtlı sermayeli ve 250 milyar TL. başlangıç sermayeli, %99.6 oranında sermaye katılımı ile T. Vakıflar Bankası T.A.O.’nun Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.’dir (131).

Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.’nin özet bilgileri ile ortaklık yapısı aşağıdaki tablolarda verilmiştir (132).

Tablo 5: Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

ÖZET BİLGİLER

Kuruluşun Tescil Tarihi	04.04.1996, 19/455 SPKr. Kararı.
Adresi	Tunus Cad. No:60 Kavaklıdere-Ankara
Kayıtlı Sermaye Tavanı	2 Trilyon TL
Çıkarılmış Sermaye	250 milyar TL
Telefon No	(0-312) 4681160
Faks No	(0-312) 4684541
Portföy İşletmeciliği yetki Belgesinin Tarih ve Nosu	

ORTAKLIK YAPISI (*)

Ortağın Ticaret Ünvanı/Adı Soyadı:	Milyar TL.	%
T. Vakıflar Bankası T.A.O	249,000	99.60
Güneş Sigorta A.Ş.	250	0.10
Vakıf Finansal Kiralama A.Ş.	250	0.10
Vakıf Deniz Finansal Kiralama A.Ş.	250	0.10
Vakıf Sınai Araştırma Danışmanlık ve Teknoloji Hizmetleri A.Ş.	250	0.10
Toplam:	250,000	100.00

(*) Halka arz henüz gerçekleştirilmemiştir.

Kaynak : ÇANAKÇI, A.g.e., s.12.

131 Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Tanıtım Bilgileri Broşürü, Ankara, 1997.

132 ÇANAKÇI, A.g.e., s.12.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÜLKEMİZDE RİSK SERMAYESİ UYGULAMALARININ KÜÇÜK VE ORTA BOY İŞLETMELER ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ VE BİR MODEL ÖNERİSİ

3.1. ÜLKEMİZDE RİSK SERMAYESİ UYGULAMALARI

3.1.1. Risk Sermayesinin Ülkemizdeki Gelişimi

Türkiye’de planlı döneme geçilen 1963 yılından beri KOBİ’lerle bilim ve teknolojinin geliştirilmesine yönelik birtakım politikalar saptanmış ve tedbirler öngörülmüş olmasına karşın, finansal bir çözüm olarak risk sermayesi kavramı resmi literatüre 1986 yılında girebilmiştir (133).

Bu dönemde, küçük teşebbüse teknik, idari destek vermek üzere bir ticari şirket olarak Teşebbüsü Destekleme Ajansı (TDA) kurulmuş ve finansal destek konusu ayrıca ele alınarak risk sermayesi sistemine yer verilmiştir. Bu çerçevede holding şeklinde kurulacak risk sermayesi şirketinin daha küçük risk sermayesi şirketlerine sermaye vermesi yeni bir anlamda bir kamu risk sermayesi şirketinin kurulması öngörülmüştü. Ancak TDA’nın bir finans kurumu olarak risk sermayesi fonksiyonu hayata geçirilememiştir.

¹³³ TUNCEL, A.g.e., s.119-120.

1990 yılında Dünya Bankası ile Türk hükümetinin ortaklaşa çalışmalarıyla yürütülen Teknoloji Geliştirme Projesi çerçevesinde Türkiye’de bir RS şirketinin kurulması öngörülmüştür (134). 1991’de bu projenin bir parçası olarak Teknoloji Geliştirme Vakfı kurulmuş, Türk Standartları Enstitüsü için 100 milyon USD’lik kredi sağlamıştır. Programda özellikle KOBİ’ler için özkaynak finansmanı şeklindeki risk sermayesi, bir alternatif olarak düşünülmüştür. Programdaki politikaların biri, KOBİ’lerin geliştirilmesi ve yeni teknolojilerin uygulanması amacıyla ortaklık bazında faizsiz kaynak temin edilmesine yönelik bir risk sermayesi kurumunun oluşturulmasıdır.

DPT’nin 1992 programında, KOBİ’lerin geliştirilmesi ve yeni teknolojilerin uygulanması amacıyla faizsiz ortaklık bazında risk sermayesi aktarılması, müteşebbis gücünün geliştirilmesi, yeni teknolojilerin yaygınlaştırılması ve daha dengeli bir sanayi yapısı için küçük sanayinin desteklenmesine devam edileceği ve bunları sağlamak için risk sermayesi modelinden yararlanılabileceği belirtilmiştir (135).

Halk Bankası; esnaf, sanatkar ve küçük ölçekli sanayicilere destek amacıyla kurulmuş bir devlet bankasıdır. 1993 yılının Şubat ayında, Halk Bankası’na Hazine Müsteşarlığı tarafından 500 milyar TL.’lik bir fonun risk sermayesi yatırımlarında kullanılmak üzere tahsis edileceği belirtilmiş, ancak daha sonra bu düşünce gerçekleşmemiştir.

Görüldüğü gibi, Türkiye’de risk sermayesi sektörünün geliştirilmesi konusu birtakım programlara alınmış, ancak bu tarihlere kadar uygulanmaya geçirilememiştir.

Türkiye’de risk sermayesinin altyapısına yönelik olarak gerçek anlamda ilk çalışma, SPK’nın 6.7.1993 tarihi itibarıyla 21629 sayılı, “Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı” şirketlerinin uyacakları esasları belirleyen “Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına ilişkin Tebliğ”in yayımlanmasıdır (136). 1994 yılında birçok banka RSYO şirketi kurmak için

134 ZAIMOĞLU, A.g.e., s.192.

135 YILGÖR, A.g.e., s.98.

136 ÜNDÜL, A.g.e., s.69.

SPK'ya başvurmasına rağmen, aynı yıl yaşanan ekonomik kriz, bu girişimlerin hayata geçirilmesine engel olmuş görülmektedir.

SPK'nın 6 Temmuz 1993 tarihinde yayımladığı risk sermayesi tebliğinden 3 yıla yakın bir süre sonra ülkemizde kurulan tek RSYO, T. Vakıflar Bankası'nın 4 Nisan 1996'da kurduğu ortaklıktır (¹³⁷). Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı, ilk ortaklığını seramik kaplama üretecek olan 'Tekno Plazma İleri Teknoloji Malzemeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile kurmuştur. Sermayesi 47 milyar TL. olan şirkete, Vakıf Risk %60, diğer ortaklar Doç.Dr. Baybars Oral ve Doç. Dr. Müzeyyen Ece %40 ile ortak olmuştur (¹³⁸).

Günümüzde, ülkemizde risk sermayesi şirketleri kurma konusunda çalışmalar başlatılmıştır;

1996 yılında SPK'ya başvuruda bulunan Toprakbank-TOSYÖV risk sermayesi şirketi kurma girişimindedir. Kurulması düşünülen risk sermayesi şirketi, 250 milyar TL. sermaye ile faaliyete geçecek ve şirketin en büyük hissedarı ise %50 pay ile Toprakbank'a ait olacaktır (¹³⁹).

Türkiye'de bölgesel bazda önemli bir çalışma da, "Ege Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı"nın kurulması için hazırlıkların İzmir Ticaret Odası tarafından başlatılmış olmasıdır. Ege RSYO, projenin programı içinde Ege Yatırım ve Kalkınma Bankası'nın kuruluşunu müteakip hemen devreye sokulacak durumdadır. Ortaklığın Ana Sözleşmesi Taslağı hazırlanan Ege RSYO, Ege Yatırım ve Kalkınma Bankası'nın sermaye enjeksiyonuyla konuyla ilgili tüm kesimlerin (İZTO, KOSGEB gibi) sermaye katılımına açık bir şekilde kurulacaktır. Ayrıca kuruluş aşamasında EVCA (European Venture Capital Association/Avrupa Risk Sermayesi Birliği) ve IFC (International Finance Corporation/Uluslararası Finans Kurumu) gibi yabancı kuruluşların finansal desteğinin

¹³⁷ Yenyüzyıl Gazetesi, 23 Kasım 1996.

¹³⁸ Gazete Pazar, 26 Ocak 1997.

¹³⁹ Füsün GÜVENÇ, *Ekonomist Dergisi*, Yıl:6, Sayı:29, 21 Temmuz 1996, s.64.

sağlanmasına çalışılacaktır. Bunlara ek olarak yine yabancı, uzun vadeli ve düşük maliyetli kredi veya yardım olanakları sürekli olarak araştırılmaktadır (140).

Ege RSYO, bölgesel kalkınma açısından büyük önem taşıyan ve Ege Bölgesi'nde ciddi bir potansiyele sahip bulunan KOBİ'lere yönelik bir girişim olup, bu bölgedeki KOBİ'lerin geliştirilmesi bakımından, ülkemiz geneli için bir "pilot bölge" haline getirilmesi anlayışından hareketle bu girişim bir "motor" işlevi görebilecektir.

Ege RSYO'nun sermayelerine katıldığı girişim şirketleri büyüyüp faaliyetlerini geliştirdikten ve kâra geçtikten sonra halka açılmaya hazır hale geldiklerinde, bu firmaların hisse senetleri halka arz edilecek ve yine kurulacak Ege Menkul Kıymetler Borsası'na kote edilebileceklerdir.

Ege Finans Merkezi İzmir Proje Grubu'nun hazırladığı bu çalışmanın hayata geçirilebilmesi halinde Ege Bölgesi'ndeki KOBİ'lerin finansman sorunlarının çözümlenmesine önemli bir ölçüde imkan sağlayacaktır.

3.1.2. Ülkemizde Risk Sermayesine İlişkin Yasal Düzenleme ve Vergi Kanunları Karşısındaki Durumu

Ülkemizde risk sermayesi şirketlerinin kuruluşu iki şekilde yapılabilir⁽¹⁴¹⁾:

i) Normal Şirket: Bu birinci yöntem göre, Türk Ticaret Kanunu çerçevesinde bir şirket olarak, örneğin, anonim şirket, limited şirket gibi kurulabilir. Bu şekilde kurulacak anonim şirket, yatırım alanları riskli yeni firmalar olan, bir holding şirket niteliğinde olabilecektir.

¹⁴⁰ "Ege Finans Merkezi İzmir" Proje Grubu, "Ege Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı" **Ekonomik Vizyon Dergisi**, İzmir Ticaret Odası Yayınları, Yıl:68, Sayı:19, Ocak-Şubat 1996, s.23-24-25.

¹⁴¹ SOYDEMİR, A.g.e., s.88-89.

Holding şirket şeklinde yapılanmada, risk sermayesi şirketi çeşitli kaynaklardan topladığı fonları, riskli alanlara hisse senedi vb. araçlar yoluyla yatırabilir. Ayrıca yatırım yaptığı şirketin sermayesi üzerinde sahiplenebileceği miktarla ilgili veya kendi sermayesinin ne kadarını bir tek firmaya yatırabileceği konusunda herhangi bir sınırlama olmadığı için, geniş bir kontrol ve hareket alanına sahip olabilecektir.

Normal şirket başlığı altında ABD uygulamasına benzer bir yapılanmaya gidilebilir. Örneğin komandit şirket uygulaması bu açıdan düşünülebilir. Bir yönetim grubu (risk sermayesi yapılanmasını düzenleyen grub) komandit şirketin komandite (sorumlulukları sınırsız gerçek kişiler TTK Md.243) ortağı olarak şirketin yönetiminden sorumlu kişiler olurken, sadece para vererek sermaye kazancı elde etmek isteyen ortaklar da komanditer (sorumlulukları koydukları sermaye ile sınırlı) ortak olabilirler. Böylece, şirketin yöneticileri ile sadece sermaye yatırımcı arasındaki çıkar çatışmaları çözülebilir veya en aza indirilebilir.

ii) Sermaye piyasası Kanununa Göre Kuruluş: Risk sermayesi kuruluşlarının yatırım fonu veya yatırım ortaklığı şeklinde kurulması halinde şirket SPK kapsamına girebilecektir. Bu çerçevede:

Sermaye piyasası Kurulu tarafından VIII seri ve 21 no ile 6.7.1993 tarih ve 21629 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan “Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile risk sermayesi yatırım ortaklıklarının kuruluşlarına, faaliyetlerine, yönetim ilkelerine ve tasfiyelerine dair esaslar düzenlenmiştir.

Buna göre:

- Kayıtlı sermayeli olarak kurulan, sermayelerini, sermaye kazancı elde etmek amacıyla risk sermayesi yatırım ortaklıklarında kullanan ortaklıklar risk sermayesi yatırım ortaklığı (RSYO) olarak tanımlanmışlardır (Madde 3).
- Kayıtlı sermayeli anonim ortaklık şeklinde kurulmalıdır,

- Başlangıç sermayelerinin 100 milyar TL'den, kayıtlı sermayelerinin 300 milyar TL'den ve pay bedelinin 250 milyar TL'den az olmamalıdır,

- Ortaklık süresi 5 yıldan az olmamalıdır,

- RSYO'lar ödünç para verme işi ile uğraşamayacaklar, mevduat toplayamayacaklar, mevduat toplama sonucunu verebilecek iş ve işlemler yapamayacaklar, risk sermayesi yatırımı dışında sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunamayacaklardır (Madde 18),

- RSYO'lar yatırım yaptıkları girişim şirketlerinin menkul kıymetlerini azami 10 yıl süreyle portföylerinde bulundurabileceklerdir. Bu sürenin uzatılmasında SPK yetkilidir (Madde 19),

- RSYO'lar girişim şirketlerinin yönetimine katılıp, bu şirketlere danışmanlık ve yöneticilik hizmetleri sunabilecekler, ancak diğerk risk sermayesi yatırım ortaklıklarına yatırım yapamayacaklardır (Madde 20),

- RSYO'ların tüm faaliyetleri ve hesapları SPK'nın gözetim ve denetimine tabidir (Madde 29).

Risk sermayesi sisteminin temel özelliği, sermaye veya diğerk bir deyişle değer artış kazancının, sistemin temeli olmasıdır. Örneğin, 10 firmaya yatırım yapılacak bunlardan 6-7'si batacak ama geriye kalanların satışından elde edilecek değer artışı kazancı, zararı kat kat telafi edecektir. Bu noktadan hareketle RSYO'lar vergi kanunları tarafından teşvik edilmişlerdir.

Risk sermayesi yatırım ortaklıkları, bir anonim şirket olarak kurumlar vergisi mükellefi olması gerekirken, devlet risk sermayesi sektörünü teşvik etmek ve geliştirmek amacıyla vergi kanunlarına bazı muafiyet ve istisnalar getirmiştir. Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK) ile Gelir Vergisi Kanunu'nda (GVK) yeralan muafiyet ve istisnalarla, RSYO'lar ve bu ortaklıkların pay sahiplerinin kazançları da özel olarak teşvik edilmektedir⁽¹⁴²⁾.

¹⁴² ULUDAĞ, A.g.e., s.50.

Kurumlar vergisi açısından, RSYO'ların portföy işletmeciliğinden elde ettikleri kazançlar kurumlar vergisinden muaf tutulmaktadır (KVK Madde 8/4-c). Ayrıca bu kazançlar, %20 oranlı asgari kurumlar vergisinden de istisna tutulmuştur.

Kurumlar vergisinden istisna tutulan bu kazançlar, Gelir Vergisi Kanunu'nun 94/6 maddesi uyarınca Gelir Vergisi Stopajına tabi tutulmaktadır. Ancak, RSYO'lar için Bakanlar Kurulu Kararıyla gelir vergisi stopaj oranı %0 olarak tespit edilmiştir (11.3.1995 tarih ve 22224 sayılı Resmi Gazete). RSYO'lardan gelir sağlayanın gerçek kişi olması ve ikincisi bir kurum olmasına göre farklılık göstermektedir. Gerçek kişilerin RSYO'lardan elde ettikleri kâr payları diğer yatırım ortaklıklarında olduğu gibi GVK'nun geçici 27. maddesi hükümlerince 31.12.1999 tarihine kadar gelir vergisinden istisna edilmiştir.

Bu nedenle gerçek kişilerin elde ettikleri kâr payları 31.12.1999 tarihine kadar yıllık beyanname ile beyan edilmeyecek veya verilecek beyannameye dahil edilmeyeceklerdir.

Keza kurumların RSYO'larda elde ettikleri "kar payları" KVK'nın 8. maddesinin 6. bendi gereğince kurumlar vergisinden istisna edilmiş olmasına rağmen, %20 oranlı asgari kurumlar vergisine tabi tutulmuştur. Ayrıca GVK'nın 75. maddesinin 4. bendi uyarınca gelir vergisi stopajı istisna edilmiştir.

3.2. ÜLKEMİZDE KOBİ'LERİN MEVCUT FİNANSAL KAYNAKLARI

Türkiye'de KOBİ'lere bankalar tarafından sağlanan finansal destek Halk Bankası kredileri yanında, ihracat yapmaları şartı ile kullanılmaktadır. Örneğin, Eximbank kredileri gibi. Bu kredileri kullandırmada Halk Bankası ve Vakıfbank aracılık etmektedir.

KOBİ'lerin desteklenmesi amacıyla uzun yıllar boyunca verilen Halk Bankası kredileri, ihtiyaçları tam olarak karşılamaktan uzak kalmıştır. Bunun dışında bankacılık

sistemimizin KOBİ'lere fon kaynağı sunmakta isteksiz davrandıkları da ortadadır. Yeni finansal kaynakların yaratılması konusunda KOSGEB-Halkbank-Vakıfbank-TOSYÖV gibi kuruluşların birlikte hareket ettikleri ve yeni uygulamalar içinde oldukları görülmektedir (Kredi Garanti Fonu gibi), Bunun dışında mevcut bankacılık sistemi içinde oldukça yaygınlaşmış finans teknikleri olan leasing, factoring gibi teknikler konusunda KOBİ'lerin yetkili bilgi ve deneyime sahip olmamaları da, onların bu imkanlardan yararlanmalarını sınırlandırmaktadır (¹⁴³). Burada önemli bir sorun, KOBİ sahipleri ve yöneticilerin finansman tekniklerini, bankacılık ve teşvik sistemini yeterince bilmemeleri olarak ortaya çıkmaktadır. Ülkemizde görülen bürokrasi de, KOBİ'lerin finansmanı konusunda büyük bir engel oluşturmaktadır.

3.2.1. Halk Bankası'nın KOBİ'lere Yönelik Finansal Destekleri

KOBİ'lerin yapacağı yatırımlarda aracı kurum olarak Halk Bankası büyük görev ve sorumluluk almaktadır (¹⁴⁴). Ülkemizde KOBİ'lere kredi veren ilk banka, bu banka olmuştur. Halk Bankası KOBİ kredileri (¹⁴⁵).

- Küçük ve orta ölçekli sanayi kredisi,
- Eximbank KOBİ ihracat kredileri (TL ve döviz cinsinden),
- KOBİ'ler için yüksek teknoloji kredisi,
- KOBİ-Sanayileşme Fonu kredileri,
- Küçük sanayi siteleri ve organize sanayi bölgelerinde faaliyet gösteren üretim ya da onarım faaliyetinde bulunan firmaların problemlerinin çözümüne katkıda bulunmak üzere KOBİ'ler için KOS (destekleme) kredisi,
- KOBİ turizm kredisi,
- KOBİ onarım kredisi,
- Küçük ölçekli firmalara seracılık kredisi,

¹⁴³ ULUDAĞ, A.g.e., s.101.

¹⁴⁴ Selahattin TUNCER, "KOBİ Yılı Gerçeği, KOBİ Teşvik Politikası", İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Sayı:370, Ocak 1997, s.29.

¹⁴⁵ ULUDAĞ, A.g.e., s.103.

- Halk Bankası'nın genç girişimci ve ev kadını kredileri,
- KOBİ'lere Kredi Garantisi Fonu.

Ülkemiz net kredi hacmi içerisinde bu bankanın payı %2.2.'dir. Halk Bankası'nın toplam kredileri içinde ihtisas kredileri %55.67 olduğuna göre, KOBİ'lere verilen kredi payının yetersizliği açıkça görülmektedir.

3.2.2. Vakıflar Bankası'nın KOBİ'lere Yönelik Finansal Destekleri

Vakıflar Bankası, Eximbank'ın KOBİ'ler için ihracat kredisi ve döviz kredisi uygulamalarında aracı banka olarak hizmet vermektedir. Bilindiği gibi Eximbank KOBİ ihracatçılara olan desteğini, kredi faiz oranlarını piyasa faiz oranlarının altında tutarak yararlı bir uygulama ortaya koymaktadır. Aracı bankalar ise (Halkbank, Vakıfbank gibi), bu faiz oranının üstüne komisyon olarak TL. kredilerde en fazla %3, döviz kredilerinde 1 puan ekleyebilmektedir. KOBİ kredisinin uygulamaya başladığı 1994 yılında KOBİ'lerin ihtisas bankası olan Halk Bankası'nı araç olarak belirleyen Eximbank, artan ve gelişmeler üzerine Vakıfbank'ı da aracı banka olarak kabul etmiştir. 1995 Aralık ayı itibariyle Halkbank ve Vakıfbank aracılığıyla kullanılan kredi miktarı (KOBİ'ler için) 1.3. trilyon TL.'ye ulaşmıştır. Bu tarihe kadar geçmiş 18 aylık dönemde KOBİ kredisinden yararlanan firma sayısı 1994'te 66 firma iken, 1995'de 190 firmaya daha kullanılmış olup, toplam olarak 256 KOBİ bu kredilerden yararlanmıştır (146).

Vakıfbank'ın gerek Eximbank KOBİ kredilerini kullandırmasında gerekse KOBİ'lere yönelik diğer hizmetleri ortaya koyarak olumlu adımlar atmıştır. Vakıf-KOBİ Araştırma, Danışmanlık A.Ş., KOBİ Araştırma Merkezi, KOSGEB ile danışmanlık anlaşması yapılması, risk sermaye şirketini kurması gibi.

Vakıfbank'ın Türkiye'deki ilk risk sermayesi şirketini kurarak "öncü" rolü üstlenmesi ise, konunun dikkat çekici bir boyutunu oluşturmaktadır.

¹⁴⁶ ULUDAĞ, A.g.e., s.113-114.

3.2.3. Türk Eximbank'ın KOBİ'lere Yönelik Finansal Destekleri

Türkiye'de dışsatımın desteklenmesi günümüzde Türk Eximbank kanalıyla yapılmaktadır. Dış ticaret ile uğraşan firmaların sorunlarına çözüm bulmak için hükümetler Eximbank'ları geliştirmişlerdir. Ayrıca Eximbank'lar dış ticarete kredinin yanısıra garanti ve sigorta programları yoluyla da destek vermektedir⁽¹⁴⁷⁾.

Eximbank KOBİ ihracat kredisi, küçük ve orta ölçekli imalatçı ve imalatçı-ihracatçı firmaların faaliyetleri ile ilgili sevk öncesi ve sevk sonrası finansman ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla uygulanan bir kredi programıdır⁽¹⁴⁸⁾. Kredi programına, en fazla 150 kişiye kadar personel ile çalışan işletmeler dahil edilmektedir. Eximbank ihracat kredilerinde vade 180 gün olup, limit en fazla 20 milyar TL ve faiz oranı da %66'dır.

3.2.4. TOSYÖV'ün KOBİ'lere Yönelik Finansal Destekleri

TOSYÖV'ün hedefleri içinde yer alan iki hedefe göre; TOSYÖV, KOBİ'ler için "adil bir teşvik sisteminin, yeterli finansmanı kaynaklarının yaratılmasını sağlamak" yer almaktadır. Bu amaçla TOSYÖV'ün üyelerine verdiği hizmetler içinde finansal destek olarak KGF önem taşımaktadır⁽¹⁴⁹⁾.

Kredi garanti fonu; iyi bir iş yapma fikrine sahip, gerekli bilgi ve deneyimi de bulunan, ancak yeterli finans kaynakları bulamayan yeni girişimciler için geliştirilmiş bir modeldir. Türkiye ile Almanya arasında imzalanmış bulunan teknik yardım işbirliği çerçevesinde oluşturulan bu fonun amacı, KOBİ'lerin bankalardan kullanacakları yatırım, işletme, ihracat ve diğer kredilere teminat oluşturmaktır. Türkiye'de uygulandığı, KGF İşletme Araştırma A.Ş., Halkbank işbirliği modelidir. TOSYÖV'ün KGF'deki payı %20'dir. Bu fonun diğer ortakları da Halkbank ve KOSGEB'tir.

¹⁴⁷ Altın MASUN, "Dış Ticaretin Finansmanında Eximbank'ların Rolü ve Türk Eximbank", **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl:34, Mart 1997, s.35-36.

¹⁴⁸ "Eximbank KOBİ ihracat Kredisi", **Halk Bankası Yayınları**, El Kitabı.

¹⁴⁹ ULUDAĞ, A.g.e., s.117.

Avrupa'da 400'ün üzerinde kefalet bankası, girişimcinin sorununu çözmek için faaliyettedir. Türkiye'de birkaç yıldır pilot uygulaması yapılan bu çalışmaların yeterince hızlı işlediği ve tanıtıldığını söylemek güçtür. Bu nedenle TOSYÖV'ün önderliğinde başka bankaların devreye sokulmasına çalışılmaktadır⁽¹⁵⁰⁾.

3.2.5. KOSGEB'in KOBİ'lere Yönelik Finansal Destekleri

20.4.1990 tarih 20498 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan tebliğ ile kurulan KOSGEB (Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı)'in amacı; KOBİ'lerin etkinliğini arttırmak, rekabet güçlerini yükseltmek ve sanayide entegrasyonu sağlamaya yöneliktir. Görevleri ise bilgi ve teknoloji temini , girişimciliğin desteklenmesi ve eğitim hizmetlerini sunmaktır.

KOSGEB'in, KOBİ'lerin finansal açıdan desteklenmesi konusunda direkt bir görevlendirilmesi yoktur. Bu görevler ancak KOBİ'lerin yeterli fon kaynaklarına sahip olmaları ile mümkün olmaktadır. Bu nedenle KOSGEB, kuruluş kanunu gereği, kredi verme konumunda değildir. Bu kuruluş, KOBİ'lere "finansal kiralama" ve "kredi garanti fonu" gibi finansal destek mekanizmalarının içinde yer alarak hizmetlerini vermektedir.

Finansal kiralama hizmeti, KOSGEB imkanlarının sınırları içinde ve MKE'nin ürettiği tekstil makinalarının temininde sınırlı kalmaktadır. KGF' de %20 ortaklık payına sahip olan KOSGEB, KOBİ'lere teminat oluşturulması yönünde çalışmalar yapmaktadır.

Avrupa Yatırım Bankası ve Avrupa Birliği imkanları aracılığıyla; gümrük birliği uyum sürecinde KOBİ'lerin geliştirilmesi için sunulacak fonların kesime aktarılması ve de Avrupa Yatırım Bankası'nın KOBİ'lere yönelik kredilerinden yararlanabilmeleri için KOSGEB alt yapı çalışmalarını başlatmıştır⁽¹⁵¹⁾.

¹⁵⁰ Füsun GÜVENÇ, "Kredi Garanti Fonunda İkinci Banka Çalışması", *Ekonomist Dergisi*, Yıl:6, Sayı:30, 28 Temmuz 1996, s.46.

¹⁵¹ ULUDAĞ, A.g.e., s.121.

KOSGEB'in riske sermayesi şirketi çalışmaları da bulunmaktadır. KOSGEB ve Halkbank, özellikle gelişme potansiyeline sahip yenilik içeren girişimleri desteklemek amacıyla KOBİ'lerin ihtiyaç duyduğu yatırımların finansmanını sağlamak amacıyla en az 100 milyar TL ödenmiş sermaye gerektiren bir risk sermayesi yatırım ortaklığı çalışmalarını başlatmış bulunmaktadır.

3.2.6. Ticari Bankaların KOBİ'lerin Finansmanındaki Yeri

Dış finansman kullanan KOBİ'lerin temel finans kaynağı önemli bir oranda ticari bankalardır. Bilindiği gibi bu finansman yönteminde faizlerin yüksekliği, KOBİ'lerin karşılaştıkları en önemli sorun olarak ortaya çıkmaktadır.

Ticari bankalar karşısında ekonomik yönden yeterli görülmemeleri nedeni ile KOBİ'ler kredilerde miktar, vade, faiz oranı ve özellikle teminat açısından uygun olmayan kredi koşullarına maruz kalmakta ve bu da bankacılık sisteminin sunduğu kredilerden faydalanma olanaklarını sınırlamaktadır.

3.2.7. Finansal Kiralama Kurumları

Leasing kelime olarak kiralama anlamına gelmektedir. Leasing, bir kiralama şirketinin kiracı konumundaki şirketin gereksinimlerine uygun bir menkul ya da gayrimenkul değeri satın alıp bunu belirli bir süre için bu şirketin kullanımına tahsis etmesidir (152).

Leasing yöntemi ile, yatırımcının kendi özkaynakları ile yatırım mallarını finanse ederek nakit sıkıntısına girme ya da kredi ile finansman yolunu seçerek teminat gösterme veya yüksek faiz giderlerine katlanma durumları ortadan kalkmış olmaktadır (153).

¹⁵² İlker PARASIZ, Kemal YILDIRIM, *Uluslararası Finansman*, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1994, s.361.

¹⁵³ UZUNOĞLU, A.g.e., s.39.

Ancak KOBİ'lerin böyle bir yöntemden yararlanabildiklerini söylemek doğru değildir. Özellikle küçük işletmelerin bu yöntemi bilmemeleri, bunun yanında leasing şirketlerinin küçük çaplı işlerle uğraşmak istememeleri ve enflasyonist baskının yarattığı belirsizlik durumu leasing yolu ile finansmanı önemli ölçüde engellemektedir.

3.2.8. Factoring Kurumları

Her türlü mal ve hizmet satışından doğan vadeli alacakların, factor adı verilen finans kurumuna temlik yoluyla devredilmesi karşılığında, tahsil hizmeti ve finansman olanağından yararlanılmasına factoring denir⁽¹⁵⁴⁾.

Factoring, iç ve dış ticarete uygulanan bir finansman yöntemidir. Factoring, ödünç para verme yöntemi değildir. Satıcının kısa vadeli bir faturaya bağlı ticari alacaklarının tahsiline yönelik olarak verilen bir hizmet türüdür. Factoring şirketleri fatura tutarının en çok %80'i oranında finansman sağlamak ve geriye kalan %20'lik oran, tahsilat yapıldıktan sonra factor şirketinin komisyonu kesilerek (genelde %0.5 ile %2.5 arası) işletmeye ödenmektedir.

Dünya uygulamalarına bakıldığında, factoring finansman tekniğinin 1970'li yıllarda ortaya çıkan petrol krizi ile gelişmeye başladığı ve dış ticarete uygulamalarının olduğu görülmektedir. Factoring, bir ölçüde KOBİ'lerin likidite sorunlarına kolaylık sağlamaktadır.

Çalışma sermayesi yetersizliği ile faaliyetlerini sürdüren KOBİ'ler, mali açıdan güçlenebilmek ve likiditelerini arttırmak gibi nedenlerle factoring'i tercih etmektedir. Bu tekniğin ülkemizde kullanılabilmesi ve geliştirilebilmesi ancak KOBİ'lerin bilgilendirilmesi ve eğitilmesiyle mümkün olacaktır. KOBİ'lerin eğitilmesi konusunda factoring işletmelerine büyük sorumluluklar düşmektedir.

¹⁵⁴ Canan ÇETİN, "KOBİ'ler ve Factoring" İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Sayı:361, Nisan 1996, s.71.

3.2.9.KOBİ'leri Desteklemeye Yönelik Sektörel Dış Ticaret Şirketleri (STDŞ)'ne İlişkin Düzenleme

Dış ticaret Müsteşarlığı'nın 15.5.1995 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan tebliğine göre, 1-200 işçi istihdam eden aynı üretim dalında faaliyet gösteren en az 10 KOBİ bir araya gelerek, ödenmiş sermayesi toplamı en az 5 milyar TL. ve her ortağın payı %10'u aşmamak üzere, anonim şirket statüsünde STDŞ kurulabilir. KOBİ'lerin kendilerine özgü yapılarından kaynaklanan avantaj ve dezavantajları çerçevesinde dış pazarlara karşı kendi aralarında bir güç birliğine girmeleri günümüz koşullarında bir zorunluluk haline gelmiştir. STDŞ'lerin ülkemizdeki ilk örneği 510 firma bir araya gelerek kurulan EGS A.Ş.'dir (155).

3.2.10. Risk Sermayesi Şirketleri Yoluyla KOBİ'lerin Finansmanı

Geçtiğimiz son onbeş yılda dünya ekonomisi, uluslararası sınırlamaları hızla aşmaya başlamış, küreselleşme (globalizasyon) sürecine girmiştir. Bu sürecin en önemli niteliklerinden birisini ise yenilikler oluşturmaktadır. Yenilikler reel dünyada olduğu kadar, parasal dünyada da hızlı bir gelişme göstermiştir. Reel ekonomi, yenilikleri daha çok bilgisayara dayalı teknikler, biyoteknoloji v.b. alanında yaşarken, parasal ekonomi ise pek çok finansal kurumları, teknikleri, araçları ortaya koymuştur (156).

Günümüzde teknolojilerin hızla gelişmesi, yüksek teknolojik yöntemler ve maliyetlere başlamadan önce mevcut yeni buluşlar, fikirleri üzerine yatırım yapabilmek yeni finansal kurumları doğurmuştur. Maliyetleri minimize ederek yeni teknolojileri üretin ve sermayeyi en kârlı şekilde kullanmayı amaç edinen yeni finansal kurumlar ise. risk sermayesi şirketleridir.

155 ASOMEDYA Dergisi, Eylül 1996, s.37.

156 ULUDAĞ, A.g.e., s.3.

Risk sermayesi sisteminin hızla gelişip uluslararası bir boyut kazanmasında alışıla gelmiş mal ve hizmet üreten işletmelere yapılan yatırımların çekiciliğini kaybetmesi, teknolojik yeniliklere dayanan ürünlerin oluşması yanında sermaye piyasalarının gelişimi ve risk sermayesi şirketlerinin vergi avantajları ile teknolojik gelişmelerden bilgilenme önemli bir rol oynamaktadır.

Risk sermayesi, iyi bir iş kurma fikri ile gerekli girişimcilik yeteneğine ve bilgisine sahip ancak yeterli veya hiç parası olmayan kişi ya da kişilere, fikirlerini gerçeğe dönüştürmek için gerekli finansman bulma olanağı sağlayan modeldir⁽¹⁵⁷⁾.

KOBİ'ler, zayıf finansal yapıları nedeniyle, günümüz ekonomik istikrarsızlık ortamında ucuz fon temin edememektedirler. Risk sermayesi şirketleri kurum ve kişilerden uzun süreli fon toplayarak, fonları kendilerine sunulan girişimci ve yaratıcı proje ya da iş fikirlerine yatan şirketlerdir.

Ülkemizde faiz hadlerinin yüksek oluşu, ekonomik konjonktürün uygun olduğu dönemlerde dahi, KOBİ'lerin bankalardan kredi sağlayarak büyüme olanaklarını sınırlamaktadır. Çünkü bankalar kredilerini, kendini ispatlamış büyük şirketlere yönlendirmiş bulunmaktadır. Bu bağlamda risk sermayesi sisteminin sağlayacağı finansmanın faiz karşılığı krediye değil, ortaklık esasına dayanması, bu sektörün gelişmesi gerektiğinin önemini göstermektedir.

Risk sermayesi alanlarının özellikle fikir, buluş ve şirket sahibi genç girişimcileri desteklediği dünya uygulamasında; iş belli bir boyuta ulaştığında, şirketlerin halka açılarak yatırımların katlandığı gözlenmektedir. Bu nedenle bu tür şirketlerin, borsada ilk ihtiyaçlarını yapabilecekleri ortamın hazırlanması büyük önem taşımaktadır⁽¹⁵⁸⁾. Ülkemizde bu yönde atılan ilk adım, İMKB'nin "Yeni Şirketler Pazarı" adı altında bir yapılanma olmuştur.

¹⁵⁷ N. Oğuzhan, ALTAY, "Binlerce Yıllık Finansman Modeli: Risk Sermayesi" **Ekonomik Vizyon**, İzmir Ticaret Odası Dergisi, Yıl:2, Sayı:66, Mart-Nisan 1993, s.46.

¹⁵⁸ ULUDAĞ, A.g.e., s.7.

3.3.KOBİ'LERİN MEVCUT FİNANSMAN KAYNAKLARINDAN YARARLANABİLME DURUMLARI

KOBİ'lerin finans kaynaklarına ulaşmadaki sorunları, aslında ticari kuruluşların ortak ve büyük önem taşıyan sorunlarından biridir. Bu sorunlar; özsermaye yetersizliği, çalışma sermayesi eksikliğinden kaynaklanan sorunlar, enflasyonun yarattığı sorunlar, kredi temininde karşılaşılan güçlükler, likidite sorunları, sermaye piyasalarından gerektiği kadar faydalanamamaları, finansal planlama bilgilerinin yetersizlikleri, ekonomik politikalardan kaynaklanan sorunlardır.

KOBİ'lerin yapacağı yatırımlarda Halk Bankası aracı kurum olarak büyük görev ve sorumluluk almaktadır. Ticari esaslara göre çalışacak bir bankaya kamu hizmetleri netiliğinde görevler yüklenmesi gerçekten tartışılabilir. Banka onbinlerce KOBİ'ye ait formatları dolduracak Hazine Müsteşarlığı'na başvuruda bulunacak, teşvik belgesi alacak ve kredi izlemesini yapacaktır (¹⁵⁹). Bu kuruluşu bu kadar ağır sorumluluk isteyen görevler yüklenmesi gerçekten haksızlıktır. Kaldı ki, ticari faaliyetleri yanında bu kadar ağır yükler altında kalan bu bankanın KOBİ teşviklerine işlerlik kazandırılması kolay olmayacaktır. Bu nedenlerle KOBİ teşvikleri daha başlangıçta tehlikeye girmiş bulunmaktadır.

Öte yandan, bir devlet bankası olan bu kuruluşun, teşvikleri kullandırmada politik ve bürokratik müdahalelere maruz kalmayacağını iddia etmek ülkemiz koşullarında eşyanın tabiatına da aykırıdır (¹⁶⁰). Dolayısıyla KOBİ'lere yönelik teşvik mekanizmasının etkin bir şekilde işlemediğini söyleyebiliriz.

İstanbul Sanayi Odası'nın yaptığı bir araştırmaya göre, Türk sanayi kuruluşlarının hemen, hemen tek finansman kaynağının bankalar olduğu, uzun vadeli borçlanma

¹⁵⁹ Selahattin TUNCER, "KOBİ Yılı Gerçeği ...", A.g.e., s.29.

¹⁶⁰ SARIASLAN, *Orta Ölçekli İşletmelerin Finansal ...*, A.g.e., s.51.

imkanlarının enflasyon nedeniyle kısıtlı olduğu, yüksek stok ve düşük likidite ile çalıştıkları ve tüm bunların işletmelerin finansal yapısını olumsuz olarak etkilediğini ve bu nedenle işletme sermayesi ihtiyaçlarının çok büyük olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca finansal kurumlar içinde sadece bankaların etkin olduğunu ve bankaların yabancı kaynaklardan yararlanma imkanlarının kısıtlı olduğunu (mülkiyet yapıları nedeniyle), sermaye piyasası yeterince gelişmemiş olduğu için KOBİ'lerin bu alandaki araçlardan yararlanmalarının da kısıtlı olduğu şeklinde sonuçlara varılmıştır (161).

Bu şartlar altında KOBİ'ler, enflasyondan olumsuz yönde etkilenmekte ve çalışma sermayesi kaybına uğramaktadırlar. Ayrıca, çalışma sermayesinin temininde zorluklar çeken KOBİ'lerde özsermaye/toplam varlıklar oranının çok düşük olduğu ve uzun vadeli fon sağlayamamaları nedeniyle borçlanma oranları mülkiyet yapılarına bağlı olarak sürekli artmaktadır. Finansal kaynak temini açısından büyük oranda bankaların etkili olduğu bir ekonomik ortamda, gerek bilgi eksikliği ve gerekse finansal araçların KOBİ'ler için geliştirilmemiş olduğu sermaye piyasasından da oldukça uzak bulunmaktadır.

KOBİ'lerin kısa vadeli finansman sorunları arasında başta gelen sorun; başlangıç sermayesinin temin edilememesi ve yetersiz işletme sermayesi olmaktadır. Bu kesimin özkaynakları dışında dış kaynak temininde pazarlık gücü yoktur. Bankalar, KOBİ'lerden ipotek istemekte ve kredi faiz oranlarını yüksek tutmaktadırlar.

KOBİ'ler kredi bulabildiklerinde ise, bu kez fonları bilgi yetersizliğinden dolayı düzenli bir şekilde kullanamamaktadırlar. Bu noktada uzun vadeli finansal sorunlar önem kazanmaya başlamaktadır.

KOBİ'lerin finansal sorunları ve bu sorunların dağılımı aşağıdaki tablolarda görülmektedir.

161 ULUDAĞ, A.g.e., s.93.

Tablo 6: İşletme Büyüklüklerine Göre Finansal Sorunların Dağılımı (%)

Sorunlar	Küçük	Orta	Büyük
Kredi bulamamak	12.43	10.82	-
Kredi maliyetinin yüksek olması	25.99	30.27	32.23
Özkaynak yaratamamak	18.64	15.49	18.91
İşletme sermayesi ihtiyacının hızlı artışı	23.45	20.34	24.37
Finansal alandaki teşviklerin azalması	9.89	10.82	11.80
Personel tasarrufu	5.08	3.36	4.57
Yatırımlar	4.52	8.96	8.12

Tablo 7: Kısa Vadeli Finansman Sorunlarının Dağılımı (%)

Kısa Vadeli Finansman Sorunları	Küçük	Orta	Büyük	Bütün Firmalar
Yetersiz işletme sermayesi	19.7	17.4	18.9	18.9
İşletme kredisi temininden güçlükler	14.3	12.6	4.4	11.6
Banka kredilerinin pahalı olması	26.5	15.1	37.8	28.6
Piyasadan tahsilatta karşılaşılan güçlükler	32	36.2	26.7	32.1
Dış piyasaların durumu	2.7	1.4	1.1	1.8
Resmi kuruluşlardan yap.	1.4			3.1
Tahsilatta karşı sorunlar				
Diğerleri	3.4	4.3	4.4	4.0

Tablo 8: Firma Büyüklüğü ve Uzun Vadeli Finans Sorunları (%)

Uzun Vadeli Finans Sorunları	Küçük	Orta	Büyük	Bütün Firmalar
Yetersiz öz sermaye	21.20	28.40	17.40	23.20
Yatırım kredisi almaktaki güçlükler	19.70	21.00	28.30	23.20
Yatırım kredilerinin çok pahalı olması	40.90	40.70	37.00	38.60
İyi çalışan bir sermaye piyasasının yokluğu	1.50	2.50	4.30	3.00
Hükümetin genel ekonomi politikası	7.60	2.50	6.50	5.10
Diğerleri	9.10	4.90	6.50	6.00

Kaynak : ULUDAĞ, s.96-97.

Yukarıdaki tablolardaki veriler KOBİ'lerin %32'sinin piyasadan kaynaklanan birtakım zorluklarla karşı karşıya olduğunu, %26.5'inin banka kredilerinin pahalı olmasından zor durumda kaldıklarını göstermektedir. Yetersiz işletme sermayesi sorunları

ise %19.7'lik bir pay almıştır. Uzun vadeli finans sorunlarına bakıldığında, yatırım kredilerinin çok pahalı olması başta gelmektedir.

KOBİ'ler leasing yönteminden de yararlanamamaktadırlar. Özellikle küçük işletmelerin böyle bir yöntemi bilmemeleri, leasing şirketlerinin küçük çaplı kiralamalarla uğraşmak istememeleri gibi engeller yanında enflasyonist ortamdan kaynaklanan belirsizlik durumu bu işletmelerin leasing'ten faydalanmalarını engellemektedir.

Leasing şirketleri enflasyon nedeniyle kira ödemelerini, kiralanan malın tüm bedelini ve şirketlerin karını da kapsayacak biçimde ilk iki yıla sıkıştırmakta ve "Finansal Kiralama Kanunu"nun öngördüğü minimum 4 yıllık sürenin geri kalan 2 yılında ise sembolik kira almaktadırlar. Böyle olunca da, iki yıl içinde bir yatırım malını enflasyonist ortamın zorunlu kıldığı giderek artan taksitlerle finanse etmek KOBİ'ler için aşılabilir bir engel olmaktadır⁽¹⁶²⁾.

KOBİ'lerin gerek politik ve gerekse kendi yapılarından kaynaklanan sorunlar nedeniyle finansman kaynaklarından yararlanamamaları; dünyada uygulamaları uzun zamandır görülürken, ülkemizde yeni uygulamaya başlanan risk sermayesi finansman modelini uygulamada ve geliştirmede zorunluluk arz etmektedir.

Ülkemizde bu modelin işbirliğinin sağlanabilmesi, ancak uygun bir ekonomik ve yasal ortamın sağlanması ile mümkün olmakta ve bu konuda hükümet ile SPK'ya önemli sorumluluklar düşmektedir. Örneğin; SPK koşullarını karşılayarak halka açılmayan ve menkul kıymetler borsasında işlem göremeyen KOBİ'ler için yeni yasal düzenlemeler yapılarak bölgesel pazarlar (organize olmayan menkul kıymet borsaları) oluşturulması gerekmektedir.

II. Bölümde açıklandığı gibi, risk sermayesi sistemi ortaklığa dayalı bir sistem olup, KOBİ'lerin diğer finansman yöntemlerinde olduğu gibi bir faizi ve geri ödemeyi gerektirmemektedir.

¹⁶² UZUNOĞLU, A.g.e., s.39.

Teknolojik yenilik ve buluşları finanse eden bir sistem olması nedeniyle risk sermayesi finansman sistemi, KOBİ'lerin finansal sorunlarına çözüm getirmesinin yanında, KOBİ'lerin bir itici güç olması nedeniyle ekonomik kalkınmaya da bir imkan sağlayacaktır.

3.4. KOBİ'LERİ RİSK SERMAYESİ YATIRIMLARINA YÖNELTEN FAKTÖRLER VE KARŞILAŞILAN RİSKLER

3.4.1. KOBİ'leri Risk Sermayesi Yatırımlarına Yönelten Faktörler

Küçük işletmelerin özelliği, büyük oranda işletme sermayesine ihtiyaçları olmasına rağmen bu konuda yeterli finansman kaynağına sahip olmamalarıdır. Gayrimenkul ihtiyaçları ise, genellikle klasik sanayi işletmelerine oranla daha azdır. Dolayısıyla bu işletmelerin finansmanı, her birinin özel durumu da dikkate alınarak ve özkaynaklara oranla belirlenecek borçlanma miktarına kadar borçlanmayı sağlayan bir (risk sermayesi ile sağlanan) özkaynak yabancı kaynak dengesi kurularak gerçekleştirilmelidir (163).

Genel olarak, bir işletmedeki herhangi bir yeniliğin finansmanı klasik bankacılık kaynaklarına başvurmayı gerektirmekte ve bu da birtakım sorunlara yol açmaktadır. Bu sorunlar şu şekilde özetlenebilir:

- Faaliyet konusu özkaynak temin etmek olmayan kurumlardan özkaynak olarak finansman sağlama zorlukları,
- Banka personeline, yeni teknolojik gelişmelerin geleceğine yönelik bir bakış açısının olmaması,
- Banka kredilerine bağımlı güçsüz işletmelerin finansal yüklerinin gittikçe ağırlaşması.

163 ZAIMOĞLU, A.g.e., s.20.

Birçok eski KOBİ sahibi sermayesini ve yönetim kurulunu dışarıdan kişilere açmak istememektedir. Ayrıca, kurucu ya da büyük ortakların ikame değeri yaklaşımıyla hareket etmeleri, şirketle ilgili bilgilerin kamuya açıklanmasının istenmemesi (rekabet vb. nedenlerle) olgusu, uyulması gerekli yasal yükümlülüklerin artacağı görüşü, yöneticilerin görev ve sorumluluklarının artacağı ve halka açık şirket kavramına paralel bir örgütlenme gereğinin doğacağından endişesi, halka menkul kıymet ihraç etme maliyetlerinin yüksek (ilan, reklam, mali tablo ve rapor ilanı, bağımsız denetim vb.) olduğu gerekçesi (164) gibi nedenlerde halka açılmayı engelleyen faktörler olarak sayılabilir.

Bu sorunlara karşı çeşitli ülkeler cesaret verici bazı önlemler alarak düzenlemeler yapmışlardır. Örneğin; bu çerçevede hisse senedine çevrilebilir tahviller ile önemli başarılar elde edilmiştir. Birçok ülkede tasarrufların hisse senetlerine yatırılması veya işletmeler kurulması, alınan teşvik önlemleri ile avantajlı hale getirilmiştir.

1982-1984 yıllarında Belçika'da benimsenen vergisel düzenlemeler oldukça ilginçtir. Bu düzenlemelerle borsa'da önemli gelişmeler sağlanmış ve yenilikçi firmalar kadar bunlara iştirakte bulunan kişiler ve risk sermayesi kurumları içinde oldukça etkili olmuştur (165). Belçika'da riskli sermayeyi destekleme önlemlerine ilişkin kararname, tasarrufları Belçika şirketlerine ait bu alanlarda yeni yatırımları gerçekleştirmek ve mali yapılarını kuvvetlendirmek amacını gütmektedir. Bu amaçla, risk taşıyan tasarruflara iki tür geçici teşvik uygulanmıştır:

- Şirketlerin ödenmiş yeni hisselerine ödenen kâr paylarına tanınan vergi istisnası,
- Belçika şirketlerine veya Belçika yatırım fonlarına ait hisse senetlerini satın almak için harcanan meblağların toplam kişisel gelir vergisinden düşülmesidir (166).

164 AKBULAK, A.g.e., s.55.

165 ZAIMOĞLU, A.g.e., s.20.

166 "Belçika'da Riskli Sermayeyi Destekleme Önlemleri", **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Yıl:8, Sayı:90, Ağustos 1996, s.57.

Yenilikçi işletmelerin özkaynak ihtiyaçlarının finansmanının desteklenmesi yönünde çeşitli ülkeler tarafından yapılan öneriler şu şekildedir (¹⁶⁷):

- Bu sektörde vergi teşviklerinin yapılması,
- Borsada özellikle ikincil piyasaların kurulması ve geliştirilmesi,
- Çeşitli ülkelerdeki işletmeler arasında yatırım fırsatları konusunda bilgi akışının hızlandırılması,
- Yenilikçi firmaların uluslararası düzeyde finanse edilebilmelerinin sağlanması.

Ayrıca İngiltere uygulamalarında görüldüğü gibi, kamu işletmelerini özelleştirme çalışmalarının başarıya ulaşmasında risk sermayesi finansman modelinin büyük bir desteği olmuştur.

3.4.2. Risk Sermayesi Yatırımlarında Karşılaşılan Riskler

Risk sermayesi yatırımları , diğer yatırımlar gibi bir takım riskler içermektedir. Ancak, bu yatırım diğer yatırımlara oranla daha yüksek bir risk ile daha yüksek sermaye kazancı amaçlayan bir yatırım türü olduğundan, yatırım aşamalarına göre değişen bir risk yapısına sahiptir. Örneğin, risk sermayesi şirketi, girişimci şirketi kuruluş aşamasında finanse etmiş ise, bu aşamadaki potansiyel sorunlar risk sermayedarlarının riskini oluşturacaktır. Yönetime katıldı ise, yönetim riski olacaktır. Kuruluş aşaması sonrasındaki dönemde, büyüme-gelişme aşamasında risk sermayedarı devreye girmiş ise, daha çok finansman riski ile karşılaşabilir. Bu nedenlerle risk sermayesi şirketi kendisine gelen talepleri riskleri açısından değerlendirilerek kararını verir. Risk sermayesi şirketleri riski yaymak için portföylerini farklı gelişme aşamalarındaki şirketlerden oluştururlar. Riski dağıtmanın başka bir yolu ise, özellikle büyük finansman talebi yatırımlarda, bunu bir başka risk sermayesi şirketi ile birlikte finanse etme yoluna gitmektir.

Risk sermayedarının riski, literatürde genellikle şu isimler altında gruplandırılmaktadır:

¹⁶⁷ ZAIMOĞLU, A.g.e., s.20.

3.4.2.1. Teknolojik Risk

Girişim araştırma ve geliştirme aşamasında söz konusudur, genellikle teknik deneyime sahip olamamaktan veya ortaya konulan fonun bu aşamayı kapitalize edebilecek yeterlilikte olmamasından kaynaklanır.

3.4.2.2. Yönetim Riski

Girişim şirketinin yönetim, üretim ve pazarlama fonksiyonlarını başarılı bir şekilde organize yürütecek deneyim ve yetenekten yoksun olabilir. Pekçok risk sermayedarının bu nedenle de yönetimde görev aldıkları görülmektedir. Amaç, yönetim riskinin minimizasyonudur (168).

3.4.2.3. Finansman Riski

Genellikle risk sermayesi girişiminin kuruluş başlangıç aşamasından sonra, nihai ürünün pazarlanması safhasında, ürünü pazara kesintisiz taşıyabilme konusunda yapının finansman sorunlarından ek bir finansman sıkıntısı doğabilir. Risk sermayesi sektöründe, kabul gören finansman stratejisi aşama finansmanı anlayışıdır. Buna göre risk sermayedarı, projenin her aşamasında belirli amaçlar için finansman sağlamak zorundadır.

3.4.2.4. Üretim Riski

Kullanılan teknolojinin büyük ölçekli üretime geçişin elverişli olup olmadığı bir dönemde ortaya çıkabilen bir risktir. Bir ölçüde üretilen ürünün, pazarlanabilir bir ürünü dönüştürülememesinden kaynaklanır.

168 ULUDAĞ, A.g.e., s.178.

3.4.2.5. Pazarlama Riski

Üretilen ürünün, pazarlanabilme derecesine bağlı olarak ortaya çıkar. Risk sermayedarları, pazarlama riskini çok baştan ele alarak değerlendirmiş olmalıdırlar.

3.4.2.6. Demode Olma Riski

Ürünün imalat süresine ve rekabetin etkinliğine bağlı olarak ortaya çıkan bir risktir.

Yüksek teknoloji içeren, yaşam süresi kısa olan ürünlerde, pazar dinamiklerinin yeterli satış hacmine ulaşmadan ürünü demode etme riskidir. Bu durum özellikle elektronik alanında ve bilgisayarda açıkça görülmektedir. Risk sermayesi şirketleri bu tür projelerde daha kısa bir yatırım süreci öngörmektedirler (¹⁶⁹).

Aşağıdaki tabloda risk sermayesi yatırım aşamaları süreleri ve taşıdıkları risk karşılaştırmalı olarak verilmiştir:

Tablo 9: Yatırım Aşamalarında Süre ve Risk Karşılaştırması

	Süre	Risk
	Yıl	
Erken Aşama Yatırımları		
Çekirdek Sermayesi	7-10	Son Derece Yüksek
Başlangıç Sermayesi	5-10	Çok Yüksek
Erken Aşama Sermayesi	3-7	Yüksek
Geç Aşama Yatırımları		
Büyüme/Gelişme Sermayesi	1-3	Orta
Köprü Finansman ve Ara Finansman	1-3	Düşük
Şirket Paylarının / Varlıklarının Satın Alınması (Buy-out, buy-in)	1-3	Düşük/Yüksek
Şirket Kurtarma Finansmanı	3-5	Ortadan Yüksekçe

Kaynak: ZAIMOĞLU, A.g.e., s.84.

¹⁶⁹ TUNCEL, A.g.e., s.7.

3.5. ÜLKEMİZDE RİSK SERMAYESİ TEKNİĞİNİN UYGULANABİLİRLİĞİ VE ALTERNATİF BİR MODEL ÖNERİSİ

Risk sermayesi, gelişme potansiyeli bulunan fakat kuruluş aşamasında yeterli kaynakları sağlayamayan KOBİ'lerin kuruluş ve kuruluş sonrası finansman biçiminin bir ifadesidir. Bu açıdan risk sermayesi, faaliyetini devam ettirmekte olan bir şirketin finansal yapısından farklı bir kombinasyonu simgelemektedir. Genellikle sözkonusu destek, şirketin güç kazanarak sermaye piyasalarına girebildiği aşamaya kadar devam edebilmektedir. RSYO'lar ise bu desteği sağlayan kurumlardır. Temelde bu finansal kurumların diğerlerine göre daha yüksek riskler taşıdıkları .ir gerçektir.

Enflasyonist bir ekonomik yapıyı rotasına oturtmak için uygulanan ekonomik tedbirler, faiz oranlarının yükselmesine ve ödünç verilebilir fonların azalmasına neden olmakta ve bu durum özellikle KOBİ'lerin aleyhine bir ortam oluşturmaktadır (170).

Ülkemizdeki mevcut ekonomik ortam, KOBİ'ler için uzun vadeli borçlanmayı imkansız hale getirmektedir. Bünyelerinin zayıf olmasına rağmen, KOBİ'lerin ekonomi içindeki ağırlıkları çok yüksektir. Dolayısıyla, ABD gibi diğer gelişmiş ekonomilerde de bu işletmelere uzun vadeli fon temin edebilmelerine imkan sağlayacak çeşitli kurumlar oluşturulmuştur. Serbest piyasa mekanizmaları yerleşmiş ve ekonomileri güçlü ülkeler KOBİ'lerin ekonomideki ağırlıkları dikkate alarak destek sağlarken, Türkiye'de bu işletmelerin ağırlığı %99'lara varmasına rağmen bu konu yıllardan beri ihmal edilmektedir. Bu bağlamda KOBİ'lerin kuruluş ve gelişme aşamalarında finansal yönden desteklenmesi fonksiyonunu gören risk sermayesi modeli ülkemiz açısından önemlilik arzeden bir konudur. Şöyle ki, sözü edilen işletmelerin bugünkü ekonomik istikrarsızlık ortamında ucuz kaynak ve fon temin etmeleri mümkün olmamaktadır. Oligopolcü bir yapı

¹⁷⁰ E. Abdülgaffar AĞAOĞLU, "Türkiye Açısından Girişimcilik Sermayesinin Önemi", *Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi*, Yıl:2, Sayı:9, Aralık 1994, s.81.

gösteren bankacılık sektörü, kredilerini kendini piyasada kabul ettirmiş anonim şirketlere yöneltmektedir. Bunlar da gösteriyor ki, henüz ülkemizde mali sistemle ilgili kurumsallaşma tam anlamıyla gerçekleşmemiştir.

Risk sermayesi finansman yöntemini uygulamaya başlayan ülkelerin çoğunda, bu şirketlerin işleyişleri kanunda belirlenmiştir. Ülkemizde de RSYO'lara ilişkin tebliğ ile, risk sermayesi sektöründe faaliyet gösterecek RSYO ile ilgili kurumlar vergisi kanununda düzenlemeler yapılarak gerekli alt yapı oluşturulmuştur. Yapılan alt yapı düzenlemeleri, önemli bir teşvik olmakla birlikte, RS yatırımını teşvik etmede yeterli değildir. Ülkemizin şartları -yüksek ve sürekli enflasyon, uzun vadeli yatırımlar konusunda çekingenlik vb.- gereği, ilk örneğin devletçe oluşturulması -Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı gibi- çok önemlidir. Devletin öncülüğü ile gerçekleştirilen bu ilk örneğin başarılı olması, kuruluş aşamasındaki sektöre güven duyulması sonucunu doğuracak ve sektöre yeni yatırımcıların girmesini de teşvik edecektir.

Risk sermayesi ile ilgili çalışmalara kamu bankaları da katılmaktadır. Devletin öncülük etmesi düşüncesinden yola çıkınca risk sermayesi uygulamasını en kolay uygulayacak kuruluşun Türkiye Kalkınma Bankası olduğu görülmektedir. Bilindiği gibi TKB'nin temel fonksiyonlarından biri, sektör çalışmaları yaparak kârlı ve verimli yatırım alanlarını saptamak ve kaynakların bu alanlara kanalize edilmesini sağlamaktır. Bu arada yatırım yapmak isteyen kişi ve kuruluşlara gerek proje hazırlama, gerekse proje uygulama aşamalarında teknik ve idari yardımda bulunmak, danışmanlık yapmaktır. Yukarıda belirtilen fonksiyonları nedeniyle TKB, sahip olduğu proje değerlendirme konusundaki birikimi, işçi şirketleri deneyimi ve turban tesisleri örneğindeki gibi örnek ve öncü olma özelliği ile risk sermayesini uygulayabilecek en uygun kamu bankasıdır⁽¹⁷¹⁾. Turban örneğinde olduğu gibi Güneydoğu Anadolu'yu kalkındırma projesinde de kaynak aktarım aracı olarak risk sermayesi önerilebilir.

¹⁷¹ Nurhan KAUR, "Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulaması", **Kalkınma Dergisi**, Türkiye Kalkınma Bankası Yayınları, Sayı:44, Ekim 1993, s.16.

TKB'nin buradaki rolü, Hazine'nin bulduğu finansmanı dağıtmak olacaktır (172). TKB'de hazırlanan herhangi bir proje değerlendirme raporu ile RSYO'ya sunulacak iş planı, kapsam itibariyle karşılaştırıldığından, ikisinin çok benzer olduğu görülmektedir. Diğer yandan TKB sektör araştırması konusundaki birikimi ile Türkiye'de önde gelen kuruluşlardan biridir.

Türkiye Kalkınma Bankası'nın diğer yönü ise, bankanın çok çeşitli iştiraklerinin olmasıdır. Banka, bu iştiraklerin bir kısmını satmaya çalışmaktadır. Aslında TKB'nin yaptığı, bir risk sermayesi fonu kurmaktan çok daha değişik birşey değildir. Şirketi satın almakta veya şirket kendisine devretmekte; şirketi geliştirmeye, mali yapısını değiştirmeye çalışıp, bir süre sonra da şirket eğer yola gelirse, onu ya blok halinde bir yabancı yatırımcıya veya diğer yatırımcıya satarak veyahut borsaya açılarak yatırımdan çıkmaktadır. Türkiye Kalkınma Bankası, bunu daha kurumsal bir hale getirerek bir risk sermayesi fonu oluşturabilir ve bu şekilde başka bankaların veya kurumsal yatırımcıların katılımında bulunmasına izin verebilir(173).

Ülkemizde son yıllarda kurulmuş olan İslam Bankaları, felsefeleri gereği risk sermayesi yatırımlarına yönlendirilebilecek kuruluşlardır. İslam Bankaları ile risk sermayesi sektörü arasında güçlü yapısal benzerlikler vardır. Birinci basamak olarak, tasarruf sahiplerinden fon toplama aşamasında; mudiler tasarruflarını, İslam Bankaları'nın düzenli bir şekilde gerçekleştirdikleri kâr dağıtımından pay almak amacıyla bu hesaplara yatırmaktadırlar. Bir risk sermayesi şirketinin hissedarı da çok benzer bir şekilde payını alır.

Girişimcinin finanse edilmesi aşamasında İslam Bankalarının bir mudaraba veya muşaraka ortaklığı ile risk sermayesi ortaklığının en önemli benzerliği, girişimcinin

172 Nurhan YÖNEZER, "Riskli Güneydoğu'ya Risk Sermayesi", *Ekonomist Dergisi*, Yıl:4, Sayı:36, 4 Eylül 1994, s.22-23.

173 Atilla, YEŞİLADA, *Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB) Risk Sermayesi Paneli*, Ankara, 9 Haziran 1993, s.23.

desteklenmesi, finanse edilmesi ve girişimcinin yarattığı kârdan pay alınmasıdır. Yani, bu iki ortaklık türünün felsefeleri birbirine benzemektedir. Her ikisinde de esas olan girişimcinin kendisi, gelişmesi ve yaratacağı kâr potansiyelidir. Her ikisi de, kâr-zarar ortaklığına dayanmaktadır (174). Bilindiği gibi, mudaraba ortaklığında sermaye sahibi sermayesini güvendiği birisine işletmek ve kâr amacı ile verir ve elde edilen kâr aralarında bölüşülür. Muşaraka ortaklığında ise, sermayeyi işletende kullanılan sermayeye katılımda bulunmaktadır. Yani her iki taraf ortaya sermaye koymakta ve kârın bölüşümü taraflar arasındaki anlaşmaya göre yapılmaktadır.

Ancak İslam Bankaları'nın risk sermayesi sektöründe kullanılmasında önemli bir engel, risk sermayesi yatırımlarının seçiminin ve desteklenme sürecinin bir uzmanlık işini gerektirmesidir. Ayrıca, Türkiye'deki İslam Bankaları yatırım imkanlarının büyük bir bölümünü bir çeşit leasing olan mudaraba yoluyla plase etmektedirler.

Risk sermayesi finansman yönteminin diğer klasik finansman yöntemlerinden önemli bir farkı; risk sermayesi şirketlerinin amacının, portföylerindeki kârlı hale gelen hisse senetlerini satarak bir likidasyon sağlamak olmasıdır. Bu nedenle, RS şirketlerinin gelişebilmesinin diğer bir koşulu, portföylerinde yer alan hisse senetlerinin satılabileceği tezgahüstü piyasaların (OTC) varlığıdır. Daha önceki bölümlerde belirttiğimiz gibi, ülkemizde tezgah üstü piyasalarının kurulabilmesi için uygun bir zemin oluşturulmuş bulunmaktadır ki, risk sermayesi yatırımının başarıya ulaşabilmesi açısından tezgah üstü piyasaları hayati bir önem taşımaktadır.

Risk sermayesi şirketlerinin ülkemizde kurulup performans gösterebilmeleri açısından değinilmesi gereken diğer bir önemli husus; risk sermayesi fonlarının oluşturulmasıdır. Kurulacak risk sermayesi şirketlerinin sermayesi aşağıdaki kaynaklardan sağlanabilir:

i. Çeşitli Fonlar (Kamu Ortaklığı Fonu, Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu, Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme Fonu, Bilim ve Teknoloji Fonu,

174 TEPEBAŞI, A.g.e., s.26.

vb.),

ii. Kalkınma ve Yatırım Bankaları (TKB, TSKB, THB),

iii. Bankaların ellerinde tuttıkları gayrimenkul satışlarından sağlanan kaynaklar yoluyla banka iştirakleri,

iv. Sigorta şirketleri,

v. KİT satışından sağlanacak fonlar,

vi. SSK ve Emekli Sandığı,

vii. Özel Emeklilik Sandıkları (OYAK, T.İş Bankası Çalışanları emekli sandığı,

vb.),

viii. Özel şirket fonları,

ix. İslam Bankaları'nın Mudaraba/Muşaraka Yatırımları,

x. Vakıflar.

Türkiye'de halihazırda risk sermayesi sisteminin işlemiyor olmasının nedeni, yukarıda belirtilen kaynakların bazılarının yetersiz olması ve bazılarının ise risk sermayesi yatırımlarına girmek istememesidir.

Genelde bir sermaye birikimi sorunu olan ülkemizde risk sermayesi fonları oluşturma konusunda sıkıntılar olması beklenmelidir. Çünkü, Türkiye'de kamu kontrolündeki kurumsal tasarrufların fonlarını nasıl değerlendirebilecekleri kanunlarla düzenlenmiştir ve risk sermayesi şirketlerine kullandırma olanakları olmamaktadır.

Kamu fonları, ülkemizde teşvik mevzuatı kapsamında kredi olarak kullandırılmaktadır. Bu fonlardan KOSGEB'in kullandığı fon, bazı ortak girişimlerde kullanılmaktadır. Bunun dışında kalan fonlar ise, hükümetin izlediği ekonomik politikalar çerçevesinde ucuz kaynak olarak kullandırılmaktadır.

Ticari bankalar, dünya uygulamalarında bile risk sermayesine fazla girmemektedirler. Bankalar genelde kısa vadeli fon topladıklarından, uzun vadeli plasmaya yanaşmamaktadırlar.

Özel sigorta şirketleri ve vakıfların kontrolündeki fonların ise, bu aşamada risk sermayesi şirketleri yoluyla kullanılabilmesi, fonların yeterince güçlü olmamaları ve uzun süreli beklemelelere dayanacak durumda olmamaları nedeniyle, beklenmemektedir ki ülkemizde sigortacılık sektörü henüz çok yenidir. Ayrıca, Türkiye’de sigorta şirketlerinin tahvilleri kanuni teminatlarına karşılık tutmaları ve hisse senetlerinin riskinden kaçınmaları onları risksiz devlet tahvillerine yöneltmektedir.

Özelleştirmeden sağlanacak fonların risk sermayesine yöneltmesini beklemek herhalde günümüzde hayalperestlik olacaktır ki, özelleştirme çalışmaları ülkemizde başarılı bir şekilde uygulanamamaktadır.

SSK ve Emekli Sandığı gibi sosyal güvenlik kurumları günümüzde artık dağıtım sistemi olarak işlemekte dolayısıyla bu kurumlarda yatırım yapacak fon birikimi oluşmamaktadır.

Bireysel yatırımcıların fonlarını uzun süreli bağlamaları ise, enflasyon kaynaklı belirsizlik nedeniyle zor olacaktır.

Özel finans kurumları, islam bankaları’nın ellerinde risk sermayesi yatırımı yapacak kadar fon bulunmakla birlikte, bu kurumların risk sermayesi konusundaki bilgi ve tecrübe yetersizliği, risk sermayesi sektörünün önünü kapatmaktadır.

Yukarıda saydığımız tüm bu nedenlerden dolayı, Türkiye’de bir risk sermayesi fonu kurulurken mutlaka -en azından ilk aşamada- devlet desteğine ihtiyaç olacaktır. Bu durum, politik etkilere izin verebileceğinden pek istenmemekle birlikte, %50’nin altında bir payla devletin katılmasının şu aşamada normal olacağı görülebilir (175).

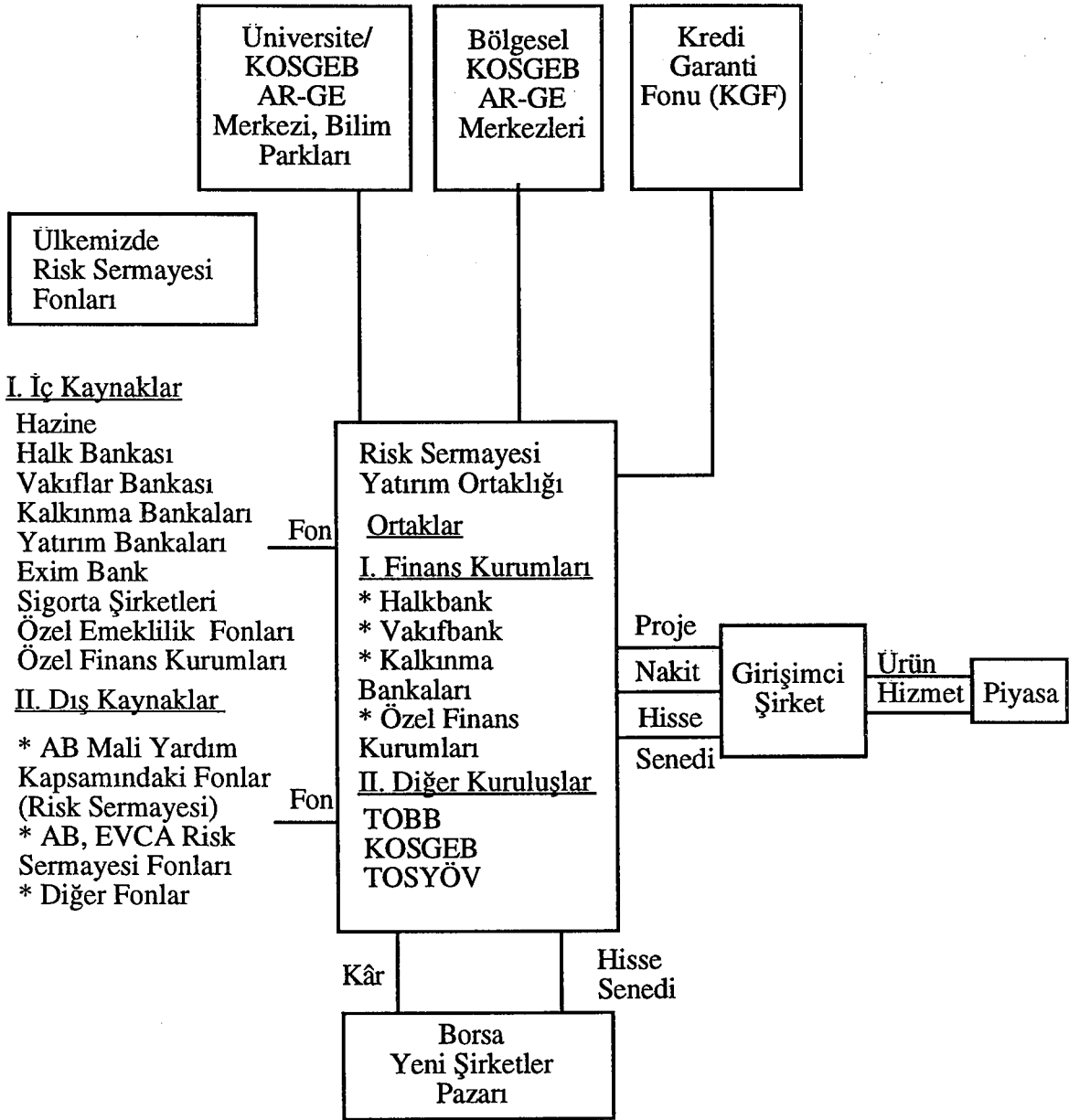
175 YILMAZ, A.g.e., s.41.

Türkiye'ye özgün bir risk sermayesi finansman modeli önerisi:

Hedef kitlesi KOBİ'ler olan risk sermayesi yatırım ortaklığının, Halk Bankası, Türkiye Kalkınma Bankası, Vakıfbank ve benzer bir şekilde uzmanlığa sahip finansal kurumlar yanında, KOBİ'lerden sorumlu uzman kuruluşlar olarak TOBB, KOSGEB, TOSYÖV gibi kurumlarında ortak olarak bir araya gelmesiyle kurulması yararlı görülmektedir. Bilindiği gibi daha önce yasası çıkmış olan KOBİ'lerin KGF (Kredi Garanti Fonu); Türkiye-Almanya Teknik Yardım ve İşbirliği Anlaşması çerçevesinde oluşan bir fon olup, bu fon'un işletimi için görevlendirilen Halkbank, Kredi Garanti Fonu İşletme A.O.'na TOBB, TOSYÖV ve KOSGEB'in ortak olmaları bu konuda güzel ve umut verici bir başlangıç olmuştur.

Ülkemizde özel risk sermayesi şirketlerinin gelişimine yardımcı olacak, ortamı hazırlayarak, RSYO modelinde başarılı olabilecek ve etkinlik alanı oldukça geniş bir uygulamaya örnek teşkil edebilecek KOBİ'ler konusunda uzmanlaşmış, yetkili yarı kamusal ve özel kuruluşların ortaklığı altında kurulmasını öneren görüşümüzün dayandığı mekanizma aşağıda şematik olarak verilmektedir (176). Ülkemizde geliştirilecek bir risk sermayesi finansman modelinin, ülkemiz açısından büyük önem taşıyan Güneydoğu Anadolu'ya yapılacak yeni yatırımlara yönelik düzenlenmesinde, devletin destek ve teşvik vermesi, hem RSYO'ların amaçlarına uygun olarak işlerlik kazanmasına, hem de bu bölgelerdeki KOBİ'lerin kurulmuş ve büyüme aşamalarında finansman ve teknoloji sorunlarının çözülmesi açısından önemli ölçüde katkılar sağlayacaktır.

176 ULUDAĞ, A.g.e., s.211-212.



Şekil 4: Türkiye'ye Özgün Risk Sermayesi Finansman Modeli Önerisi, Proje Değerlendirmesinde ve Prototip Oluşumunda Destek Veren Kuruluşlar

Ülkemizde risk sermayesi uygulamalarının başarıya ulaşabilmesi için öneriler aşağıda verilmiştir:

i. Risk sermayesi sektörünün kurulması aşamasında batı tecrübesinden yararlanmak gerekmektedir. Bu nedenle, özellikle ABD ve Avrupa'da görülen bilim parkları şeklinde,

vakıfları da kapsayacak şekilde üniversite sistemine bağlı üniversite/sanayi işbirliğinde teknoloji üretim merkezleri kurulabilir. bu merkezlere, deneme mahiyetindeki yatırımlar ile verimlilik ölçülebilir.

ii. Türk risk sermayesi sektörü kurulurken devletin sağlayacağı finansman faiz karşılığı kredi esasına değil, ortaklık esasına dayandırılmalıdır. Eğer devlet risk sermayesi şirketlerini faiz karşılığı kredi ile finanse edecek olursa, bu sektörün gelişimi için gerekli olan destek sağlanmamış olacaktır. Zira, bu tür yatırımlar uzun vadede meyvasını verecektir ve kâr potansiyeli ne olursa olsun, belli bir zaman sonunda borcunu faiziyle birlikte geri ödemek zorunda olan risk sermayesi şirketi, ister istemez nakit sıkıntısı içine girecektir.

iii. Türkiye’de yeni buluşların yaratılmasını özendirecek bir ortamın varlığı gereklidir. Bu amaçla düzenlenen sergi ve yarışmaların yaygınlaştırılması ve bu faaliyetlerin sadece TÜBİTAK tarafından değil başka kuruluşlarca da geliştirilmesi ve buluş sahiplerinin ödüllendirilmesi gereklidir. Ayrıca hükümet, şirketlere AR-GE harcamaları üzerinden sağladığı vergi indirimini devam ettirmelidir.

iv. Tüm dünyada risk sermayesi sektörü devlet öncülüğü ve desteği ile başlamış ve gelişmiştir. Bu nedenle devlet, KOBİ’leri, kuracağı risk sermayesi şirketi ile desteklerken, daha önce başka ülkelerde yapılmış hatalara düşmemelidir. Devlet, girişimciyi risk sermayesi ile desteklerken belirli bir miktar ve zaman sınırlaması ile faiz uygulaması getirmemelidir.

v. Risk sermayesi sektörünün Türkiye’de oluşturulmasında devlete önemli görev ve sorumluluklar düşmektedir. Örneğin, risk sermayesi sektörünü desteklemek için, yatırımcıların zararına karşı belli bir oranda garanti sağlanabilir.

vi. Diğer önemli bir konu ise, risk sermayesi şirketi yöneticilerinin, risk sermayesi sistemini tam olarak anlamış olmaları gereklidir. Aksi halde yanlış kararlar alınması

sözkonusu olabilir.

vii. Bilinmesi gereken diğerk bir husus, devletin finanse edeceği girişimci şirketin yönetimine hakim olmaya çalışmaması gerektiğidir. Bilindiği üzere, risk sermayesi şirketi konusunda uzmandır.

viii. Risk sermayesi sisteminin işlemesi için önemli unsurlardan biri de, KOBİ'lerin halka açılmasını sağlamak amacıyla kotasyon koşulları ve masraflarının daha düşük olduğu ikincil bir piyasanın varlığıdır. Risk sermayesi uygulamalarının görüldüğü ülkelerin hepsinde, örneğin, ABD'de NASDAQ, Avrupa Birliği'nde EASDAQ gibi kotasyon şartları daha az olan ikincil piyasalar vardır.

ix. Ülkemizde de İMKB'de İkincil piyasa mevcuttur. Ancak bu piyasanın, dünyadaki örneklerinden farklı olarak kotasyon koşulları birincil piyasa ile aynı olup, bu piyasada az işlem gören şirketler yer almaktadır. Bu'da ülkemiz tezgahüstü piyasalarının gerekliliğini göstermektedir.

x. Diğerk dünya ülkelerinde olduğu gibi Türkiye'de de, risk sermayesi sektörünü teşvik etmek için KOBİ'lere yatırım yapan kurumsal ve bireysel yatırımlara vergi kolaylıkları sağlanmalıdır.

xi. Sermaye piyasasının hızla geliştii ülkemizde, arzulanan ekonomik gelişmişlik düzeyine ulaşmada bir yöntem olarak risk sermayesi finansman modelini uygulamaya koymak için, bazı eksiklikleriyle birlikte, gerekli yasal ve ekonomik alt yapının uygun olduğu görülmektedir. Ayrıca ülkemizde KOBİ'lerin halka açılmalarını kolaylaştırabilmek için sermaye piyasasında şu düzenlemeler yapılmalıdır;

- Mevcut SPK mevzuatında, ABD sermaye piyasası kanunundaki olduğu gibi, KOBİ'lere daha hafif kurallara bağlı olarak belirli yatırımcı gruplarına, hisse senedi ve

tahvil ihraç etme olanağı sağlanmalıdır.

- KOBİ'lerin buldukları il veya belirli coğrafik bölge içinde özel düzenlemelere bağlı olarak hisse senedi ve tahvil ihraç etme imkanı verilmelidir.

- Bu yasal düzenlemeler çerçevesinde KOBİ'lerin ihraç edilen menkul kıymetlerinin alınıp satıldığı tezgah üstü piyasası adı verilen ikincil bir menkul kıymet borsası oluşturulması doğrultusunda adımlar atılmalıdır.

Bu tür düzenlemeler sonucunda oluşturulacak bölgesel pazarlar, KOBİ'lerin sermaye piyasasından ihtiyaç duydukları fonları sağlama imkanı yaratacağı gibi, aynı zamanda risk sermayesi finansman modelinin de etkin bir biçimde işlemesine olanak verecektir.

Risk sermayesi sisteminin uygulanmasında başarıya ulaşılması halinde, ülkemize hem teknolojik ilerleme yaratması ve dolayısıyla rekabetçi avantaj sağlayacağı, hem de yeni iş imkanlarının yaratılması nedeniyle istihdamı artırıcı etkisinin olacağı açıktır.

Özetleyecek olursak, Türk risk sermayesi sektörünün kurulması ve geliştirilmesinde devlete önemli sorumluluklar düşmektedir. Bu yatırımda devletin alacağı rol, devlete ait fonların hisse senedi satın alınarak risk sermayesi şirketlerine aktarılması şeklinde olmalıdır. Bu süreç içerisinde devlet, risk sermayesi şirketlerinin %50'den daha az olmak şartıyla ortak olmalıdır. Ayrıca risk sermayesi şirketleride yine hisse senedi satın almak yoluyla girişimci şirketlere ortak olmalı, kısacası, faizli kredi yerine ortaklık ve risk sermayesi yöntemleri istikrarın sağlanması açısından Türk risk sermayesi sektörüne hakim olmalıdır.

SONUÇ

Ülke ekonomisi içinde önemli bir yeri olan KOBİ'lerin, karşılaştıkları sorunlar nedeniyle ekonomiye beklenen katkıyı sağlamadıkları, fonksiyonlarını tam olarak yerine getiremedikleri görülmektedir. Oysa dünyada KOBİ'ler, daha az yatırım harcamaları ile yeni iş imkanları yaratma ve ekonominin durgunluk dönemlerinde, ekonomik koşullara kolaylıkla uyum sağlayarak istihdam imkanlarını devam ettirmeleri nedeniyle tüm ekonomilerde istihdamın ana kaynağıdır. Sosyal ve ekonomik kalkınmanın bir göstergesi eğer ekonominin çalışmak isteyenlere istihdam imkanı yaratması ise, istihdamın motoru olan KOBİ'ler bu esnek yapıları özellikleri ile sosyal düzenimizin temeli ve ekonomik istikrarın teminatı olacaktır.

Gerek dünyada ve gerekse Türkiye'de KOBİ'lerin temel sorunu finansman yetersizliğidir. Ülkemizde KOBİ'lere sağlanan finansal destek, önemli bir ölçüde kamu ağırlıklı ihtisas bankaları konumundaki Türkiye Halk Bankası, Türkiye Vakıflar Bankası, Türkiye Kalkınma Bankası, Türk Eximbank ve yüksek faiz oranlarına rağmen ticari bankalar tarafından sağlanmaktadır. Ancak bu destek yetersiz olup, KOBİ'lerin özkaynak ve uzun vadeli fon ihtiyacını karşılayabilecek boyutlara ulaşamamaktadır. Ticari bankalar bu tür işletmeleri riskli ve getirilerini yetersiz gördüklerinden ipotekler ile yüksek faiz oranları talep etmekte veya kreditor fonksiyonunu üstlenmekten özellikle kaçınmaktadırlar.

Mevcut yapısı ile KOBİ'lerin aleyhine işlediği açık olan bugünkü finansal sistemimiz içinde, ekonomimizin temel dinamiğini oluşturması gereken, sosyal düzenimizin temeli, istikrarın garantisi ve istihdamın motoru olan KOBİ'lerimizin finansman sorunlarına çözüm bulmak kolay olmayacaktır. Bu nedenle serbest piyasa ekonomisi mantığı çerçevesinde fırsat eşitliğini bütün ekonomik birimlere yaratabilecek bir finansal sistemin geliştirilmesi için yeni model ve yaklaşımların uygulamaya konulması zorunlu olmaktadır. Bu amaçla bizim önerimiz, Türkiye'de risk sermayesi

finansmanı modeli'ni uygulamaya koymak ve Sermaye Piyasası Kanunu'nda yeni düzenlemelere gidilerek KOBİ'lere il bazında menkul kıymet ihraç etme imkanı sağlamak uygun bir yaklaşım biçimi olacaktır.

Risk sermayesi, KOBİ'lere kuruluş, gelişme ve büyüme aşamalarının herhangi birinde hisse senetlerinin devri yoluyla yapılan uzun vadeli bir yatırım olmakla birlikte bu yolla KOBİ'lerin finansman ihtiyacı karşılanırken, hisse senetlerinin sermaye piyasasında hareketlendirilmesinden doğacak kazanç da yatırımcının getirisi olacaktır.

Ülkemizde risk sermayesi sistemi, diğer dünya ülkelerindeki uygulamalarından ve deneyimlerinden yararlanılarak kurulmalı, yaşanmış problemlerin tekrar yaşanmasına izin verilmemelidir. Ancak 1993 yılından günümüze kadar geçen zamanda görülmüştür ki, basit bir adaptasyon denemesi ülkemizde risk sermayesini uygulamaya yetmemiştir. Çünkü, sermaye piyasası ve özel sektör risk sermayesi yatırımı gibi riskli bir sektör için henüz olgunlaşmamıştır. Politik istikrarın sağlanamamış olması, önemli ölçüde bir sermaye yetersizliği ve ekonominin temel göstergelerinin olumsuz sinyaller vermesi risk sermayesi için sadece devlet kaynaklı fonların kullanılmasına sebep olabilmektedir. Risk sermayesi sektörünün oluşturulmasında ideal; özel sektörü teşvik etmek olsa da, ekonomik durum nedeniyle, özel sektörün teknoloji yatırımlarına girememesi nedeni ile zaman kaybedilmektedir. Bu bağlamda ekonomik kalkınmaya hız kazandırmak amacıyla başta bankacılık sektörü olmak üzere finans sektörünün bazı yaptırımlara zorlanması ve bu çerçevede gereken mevzuat değişikliklerinin yapılması gerekmektedir. Ülkemizde yakın bir geçmişi olan risk sermayesi sisteminin kurulması için ilk aşamada devlet desteğinin gerekliliği görülmektedir. Sağlanan destek kredi mantığına değil, ortaklık sistemine dayandırılmalı, ancak devletin ortaklık içindeki payı %50'yi geçmemelidir. Böylece kurulacak sistemin bağımsız bir şekilde örgütlenmesi sağlanacak, yoğun bürokrasi ve korumacılık eğilimleri engellenmiş olacaktır.

Özetlersek, ülkemizde politik istikrarın sağlanamamış olması, sermaye yetersizliği, yüksek oranlı enflasyon, sermaye piyasasının yeterince gelişmemiş olması ve KOBİ'lerin

hisse senetlerinin alınıp satılabileceği tezgah üstü piyasaların olmaması gibi nedenler risk sermayesi finansman tekniğinin kullanılmasını sınırlandırmaktadır. Ülkemizde KOBİ'lere son yıllarda verilmeye başlanan önem çerçevesinde risk sermayesi sisteminin uygulanmasının teşvik edilmesi konusunda bazı ciddi adımların atılmasına ihtiyaç hissedilmektedir. Bu yolla özellikle, içinde bulunduğumuz bilgi ve enformasyon çağında dünya ile rekabet edebilmemizi sağlayacak yeni teknolojilerin üretimini başarabilecek müteşebbislerimizin cesaretlendirilmesi ve desteklenmesi mümkün olacaktır.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- AĞAOĞLU, E. Abdülgaffar: “Türkiye Açısından Girişimcilik Sermayesinin Önemi”,
Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi, Yıl:2,
Sayı:9, aralık 1994.
- AKAN, Murat : “AT’de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler ve Türkiye”,
İktisadi Kalkınma Vakfı Dergisi, Sayı:56, Haziran
1988.
- AKBULAK, Yavuz : “Kaynak Sağlamada Bir Zorunluluk: Halka Açılması”,
Bankacılar Dergisi, Türkiye Bankalar Birliği
Yayınları, Sayı:15, Haziran 1995.
- AKBULUT, Ömer : **Küçük ve Orta Boy İşletmeler**, DPT Yayınları,
Ankara, 1991.
- AKIN, E. Fezal : “Gümrük Birliği Sürecinin KOBİ’lere Getireceği Mali
Yükler ve Bu Yüklerin Hafifletilmesine Yönelik
Olanaklar”, **Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi**,
Yıl:3, Sayı:12, Aralık 1995.
- ALTAY, N. Oğuzhan : “Binlerce Yıllık Finansman Modeli: Risk Sermayesi”,
Ekonomik Vizyon, İzmir Ticaret Odası Dergisi,
Yıl:2, Sayı:66, Mart-Nisan 1993.
- ALTINTAŞ, M. Berna : “Bir Finans Tekniği Olarak Risk Sermayesi (Venture
Capital)”, **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**,
Yıl:8, Sayı:94, Aralık 1986.

- ÇAĞLI, Nuşin : “Risk Sermayesi”, **Girişim Dergisi**, Temmuz-Ağustos 1995.
- ÇAĞLI, Nuşin : “Risk Sermayesi”, **TOSYÖV Girişim Dergisi**, TOSYÖV Yayınları, Sayı:5, Temmuz-Ağustos 1995.
- ÇANAKÇI, Ekrem : **Yatırım Ortaklıkları 1995**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ya.No:46, Ankara, Ağustos 1996.
- ÇETİN, Canan : “KOBİ’ler ve Factoring” **İstanbul Sanayi Odası Dergisi**, Sayı:361, Nisan 1996.
- CANBAŞ, Serpil : “Küçük İşletmeciliği ve Girişimciliği Teşvik Aracı Olarak Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları”, **Türkiye Esnaf-Sanatkâr ve Küçük Sanayi Araştırma Enstitüsü (Tes-Ar) Yayınları**, Ya.No:6, Ankara, 1992.
- DAĞDELEN, Ülkü : “Risk Sermayesi,” **İktisat-İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:7, Sayı:72, Mart 1992.
- DEMİR, Hüseyin,
KARAKAYALI, Ayça : “1996 KOBİ Yılı Çerçevesinde Küçük ve Orta Boy İşletmeler”, **Dış Ticaret Dergisi**, DTM Yayınları, Sayı:2 Temmuz 1996.
- EGE, Ayşe,
ACAR, Ufuk : **Avrupa Topluluğu İle Gümrük Birliği Kapsamında Küçük ve Orta Boy İşletmeler**, KOSGEB Yayınları, Aralık 1993.

- EGE, Ayşe,
EĞİTİM, Şule,
ACAR, Ufuk : **Avrupa Birliği ile Gümrük Birliği Muhtemel Etkiler ve Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler**, KOSGEB Yayınları, Ankara, Aralık 1995.
- FETTAHOĞLU, Abdurrahman **Riziko Sermayesi Finansı, Koşulları ve İşleyişi**", Ankara Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Eğitim Merkezi (KOSEM) Yayınları, Trabzon, 1992.
- GER, Metin : **Risk Sermayesi, 7. Beş Yıllık Kalkınma Planı Özel İhtisas Komisyonu, Bilim ve Teknoloji Özelleştirme İdaresi Başkanlığı (ÖİK) Raporu, DPT Yayınları**, Ya.No:DPT:2357, ÖİK:425, Ankara, Eylül 1994.
- GÜL, Hasan ✎ : **"Risk Sermayesi (Venture Capital)", Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.**, Ankara, 1997.
- GÜVENÇ, Füsün : **"Kredi Garanti Fonunda İkinci Banka Çalışması"**, **Ekonomist Dergisi**, Yıl:6, Sayı:30, 28 Temmuz 1996.
- İŞERİ, F. Esra : **Risk Sermayesi**, Biar Yayınları, Ankara, 1993.
- KARAERKEK, Saadettin : **"Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Dünya'da ve Türkiye'deki Önemi"**, **KOSGEB Yayınları**, Ankara, 1995.
- KAUR, Nurhan : **"Risk Sermayesi ve Türkiye Uygulaması"**, **Kalkınma Dergisi**, Türkiye Kalkınma Bankası Yayınları, Sayı:44, Ekim 1993.

- MASUN, Altın : “Dış Ticaretin Finansmanında Eximbank’ların Rolü ve Türk Eximbank”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl:34, Mart 1997.
- MÜFTÜOĞLU, Tamer : **Türkiye’de ve Orta Ölçekli İşletmeler**, A.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları, 2.Baskı, Ankara, 1991.
- MÜFTÜOĞLU, Tamer,
ESİN, Arif,
BURSA, Murat Sungur,
KIBRISLI, İbrahim,
AKBULUT, Enis Ömer : **Orta ve Küçük İşletmeler Kurulu (OKİK) Raporu**, TOBB Yayınları, Ya.No:251, Ankara, 1993.
- ÖZBALÇIK, Cevdet : “Küçük ve Orta Boy İşletmelerin Sorunları”, **ASO Dergisi**, Yıl: 12, Sayı:93, Temmuz-Ağustos 1988.
- OKTAV, Mete,
ÖNCE, Güneri,
KAVAS, Alican,
TANYERİ, Mustafa : **Orta ve Küçük İşletmeler İhracata Yönelik Pazarlama Sorunları ve Çözüm Önerileri**, Türkiye Ticaret, Sanayi, Deniz Ticaret Odaları ve Ticaret Borsaları Yayınları, Ankara, 1990.
- PARASIZ, İlker,
YILDIRIM, Kemal : **Uluslararası Finansman**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1994.
- SOYDEMİR, Selim : “Risk Sermayesi”, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt:4, Sayı:11, 1994.

- SARIASLAN, Halil : **Orta ve Küçük Ölçekli İşletmelerin Finansal Sorunları Çözüm İçin Bir Finansal Paket Önerisi**, TOBB Yayınları Ya.No:281, Ankara, 1994.
- SARIASLAN, Halil : **Türkiye Ekonomisinde Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler İmalat Sanayii İşletmelerinde Sorunlar ve Yeni Stratejiler**, TOBB Yayınları, Ya.No:309, Ankara, 1996.
- TECER, Meral : **"Hisse Senedi Yatırımları ve Risk"**, **Amme İdaresi Dergisi**, Cilt.27, Sayı:1, Mart 1994.
- TEPEBAŞI, Kemal : **Risk Sermayesi (Venture Capital)**, Ankara Üniv., Avrupa Topluluğu Araştırma ve Uygulama Merkezi, Temel Eğitim Dönemi Çalışması, Ankara, Şubat 1991.
- TOSYALI SARIKAYA, Birgül : **"KOBİ'lerin Türkiye Ekonomisindeki Yeri"** **Ekonomik Vizyon Dergisi**, İzmir Ticaret Odası Yayınları, Yıl:67, Sayı:16, Temmuz-Ağustos 1995.
- TUNCEL, Kürşat : **Risk Sermayesi Finansman Modeli Dünya Uygulamalarının Analizi ve Türkiye İçin Özgün Bir Model Önerisi**, SPK Yayınları, Yayın No.37, Ankara, 1996.
- TUNCER, Selahattin : **"KOBİ Teşvik Politikası"**, **İstanbul Sanayi Odası Dergisi**, Sayı:370, Ocak 1997.
- TUNCER, Selahattin : **"KOBİ Yılı Gerçeği"**, **İstanbul Sanayi Odası Dergisi**, Sayı:370, Ocak 1997.

- TÜRKCAN, Ergun : “Küçük Girişimçi Sermayesi (Venture Capital) Hakkında”, **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Yıl:8, Sayı:93, Kasım 1986.
- ULUDAĞ, İlhan : **Gümrük Birliği Sürecinde KOBİ’ler ve Risk Sermayesi Şirketleri Modeli**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Ya.No: 42, Ekim 1996.
- UZUNOĞLU, Sadi : “KOBİ’ler Nasıl Kurtulur”, **Ekonomik Trend Dergisi**, 30 Haziran 1996.
- ÜNDÜL, Z. Gonca : “Risk Sermayesi”, **İstanbul Sanayi Odası Dergisi**, Sayı:375, Haziran 1997.
- YALÇIN, Mahmut Esat : “Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Sorunları ve Çözüm Önerileri”, **ASO Dergisi**, Yıl:12, Sayı:93, Temmuz-Ağustos 1988.
- YALÇIN, Mahmut Esat : “İtalya’dan KOBİ’lere Destek”, **Asemedya Dergisi**, Ankara, Kasım 1996.
- YEŞİLADA, Atilla : **Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB) Risk Sermayesi Paneli**, Ankara, 9 Haziran 1993.
- YILGÖR, Ayşe Gül : “Risk Sermayesi ve Türkiye Açısından Önemi”, **Hazine Dergisi**, Sayı: 1, Ocak 1996.
- ILMAZ, Cahit : “Venture Capital (Risk Sermayesi)”, **İktisat-İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:8, Sayı:90, Eylül 1993.
- YÖNEZER, Nurhan : “Riskli Güneydoğu’ya Risk Sermayesi”, **Ekonomist Dergisi**, Yıl:4, Sayı:36, 4 Eylül 1994.

"Milli Prodüktivite Merkezi; Küçük ve Orta Boy Sanayi Teşebbüllerinin Sorunları, Çözüm Yolları ve Geliştirilmesi Semineri", **MPM Yayınları**, Ya.No:358, Ankara, 1987.

Resmi Gazete, 6 Temmuz 1993, Sayı:21629.

"Risk Sermayesi Ne zaman Kullanılır?", **Dünya Gazetesi**, 31 Aralık 1992.

Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Tanıtım Bilgileri Broşürü.

"Yedinci Beş Yıllık Kalkınma Planı Özel İhtisas Komisyonu Raporu Mali Sektörde Yeni Araç ve Kurumlar", **T.C. Başbakanlık DPT Yayınları**, Ya.No: DPT: 2453-ÖİK:509, Ankara, Temmuz 1996.

Yeni Yüzyıl Gazetesi, 23 Kasım 1996.

ZAIMOĞLU, Tülay : **Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ya.No:19, Ankara, Mayıs 1995.

Ankara Sanayi Odası Dergisi,“Küçük ve Orta Boy Sanayi İşletmelerinin Sorunları”, **ASO Dergisi**, Yıl:13, Sayı:96, Ocak-Şubat 1989.

“Belçika Riskli Sermayeyi Destekleme Önlemleri”, **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Yıl:8, Sayı:90, Ağustos 1996.

”Ege Finans Merkezi İzmir” Proje Grubu, “Ege Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı” **Ekonomik Vizyon Dergisi**, İzmir ticaret Odası Yayınları, Yıl:68, Sayı:19, Ocak-Şubat 1996.

“Eximbank KOBİ İhracat Kredisi”, **Halk Bankası Yayınları**,El Kitabı.

“Kalkınma İçin Çıkış Noktası Bilim ve Teknoloji”, **Bilim ve Teknoloji Dergisi**,Tübitak Yayınları, Sayı:322, Eylül 1994.

“KOBİ”leri Global Ekonomiye Entegre Olmaları Açısından Sektörel Dış Ticaret Şirketleri”, **ASO Medya Dergisi**, Aso Medya Dosya, Ankara Sanayi Odası yayınları, Eylül 1996.

“KOBİ”ler Devlet Desteği Altında”, **Ekonomik Trend Dergisi**,Sayı:45, 3 Kasım 1996.

”Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi İşletmelerinin Ülkemizdeki Genel Durumu ve Gelişmeleri”, **KOSGEB 1993 Yılı Çalışma Programı**, Ankara, 1993.

“Küçüklere Finansman Dopingi”, **Ekonomi Forum Dergisi**, Şubat 1995.