

Yayın Geliş Tarihi: 02.02.2016
Yayın Kabul Tarihi: 18.02.2016
Online Yayın Tarihi: 13.06.2016

Dokuz Eylül Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi
Cilt:31, Sayı:1, Yıl:2016, ss. 35-56

Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi Finansman Sisteminin Önemi: Türkiye Uygulamaları *

Erkan POYRAZ¹

Yusuf TEPELİ²

Öz

Girişimciliğin finansmanı ile ilgili literatür incelendiğinde bir finansman modeli olarak öne çıkan kavram risk sermayesidir. Gelişmiş ülkelerde uzun zamandır başarı ile uygulanan risk sermayesi; dinamik, yaratıcı ve yenilikçi, finansman gücü yeterli olmayan her aşamadaki girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmelerine olanak sağlayan, aynı zamanda yönetim, pazarlama ve işletme desteği de veren modern bir finansman modelidir. Ancak, Türkiye’de, henüz tam anlamıyla bilinmediğinden ve risk sermayesi teşviklerinin yetersizliğinden dolayı sınırlı sayıda uygulama imkanı bulmuştur. Çalışmanın kapsamı doğrultusunda, risk sermayesi finansmanı alanında Türkiye’deki uygulamaların karşılaştırması yapılmış, ekonomi üzerindeki etkileri incelenmiş, risk sermayesi finansman modelinin girişimleri tetikleyici önemi vurgulanmış, sürdürülebilirlik açısından etkileri üzerinde durulmuş, risk sermayesinin tarafları ve yasa koyucular açısından süreçlerin iyileştirilmesi konusunda öneriler getirilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Girişim, Girişim Finansmanı, Risk Sermayesi, Türkiye

JEL Sınıflandırma Kodları: E22, G24, L26

The Importance of Venture Capital Financing System in Financing Entrepreneurship: Applications in Turkey

Abstract

The prominent concept of venture capital is examined as a financing model to the financing of entrepreneurship according to related literature. Venture capital is used with success in developed countries for a long time. Venture capital is a modern financing model that allows entrepreneurs to perform dynamic, creative, and innovative investment ideas as well as management, marketing and business support without requesting financial strength from those entrepreneurs. However, venture capital has found the limited number of application and has not yet fully known in Turkey due to the lack of incentives. In line with the scope of the study, venture capital financing practices in Turkey is compared, and the impact of these practices on the economy is investigated. This study is highlighted how venture capital financing model triggers initiatives. The study is also focused on the impact of venture capital in terms of sustainability. At last, some recommendations are given on improving the processes in terms of venture capital parties and legislators.

Keywords: Venture, Venture Capital, Turkey

JEL Classification Codes:E22, G24, L26

* Muğla II. Uluslararası Girişimcilik ve Kariyer Sempozyumunda bildiri olarak sunulmuştur.

¹ Prof. Dr., Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, poyraz@mu.edu.tr

² Araş. Gör., Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, yusuftepli@mu.edu.tr

1. GİRİŞ

Teknolojik gelişmenin tüm hızıyla devam ettiği, sınırların ortadan kalktığı günümüzde, halen başarıya ulaşmamış birçok parlak fikrin ya da yetenekli girişimcinin önüne çeşitli engeller çıktığı görülmektedir. Bu engellerin başında finansman zorlukları gelmektedir. Türkiye’de girişimcilerin finansman sorunlarının temelinde, girişimi gerçekleştirebilmek için yeterli fonun sağlanamaması bulunmaktadır. Bankalardaki fonların önemli bir kısmı daha düşük riske ve aldığı kredilere karşılık daha fazla teminat gösterme potansiyeline sahip büyük işletmelere aktarılmaktadır (İştar, 2013: 186). Girişimciler, ellerindeki küçük sermayeler ile işletmelerini oluşturmakta; ancak bu öz sermayeleri hem yatırım hem de pazarda yer almak için yapılacak çalışmalarda yeterli olmamaktadır.

Ticari banka kredileri dış finansman kaynağı olarak önemli bir yere sahiptir. Fakat kredi karşılığı teminat veya ipotek istenmesi ve kredi maliyetlerinin yüksekliği ticari banka kredilerine erişimi de büyük ölçüde engellemektedir (Aydemir, 2005: 2). Yeniliklerle dolu küçük girişimcilerin geleneksel finansman sistemi içerisinde kaynak bulmalarındaki güçlük, belki de büyük ilerlemelere neden olacak yeni fikirlerini geliştirme olanağını ellerinden almaktadır. İşte bu aşamada, işletmelerin finansman ihtiyacını karşılamak için alternatif bir finansman modeli olarak risk sermayesi devreye girmektedir (Korkmaz, 2003: 233). Günümüzde sadece gelişmekte olan ülkelerde değil aynı zamanda gelişmiş ülkelerde birçok dev işletmenin kurulmasına öncülük eden, kar paylaşımı temelli risk sermayesi finansman modelinin, girişimciliğin teşviki için en uygun ortaklık şekillerinden biri olduğunu söylemek mümkündür.

Bu çalışmada ilk olarak risk sermayesi kavramı ve özellikleri üzerinde durulacaktır. Buna bağlı olarak, daha sonra risk sermayesi finansman yönteminin işleyişi hususunda bilgi verilecektir. Son bölümde ise Türkiye’de geçmişten günümüze risk sermayesi finansman yönteminin gelişimi hakkında bilgi verilerek, sistemin geliştirilmesi bakımından önerilerde bulunulacaktır.

2. RİSK SERMAYESİ (VENTURE CAPITAL)

2.1. Risk Sermayesi Kavramı ve Özellikleri

Bütün gelişmiş ülkelerde uzun zaman başarı ile uygulanan risk sermayesi, dinamik, yaratıcı ve yenilikçi, finansman gücü yeterli olmayan her aşamadaki girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmelerine olanak sağlayan, gerektiğinde işletme ve yönetim desteği de veren, hisse karşılığı sermaye aktarımı sağlayan çağdaş bir finansal yöntemdir (Kuğu, 2004: 141). Dolayısıyla risk sermayesinin amacı; uzun vadeli yatırımlarda bulunarak ve gerektiğinde aktif yönetsel destek ve diğer uzmanlık hizmetleri sağlayarak ekonomik değer artışı temin etmek yoluyla portföylerindeki menkul kıymetlerin değerini arttırmak ve bu menkul kıymetleri elden çıkarmak suretiyle yüksek getiri sağlamaktır (Yiğit ve Güner, 2008: 263). Bu nedenle risk sermayesi uzun vadeli ve yüksek getiri sağlamayı amaçlayan bir yatırım aracıdır. Risk sermayesi ortaklığı sonucu ortaya çıkan kar, teknolojik yenilik sonucu oluşan verimlilik artışından elde edilecek kazançtır. Örneğin, 1957 yılında Harvard Üniversitesi'nden Doriof'un girişimiyle kurulan ilk risk sermayesi şirketi, Digital Equipment şirketini desteklemiş ve 15 yıl sonra yatırım 15 kat artış göstermiştir.

Risk sermayesi aslında bir ortaklık türüdür. Ortaklardan biri, teknolojik yenilikler ve gelişmeler sağlayan ve ticari boyutta mal ve hizmetlerin üretilebileceğine inanan girişimcidir. Diğeri ise girişimcinin fikirlerini ciddiye alıp onu sermaye ile destekleyen risk sermayedarıdır. Risk sermayedarı, yeni girişimciler ortaya çıkarmış ve dolayısıyla ekonomiye yeni ürünler girmesini isteyen ve bundan heyecan duyan sermayedar olabileceği gibi, bu işi meslek edinmiş profesyonel risk sermayesi şirketleri de olabilir (Poyraz, 2002: 6). Risk sermayesi sahipleri sadece firmaların kurulması ya da faaliyete geçmesi için gerekli olan finansal desteği sağlamaz aynı zamanda bir broker, yönetim danışmanı ya da üyesi gibi fonksiyon görür. Birikimlerinden elde ettiği yüksek teknoloji bilgiden yola çıkarak neyin yapılması ya da yapılmaması gerektiği konusunda değerli tavsiyelerde bulunurlar (Çetin, 2006: 13).

Risk sermayesi modelinde genel olarak üç taraf bulunmaktadır. Bunlar, yeni pazar ve finansman kaynakları bulup yeni ürün ve örgütlenme biçimleri geliştiren “girişimci”, tasarruflarını girişimcilerin finansmanında kullanılmak üzere risk sermayesi şirketlerinin çıkardığı katılma belgelerine yatıran kişi veya kuruluşlar olan “fon sağlayanlar” ve sermaye sahibi ile finansman ihtiyacı içinde olan girişimcileri bir araya getiren kurum olan “risk sermayesi şirketi”dir (İştar, 2013: 190).

Teknolojik yenilik, sermayeye katılım, yönetime katılım, küçük işletme-hızlı büyüme ve uzun vadeli yatırım (Civan ve Uğurlu, 2002: 81) gibi unsurlardan oluşan risk sermayesinin belli başlı özelliklerini şu şekilde sıralamak mümkündür (Metrik ve Yasuda, 2011: 3).

- Risk sermayesi bir finansal araçtır. Yatırımcıların sermayesini alır ve bu sermaye ile portföy şirketlerine yatırım yapar.
- Risk sermayesi sadece özel şirketlere yatırım yapar. Yatırım yapıldığında, bu şirketler hemen halka açılmazlar.
- Risk sermayesi portföyündeki şirketleri izlemeye ve yardım etmeye aktif rol oynar.
- Risk sermayesi, şirketlerin içsel büyümesine yatırım yapar.
- Risk sermayesinin başlıca amacı, halka arz aracılığı ile mevcut yatırımların getirisini maksimize etmektir.
- Risk sermayedarları destekledikleri girişimlerin kar ve zararına ortak olurlar.
- Risk sermayesi kısa dönemde likit olmayan, genellikle 5-10 yılı kapsayan uzun vadeli bir yatırımdır.

Genellikle elektronik, yazılım, biyoteknik gibi ileri teknoloji ürünleri üreten şirketlere yatırım yapmayı tercih eden risk sermayesi uygulaması ile bir taraftan toplumda yeni ve yaratıcı fikirlerin ortaya çıkarılması sağlanırken; diğer taraftan da

toplumun bilişim çağındaki teknolojik gelişme düzeyine ulaşabileceği unutulmamalıdır (Civan ve Uğurlu, 2002: 84).

2.2. Risk Sermayesi Finansman Türleri

Risk sermayesi şirketleri anonim şirket biçiminde kurulmakla birlikte, sermayeye katılma araçları; adi hisse senetleri, imtiyazlı hisse senetleri, hisse senedine çevrilebilir tahviller şeklinde olup, uzun vadeli kaynak sağlama konusunda avantajları vardır. Risk sermayesi şirketinin kullandığı finansman türleri şu şekildedir (Yiğit ve Güner, 2008: 264).

- Çekirdek Finansmanı (Seed investment),
- Başlangıç Finansmanı (Start-up investment)
- İkinci/Üçüncü Aşama “Büyüme/Genişleme Finansmanı” (Expansionar)
- Köprü yada Destek Finansmanı (Bridge Finance)

Çekirdek Finansmanı: Yeni bir ürün veya hizmetin yaratılması için çekirdek sermayenin sağlanmasıdır. İşletmeye ait projenin, daha önce karşılaşılmamış ihtiyaç duyulur yeni ürün/hizmet üretme ve hızla büyüebilme kapasitesi olan bir pazara sahip olması halinde kullanılabilir (Çoban ve Saban, 2006: 134).

Başlangıç Finansmanı: Kuruluş süreci içinde olan veya yeni kurulmuş, ancak ürününü ticari bir marka olarak piyasaya çıkartmamış işletmelerin finansmanında kullanılır. Risk sermayedarı, parasal desteğin yanı sıra, bilgi ve tecrübesini de yoğun olarak bu dönemde aktarır (Kuğu, 2004:148).

Büyüme Finansmanı: Bu aşamada girişimci şirket, geliştirdiği ürün veya hizmeti başarılı bir şekilde pazarlamaktadır. Ancak, yeni ürün geliştirebilmesi, etkin dağıtım kanallarına ve rekabet gücüne sahip olabilmesi için ek finansman kaynağına ihtiyacı vardır (Gladstone, 1988: 8).

Köprü Finansmanı: Kısa vade denebilecek bir sürede halka açılmak isteyen şirketlerin, ihtiyaç duyduğu fonu temin etmek amacıyla kullanılan risk sermayesi türüdür (Günay ve Basalp, 2011:155).Bu aşamada risk oldukça düşüktür.

2.3. Risk Sermayesi Finansman Modelinde Üstlenilen Riskler

Risk sermayesi yatırımı, genellikle yeni bir teknolojik buluşu hayata geçirmek üzere kurulmuş veya kuruluş aşamasındaki işletmelere yapılır. Bu nedenle fon sağlayan yatırımcı kuruluş, girişimci firmanın geçmiş yıllarına ait finansal verilere sahip olmamaktadır. Ayrıca; yeni bir teknoloji olduğu için, piyasada kıyaslama yaparak tahmin yürütülmesine de engel olmaktadır. Bu durum, risk sermayedarının belirsizlik altında karar vermesine ve riskinin artmasına neden olur (Kuğu, 2004: 145).

Risk sermayedarının yatırım yaptığı proje ister düşük riskli, isterse yüksek riskli olsun, netice itibariyle projenin yapısında var olan bir takım riskler üstlenilmiş olur. Bu riskler fonksiyonel aşamalarına göre, teknolojik risk, yönetim riski, finansman riski, üretim riski, pazarlama riski ve demode olma riski olarak sıralanabilir (Tuna ve İsabetli, 2014: 35).

Teknolojik Risk: Ar-ge çalışmaları sırasında yeterli teknolojik deneyime sahip olunmamasından veya fonun bu aşamayı finanse edecek büyüklükte olmayışından kaynaklanan risktir (Yalçın vd., 2011: 101).

Yönetim Riski: Yatırım yapılan şirket yönetiminin, yönetim işlevlerini yerine getirme yeteneğinden yoksun olabileceği riskidir (Çoban ve Saban, 2006: 133). Risk sermayesi yatırım şirketlerinin aktif katılımı istemeleri bu riskten kaynaklanmaktadır.

Finansman Riski: Üretim aşamasında ürünü pazara taşıyacak ek finansmanın sağlanamama riskidir (Çoban ve Saban, 2006: 133). Bu nedenle safha finansman sistemi benimsenir. Buna göre projenin her safhasında finansal fonlama projenin belli amaçlarını realize etme gücüyle bütünleşmelidir.

Üretim Riski: Kullanılan teknolojinin büyük ölçekli üretime uygun olmaması riskidir. Aynı risk prototipin pazarlanabilir bir ürüne dönüştürülememesinde de söz konusudur.

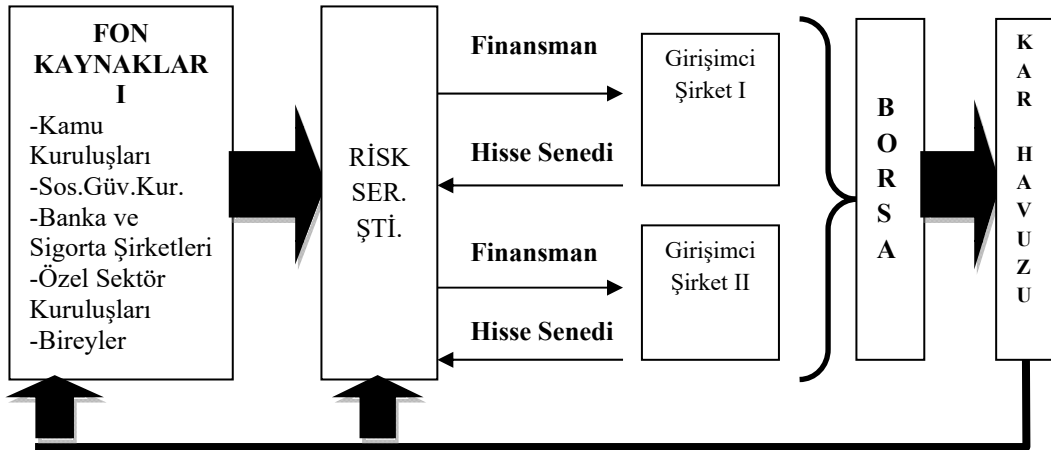
Pazarlama Riski: Ürünün pazarlama aşamasındaki performansını gösterir. Bu riskin değerlendirilmesinde ürünün pazara çıkışı, pazar hacmi ve pazardaki rekabet ortamı ön plana çıkar (Yalçiner vd., 2011: 101).

Demode Olma Riski: İleri teknoloji içeren, yaşam süresi kısa olan ürünlerde, pazar dinamiklerinin yeterli satış hacmine ulaşmadan ürünü demode etme riskidir. Bu durum özellikle elektronik ve bilgisayarda açıkça görülmektedir. Risk sermayesi şirketleri bu tür projelerde daha kısa bir yatırım süresi öngörmektedir (Tuna ve İsaetli, 2014: 36).

Risk sermayesi şirketleri yaptıkları yatırımın yüksek riske maruz oldukları bilinciyle, risklerini azaltmak için girişimlerin gelişimini, faaliyette buldukları sektörleri dikkatlice inceler ve gerektiğinde danışmanlık hizmeti de alarak yatırımlarındaki toplam riski azaltmaya çalışırlar.

2.4. Risk Sermayesi Modelinde Süreç

Risk sermayesi finansmanının tarafları olan fon tedarikçileri, Risk sermayesi şirketleri ve finanse edilen girişimci birey ve işletmeler arasında gerçekleşen ve aşağıda açıklanacak olan risk sermayesi süreci şematik olarak şu şekilde gösterilebilir (Civan ve Uğurlu, 2002: 84).



Şekil 1. Risk Sermayesi Modelinde Süreç

E. POYRAZ – Y. TEPELİ

Risk sermayesi modelinde ilk aşama, risk sermayesi şirketlerinin katılma belgeleri karşılığında, bireysel tasarrufçular, emekli sandıkları, bankalar gibi kaynaklardan uzun vadeli fon temin etmeleridir Risk sermayesi şirketi, bünyesinde toplanan bu fonlar için hiçbir kar payı veya faiz ödemesi taahhüdünde bulunmaz. Bu fonlar diğer yatırım araçlarına oranla daha uzun vadeli ve daha yüksek riske sahiptir. Fonların tutarı ve vade yapısı yeterli büyüklükte ve esneklikte olmalıdır (Kuğu, 2004: 149).

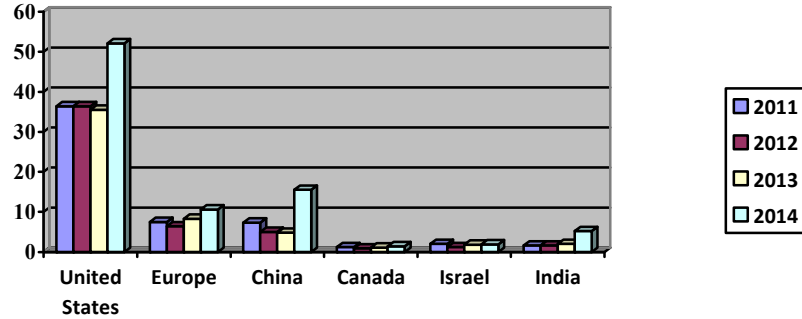
Daha sonraki aşamalar, yenilikçi bir projeye sahip girişimcinin resmi bir iş teklifi hazırlayıp, bunu risk sermayesi şirketine sunması ile başlamaktadır. Risk sermayesi şirketi teklifi uygun bulursa girişimciyi görüşmeye çağırır ve gerekli fizibilite çalışmaları yapıldıktan sonra girişimci bir anonim şirket kurar. Bu aşamalardan sonra risk sermayesi şirketi, finansman sağladığı anonim şirkete ait hisselerin bir bölümü karşılığında sermayeyi girişimciye teslim eder (Çizakça, 1999: 45). Girişimci şirket teknolojik ve ekonomik gelişmesini tamamlayıp belli bir büyüklüğe ulaştıktan sonra risk sermayedarı elindeki hisse senetlerini değerleri en yüksek olduğu noktada satarak yatırımdan beklediği maksimum faydayı sağlamaya çalışır (Poyraz, 2002: 26). Bu süreç kimi zaman 3 yıl ile sınırlı kalmakta, kimi zaman da 10 yıla kadar uzayabilmektedir. Risk sermayesi modeliyle finansman sonrası girişimci şirket iflas ederse yani proje başarısız olursa, risk sermayedarının girişimciden zararını tahsil etmesini istemesi gibi bir durum söz konusu değildir. Zarar risk sermayesi şirketi yani sermayedar yahut yatırımcı tarafından karşılanmaktadır. Girişimcinin zararı ise karşılığını alamadığı emeğidir (Tuna ve İsaetli, 2014: 35).

Esasen sistem yapısı ile bir borsayı andırmaktadır. Nasıl ki şirketler, hisselerinden kar beklentisi olan yatırımcıları ortak olarak bünyelerine katıyorlarsa, risk sermayesinde de durum aynıdır. Beklentilere yatırım yapılır. Risk sermayedarları, beklediği karı elde etmesinin ardından hisselerini devreder ve çıkışın ardından yine farklı girişimlere finansman sağlamaya devam ederler (Uluyol, 2008: 63).

3. DÜNYA'DA RİSK SERMAYESİ

Risk sermayesinin dünya uygulamalarına bakıldığında, bu modelin gelişmiş olduğu ülkelerin hepsinde devlet desteğinin çok önemli boyutlarda olduğu ve her ülkede risk sermayesi girişimlerinde özellikle devletin öncü olduğu görülmektedir (Tuna ve İsabetli, 2014: 37).

2011-2014 yılları arasında Dünya genelinde yapılan toplam risk sermayesi yatırımları bölgesel bazda incelendiğinde Amerika Birleşik Devletlerinin 4 yıllık süreçte en fazla yatırım yapan ülke olduğu, 2014 yılı açısından incelendiğinde de 52,1 milyar \$'lık yatırımla ABD'nin diğer bölgeler toplamında çok daha fazla yatırım yaptığı görülmektedir (statista.com). Ayrıca 2014 yılında Çin ve Hindistan'ın risk sermayesi yatırımlarında %18 gibi büyük bir artış gösterdiği hatta 2014 yılında ilk defa Çin'in risk sermayesi yatırımları toplamının Avrupa'daki toplam yatırım toplamını geçtiği görülmektedir (weforum.org).



Şekil 2. Bölge Bazlı Küresel Risk Sermayesi Yatırımları

Bertoni, Colombo ve Quas 2015 yılında Avrupa'da 846 yatırımcı tarafından 737 şirkette yapılan 1663 risk sermayesi yatırımını ayrıntılı olarak incelemiş ve şu sonuçlara ulaşmışlardır (Bertoni vd., 2015: 548).

Tablo1. Yatırımcı Tipi Bakımından Risk Sermayesi Yatırımları

Yatırımcı Tipi	N	%
Bağımsız Risk Sermayesi	918	55,2
Kurumsal Risk Sermayesi	165	9,9
Bankaya Bağlı Risk Sermayesi	256	15,4
Hükümet	324	19,5
Toplam	1663	100

Avrupa'daki risk sermayesi yatırımları incelendiğinde toplam yatırımın %55,2'sinin bağımsız risk sermayesi yatırımlarının ilk sırada, %19,5 ile hükümet yatırımlarının ikinci sırada yer aldığı görülmektedir. Bu sonuç en başta belirttiğimiz hükümet desteğinin önemini desteklemektedir.

Tablo 2. Yatırım Yapılan Sektör Bakımından Risk Sermayesi Yatırımları

Yatırım Yapılan Şirketin Endüstrisi		
Bilgisayar ve Elektronik Üretim	284	17,1
Biyoteknoloji ve Eczacılık	405	24,4
Diğer İleri Teknoloji Üretim	34	2
Yazılım	568	34,2
İnternet ve Telekomünikasyon	343	20,6
Araştırma Geliştirme ve Mühendislik	29	1,7
TOPLAM	1663	100

Endüstri bakımından Avrupa'daki risk sermayesi yatırımları incelendiğinde %34,2 ile yazılım ilk sırada yer alırken, %24,4 ile biyoteknoloji ve eczacılık ikinci sırada yer almaktadır. Türkiye'de bu endüstri dallarındaki şirketlerin çok az olması ve daha çok makine sanayisine yatırım yapıldığı göz önünde bulundurulduğunda Avrupa'daki risk sermayesi yatırımlarının endüstri bakımından Türkiye'den çok farklı olduğunu söyleyebiliriz.

Tablo 3. Yatırım Yapılan Şirketin Ülkesi Bakımından Risk Sermayesi Yatırımları

Yatırım Yapılan Şirketin Ülkesi	N	%
İngiltere	413	24,8
Fransa	392	23,6
Almanya	294	17,7
Belçika	211	12,7
İtalya	131	7,9
Finlandiya	114	6,9
İspanya	108	6,4

Bertoni, Colombo ve Quas çalışmalarında ayrıca yatırım yapan şirketlerin %77,5'inin yatırım yapılan şirketle aynı ülkede yer aldığını tespit etmişlerdir. Dolayısıyla en fazla risk sermayesi yatırımı yapan Avrupa ülkesinin İngiltere olduğunu söylemek mümkündür.

Tablo 4. Şirketin Yaşı Bakımından Risk Sermayesi Yatırımları

Yatırım Yapılan Şirketin Yaşı		
<1 yıl	378	22,7
1-2 yıl	560	33,7
3-5 yıl	464	27,9
>5 yıl	261	15,7
Toplam	1663	100

Avrupa'da yapılan risk sermayesi yatırımları incelendiğinde yapılan yatırımların %56,4 ile yeni kurulmuş olan 2 yıllık ve daha yeni şirketlere yapıldığı görülmektedir. Ayrıca aynı çalışmada yatırımların %38,8'inin genişleme sermayesi, %37'sinin başlangıç sermayesi, %24,2'sinin ise Çekirdek sermayesi şeklinde yapıldığı görülmektedir.

4. TÜRKİYE’DE RİSK SERMAYESİ

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde karşılaşılan en büyük finansal sorunlardan birisi, kaynak bulmak ve bu kaynakları doğru zamanda, doğru yerlere yatırım olarak yönlendirebilmektir.

Yeterli kaynağa sahip olmayan girişimciler, fikirlerini finanse etmek üzere, TÜBİTAK, KOSGEB, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı gibi çeşitli hibe destek kurumlarına müracaat etmektedir. Hibe destekleri hem kısıtlı hem de prosedür olarak arge yapan firmaları zorlayan süreçlerdir. Bu sebeple birçok firma bu kaynaklara erişememekte ve yenilikçi çalışmalarının ürün haline dönüştürülmesinde başarılı olamamaktadır. Bu noktada, alternatif yatırım aracı olarak risk sermayesi modeli kullanılabilir (Günay ve Başalp, 2011: 163). Ancak Türkiye’de ortaklıkların yapısı incelendiğinde çoğunun kurumsallaşmamış aile işletmeleri halinde varlıklarını sürdürdükleri görülür. Gerek ortaklık kültürünün gelişmemiş olması (İştar, 2013: 188), gerek yasal düzenlemelerin yeterli olmayışı, gerekse de Türk şirketlerinin yönetim yapısında fazla risk almadan minimum yatırımla iş yapma düşüncesinin hakim olması nedeniyle, risk sermayesi yapılanması nadir görülmektedir (Günay ve Başalp, 2011: 156). 1990’lı yılların ortalarından sonra özellikle SPK’nın düzenlemeleriyle harekete geçilmiş, yurtdışı kaynaklı fonların da faaliyet göstermesiyle uygulamaya başlanmıştır. Ancak 2000’li yılların başına kadar pek fazla gelişme gösterememiştir (Tuna ve İsabetli, 2014: 42). Risk sermayesi sisteminin gelişebilmesi için üniversiteler ve sanayi kuruluşları işbirliği sağlanarak teknoparklar kurulmuştur. ODTÜ Teknoparkı ve İzmir Teknoparkı teknoparkların ülkedeki mevcut örneklerindedir. Teknoparklar, teknolojik yeniliklerin oluşturulmasında işletmelere bilimsel destek sağlanmasına imkan sağlayan kuruluşlardır (İştar, 2013: 190).

Dünya genelinde sayısız örnekleri bulunan risk sermayesi yatırım ortaklıklarının Türkiye’deki örnekleri ve faaliyetleri şunlardır.

Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. – Rhea A.Ş.: Türkiye’de kurulan, gerçek anlamdaki ilk risk sermayesi şirkettir. 2009 yılında Rhea Yatırım grubuna

satılan şirket; yazılım, biyoteknoloji, sağlık, enerji, kompozit malzeme ve makine imalat sektörlerini yatırım için öncelikli sektörler olarak belirlemiştir. Şirketin yaptığı yatırımları şu şekilde özetlemek mümkündür.

Şirketin ilk yatırımı, Teknoplazma A.Ş.'dir. Fiziksel buharlaşma yöntemi ile çalışan bir kaplama reaktörünü Türkiye'de ilk kez tasarlamış ve üretmiştir. Vakıf Girişim, Teknoplazma'ya 1 milyon dolar yatırım yapmış, ancak şirket iyi performans gösterememiş ve 2006 yılında tasfiye edilmiştir.

Şirketin ikinci yatırımı, Hepatit A, Hepatit B, HIV gibi çeşitli hastalıklar ile hamileliğin teşhisinde kullanılacak olan çeşitli tanı kitlerini üreten İnova Biyoteknoloji A.Ş.'dir.

Şirketin üçüncü yatırımı ise Ortadoğu Yazılım Hizmetleri A.Ş.'dir. Türkiye'nin ilk internet servis sağlayıcısı TR Net'i kurmuştur.

Şirket, Rhea GSYO A.Ş.'ye satıldıktan sonra yapılan yatırımlar ise şu şekildedir (Rhea GSYO A.Ş. 31.03.2015 Tarihli Yönetim Kurulu Faaliyet Raporu,).

Netsafe Bilgi Teknolojileri A.Ş.'ye Ocak 2010'da yatırım yapmıştır. Kablosuz ağ güvenliği ürünleri ve teknolojileri üreten firmadaki, Rhea A.Ş.'nin girişim payı %100'dür.

Seta Tıbbi Cihazlar İthalat İhracat Pazarlama Ticaret ve Sanayi AŞ, tek kullanımlık tıbbi ekipman ve tüketim malzemeleri üretmektedir. Rhea Girişim Sermayesi Yatırım ortaklığı AŞ'nin bu şirketteki pay oranı 31.03.2015 tarihi itibarıyla %95,59'dur.

Netaş Telekomünikasyon AŞ'ye yatırım yapma amacıyla JP Morgan Chase'in Girişim Sermayesi kolu olan One Equity Partners ile birlikte Hollanda'da kurulmuş olan OEP Turkey Tech B.V.'deki (B.V.) pay sahipliği oranı %19,79'dur. Buna göre Netaş sermayesindeki dolaylı pay oranı % 9,509'dur.

2010 yılında 250.000 TL'ye %100'lük payı alınan Dentistanbul Sağlık Hizmetleri ve Ticaret A.Ş.'den 1 Temmuz 2013'de çıkış yapmıştır. Şirket bu satışı

E. POYRAZ – Y. TEPELİ

alış fiyatının 30 katı olan 7.520.000 TL'ye gerçekleştirilmiştir. (Rhea GSYO A.Ş. 30.09.2013 Tarihli Yönetim Kurulu Faaliyet Raporu).

İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.: Kuruluşunda Dünya Bankası'ndan da destek alan İş Girişim Sermayesi, SPK'nın 5 Ekim 2000 Tarihli kararıyla girişim sermayesi faaliyetlerine başlamıştır. Şirketin yaptığı yatırımları şu şekilde özetlemek mümkündür.

Tablo 5. İş GSYO A.Ş'nin Yatırımları

Çıkış Yapılan Yatırımlar		Devam Eden Yatırımlar	
Şirket Ünvanı	Hisse Oranı	Şirket Ünvanı	Hisse Oranı
Aras Kargo A.Ş.	%20	Radore Veri Mer. A.Ş.	%28,50
Havaş Havaalanları A.Ş.	%6,67	Numnum Yiyecek A.Ş.	%61,664
Dr. F.Frik A.Ş.	%20	Toksöz Spor Malz. A.Ş.	%55
Türkmed Diyaliz A.Ş.	%25,78	Ortopro Tıbbi Alet A.Ş.	%32,5
Ode Yalıtım Sanayi A.Ş.	%17,24	Nevotek Bilişim A.Ş.	%81,24
Beyaz Filo Oto Kir. A.Ş.	%15,69		
Tü yap Fuarcılık A.Ş.	%29,75		
Step Halıcılık A.Ş.	%33,33		
Mars Sinema Turizm A.Ş.	%66,28		
İletişim Tekn. Danış. A.Ş.	%34,98		
Probil Bilgi İşlem A.Ş.	%10		

İş Girişim Sermayesi Aralık 2012 tarihi itibarı ile iştiraklerine toplam 109,4 milyon ABD Doları sermaye aktarmış ve 344,9 milyon ABD Doları tutarında borç plasmanını desteklemiş olup iştirakleri için toplam 454,3 milyon ABD Doları

tutarında kaynak yaratmıştır. Kendisine 3 ila 7 yıl arası çıkış hedefi koyan İş Girişim Sermayesi çıkış yapılan portföy şirketlerinde çıkış tarihi itibari ile artarak %59 oranında büyümüştür. Gerçekleştirilen 11 çıkıştan ABD Doları bazında %26,46 yıllık bileşik getiri elde edilmiştir (isgirisim.com.tr, 2015).

KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.: 2004 yılı sonunda SPK'dan almış olduğu "Portföy Yönetim Belgesi" ile ödenmiş sermayesi 20 milyon TL'ye çıkarılarak faaliyetlerine resmen başlamıştır. Şirketin yaptığı yatırımları şu şekilde özetlemek mümkündür (kobias.com.tr, 2015).

Tablo 6. KOBİ GSYO A.Ş.'nin Yatırımları

Çıkış Yapılan Yatırımlar		Devam Eden Yatırımlar	
Şirket Ünvanı	Hisse Oranı	Şirket Ünvanı	Hisse Oranı
ATB İktisadi İşlet. A.Ş.	%20	Butech Makine San A.Ş.	%71,8
		Makim Makine San A.Ş.	%38
		İntermak Makine San A.Ş.	%40
		Imicryl Diş Malz. San A.Ş.	%40
		Uçak Plastik Kalıp A.Ş.	%40
		Emd Medical A.Ş.	%45
		Emd Savunma Tekn. A.Ş.	%35
		SL Enerji LEd Ayd. A.Ş.	%45

ATB İktisadi İşletmesi A.Ş. ile yapılacak yatırımdan vazgeçilmesi sonucu ATB A.Ş.'nin sermayesi 11.999.999 TL azaltılarak çıkış gerçekleştirilmiştir.

Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.: 2011 yılı Temmuz ayında Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. adıyla kurulan şirket öncelikli

E. POYRAZ – Y. TEPELİ

olarak finans, bilişim ve teknoloji, perakende, temiz/yenilenebilir enerji, gayrimenkul&lojistik ve tarım alanlarında yatırıma ağırlık vermektedir.

Tablo 7. Gözde GSYO A.Ş.'nin Yatırımları

Çıkış Yapılan Yatırımlar		Devam Eden Yatırımlar	
Şirket Ünvanı	Hisse Oranı	Şirket Ünvanı	Hisse Oranı
Karma Tarımsal Ürt.A.Ş.	%99,99	Şok Marketler Tic. A.Ş.	%39
Exper Bilgisayar A.Ş.	%67	Ziylan Mağazacılık A.Ş.	%11,5
Medyasoft Bilgi Sis. A.Ş.	%62,3	Kümaş Manyezit A.Ş.	%51
Kaynak Fin. Kir. A.Ş.	%45	Makina Takım A.Ş.	%83,14
		Azmüsabat Tic. A.Ş.	%48,81
		Penta Teknoloji A.Ş.	%54,30
		Türkiye Finans Kat. A.Ş.	%10,57
		Albaraka Türk Kat. A.Ş.	%0,24
		Kuveyt Türk Katılım A.Ş.	%0,012
		Yenilikçi Yapı Malz. A.Ş.	%51
		Üçyıldız Tarım San. A.Ş.	%100
		Saf Gayrimenkul Yat. A.Ş.	%0,52

Karma Tarımsal Üretim ve Ticaret A.Ş.'de sahip olunan toplam 15.000.000-TL nominal değerli ve %100 oranındaki payların tamamı Kerevitaş Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ye 21.500.000-TL bedel karşılığında satılmıştır (Gözde GSYO A.Ş. 31.03.2015 Tarihli Yönetim Kurulu Faaliyet Raporu). Exper Bilgisayar A.Ş. ve Medyasoft Bilgi Sis. A.Ş.'nin tüm hisseleri Penta Teknoloji A.Ş.'ye satılarak çıkış

yapılmış ve toplamda 1.039.998 TL kar edilmiştir (Gözde GSYO A.Ş. 31.12.2012 Tarihli Yönetim Kurulu Faaliyet Raporu, s.60.).

Egeli & Co Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.: İlk olarak 2013 Ocak ayında Enda Enerji Holding A.Ş. hisselerinin %4,2'sini satın almış ve hisselerini 2013 yılı içindeki satın alımlarla %5,34'e yükseltmiştir. Daha sonra, 2011 tarihinde EGC Yatırım Holding'in %50 ortaklığı ile kurulan Karesi Jeotermal'deki hisseleri Şubat 2013 tarihinde devralmıştır. EGC Girişim ayrıca, 2014 Haziran'da büyük ölçekli mobil gaz türbinleri kiralama faaliyetinde bulunmak üzere 17,1 milyon TL ödenmiş sermaye ile %100 iştirak şeklinde Eurasia Enerji Yatırımları'nı kurmuştur. 2014 yılsonu EGC Girişim, %50 oranında iştirak olduğu jeneratör bakım servisi, kiralama hizmeti ve satış çözümleri sunmakta olan JKS Enerji Güç Sistemleri'ndeki paylarını şirket ortaklarına satışını yaparak yatırımdan çıkış yapmıştır (www.eglyo.com/tr/kurumsal/hakkimizda).

Anadolu Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.: Misyonu, gelişme ve büyüme potansiyeli olan küçük ve orta ölçekli şirketlerin Türkiye ekonomisine katkı sağlayacak projelerine yatırım yaparak sermaye desteği sağlamak , finansal ve yönetsel danışmanlık hizmeti sağlamak olan belirleyen Anadolu GSYO A.Ş.'nin yatırımları şu şekildedir (anadolugirisim.com/tr, 2015).

Tablo 8. Anadolu GSYO A.Ş.'nin Yatırımları

Çıkış Yapılan Yatırımlar		Devam Eden Yatırımlar	
Şirket Ünvanı	Hisse Oranı	Şirket Ünvanı	Hisse Oranı
Oylum Sinai Yat. A.Ş.	%12,7	Ulaşlar Day.Tük.San. A.Ş.	%6,83
Tepa Tıbbi Ürünler A.Ş.	%24,67		

Anadolu GSYO A.Ş., Oylum A.Ş.'den çıkışı neticesinde %15,3, Tepa A.Ş.'den çıkışı neticesinde ise %281 getiri elde etmiştir.

E. POYRAZ – Y. TEPELİ

Gedik Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.: En az 10.000.000 TL cirosu olan firmalarla yatırım ortaklığına giren Gedik SSSYO A.Ş., yatırımdan çıkmak için ideal olarak 2 sene içinde bir likidite opsiyonunu oluşturmayı hedeflemektedir.

TURKVEN: Türkiye’deki ilk bağımsız girişim sermayesi şirkettir. Migros’un %98’inin 3,2 milyar USD’ye satın alınması işlemi ile Türkiye’de gerçekleşen en büyük girişim sermayesi yatırımını gerçekleştirmiştir. Şirketin yaptığı yatırımları şu şekilde özetlemek mümkündür (turkven.com/tr, 2015).

Tablo 9. Turkven A.Ş.’nin Yatırımları

Çıkış Yapılan Yatırımlar		Devam Eden Yatırımlar	
Şirket Ünvanı	Hisse Oranı	Şirket Ünvanı	Hisse Oranı
UNO	%50	Medicalpark	%65
Pronet	%50	Ziylan Filo	%50
Intercity Filo	%40	Doğtaş	%50
Roma Plastik	%100	Domino’s Turkey	%100
Provus Ödeme Sis.	%70	Koton	%50
Tekin Acar Kozmetik	%40	Doğa Okulları	%50
NGM Medya Paz.		Golf Dondurmaları	%25
Trendtech Medya	%50	Mavi Jeans	%35
		Migros	%98

Turkven bugüne dek 17 şirkete katkıda bulunmuştur ve bu şirketlere 4 milyar doların üzerinde plasman yapmıştır. Çıkışını gerçekleştirdiği yatırımlarını oldukça yüksek karlara satan TURKVEN alanında Türkiye’nin ileri gelen firmalarından biri konumundadır.

İLAB Venture: Access Turkey Capital Group bünyesinde yüksek büyüme potansiyeli olan sektörlerdeki şirketlere ve projelere yatırım yapmak üzere kurulan ve interneti çalışmalarının odağına alan bir girişim sermayesi şirkettir. Şirketin en önemli yatırımları; cimri.com, emlakjet.com, gittigidiyor.com, hangikredi.com, kariyer.net, neredekal.com, sigortam.net gibi internet alanında önemli yer edinmiş sitelerdir (ilab.com.tr, 2015).

KOSGEB aracılığıyla desteklenen Altınay robot firması ise Türkiye'nin ilk robotunu yaparak otomotiv sektörüne büyük işlerlik kazandırmıştır. Yine 2001 yılında Koç Holding bünyesindeki yeni girişim araştırma ve uygulama birimi tarafından risk sermayesi finansmanı ile Biletix Bilet ve Organizasyon A.Ş. faaliyete geçmiştir. Çeşitli organizasyonlara internet üzerinden on-line rezervasyon ve bilet hizmeti veren şirket, Türkiye'de türünün ilk örneğidir (Kuğu, 2004: 152).

5. SONUÇ

Türkiye'de her ne kadar risk sermayesi alanında ifade edilen gelişmeler olmuşsa da, tam anlamıyla risk sermayesi uygulamalarının yeterli olduğundan söz etmek mümkün değildir. Bunun başlıca nedenleri arasında yüksek enflasyon, ekonomik istikrarsızlık ve bilime yeterince destek verilmemesi sayılabilir. Örneğin, risk sermayesi finansman modeli, özellikle ABD, İngiltere, Japonya, Almanya gibi gelişmiş ülkelerde, buralardaki bilim adamlarının kardan %20 dolaylarında pay almalarının yeni proje üretmeleri üzerindeki teşvik edici etkisi nedeniyle, teknolojinin ilerlemesine katkı sağlayan en önemli unsurlardan biri olmuştur. ABD'de kar-zarar esasına dayalı finansman kullanım oranı %90'ları bulmuş, faizli kredi yoluyla gerçekleşen yatırımlar %10 seviyelerine düşmüştür (İştar, 2013: 192). Türkiye'de de yenilikçi düşünmenin teşvik edilmesi, beyin göçünü engelleyici rol oynayacağı gibi risk sermayesi finansman modelini geliştirecek dolaylı yoldan işsizlik problemini çözmeye de katkı sağlayacaktır.

Türkiye'de de risk sermayesi finansman modelinin geliştirilmesi için şunlar önerilebilir.

E. POYRAZ – Y. TEPELİ

- Girişimcilerin ve fon sahiplerinin risk sermayesi konularında bilgilendirilmesi çerçevesinde KOSGEB gibi kurumlar aracılığıyla eğitim seminerleri verilebilir.
- İngiltere’de Venture Capital Reports adlı dergi finansman talebinde bulunan girişimcilerin gönderdiği iş planlarını inceleyerek uygun bulduklarını yayınlamakta, böylece risk sermayesi şirketi ön elemeyen geçirilmiş projeler hakkında bilgi sahibi olmaktadır (İpekten, 2006: 405). Benzer bir uygulamayla Türkiye’de de girişimci ve yatırımcının birbirinden haberdar olması sağlanabilir.
- ABD, 1978’den sonra çıkardığı yasalarla risk sermayesi yatırımlarından kaynaklanan gelir vergisi muafiyetini artırarak emeklilik fonlarının önemli bir bölümünün risk sermayesi fonlarına aktarılmasını teşvik etmiştir. Böylece 1980 yılında 1,2 milyar \$ fon kullanılırken, 2000 yılında bu rakam 60 milyar \$ seviyesine ulaşmıştır (Kuğu, 2004: 144). Türkiye’de de gelir vergisi muafiyeti sayesinde risk sermayesi yatırımları daha cazip hale getirilebilir.
- Öte yandan girişimcilerin yeniliklerinin korunması için gerekli patent ve lisans yasalarının uygulanmaya konması da risk sermayesinin gelişmesinde önemli rol oynayacaktır.

KAYNAKÇA

AYDEMİR, O. (2005), *Teknoparklar ve Risk Sermayesi Finansmanı: ODTÜ Teknokent ve Ankara-Cyberpark İşletmelerinde Bir Uygulama*, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Afyon.

BERTONI, F., COLOMBO, M. G., QUAS, A. (2015), “The Patterns of Venture Capital Investment in Europe”, *Small Bus Econ*, 45, 543-560.

CİVAN, M. ve UĞURLU, M. (2002), “Risk Sermayesi Finansman Modeli ve Gaziantep İlinde KOBİ’lerin Halka Açılmasına Yönelik Model Önerisi”, *Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 21(1), 79-109.

ÇETİN, M. (2006), “Bölgesel Kalkınmada Sosyal Ağların Rolü: Silikon Vadisi Örneği”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 21(1), 1-25.

ÇİZAKÇA, M. (1999), *İslam Dünyasında ve Batı’da İş Ortaklıkları Tarihi*, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul.

ÇOBAN, M., SABAN, M. (2006), “Türkiye’de Risk Sermayesi Uygulaması ve Sorunları”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 31, 131-140.

GLADSTONE, D. (1988), *Venture Capital Handbook*, Prentice Hall Englewood Cliff, New York.

GÜNAY, S. G., BAŞALP, A. (2011), “Girişimciler, Melek Yatırımcılar ve Risk Sermayesi Firmaları Arasında Kurulacak Bir Ağ, Bu Ağın Yapısı ve Önemi”, *Business and Economics Research Journal*, 2(2), 153-164.

<http://www.rheagirisim.com/tr/faaliyet-raporlari>, (25.07.2015).

<http://www.isgirisim.com.tr/TR/tarihce.asp>, (25.07.2015).

http://kobias.com.tr/web/yatirim_portfoyu.html, (27.07.2015).

<http://www.gozdegirisim.com.tr/fl/31-03-2015...faaliyet-raporu/427.aspx>, (27.07.2015).

<http://www.gozdegirisim.com.tr/fl/31-12-2012...faaliyet-raporu/300.aspx>, (27.12.2015).

<http://www.eglyo.com/tr/kurumsal/hakkimizda>, (27.07.2015).

<http://www.anadolugirisim.com/tr/page.asp?id=65>, (27.07.2015).

<http://turkven.com/tr/yatirimlar.htm>, (27.07.2015).

<http://www.ilab.com.tr/index-TR.html#.VbYotKTtIHw>, (27.07.2015).

<http://www.statista.com/statistics/319927/global-venture-capital-investment/>, (17.02.2016).

https://www.weforum.org/agenda/2015/07/which-countries-have-the-most-venture-capitalinvestments/?utm_content=buffer9e159&utm_medium=social&utm_source=twitter.com&utm_campaign=buffer, (17.02.2016).

İPEKTEN, O. B. (2006), “Risk Sermayesi Finansman Modeli”, *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 7(1), 385-408.

- İŞTAR, E. (2013), “Alternatif Bir Finansman Modeli Olarak Risk Sermayesi”, *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 12(46), 183-198.
- KORKMAZ, S. (2003), “Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin (KOBİ) Pazarlama ve Finansman Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesinin Kullanılabilirliği Üzerine Bir Araştırma”, *Ticaret ve Turizm Eğitimi Fakültesi Dergisi*, 2, 233-258.
- KUĞU, T. D. (2004), “Finansman Yöntemi Olarak Risk Sermayesi”, *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 11(2), 141-153.
- METRİK, A., YASUDA, A. (2011), *Venture Capital & The Finance of İnovation*, 2. Baskı, John Willey&Sons Inc., New Jersey.
- POYRAZ, E. (2002), *Risk Sermayesi Finansman Sisteminin Türkiye Konaklama Endüstrisi Açısından Önemi ve Uygulanabilirliği (Bir Model Önerisi)*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- TUNA, A. K., İSABETLİ, İ. (2014), “İnovasyonun Finansmanı ve Risk Sermayesi”, *İktisat Fakültesi Mecmuası*, 64(1), 27-47.
- ULUYOL, O. (2008), “Girişimcilikte Alternatif Bir Finansman Modeli Olarak Melek Finansman Yöntemi”, *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi*, 3(2), 43-68.
- YALÇINER, K., TANRIÖVEN, C., BAL, H., AKSOY, E.E., KURT, Ç. (2011), *Finansal Teknikler ve Türev Araçlar*, Detay Yayıncılık, Ankara.
- YİĞİT, M., GÜNER, Ü. (2008), “Dış Ticaret ve Girişimcilik Perspektifinden Türkiye’de Risk Sermayesi”, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 20, 257-276.