

KATILIM FİNANS MANİ

**Katılım Bankacılığı ve
Girişim Sermayesi**

Dr. Halil İbrahim BULUT

Dr. Bünyamin ER

KATILIM FİNANSMANI

Katılım Bankacılığı ve Girişim Sermayesi

Dr. Halil İbrahim BULUT

Dr. Bünyamin ER



TÜRKİYE
KATILIM BANKALARI BİRLİĞİ

Türkiye Katılım Bankaları Birliği
Yayın No:3

KATILIM FİNANSMANI
Katılım Bankacılığı ve Girişim Sermayesi

İstanbul, 2012

Yayın Editörü
Aydın Yabanlı

Kapak Tasarımı
CPR İletişim

Baskı - Cilt
İkramat Ofset
Mevlana Cad. No: 90/B Zeytinburnu / İstanbul
Tel: 0 212 664 50 44

İletişim Adresi
Türkiye Katılım Bankaları Birliği
Kısıklı Cd. No:22 Altunizade Üsküdar/İstanbul
Tel: 0216 651 94 35 Faks: 0216 651 94 39
bilgi@tkbb.org.tr www.tkbb.org.tr

Bu kitapta yer alan görüşler müelliflerine aittir.
Kaynak gösterilmek şartıyla herhangi bir bölümünden alıntı yapılabilir.

İÇİNDEKİLER

Takdim.....	15
Teşekkür Ederiz.....	17
Sunuş.....	18

Birinci Bölüm

Katılım Bankaları ve Girişim Finansmanı: Mevcut Durum

1. Türkiye’de Bankacılık Sistemi ve Katılım Bankacılığı.....	22
1.2. Katılım Bankacılığında Fon Kullandırma	29
1.2.1. Kurumsal Finansman Desteği (Murabaha).....	29
1.2.2. Bireysel Finansman Desteği.....	30
1.2.3. Finansal Kiralama (İcara)	31
1.2.4. Mal Karşılığı Vesaikin Finansmanı	31
1.2.5. Kâr-Zarar Ortaklığı Yatırımları	32
1.3. Katılım Bankaları ve Girişim Finansmanı.....	33
1.4. Katılım Finansmanına Doğru: Faizsiz Finansmanda Finansal Yenilik İhtiyacı	42

İkinci Bölüm

Katılım Finansmanının Genel Çerçevesi

2. Katılım Finansmanının Genel Çerçevesi	48
2.1. Katılım Finansmanı	48
2.2. Katılım Finansmanının Özellikleri.....	50
2.3. Katılım Finansmanına İştirak Nedenleri.....	52
2.4. Katılım Finansmanının Avantajları ve Dezavantajları.....	55

Üçüncü Bölüm

Risk Sermayesi ve Ekonomik Etkileri

3. Risk Sermayesi ve Ekonomik Etkileri	62
3.1. Genel Açık.....	62
3.2. Risk Sermayesi ve Genel Ekonomik Etkileri.....	65
3.2.1. Risk Sermayesi, Ekonomik Büyüme ve İstihdam.....	66

3.2.2. Risk Sermayesi ve İnovasyon	73
3.2.2.1. Genel Olarak İnovasyon	73
3.2.2.2. Risk Sermayesi ve İnovasyon İlişkisi	75

Dördüncü Bölüm

Katılım Finansman Piyasasının Organizasyonu

4. Katılım Finansman Piyasasının Organizasyonu	82
4.1. Girişimciler	82
4.2. Yatırımcılar (Sermayedarlar)	83
4.2.1. Katılım Bankaları	84
4.2.2. Özel Emeklilik Fonları	85
4.2.3. Kamu Emeklilik Fonları	85
4.2.4. Bağışlar ve Vakıflar	86
4.2.5. Holding Bankaları ve Ticari Bankalar	86
4.2.6. Sigorta Şirketleri	87
4.2.7. Yatırım Bankaları	88
4.2.8. Zengin Aileler ve Bireyler	88
4.2.9. Finansal Olmayan Kurumlar	89
4.2.10. Devlet (Hükümet)	89
4.3. Katılım Finansman Şirketleri	91
4.3.1. Öz Sermayeli Katılım Finansman Şirketleri	91
4.3.1.1. Katılım Finansman Şirketi Yöneticilerinin Ücret Politikası ..	93
4.3.1.2. Katılım Finansman Şirketi Yöneticileri ile Şirketin Yatırımcıları Arasındaki İlişkiler	94
4.3.1.2.1. Acente Maliyetleri	95
4.3.1.2.2. Operasyon Maliyetleri	96
4.4. Katılım Finansman Sektöründe Yatırımcılar Olarak Büyük Sanayi Kuruluşları (Kurumsal Katılım Finansmanı)	97
4.4.1. Büyük Sanayi Şirketlerinin Katılım Finansman Şirketlerine Yatırım Yapmasının Avantaj ve Dezavantajları	98
4.4.1.1. Katılım Finansman Şirketleri Açısından	98
4.4.1.2. Büyük Sanayi İşletmeleri Açısından	98
4.4.2. Büyük Sanayi Şirketlerinin Katılım Finansman Şirketlerine Yatırım Yapmasının Etkileri	99
4.4.2.1. Katılım Finansman Şirketleri Açısından	99

4.4.2.2. Büyük Sanayi Şirketleri Açısından:	99
4.4.2.3. Politika Yapıcıları Açısından	101
4.5. Yatırımcıların Katılım Finansman Şirketlerini Seçmeleri.....	101

Beşinci Bölüm

Katılım Finansmanı Türleri: Risk Sermayesi

5. Katılım Finansman Türleri: Risk Sermayesi	104
5.1. Risk Sermayesinin Tanımı, Kapsamı ve Nitelikleri.....	104
5.2. Risk Sermayesi Sektöründe Taraflar	110
5.2.1. Mucit	110
5.2.2. Girişimci.....	110
5.2.3. Risk Sermayedarı	111
5.2.4. Risk Sermayesi Şirketleri.....	112
5.3. Risk Sermayesi Finansman Modelinin Aşamaları	113
5.3.1. Sermaye Toplama Aşaması	113
5.3.2. Yatırım Aşaması.....	116
5.3.3. Büyüme ve Gelişme Aşaması	118
5.3.4. Yatırımdan Çıkış	118
5.4. Konvansiyonel Olmayan Risk Sermayesi	120
5.4.1. Konvansiyonel Olmayan Risk Sermayesi Kurumlarının Özellikleri	122
5.4.2. Konvansiyonel Risk Sermayesi Şirketlerinin Metropol Olmayan Bölgelerde Yatırım Yapmama Nedenleri	123

Altıncı Bölüm

Katılım Finansmanı Türleri: Özel Sermaye Fonları

6. Katılım Finansman Türleri: Özel Sermaye Fonları	126
6.1. Genel Bilgiler	126
6.2. Özel Sermaye Fonunun Tanımı	127
6.3. Özel Sermaye Fonu Yatırımında İlişkiler	128
6.4. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Özel Sermaye Fonu.....	129
6.5. Özel Sermaye Fonu Piyasası	131
6.5.1. Özel Sermaye Fonu Piyasasının Tanımı	131
6.5.1.1. Melek Piyasa	131

6.5.1.2. Tezgahüstü Özel Sermaye Fonu Piyasası	133
6.5.2. Özel Sermaye Fonu Piyasasının Organizasyonu	134
6.5.2.1. Yatırımcılar	134
6.5.2.2. Aracılar	136
6.5.2.3. İhraççılar.....	137
6.6. Özel Sermaye Fonu Süreci	139
6.6.1. Fon Toplama	139
6.6.2. Yatırım	141
6.6.3. Yatırımdan Çıkış	141

Yedinci Bölüm

Katılım Finansmanı Türleri: Mudaraba ve Muşaraka

7. Katılım Finansman Türleri: Mudaraba ve Muşaraka	144
7.1. Mudaraba Finansmanı	144
7.1.1. Tanımı, Kapsamı ve İşleyişi.....	144
7.1.2. Mudaraba Finansmanının Özellikleri	148
7.1.3. Mudaraba Finansmanının Ekonomideki Rolü	149
7.2. Muşaraka Finansmanı.....	150
7.2.1. Tanımı, Kapsamı ve İşleyişi.....	150

Sekizinci Bölüm

Katılım Finansman Türleri Arasındaki İlişkiler ve Mikrofinansman

8. Katılım Finansman Türleri Arasındaki İlişkiler ve Mikrofinansman.....	156
8.1. Genel Olarak.....	156
8.2. Mudaraba ve Risk Sermayesi.....	156
8.3. Mudaraba ve Muşaraka	164
8.4. Risk Sermayesi ve Özel Sermaye Fonları	165
8.5. Mikrofinansman	166

Dokuzuncu Bölüm

Katılım Finansman Modelinde Yatırım Süreci

9. Katılım Finansman Modelinde Yatırım Süreci	172
9.1. Genel Açıklama	172

9.2. Katılım Finansmanı Yatırım Faaliyet Süreci	176
9.2.1. Katılım Finansman Tekliflerinin Araştırılması	178
9.2.1.1. Aracı Kullanılması	178
9.2.1.2. Direk Temas Kurma	180
9.2.2. Katılım Finansman Tekliflerinin Ön Analizi	182
9.2.2.1. Yatırım Miktarı	182
9.2.2.2. Teknolojik ve Sektörel Boyut	183
9.2.2.3. Girişimin Coğrafi Konumu	185
9.2.2.4. Girişimin Finansman Aşaması	185
9.2.3. Katılım Finansman Tekliflerinin Ayrıntılı Analizi	187
9.2.4. Ortaklığın Şekillendirilmesi	193
9.2.4.1. Finansman Araçlarının Seçimi	194
9.2.4.1.1. Adi Hisse Senedi	194
9.2.4.1.2. İmtiyazlı Hisse Senetleri	195
9.2.4.2. Yatırımın Riski-Beklenen Getiri İlişkisi	198
9.2.4.2.1. Yatırımın Riski	198
9.2.4.2.2. Yatırımın Getirisi	200
9.2.4.3. Girişimin Fiyatlandırılması	202
9.2.4.4. Girişimde Oy Kontrolü	204
9.2.4.5. Finansman Sunma Dönemlerinin Zamanlaması	205
9.2.4.6. Yönetim Kurulu	206
9.2.4.7. Yatırımların Nakde Dönüştürülmesi	207
9.2.5. Katılım Finansman Yatırımlarının Nakde Dönüştürülmesi	208
9.2.5.1. Halka Açılma	209
9.2.5.1.1. Katılım Finansman Şirketi ve İlk Halka Arzdaki Fiyatlandırma Üzerine Olası Etkisi	212
9.2.5.2. Girişimin Girişimci Takımı Tarafından Satın Alınması	214
9.2.5.3. Girişimi Başka Bir İşletmenin Alması	216
9.2.5.4. Girişim İçin Yeni Bir Yatırımcı Bulmak	216

Onuncu Bölüm

Katılım Finansmanında Yatırım Aşamaları

10. Katılım Finansmanında Yatırım Aşamaları	220
10.1. Genel Açıklama	220

10.2. Erken Aşama Finansmanı	221
10.2.1. Çekirdek Sermayesi Aşaması	221
10.2.2. Başlangıç Aşama Yatırımı	225
10.2.3. Erken Gelişme Aşama Yatırımı	226
10.3. Geç Aşama Yatırımları	228
10.3.1. Genişleme Aşaması Yatırımı	228
10.3.2. Köprü Aşaması Finansmanı ve Likiditasyona Hazırlama Finansmanı	229
10.3.3. Likidite Aşaması Finansmanı	230
10.3.4. Turnaround Finansmanı	231
10.3.5. Buy-Out Finansmanı	233

Onbirinci Bölüm

Katılım Finansmanında Girişim Değerlemesi: Değerleme Metodolojisinin Belirlenmesi

11. Katılım Finansmanında Girişim Değerlemesi: Değerleme Metodolojisinin Belirlenmesi	238
11.1. Genel Açıklama	238
11.2. Gerçeğe Uygun Değer ve Değerleme Metodolojileri	240
11.2.1. Gerçeğe Uygun Değer	240
11.2.2. Değerleme Prensipleri	242
11.2.3. Değerleme Metodolojileri	243
11.2.3.1. Genel Olarak Değerleme Metodolojileri	243
11.2.3.2. Uygun Değerleme Metodolojisinin Seçimi	243
11.2.3.2.1. Son Yatırımın Fiyatı	244
11.2.3.2.2. Kazançlar Çarpanı	245
11.2.3.2.3. Net Varlıklar	247
11.3. Katılım Finansmanı Destekli Girişimlerin Fiyatlandırılması	247
11.3.1. Yatırımların İncelenmesi Aşaması	248
11.3.1.1. Ön Eleme İncelemesi	249
11.3.1.2. İşletme İncelemesi	251
11.3.1.3. Yasal İnceleme	251
11.3.1.4. Finansal İnceleme	251
11.3.2. Yatırımın Risk – Getiri Analizi	252

11.3.2.1. Yatırımın Riski.....	254
11.3.2.2. Yatırımın Getirisi.....	256
11.3.3. Ortaklık Payının Belirlenmesi	258

Onikinci Bölüm

Katılım Finansmanında Girişim Değerlemesi:Fiyatlandırma

12. Katılım Finansmanında Girişim Değerlemesi: Fiyatlandırma	260
12.1. Yatırımların Fiyatlandırılması ve Fiyatlandırmada Kullanılan Yöntemler	260
12.1.1. Benzer Özellikler Yaklaşımı.....	262
12.1.1.1. Benzer Özellikli Firmaların Seçilmesi	264
12.1.1.2. Kullanılacak Çarpanın Seçimi	266
12.1.1.2.1. Fiyat-Kazanç Oranı.....	267
12.1.1.2.2. Gelir Çarpanları	267
12.1.1.2.3. Kazanç Çarpanları.....	268
12.1.1.3. Sektördeki Benzer Özellikli Firmaların Ortalamasının Bulunması	270
12.1.1.4. Değerlenecek Firmanın Performansının Tahmin Edilmesi	271
12.1.1.5. Firma Değerinin Bulunması	272
12.1.2. Net Bugünkü Değer Yöntemi	273
12.1.2.1. Serbest Nakit Akışlarının Belirlenmesi	274
12.1.2.2. Firmanın Nihai Değerinin Belirlenmesi	276
12.1.2.3. İskonto Oranının Belirlenmesi	277
12.1.2.4. Firmanın Bugünkü Değerinin Hesaplanması.....	283
12.1.3. Düzeltilmiş Bugünkü Değer Yöntemi.....	283
12.1.4. Risk Sermayesi Yöntemi.....	287
12.1.4.1. Nihai Değerin Hesaplanması	288
12.1.4.2. Nihai Değerin Bugünkü Değere İndirgenmesi	289
12.1.4.3. Gerekli Sahiplik Yüzdesinin Hesaplanması	289
12.1.4.4. Sulandırma Etkisinin Hesaplanması.....	290
12.1.5. Gerçek Opsiyonlar.....	291
12.1.6. First Chicago Yöntemi	295
12.1.7. Monte Carlo Simülasyonu	297

12.2. Katılım Finansman Şirketleri Tarafından Kullanılacak İskonto Oranının Hesaplanması	299
12.3. Fiyatlandırma Yöntemlerinin Eleştirisi.....	304
12.4. Risk Sermayesi Fiyatlandırma Yönteminin Eleştirisi.....	309
12.4.1. Yatırımların Düşük Likit Düzeyine Sahip Olması.....	312
12.4.2. Katılım Finansmanının Katma Değer Oluşturması.....	313
12.4.3. Katılım Finansman Şirketlerinin İyimser Tahminlerde Bulunmaları	313
12.4.4. Katılım Finansman Şirketlerinin Belirli Bir Piyasa Gücüne Sahip Olması	314

Onüçüncü Bölüm

Katılım Finansman Piyasasında Risk Yönetimi

13. Katılım Finansman Piyasasında Risk Yönetimi	316
13.1. Piyasasının Risk Özellikleri	316
13.1.1. Girişimin Yeni Oluşu.....	316
13.1.2. Girişimin Küçük Oluşu.....	318
13.1.3. Likidite Noksanlığı	319
13.1.4. Katılım Finansman Piyasasında Olası Aracı Yetersizliği	321
13.2. Katılım Finansman Piyasasında Riskten Korunma Stratejileri...	322
13.2.1. Yatırımlarda Çeşitlendirme	323
13.2.2. Yatırımlarda İhtisaslaşma	324
13.2.3. Aşamalı Olarak Katılım Finansmanı Sunmak.....	326
13.2.4. Yatırım Konsorsiyumları.....	331

Ondördüncü Bölüm

Katılım Finansmanı Piyasasında Temsil İlişkisi

14. Katılım Finansmanı Piyasasında Temsil İlişkisi.....	336
14.1. Genel Bilgiler.....	336
14.2. Katılım Finansman Şirketi-Girişimci İlişkisi ve Katma Değer ...	339
14.2.1. İlişkinin Sıklığı	339
14.2.2. İlişkinin Açıklığı	340
14.2.3. İlişkilerdeki Çatışma	340

14.3. Katılım Finansman Şirketi Girişimci İlişkisini Belirleyecek Faktörler	341
14.3.1. Girişim Gelişme Aşaması	341
14.3.2. Girişimin Yenilik Derecesi	342
14.3.3. Girişimin Rekabet Stratejisi	342
14.3.4. Girişimcinin Tecrübesi	343
14.3.5. Çevresel Belirsizlik	344
14.3.6. Amaçlardaki Uygunluk	344

Onbeşinci Bölüm

Katılım Finansmanı Piyasasında Şirket Kârlılığı

15. Katılım Finansmanı Piyasasında Şirket Kârlılığı	346
15.1. Genel Bilgiler	346
15.2. Girişimcilik Faaliyetinin Varlığı	346
15.2.1. Girişimlerle İlgili Özellikler	346
15.2.2. Girişimcilerle İlgili Olanlar	348
15.2.3. Katılım Finansman Şirketleri İle İlgili Olan Özellikler	357
15.2.3.1. Katılım Finansman Şirketlerinin Stratejileri	358
15.2.3.2. Katılım Finansman Şirketinin Büyüklüğü	360
15.2.3.2.1. Katılım Finansman Şirketinin Büyüklüğü-Personel Politikası İlişkisi	361
15.2.3.2.2. Şirket Büyüklüğü, Personel Politikası ve Finansman Dışı Destek Sunma İlişkisi	363
15.2.3.2.3. Katılım Finansman Şirketinin Büyüklüğü ve Yatırımların Çeşitlendirilmesi İlişkisi	364
15.3. Katılım Finansman Sektöründe Kamu Politikalarının Etkileri ...	365
15.3.1. Girişimin Likiditasyonuna İlişkin Düzenlemeler	365
15.3.1.1. Girişimin Borsaya Girişe Hazır Olması	366
15.3.1.1.1. Genç ve Büyüme Potansiyeline Sahip İşletmelerin Borsaya Girişine İlişkin Sınırlamalar	367
15.3.1.1.2. Sermaye Piyasasının Yeni Satış Tekliflerini Karşılacak Talebe Sahip Olması	370
15.4.2. Vergilendirme Politikalarının Etkisi	371
15.3.3. Düzenleyici Yapının Etkisi	372
Kaynaklar	376

ŞEKİLLER

Şekil 1.1:	Türk Bankacılık Sistemi.....	23
Şekil 1.2:	Kar-Zarar Ortaklığı İle İlgili Temel Bileşenler	35
Şekil 3.1:	Risk Sermayesi Yatırım Akışı	64
Şekil 3.2:	İnovasyonun Ülkeler Açısından Önemi.....	74
Şekil 5.1:	Risk Sermayesinde Taraflar ve İlişkiler.....	114
Şekil 5.2:	Risk Sermayesi Finansman Modelinin Akışı	115
Şekil 5.3:	Risk Sermayesi Şirketlerinin Yatırımdan Çıkmayı Arzuladıkları Dönem	119
Şekil 5.4:	Konvansiyonel Olmayan Risk Sermayesi Kurma Nedenleri	122
Şekil 6.1:	Özel Sermaye Fonu Piyasasında İlişkiler	128
Şekil 6.2:	Özel Sermaye Fonu Piyasasının Organizasyonu	135
Şekil 6.3:	Özel Sermaye Fonu Piyasasının İşleyişi	140
Şekil 7.1:	Mudaraba Finansmanında Katılım Bankası-Yatırımcı İlişkisi	145
Şekil 7.2:	Mudaraba Finansmanında Katılım Bankası-Girişimci İlişkisi	147
Şekil 7.3:	Devamlı Muşaraka Finansman Modelinin İşleyişi	152
Şekil 7.4:	Azalan Muşaraka Finansman Modelinin İşleyişi	154
Şekil 9.2:	Katılım Finansmanı Yatırım Faaliyet Süreci.....	177
Şekil 11.1:	Katılım Finansman Yatırımı Değer Zinciri	248
Şekil 14.1:	Risk Sermayesi Şirketi-Girişimci İlişkileri ve Performans ...	338

TABLOLAR

Tablo 3.1:	2010-2011 Yıllarında ABD’de Sektörlere Göre Risk Sermayesi Sözleşme Sayıları ve Yatırım Tutarları	70
Tablo 3.2:	AB Ülkelerinde GSYİH Yüzdesi Olarak Risk Sermayesi Ortalama Değerleri (1995-2009)	72
Tablo 3.3:	AB Ülkelerinde Risk Sermayesi, Ar-Ge ve Patent Ödeneği Ortalamaları (1991-2008), milyon Euro.....	78

Tablo 6.1: Özel Sermaye Fonu Piyasasındaki Temel.....	138
İhraççıların Özellikleri	
Tablo 8.1: Mudaraba Finansmanı ve Risk Sermayesi	157
Tablo 9.1: Risk Sermayesi Şirketlerinin Yatırım Faaliyet	
Sürecindeki Aşamalar	174
Tablo 12.1: Benzer Özellikler Yaklaşımında Yaygın Olarak Kullanılan	
Çarpanların Avantaj ve Dezavantajları.....	269
Tablo 12.2: Farklı Çıkar Gruplarına Göre Nakit Akımı Tanımlamaları .	276
Tablo 12.3: Farklı Çıkar Gruplarına Göre İskonto Oranı Hesaplamaları.	281
Tablo 12.4: Sektörlerde Faaliyet Gösteren Firmaların Beta (β)	
Katsayısı Ortalamaları	282
Tablo 12.5: Finansal ve Firma Opsiyonu Değişkenleri	294
Tablo 12.6: A Aşamasında Kullanılacak İskonto Oranları.....	302
Tablo 12.7: B Aşamasında Kullanılacak İskonto Oranları.....	304
Tablo 12.8: Özel Sermaye Fonu Destekli Girişimlerin	
Fiyatlandırılmasında Yaygın Olarak Kullanılan	
Yöntemlerin Güçlü ve Zayıf Yönleri	308
Tablo 12.9: Yatırım Aşamalarına Göre Risk Sermayesi Şirketleri	
Tarafından Talep Edilen Getiri Oranları.....	311

GRAFİKLER

Grafik 1.1: Bazı Büyüklükler Açısından Katılım Bankalarının	
Türk Bankacılık Sektörü İçerisindeki Payı	28
Grafik 1.2: Çeşitli Büyüklükler Açısından Mevduat Bankaları ve	
Katılım Bankaları Karşılaştırması	29
Grafik 1.3: Katılım Bankalarında Kar-Zarar Ortaklığı	
(Mudaraba ve Muşaraka) Yatırımları.....	34
Grafik 3.1: ABD’de Risk Sermayesi Fon Sayısı ve Toplanan Fonlar	69
Grafik 3.2: Yıllar İtibari İle ABD’de Risk Sermayesi Sözleşme Sayıları	
ve Yatırım Tutarları.....	69
Grafik 3.3: ABD’de Risk Sermayesi Destekli Yatırımlardan Çıkış	71

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AFIC	: Australian Foundation Investment Company
AID	: Agency for International Development
ARD	: American Research and Development
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BVCA	: British Venture Capital Association
CISDM	: Center for International Securities and Derivatives Markets
EVCA	: European Venture Capital Association
IFC	: International Finance Corporation
IFSL	: International financial Services London
İTO	: İstanbul Ticaret Odası
KİYŞ	: Küçük işletme Yatırım Şirketleri
KOBİ	: Küçük ve Orta Ölçekli İşletme
OPIC	: Overseas Private Investment Corporation
SBIC	: Small Business Investment Company
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu

TAKDİM

Kalkınma, gelişme ve refah çalışma ve gayretin yanında girişim ve icatla, ve bunların teşviki ile sağlanır. Girişimci ve mucit parasal olarak desteklenirse yeni ekonomik değerler ortaya çıkar ve bundan tüm insanlık yararlanır. Batı medeniyetinin doğuşunun, ABD'nin süper güç oluşunun arkasında bu gerçek vardır. Dünyanın en zengin iş insanlarından Microsoft ve Apple'ın sahiplerinin bugünkü duruma gelmesinde, kendilerinin maddi yönden desteklenmesinin, yani yetenekle paranın buluşmasının büyük payı vardır. Temel felsefesi bu tür girişimleri desteklemek olan bir konuda yazılan “Katılım Finansmanı” kitabının yayınlanmasını gerçekleştirmekten Türkiye Katılım Bankaları Birliği Genel Sekreteri olarak büyük mutluluk duyduğumu belirtmek istiyorum. Bu eser konusunda önemli kaynaklardan birisi olmaya adaydır.

Yüksek risk ve yüksek kar mantığına dayanan katılım finansmanı kavramı faizsizlik esasını da içermektedir. Yeteneklerin ortaya çıkarılmasını sağlayan ve Mudarabe ve Risk Sermayesi gibi birbirine yakın kavramlarla ifade edilen katılım sermayesi ülkemizde maalesef hak ettiği yere gelememiştir. Bunun çeşitli nedenleri vardır. Ülkemizde 1977 yılından 2003 yılına kadar 26 yıl boyunca aralıksız devam eden yüksek enflasyonun yanı sıra siyasi ve ekonomik istikrarsızlık bu sistemin gelişmesinin önünde en büyük engeli oluşturmuşlardır. 2003 yılından sonra ekonomik ve siyasi istikrar yakalanmış olmakla birlikte bu kültürden uzaklaşan Türk sermayedarını sisteme yeniden kazandırmak kolay olmamış ve bu dönemde de istenilen gelişme sağlanamamıştır. Çünkü, bu kültürün yerini kısa sürede çok kazanma kültürü almıştır. Halbuki, katılım sermayesi orta ve uzun vadeli bir oluşum ve sabır isteyen bir iştir. Katılım bankalarının asli görevlerinden birisi, risk sermayesi olarak da ifade edilen mudarabe sistemine yönelmek olmasına rağmen uygulamada bu sistem hayat bulamamıştır. Çünkü, insanlar 1 ay sonra parasına getiri beklemektedir. Bunun kazanılması da ancak kısa süreli finansman yoluyla mümkün olmuş, öte taraftan mudarabe gibi uzun süreli yatırımlar uygulama alanı bulamamıştır. Bu eğilim ve beklenti halihazırda devam etmektedir. Katılım bankalarını bu sebeple suçlamanın ise haklılığı bulunmamaktadır. Çünkü tasarruf sahiplerinin 1 veya 3 aylık getiri beklentisi ile yatırdıkları paraları, bu bankaların birkaç yılda para kazanmaya başlayacak daha riskli işlere yatırmaları onları da tasarruf sahiplerine olan taahhütlerini yerine getirememesi riski altına sokacaktır.

Ancak, son senelerde bu tür yatırımlar, muşareke ve mudarabe tarzında bankaların öz varlığından yapılmaya başlanmıştır. Önümüzdeki kısa süreçte de yeni oluşturulacak uzun vadeli fonlarla bu tür finansman yöntemlerinin yaygın olarak kullanılmaya başlanacağını tahmin ediyoruz.

Avrupa ve Amerika’da önemli başarılarla imza atan ve önemli kaynak tahsisi yapılan risk sermayesinin her şeye rağmen Ülkemizde de geliştirilmesi, özellikle genç nesillerin istihdamı açısından yararlı olacaktır. Bu nedenle, konuyu her bakımdan mercek altına alıp gerekli adımları atmamız gerekiyor. Bunun için hukuki, teknik ve beşeri altyapı yönünden noksanlarımızı gidermemiz gerekiyor. 10 Mart 2003 tarihinde yayımlanan Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına ilişkin Esaslar Tebliğinin yeniden ele alınması, dürüst, yetkin ve yetenekli girişimcilerin bulunması önceliklidir.

Ülkemizde de önemli potansiyeli bulunan risk sermayesinin canlanması ve gelişmesi dileğiyle, bu değerli eseri Türk Bankacılığına ve Türk Sermaye Piyasasına kazandıran Dr. Halil İbrahim BULUT ve Dr. Bünyamin ER’ i yürekten kutlar, başarılarının devamını dilerim.

Osman AKYÜZ
Genel Sekreter

TEŞEKKÜR EDERİZ...

Sadece İslam coğrafyasında değil, diğer bir takım gelişmiş ülkelerde faizsiz bankacılık sistemi artan bir ilgi görmektedir. Bununla birlikte; faizsiz bankacılıkla ilgili literatür çok zayıf bir durumdadır. Son yıllara kadar finansal yönetim kısmı ihmal edilmiş bir halde ve esas olarak kavramsal çerçeve üzerinde odaklanmış bir literatür söz konusudur.

Kitap, Katılım Finansmanı olarak isimlendirilen bir yaklaşımın (finansal) yönetimi ile ilgilidir. Katılım Finansmanı, faizsizlik esasına dayalı Mudaraba, Muşaraka, Risk Sermayesi ve Özel Sermaye Fonları olarak isimlendirilen girişim finansman yöntemlerini içeren entegre katılımcı bir finansman yöntemi olarak ele alınmıştır.

Kitabın, her türlü eksikliğine rağmen, hem düşünsel anlamda hem de uygulama alanında çok önemli bir bilgi kaynağı olma işlevi sağlayacağına inanıyoruz.

Bu kitabın elinize ulaşmasındaki her türlü desteğinden dolayı Türkiye Katılım Bankaları Birliği Genel Sekreteri sayın Osman AKYÜZ'e; bu sürecin yürütülmesindeki katkılarından dolayı Türkiye Katılım Bankaları Birliği Genel Sekreter Yardımcısı sayın Osman Nihat YILMAZ'a ve sayın Aydın YABANLI'ya içtenlikle teşekkür ederiz. Ayrıca kitabı yayınlanmaya değer bulan ve yapıcı eleştirileri ile sürece katkı sağlayan TKBB Yayın Danışma Kurulunun değerli üyelerine şükranlarımızı sunarız.

SUNUŞ

Dünyada son yıllarda özellikle sosyo-politik ve ekonomik alanda hızlı değişimler yaşanmaktadır. Bunun sonucu olarak; sanayi toplumunun yerini bilgi toplumu, makinenin yerini ise bilgisayarlar almıştır. Yaşanan bu gelişmeler, finansal kurumları etkilemiş ve yeni fikir ve projelerin hayata geçmesini sağlayacak finansal mekanizmaların geliştirilmesinde de etkili olmuştur. Bu gelişmeler, Batı’da risk sermayesi ve özel sermaye fonları gibi girişim finansmanına yönelik emek-sermaye ortaklığını ön plana çıkaran faizsiz yeni finansal tekniklere ilgiyi artırmıştır.

1960’lı yıllardan itibaren, hem yeni ve küçük işletmeler hem de henüz fikir aşamasında olan projelere aktif katılım ve uzmanlık desteği ile öz sermaye şeklinde finansman desteği sağlayan risk sermayesi finansman yöntemi özellikle Amerika Birleşik Devletleri’nde kurumsal bir statüde ilgi görmeye başlamıştır. Bunun yanında, toplanan fonların etkin bir yönetim ile özel ya da halka açık olmayan işletmelere doğrudan öz sermaye yatırımı şeklinde aktarılmasını amaçlayan profesyonel bir yatırım işlemi olan özel sermaye fonları da gelişmiş ülkelerde yaygın olarak kullanılan bir finansman yöntemi haline gelmiştir.

Risk sermayesi, bir girişim yaşam eğrisinin herhangi bir aşamasında söz konusu olabilecek, konvansiyonel banka sisteminde kredilerden kendini ispatlamış büyük işletmelerin faydalanması ve küçük ve orta boy işletmelerin faydalanamaması olan “Mac Millan Boşluğu” olarak bilinen eksikliği gideren ve yüksek büyüme potansiyelli girişimlere, uzman bir kuruluş olan risk sermayesi şirketi tarafından “alan uzmanlıklı” destekle birlikte öz sermaye şeklinde sunulan bir finansman türüdür. *Özel sermaye fonları*, birkaç yıllık bir süre içinde halka açık bir hale gelebilecek derecede yüksek büyüme potansiyelli halka açık olmayan küçük ve orta boy işletmelere öz sermaye finansmanı sağlamak amacıyla oluşturulmuş varlık sınıflarıdır.

Diğer taraftan, 1970’li yıllardan günümüze, İslam prensipleri ile uyumlu finansal hizmetler sunmanın yapılabilirliğinin yaygın bir şekilde farkına varılarak, İslam prensipleri ile uyumlu finansal sözleşmelerin kullanımına yönelik bir çaba görülmektedir. Bunun bir sonucu olarak; değişik finansal kuruluşlarca faiz temeline dayanmayan finansal hizmetler sağlanmaya çalışılmaktadır. Bu paralelde; faizsiz finansal ürünleri ve faizsiz finanslama yapacak finansal kurumları içerecek şekilde finansal sistemi düzenleyici yapı geliştirilmektedir.

İslamiyet'ten önce kullanılmakta olan iş sözleşmeleri İslamiyet'in kabulünden sonra yasaklanmayarak, İslami iş sözleşmelerin yasal şekli olarak kabul edilmişlerdir. İslam hukuku, her biri ayırt edici özellikler taşıyan veya ayırt edici kullanım şekli olan değişik finansman şekilleri ve iş sözleşmeleri ortaya koyar. Söz konusu sözleşmeler; fon toplanmasına, fon kullanımına, kar ve zarar paylaşımına, risklerin taşınmasına ve sözleşmelerin sonlandırılmasına ilişkin çerçeveyi çizer. İslam hukuku, faizli sistemin yerini alacak şekilde “kar/zarar ortaklığı” sisteminin çok yaygın bir kullanımına işaret eder. İşaret edilen finansal yöntemlerin en bilinenleri, kar/zarar ortaklığı şeklindeki *mudaraba* ve *muşaraka* sözleşmeleridir.

Mudaraba finansmanı, girişimcinin emeğini ve sermayedarın / finansal kuruluşun sermayesini kattığı kar/zarar paylaşımına dayalı bir ortaklıktır. *Muşaraka* ise, bir işletmenin hem sermayesine hem de yönetimine katılarak ona ortak olmaktır. Bu finanslama türünde esas olarak hem sermaye hem de emek ortaklığı öngörülür. Yani hem sermaye hem de emeğin aktif olarak işe katıldığı tam bir ortaklıktır. Sermayedar/ finansal kurum, işletmeye sermaye koyarak ortak olur ve karı/zararı paylaşır. Girişimci, hem emeğini hem de sermayesini işe koyarak, kar/zarar paylaşımına katılır.

İslam coğrafyasında günümüz gerçeklerini göz önüne alan ve *mudaraba* temeline dayalı “katılımcı finansman” olarak isimlendirilen bir sistem ortaya koyan ve bu sistemin çalışmasını risk sermayesi sisteminin çalışmasına benzer şekilde detaylandıran çalışmalar yapılmaktadır. Bu çalışmalarda ortaya konan modellemenin; yeni hisse senedi satarak çok değişik yatırımcı gruplarından toplanıp oluşturulan fon havuzlarının, yüksek büyüme potansiyelli girişim projelerini risk sermayesi şeklinde finanse etmek için kullanılması şeklinde ifade edilmesi, *mudaraba* finansmanı ile risk sermayesi arasında girişim finansmanı yönünden bir benzerlik ilişkisinin varlığını destekler nitelikte kanıtlar ortaya koymaktadır.

Bu çalışmada; geçmişten günümüze girişimlerin finansmanında kullanılan, ilgili coğrafyadaki ekonomik faaliyetlerin seviyesine bağlı olarak farklı şekil ve boyutlarda etkin bir alternatif oluşturan ve *mudaraba*, *muşaraka*, risk sermayesi ve özel sermaye fonları olarak isimlendirilen finanslamalar entegre bir finansman tekniğine dönüştürülerek *katılım finansmanı* olarak isimlendirilmiştir. Katılım finansmanı yaklaşımı ile *mudaraba* ve *muşaraka* yöntemlerini esas alması beklenen faizsiz

bankaların risk sermayesi ve özel sermaye fonlarını da içerecek şekilde yeni, küçük ve orta boy işletmelerin finansmanında alternatif bir temel oluşturması için bir modelleme ve bu modellemenin (finansal) yönetimi ile ilgili bir çalışma ortaya konması hedeflenmiştir. Çalışmanın sahiplerince özel sermaye fonları konusunda master tezi ve risk sermayesi konusunda doktora tezi hazırlanması sürecindeki birikimlerinin ve sonrasında faiz temeline dayanmayan finanslama tekniklerine ilginin devam etmesi bu çalışmanın bilgisel içeriğinin oluşmasını sağlamıştır.

Katılım finansmanı, iyi tanımlanmış bir nakde dönüştürme stratejisi ile toplanan fonların etkin bir yönetim kullanılarak, büyüme ve gelişme potansiyeli taşıyan gerek fikir aşamasındaki projelere ve gerekse küçük ve orta boy ölçeğindeki özel ya da halka açık olmayan işletmelere doğrudan öz sermaye yatırımı şeklinde aktarılmasını amaçlayan profesyonel bir yatırım işlemidir. Öz sermaye şeklindeki finanslama yöntemlerinin iki özelliği, faizsiz finansman yöntemleri olmaları ve kar/zarar ortaklığına dayanmalarıdır. Bu açıdan bakıldığında; ülkemizdeki faizsiz finansman kuruluşları olan katılım bankalarının gerekli organizasyonel çeşitlendirmeyi yaparak konvansiyonel bankacılığın dışlamış olduğu yüksek büyüme potansiyelli yeni ve küçük ve orta boy işletmelerin finansmanında önemli bir işlev göreceklidir.

Katılım bankaları, evrensel bankalar olmakla birlikte, esas hizmet alanlarını teoride yatırım bankacılığı faaliyetleri oluşturur. Ancak, katılım bankalarının bugünkü organizasyonel yapıları, ticari ve yatırım bankacılığı faaliyetlerini ayırt edici bir şekilde yürütmekten uzaktır. Bu nedenle, günümüzdeki faaliyetlerinin konvansiyonel bankaların faaliyetleri ile çok benzer olduğu konusunda eleştirilmektedirler. Buna bağlı olarak; katılım bankaları gerçek bir yatırım bankacılığı yürütecek şekilde organizasyonel yapılarını yeniden şekillendirme durumundadırlar. Bunun da en iyi yolu, temel bir emek-sermaye ortaklığı olarak düşünülen katılım finansmanı ile girişimcilerin ve girişimlerin finansmanıdır. Dolayısıyla, emek-sermaye ortaklıklarının farklı finanslama yöntemlerini içerisinde barındıran katılım finansman piyasası organizasyonunda temel aktör olarak yer almasıyla, katılım bankaları esas faaliyet alanlarından birine yönelmiş olacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM
KATILIM BANKALARI VE GİRİŞİM FİNANSMANI:
MEVCUT DURUM

1. TÜRKİYE’DE BANKACILIK SİSTEMİ VE KATILIM BANKACILIĞI

Globalleşen dünyada yeni içeriklerle donatılan finansal aracılık ve finansal sistem kavramları birbirlerini tamamlayıcı unsurlar olarak aynı çerçevede ele alınmaktadır. Finansal sistemler, taşımış oldukları özellikler itibarıyla finansal aracılığın farklı organizasyon yapılarını taşımaktadırlar. Bu bağlamda; günümüzde bir tarafta sermaye piyasalarını öne çıkaran piyasaya dayalı aracılık sistemlerinin organizasyon yapıları; diğer tarafta para piyasası kurumlarını öne çıkaran finansal aracılığa dayalı aracılık sistemlerinin organizasyon yapıları karşımıza çıkmaktadır. Söz konusu iki yapılanmanın kendilerine özgü üstünlükleri ve zayıflıkları vardır. Finansal sistemlerin karşılaştırılması, genellikle, söz konusu üstünlük ve zayıflıklar ile piyasaya dayalı aracılığın olduğu Amerika Birleşik Devletleri ve finansal aracılığa dayalı aracılığın olduğu Almanya üzerinden yapılmaktadır. Herhangi bir ülke ile ilgili finansal sistemin değerlendirilmesine ve geliştirilmesine ilişkin çalışmalarda; bu iki aracılık sistemi arasında bir tercih söz konusu olabilmekte ve bu süreçte her iki aracılık sisteminin taşıdığı üstünlük ve zayıflıklar belirleyici olmaktadır.¹

Diğer taraftan; global finansal sistemdeki bu tür bir yapılanmanın yanında, son yıllarda finansal sistemlerin her iki aracılık yapısına ait organizasyonların aynı sistem içinde oluşumuna imkan verecek şekilde ve faizsiz bir temelde yeni bir yapılanma şekli ortaya çıkmış bulunmaktadır. Faizsiz bankacılık sistemi ya da faizsiz finansman sistemi olarak bilinen bu sistem başta İslam coğrafyası olmak üzere global olarak artan bir ilgi görmektedir. Evrensel bankacılığı bünyesinde taşıyan bu sistem, Türkiye’de katılım bankacılığı olarak isimlendirilmiştir.

Aracılık sistemlerinin en önemli ögesi olan bankalar finans sistemi içinde para piyasalarında faaliyet gösteren ve ulusal ekonomide finansal

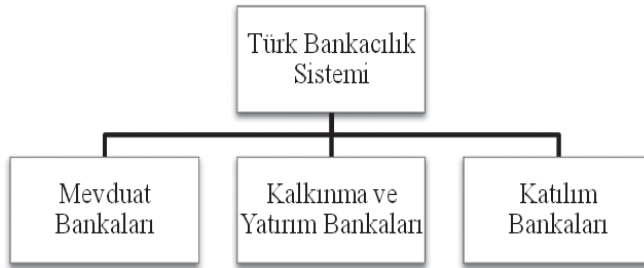
1. Bank, Semra ve Bulut, Halil İ., “Finansal Aracılık Sistemleri: Evrensel Bankacılık ve Yatırım Bankacılığı”, **Finans Politik&Ekonomik Yorumlar**, 46(536), 2009, ss. 75-94.

aracılık faaliyetlerinde önemli payı olan kurumlardır. Türkiye’de bankacılık sektörü ise çeşitli alanlarda faaliyet gösteren bankaların ekonomideki diğer kurum ve kişilerle aynı zamanda kendi aralarındaki ilişkilerinden oluşan bir organizasyonu ifade etmektedir.²

Türk bankacılığı özellikle, 1980 yılından sonra ekonomideki liberalleşme ve dışa açılma politikalarının etkisiyle önemli gelişmeler göstermiştir. Bunun yanında 1994, 2000 ve 2001 krizlerinden sonra birçok banka kötü yönetim nedeniyle Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF)’na devredilmiştir. Bu durum, Türk bankalarının hem yurt içinde ve hem de yurt dışında imajlarının olumsuz yönde etkilenmesine neden olmuştur.³ Ancak özellikle 2008 küresel finansal krizde Türk bankacılık sistemi önemli bir sınavı başarı ile geçmiş ve daha önceki krizlerde bozulan imajını önemli ölçüde düzeltmiştir.

Finansal aracılık fonksiyonunu yerine getiren kurumların bir türü olan bankalar Türkiye’de finansal sistemin önemli bir unsurudur. Bankacılık sektörü finansal sistemde ağırlıklı bir paya sahiptir. Son yıllarda banka dışı finansal kurumların sayısında ve büyüklüğünde artış olmasına rağmen finansal sistem içindeki toplam aktiflerin büyük çoğunluğu bankacılık sektörüne aittir.

Şekil 1.1. Türk Bankacılık Sistemi



Türk bankacılık sektöründe yer alan üç banka türü; mevduat bankaları, kalkınma ve yatırım bankaları ile faizsiz bankalar olarak bilinen katılım bankalarıdır. Mevduat bankaları, esas itibarıyla mevduat kabul eden ve topladıkları mevduatı kredi olarak satan ve çok sayıda tasarruf sahibi ve

2. Afşar, Muharrem, Finansal Sistem ve İşleyişi, Gülen Ofset, Eskişehir, 2006.

3. Takan, Mehmet ve Boyacıoğlu, Melek A., Bankacılık: Teori, Uygulama ve Yöntem, Nobel Yayıncılık, Ankara, 2011.

müşteri ile çalışan bankacılık türüdür. Kalkınma ve yatırım bankaları ise belirli amaçları gerçekleştirmek üzere kurulan ve özel işlevleri bulunan ihtisas bankalarıdır. Bu anlamda kalkınma bankaları, kalkınmakta olan ülkelerde yetersiz olan sermaye ve girişim unsurlarını desteklemek ve geliştirmek, kıt kaynakları kalkınma hedefleri doğrultusunda kullanıcılara aktarmak ve ayrıca gerekli teknik yardımı da sağlamak suretiyle kalkınmaya katkıda bulunmaktadır. Yatırım bankaları ise, gelişmiş ve aktif sermaye piyasasına sahip ülkelerde, tasarrufları sermaye piyasası aracılığı ile kaynak kullanıcılara aktarmak üzere faaliyet gösteren ihtisas bankalarıdır.⁴

2011 yılı sonu itibari ile Türkiye’de 9.720 yurt içi şube ve 73 yurt dışı şube ile toplam 31 adet mevduat bankası, 41 yurt içi şube ve 1 yurt dışı şube ile 13 kalkınma ve yatırım bankası faaliyetlerini sürdürmektedir. Temel bankacılık göstergeleri esas alındığında, 2008 küresel finansal krizinde başarılı bir performans gösteren bankacılık sektörü, reel olarak büyümesini önceki yıllar dikkate alındığında 2011 yılında da sürdürmüş ve ekonomik faaliyetlerin finansmanına destek olmuştur. Mevduat, kalkınma ve yatırım bankalarının toplam aktifleri reel olarak %9 oranında artmış ve GSMH’ya oranı %90’a ulaşmıştır. Kredilerin toplam aktifler içerisindeki payı %56’ya, toplam mevduata oranı ise %99’a yükselmiştir.⁵

Diğer taraftan faizin İslam dinince yasak oluşu, faiz hassasiyeti taşıyan yatırımcıların bu olgudan uzak durmalarına sebep olmuş, öte yandan konvansiyonel bankalara alternatif kuruluşların mevcut olmayışı da bu kesimlerin tasarruflarının altın, döviz ve gayrimenkul gibi banka dışı yollara kaymasına yani finansal piyasalar dışında kalmak suretiyle üretime katkı sağlamayan alanlara yönelerek bir anlamda atıl kalmasına neden olmuştur. Buna bağlı olarak faizsizlik esasına dayalı olarak işleyen, halkın elindeki tasarrufları ekonomi içerisine çekerek ve bu şekilde ülke kalkınması için ihtiyaç duyulan sermayeye ilave kaynak sağlayan finansal kurumlar hem Türkiye’de ve hem de diğer İslam ülkelerinde kurulmaya başlanmıştır.⁶ Bu anlamda, tasarruflarını faizsiz sisteme uygun olarak değerlendirmek isteyenlere ve küçük ve orta boy işletmelere hizmet vermek amacıyla 1975’te kurulan ve bu yöndeki çalışmalarını 1978’e

4. Takan, Mehmet ve Boyacıoğlu, Melek A., a.g.e., s. 59.

5. <http://www.tbb.org.tr/Dosyalar/userfiles/file/Bankalarimiz2011.pdf>

6. Özsoy, İsmail, Özel Finans Kurumları, Asya Finans Kurumu A.Ş., İstanbul, 1997.

kadar sürdüren Devlet Sanayi İşçi Yatırım Bankası'nın sağladığı önemli tecrübeler sayesinde ulusal ve uluslararası düzeydeki iktisadi ve siyasi gelişmelerin yanı sıra ilmi faaliyetlere paralel olarak Türkiye'de faizsiz bankacılık sistemine yer verecek olan ön adımlar atılmaya başlanmıştır. Faizsiz bankacılığın başlaması ise 16.12.1983 tarih ve 83/7506 sayılı kararname ile "Özel Finans Kurum"ları adıyla olmuştur. 5411 sayılı Bankacılık Kanunu ile özel finans kurumları 2006 yılında "katılım bankası" adını almıştır.

Faizsiz bankacılık modeli temelde, fon fazlası olan ekonomik birimlerden fon talebi olan ekonomik birimlere finansal kaynakların faiz olmaksızın aktarılması esasına dayanmaktadır. Aracılık hizmetinde bulunan tüzel kişilik; tasarruf sahiplerinden toplanan kaynakları kar/zarar esasına göre işletmekte ve emeğini ve/veya sermayesini katmaktadır.⁷

Finansal piyasalar üzerindeki etkileri halen devam eden 2008 küresel mali krizi tüm dünyada dikkatleri, faaliyetlerini reel bir altyapıya dayandıran İslami Bankacılık sistemi üzerine çekmiştir. Kar ve zarara katılma esasına göre çalışan ve risk paylaşımını öngören sistem, dünyada daha çok faizsiz bankacılık ya da İslami bankacılık olarak bilinirken, ülkemizde katılım bankacılığı olarak tanınmaktadır. Küresel finans sisteminde küçük ama giderek büyüyen bir paya sahip olan faizsiz bankacılık sisteminin, son dönemlerde İslam ülkelerinin yanı sıra finans piyasalarının gelişmiş olduğu dünyanın çeşitli ülkelerinde de, alternatif bir model olarak kullanımı giderek yaygınlaşmaktadır.⁸ Dünya faizsiz bankacılık sektörünün 1995 yılı sonunda 140 milyar \$ olan toplam aktif büyüklüğü 2010 yılı sonunda 960 milyar \$'a ulaşmıştır.⁹

Katılım bankaları topladıkları fonları mudaraba, muşaraka, murabaha, şerike ve icare gibi İslam hukukunda yerini bulan ve asırlardır kullanılagelen çeşitli işlemlerle değerlendirmektedirler. Bu işlemler içerisinde katılım bankalarının vazgeçilmez unsuru olması gereken ayrıcalıklı fonksiyon mudaraba sistemidir. Çünkü mudaraba sistemi, kâr/zarar ortaklığı sistemi

7. Özgür, Ersan, Katılım Bankalarının Finansal Etkinliği ve Mevduat Bankaları ile Rekabet Edebilirliği, Afyonkarahisar Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2007.

8. Parlakkaya, Raif ve Çürük, Suna A., "Finansal Rasyoların Katılım Bankaları ve Geleneksel Bankalar Arasında Bir Tasnif Aracı Olarak Kullanımı: Türkiye Örneği", **Ege Akademik Bakış**, 11(3), 2011, s. 397.

9. www.tkbb.org.tr

ile İslami finans sisteminde faiz sisteminin yerine ikame edilen unsurdur. Bununla birlikte katılım bankalarının işlemlerinin büyük bir çoğunluğunu murabaha yani ticarete peşin alıp vadeli satma işlemi oluşturmaktadır.

Katılım bankalarının özellikleri sayılabilecek bazı temel tespitleri şöyle sıralamak mümkündür :¹⁰

- Katılım bankaları ekonomik ve toplumsal bir ihtiyaçtan doğmuşlardır; katılım bankaları mali sektörün dışında kalan atıl tasarrufları harekete geçirerek Türkiye ekonomisine kazandırmayı amaçlamaktadırlar.
- Katılım bankaları modeli, çağdaş bir finansman modelidir; günümüzde ABD ve Avrupa'nın önde gelen bazı bankaları ve finans kuruluşları, katılım bankaların uyguladığı finans sisteminin gerçek bir ihtiyaca cevap verdiğini görerek bu alanda faaliyet göstermek üzere kendi bünyelerinde özel birimler oluşturmuşlardır.
- Katılım bankaları Türk mali sistemini tamamlayan ve geliştiren kuruluşlardır; katılım bankaları, Türkiye'de 1980'li yıllarda mali sistemin kurum ve araçlar yönünden çeşitlenmesi ve derinlik kazanması sürecinde, sisteme katılmış yeni bir finans modelidir. Çeşitli sebeplerle klasik bankalara mevduat olarak gitmeyen tasarrufları yasaların izin verdiği çerçevede kar-zarar ortaklığı esasına göre toplayan bu kurumların fonları, Türkiye'de uzun vadeli sermaye piyasalarının geliştirilmesine ve derinleşmesine ciddi katkılar sağlayabilecek bir tür risk-sermayesi (venture capital) niteliğindedir. Dolayısıyla, katılım bankaları bankalara rakip değil, Türk mali sistemini tamamlayan ve geliştiren kurumlardır.
- Katılım bankaları reel sektörü finanse etmektedirler; katılım bankalarının, kullanılabilir kaynaklarının tamamını üretim desteği (peşin alım-vadeli satım), finansal kiralama ve proje bazında kar-zarar ortaklığı yöntemleriyle reel sektörün finansmanına tahsis etmektedirler. Fon kullandırılan işletmelerin seçiminde uluslararası standartlar ve teamüller ile objektif mali kriterler kullanılmaktadır. Katılım bankaları, topladıkları fonları Türk sanayicisi ve tüccarının hammadde, yarı mamul, mamul madde veya yatırım mali ihtiyaçlarının temininde kullanmak suretiyle doğrudan üretimi ve yatırımı finanse

10. Özgür, Ersan, a.g.e.

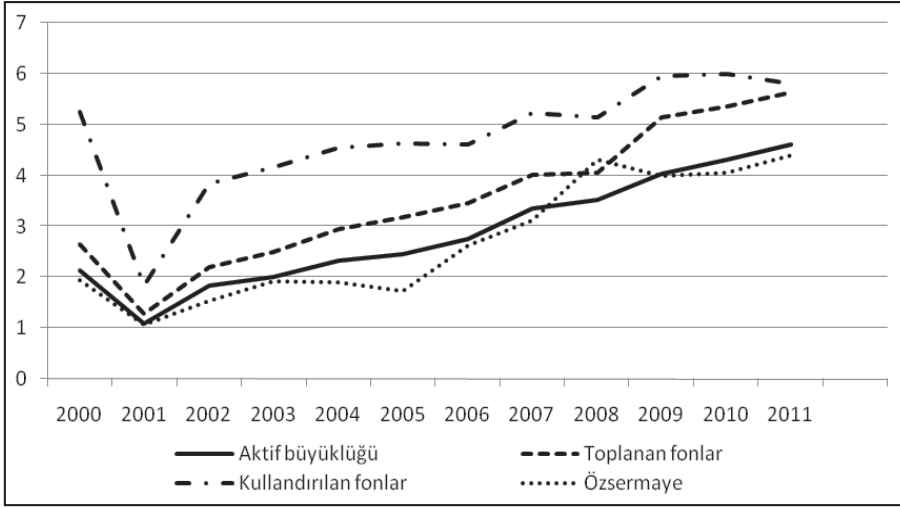
etmektedirler. Katılım bankaları, ekonomik ve mali istikrarı bozucu hiçbir spekülasyon faaliyetinin içinde bulunmamaktadırlar.

- Katılım bankaları, küçük ve orta ölçekli işletmelere (KOBİ) finansman desteği sağlamaktadırlar; katılım bankaları, aynı zamanda mali sistemden yeterince finansman desteği alamayan çok sayıda küçük ve orta ölçekli işletmeye finansal kiralama yöntemiyle uygun koşullarda yatırım malları temin etmek suretiyle üretimin ve istihdamın artmasına katkı sağlamaktadırlar.
- Katılım bankaları kayıt dışı ekonominin panzehiridir; katılım bankaları, kullandıkları finansman teknikleri ile Türkiye’de önemli bir sorun olan kayıt dışı ekonominin kayıt altına alınmasında dikkate değer bir fonksiyon ifa etmektedirler. Nakdi finansman yapmayan katılım bankaları, sanayici ve tüccarın ihtiyaç duyduğu emtiayı fatura bazında alıp satmak suretiyle kayıtlı ekonominin genişlemesine katkıda bulunmaktadırlar. Böylece, bir yandan kayıt dışı ekonomi daraltılırken diğer yandan devletin vergi gelirlerinin artırılması sağlanmış olmaktadır.

Katılım bankaları 2011 yılı sonu itibarıyla Türk bankacılık sektörünün bilanço büyüklüğü açısından % 4,6’sını, kredi (fon) büyüklüğü açısından %5,6’sını ve şube büyüklüğü açısından %6,5’ini oluşturmaktadır.¹¹ Bu oranların toplam içinde büyük bir yer tutmamasına rağmen, hemen her yıl istikrarlı olarak artış gösterdiği göz önünde bulundurulduğunda, katılım bankacılığının ilerleyen yıllarda bankacılık sektöründe ağırlığını artırması muhtemeldir. Grafik 1.1’de katılım bankacılığına ilişkin olarak ortaya konan gerçekleştirmeler bu ihtimali güçlendirmektedir.

11. www.tkbb.org.tr, www.bddk.org.tr

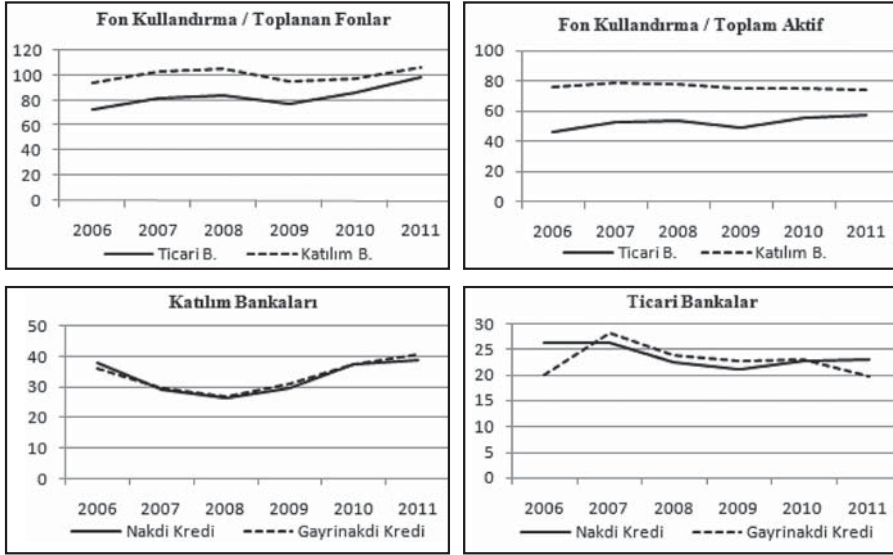
Grafik 1.1: Bazı Büyüklükler Açısından Katılım Bankalarının Türk Bankacılık Sektörü İçerisindeki Payı (%)



Kaynak: TKBB

Günümüz mevduat bankaları, kalkınma hedefine yönelik uzun süreli yatırım kredileri yerine ticari amaçlı kısa süreli kredilere yönelmekte; bu tutum, gelişmekte olan ülkelerin kalkınmalarına bir engel oluşturmaktadır. Faizsiz bankaların, kalkınma amacına yönelik yatırım projelerini finanse ederek gelişmekte olan ülkelerdeki bir eksikliği giderebileceği düşünülmektedir. Bu açıdan bakıldığında ise katılım bankalarının girişim projelerini finanse etmek suretiyle tasarrufların değerlendirilmesine imkân sağlayacak mudaraba sistemine ağırlık vererek, hem kâr/zarar ortaklığının en muteber şeklinin uygulama alanını genişletmesi ve hem de faizsiz bankacılığın kuruluş felsefesinde var olan ekonomik kalkınmaya katkı sağlaması önem arz etmektedir. Grafik 1.2’de verilen büyüklüklere bakıldığında, katılım bankalarının reel sektöre ticari bankalara göre daha yoğun kaynak aktardığı görülmektedir.

Grafik 1.2: Çeşitli Büyüklükler Açısından Mevduat Bankaları ve Katılım Bankaları Karşılaştırması (%)



Kaynak: TBB, TKBB

1.2. KATILIM BANKACILIĞINDA FON KULLANDIRMA

Katılım bankaları, esas olarak özel cari hesaplar ve katılma hesapları adı altında iki yöntemle topladıkları fonları, kurumsal finansman desteği, bireysel finansman desteği, kâr-zarar ortaklığı yatırımı, finansal kiralama ve mal karşılığı vesaikin finansmanı şeklinde fon talep eden kesimlere kullandırmaktadırlar.

1.2.1. KURUMSAL FİNANSMAN DESTEĞİ (MURABAHA)

Kurumsal finansman desteği katılım bankaları ile fonu kullanacak işletme arasında akdedilecek sözleşme dahilinde, katılım bankasının işletme adına satıcıya ödenmesi ve bunun karşılığında işletmenin borçlandırılması işlemidir. Bu yöntemle kullanılacak fonlar karşılığında teminat alınması ve alım-satım ilişkisi belgenin bir suretinin katılım bankasının muhafazası zorunludur¹² Kredi kullanıcısı önceden belirlenen

12. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), 26333 Sayılı Bankaların Kredi İşlemlerine İlişkin Yönetmelik, <http://www.mevzuat.adalet.gov.tr/html/27217.html>

vade ve kar payı oranı üzerinden borçlandırılır. Kredi borçlusu borcunu önceden belirlenmiş tarihlerde taksitler halinde öder. Üretim desteği olarak bilinen bu yöntem, İslam Hukuku'nda murabaha olarak tanımlanır.

Murabaha; sanayi, ticaret ve hizmet işletmelerinin faaliyetlerini sürdürebilmeleri için ihtiyaç duyulan hammadde, yarı mamül, mamül, makine, teçhizat vb. elle tutulan gözle görülen malların üçüncü şahıslardan peşin satın alıp, başvuran müşterilere vadeli satılmasıdır. Faizsiz bankacılık literatüründe, bu fon kullandırma yönteminde malın kuruma maliyet fiyatı üzerine alıcı ile anlaşılan oranda bir kar ilavesi ile satış yapılır. Bu işlemde satın alınacak mal veya materyal, peşin fiyatı, kalitesi ve satıcı işletme gibi önemli ayrıntılar fon kullanıcısı işletme tarafından belirlenebilmektedir. Talep edilen malların teslimatı yapıldıktan sonra, mutabık kalınan para cinsine ve vadeye uygun karın ilave edildiği fatura düzenlenir ve fon kullanan işletme bu şekilde borçlandırılır.¹³

Katılım bankalarının fon kullandırma işlemlerinde kurumsal finansman desteği (murabaha) ağırlıklı olduğu için karlılık oranı sınırlı ve belli aralıktadır. Bu nedenle katılım bankasının karı, ticari işletmelerin karlılık düzeyleri gibi yüksek veya çok düşük düzeyde bir dalgalanma göstermez. Ayrıca katılım bankalarının, diğer ticari işletmeler gibi alıp stoklama, uygun zamanda satma ve yüklü alımlarla iskonto elde etme veya aldığı ürünü işleyerek katma değer ilave ederek satma gibi imkanları da yoktur.¹⁴ Tüm bu farklılıklar, katılım bankalarının normal bir ticari işletmeden farklı yönlerini ortaya koymaktadır.

1.2.2. BİREYSEL FİNANSMAN DESTEĞİ

Bireysel ihtiyaçlar (araç, gayrimenkul, dayanıklı tüketim eşyaları vs.) için, gerçek kişi alıcıların doğrudan satıcılardan aldıkları mal veya hizmet bedelinin, katılım bankası tarafından alıcı adına satıcıya ödenmesi ve alıcının bankaya borçlandırılması işlemidir.¹⁵ Bu işlem mevduat

13. Kaya, Ferudun ve diğerleri, a.g.e., s. 86-87.

14. Tunç, Hüseyin, Katılım Bankacılığı: Felsefesi, Teorisi ve Türkiye Uygulaması, Nesil Yayınları, İstanbul, 2010, s. 215.

15. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), Özel Finans Kurumlarının Kuruluş ve Faaliyetleri Hakkında Yönetmelik, 2001, (20.09.2001 Tarih ve 24529 Sayılı Resmi Gazete'de Yayınlanmıştır.)

bankalarındaki bireysel kredilerle benzerlik gösterebilir. Fakat buradaki temel fark, finansmanı gerçekleştirilen işlemin reel olmasını sağlamak açısından, finansman bedelinin finanse edilen malın satıcısına ödenmesidir. Alıcıya ödenmesi söz konusu değildir. Çünkü katılım bankaları nakit kredi kullandıramazlar.

1.2.3. FİNANSAL KİRALAMA (İCARA)

Katılım bankalarının çok sık kullandığı ve faiz içermeyen finansal tekniklerden birisi olup icara olarak bilinen yöntemin ülkemizdeki uygulamasıdır.¹⁶ Bu yöntem, bir yatırım malının mülkiyeti finansal kiralama şirketine kalarak, belirlenen kiralara karşılığında kullanım hakkının kiracıya verilmesi ve sözleşmede belirlenen değer üzerinden kiracıya geçmesini sağlamaktadır. Yatırım mallarının satın alınması yerine, kiralanarak kullanılmasını sağlayarak işletme ve kurumların işletme sermayelerini diğer ihtiyaçlarının karşılanmasında kullanılması ile verimliliğin ve karlılığın artmasında önemli rol üstlenir.¹⁷

1.2.4. MAL KARŞILIĞI VESAİKİN FİNANSMANI

Dış ticaret ve kambiyo mevzuatı çerçevesinde, katılım bankası ile fon kullanan arasında düzenlenecek yazılı bir akde istinaden, mal karşılığı vesaikin, katılım bankası peşin satın alınması ve vadeli olarak fon kullanana daha yüksek bir fiyattan satılması işlemidir. Bu tür fon kullandırma işlemleri dış ticaret rejimi ile izin verilen hususlar için söz konusudur.¹⁸

Bu yöntemde katılım bankası ile fon kullanan arasında düzenlenecek yazılı bir sözleşme dahilinde, mal karşılığı vesaik mukabilinde fon kullandırılır. Katılım bankalarının fon kullandırma yöntemleri arasında en az bilinen uygulaması da yok denilebilecek kadar az olan bir üründür.¹⁹

16. Tunç, Hüseyin, a.g.e., s.217.

17. Kaya, Ferudun ve diğerleri, a.g.e., s. 177.

18. Karapınar, Aydın, Özel Finans Kurumları ve Muhasebe Uygulamaları, Gazi Yayınevi, Ankara, 2010.

19. Tunç, Hüseyin, a.g.e., s. 218.

1.2.5. KÂR-ZARAR ORTAKLIĞI YATIRIMLARI

Fon kullanacak gerçek ve tüzel kişilerin tüm faaliyetlerinden veya belirli bir faaliyetinden veya belirli bir parti malın alım satımından doğacak kâr ve zarara katılmak üzere bu kişilere fon kullandırılması işlemidir. Kâr-zarar ortaklığı yatırımı yöntemi ile fon kullandırmak için katılım bankası fon kullandırılacak gerçek ve tüzel kişilerle “Kâr-Zarar Ortaklığı Yatırım Sözleşmesi” imzalaması gerekir. Katılım bankası, fon kullandırdığı gerçek ve tüzel kişilerin kâr ve zararına, sözleşmede belirlenen oranlarda katılır. “Kâr-Zarar Ortaklığı Yatırım Sözleşmesi”nde, katılım bankasının kâr ve zarardan alacağı pay ve alacağı teminatlar açıkça gösterilir. Bu sözleşmede, projenin kârlılığından bağımsız olarak katılım bankasına önceden belirlenmiş bir tutarda kâr garanti edilmesine dair hükümler yer alamaz.

Kâr ve zarara katılma ortaklığı ile fon kullandırma yönteminde işi yüklenen kişi veya işletme bütünüyle serbesttir. Bu yüzden fon kullanan kişi veya işletme yapacağı iş konusunda gerekli tecrübeye sahip değilse kaybetme riski büyüktür. Ayrıca işin gidişini takip etmek oldukça güçtür. Bu yüzden fon kullandırmada bu yöntem büyük bir ağırlık taşımamaktadır. Çünkü ortaya çıkacak zararın sözleşmeye göre değişmekle birlikte, önemli bir kısmının katılım bankası tarafından karşılanması, bu yöntemi fon kullandırmada az başvurulur bir hale getirmektedir. Ancak küçük ölçekli ve belirli bir uzmanlık isteyen alanlarda uygulanması yaygınlaştırılabilir. Ortaklık sözleşmesinde sabit bir kâr elde edilmesi ileri sürülememektedir. Kâr paylaşım oranları önceden belirlenmektedir. Sermaye nakit olarak verilmektedir. Katılım bankası işin gidişiyle ilgili raporlar isteyebilir. Aksamalar söz konusu olduğunda yönetimi üstlenebilir.²⁰

Kar-Zarar ortaklığı uygulamada iki farklı biçimde ortaya çıkmaktadır. Bunlardan biri emek-sermaye ortaklığı olan mudaraba, diğeri ise sermaye-sermaye ortaklığı olan muşarakadır. Mudaraba, sermaye sahibinin (katılım bankasının) sermayesini, emek sahibinin ise emeğini koymaları sonucunda ortaya çıkan ortaklık türüdür. Muşaraka ise, katılım bankasının herhangi bir işletme ile muayyen bir sermaye koyarak kar ve zararı önceden anlaşılan oranda paylaşımları ve emeğe tayin edilmiş bir bedelin ödenmesi suretiyle yapılan ortaklık türüdür.²¹

20. Özgür, Ersan, a.g.e., s. 80.

21. Kar – Zarar ortaklıkları olan mudaraba ve muşaraka finansman yöntemleri yedinci bölümde daha kapsamlı olarak ele alınmıştır.

Devam eden kısımlarda da ifade edileceği üzere kar-zarar ortaklığı yatırımları katılım bankalarının en az kullandıkları finansman yöntemleridir. Bununla birlikte katılım bankaları giderek daha çok oranda kar-zarar projelerine yöneleceklerdir. Çünkü bu bankaların yoğun olarak kullandıkları kurumsal finansman desteği olan murabaha işlemlerinde düşen kar marjları bu bankaları karlılık arayışına yönlendirecektir. Katılım bankaları kadro ve şube açısından da gelişmekte ve genişlemektedirler. Bu da katılım bankalarının kar-zarar projeleri için ekipler oluşturmalarına olanak sağlayacaktır. Diğer taraftan, gelişen ve büyüyen Türkiye ekonomisinde işbirliği yapılabilecek kurumsal firma sayısı her geçen gün artmaktadır.²² Bütün bu gerekçeler birlikte değerlendirildiğinde, katılım bankalarının önlerindeki en önemli vizyon kar-zarar ortaklığı projelerini daha yoğun olarak kullanmak olmalıdır.

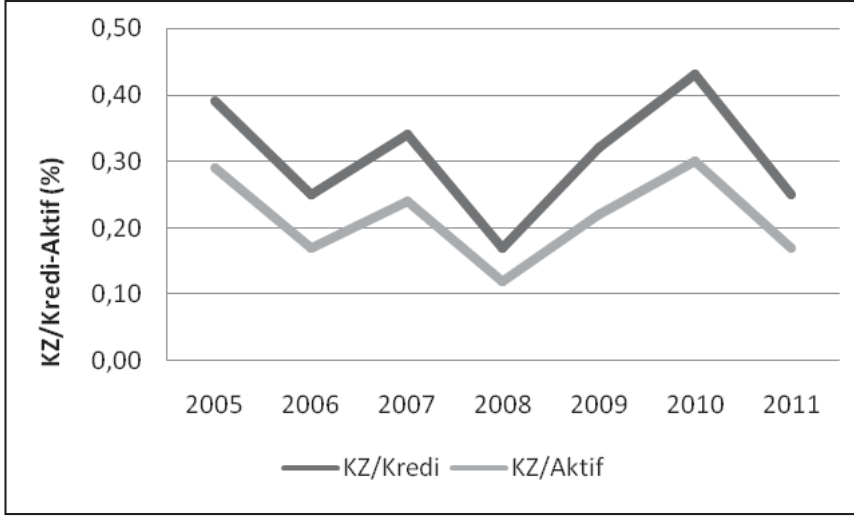
1.3. KATILIM BANKALARI VE GİRİŞİM FİNANSMANI

Kar zarar ortaklığı İslami finans üzerine oluşturulmuş teorik literatürün önemli bir ağırlığını oluşturmaktadır. Genel olarak kar zarar ortaklığı iki veya daha fazla kişi arasında düzenlenen ortaklık sözleşmelerine dayanır. Bu sözleşme taraflara sermayelerini bir projeye yatırım yapmak üzere ve sonrasında oluşan kar veya zararı paylaşmak üzere toplamalarını sağlar. İslami finans üzerine çalışan araştırmacıların çoğu kar ve zarar ortaklığı sisteminin mudaraba ve muşaraka şeklinde iki temel finansman modeline dayandığını ifade etmektedirler. Bu modeller getiri paylaşımının risk paylaşımı ile ilişkili olduğu finansman modelleri olarak değerlendirilirler. İslam bankacılığının teorik temelleri mudaraba ve muşaraka finansman yöntemlerine dayandırılmasına karşın uygulama bu finansman yöntemlerinin kullanılmasından çok uzaktır. Neredeyse tüm İslami bankalarda üretim desteğini ifade eden murabaha ve finansal kiralama işlemleri daha yoğun olarak yapılmaktadır. İslami bankaların murabaha uygulamalarındaki başarılarına karşın kar zarar esaslı finansman modellerine karşı uzak duruş sergiledikleri görülmektedir.²³

22. Tunç, Hüseyin, a.g.e., s. 217.

23. Dar, Humayon A. ve Presley, John R., "Lack of Profit Loss Sharing in Islamic Banking: Management and Control Imbalances", <http://www.lboro.ac.uk/departments/ec/Research/ Discussion%20Papers%202000/Research %20Papers%202000/ erp00-24.pdf>, 2000.

Grafik 1.3: Katılım Bankalarında Kar-Zarar Ortaklığı (Mudaraba ve Muşaraka) Yatırımları



2005-2011 dönemine ait faaliyet raporları incelendiğinde, katılım bankalarının kar/zarar ortaklığı yatırımlarının, sektörün toplam aktifleri içerisinde %0-0,5 aralığında (KZ/Aktif çizgisi) bir ağırlığa sahip olduğu görülmektedir. Yine katılım bankalarının kar/zarar ortaklığı yatırımlarının da toplam krediler içerisindeki ağırlığının da (KZ/Kredi çizgisi) yıllara göre benzer bir seyir izlediği görülmektedir. Bu durum aslında İslam bankalarının ve Türkiye özelinde katılım bankalarının, riski yüksek mudaraba ve muşaraka gibi kar/zarar ortaklığı finansmanına yeterli ağırlığı vermediği şeklindeki eleştirileri haklı çıkarmaktadır. Kaldı ki katılım bankalarının bilanço büyüklüğü açısından %0,5'i geçmeyen kar/zarar ortaklığı yatırımlarının hemen hemen tamamının da gayrimenkul yatırımlarından oluştuğu faaliyet raporlarındaki bilgilerden anlaşılmaktadır. Gayrimenkul yatırımları diğer proje finansmanı seçeneklerine göre nispeten riski daha düşük yatırımlardır. Bu da katılım bankalarının risk almaktan kaçındığının bir başka göstergesidir.

Faizsizlik temeline dayalı finanslamanın iki temel yöntemi olan mudaraba ve muşarakaya bu uzak duruş olgusu karşısında, faizsiz bankaların ve özelde katılım bankalarının niçin mudaraba ve muşaraka gibi kar/zarar ortaklığı yatırımları yapmadıklarının muhtemel nedenleri

üzerinde durmakta yarar vardır. Zira uluslararası literatürde de bu konu üzerinde hassasiyetle durulmaktadır.

Faizsiz bankaların ve özelde katılım bankalarının kar-zarar ortaklıklarını yeterince kullanmama nedenlerini açıklamaya çalışan farklı çalışmalarda konu mevzuat, makroekonomik yapı, insan sermayesi, sözleşmeler ve finansman gibi çok değişik açılardan ele alınmıştır. Tüm bu faktörler faizsiz bankaların konu üzerindeki tercihlerini etkilemesine rağmen, etkileme dereceleri arasındaki farklılıklar olduğu söz konusu literatürde ortaya konulmuştur.

Şekil 1.2: Kar-Zarar Ortaklığı İle İlgili Temel Bileşenler



Faizsiz bankaların kar-zarar ortaklıklarını kullanmamalarının en önemli nedenlerinden biri ülkelerdeki yasal mevzuatlardır. Daha fazla kar-zarar ortaklığı yatırımı için ülke mevzuatlarının bu tür yatırımları cazip hale getirecek şekilde düzenlenmesi gerekir. İkinci bir neden ise makroekonomik yapıdır. Makroekonomik göstergelerdeki aşırı oynaklık riski yüksek bu tür yatırımlar için daha belirsiz bir yapıyı ortaya koyar. Bu özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde önemli bir problemi teşkil etmektedir.

Çalışmalarda dile getirilen diğer bir unsur ise insan sermayesi ile ilgilidir. Kar-zarar ortaklıkları gibi girişim finansman yöntemleri uzmanlık gerektiren finansman teknikleridir. Bu ise alanında yetişmiş beşeri sermayeyi gerekli kılar. Kar-zarar ortaklıkları sözleşmelerinden kaynaklanan mülkiyet devri, temsil problemi gibi konulardaki belirsizlikler faizsiz bankaların bu sözleşmelerden uzak durmasına neden olabilmektedir. Bunun yanında kar-zarar ortaklıklarındaki yüksek risk bu tür yatırımlara finansman kaynağı bulamama gibi önemli problemleri ortaya çıkarmaktadır. Bu ise faizsiz bankaların riski daha az diğer finansal tekniklere yönelmelerine neden olmaktadır.

Faizsiz bankaların ve özelde katılım bankalarının kar-zarar ortaklıklarını yeterince kullanmama nedenlerini açıklamaya çalışan ve kısaca ifade edilen bu bileşenler değişik yönleri ile farklı çalışmalarda ele alınmıştır. Bu çalışmalarda konu ile ilgili olarak öne sürülen görüşler aşağıdaki şekilde özetlenebilir;

- Üniversal bankalar olan faizsiz bankaların organizasyon yapıları, ayırt edici bir şekilde ticari bankacılık ve yatırım bankacılığı hizmetleri verilmesine uygun değildir.^{24,25}
- Mudaraba ve muşarakanın İslamiyet öncesi yapıları, günümüz koşullarında önemli miktarda fon toplanmasına ve dağıtılmasına uygun değildir.²⁶
- Kısa vadeli olarak toplanan fonların uzun vadeli projelere yatırılması likidite sorunları ortaya çıkarır.²⁷
- Fon sahiplerince yatırılan fonlar kısa vadeli olduğu için büyük projeleri uzun süreli ve belirli bir dönem kar getirmeyecek şekilde finanse etmek; vade uyumsuzluğuna ve fon sahiplerine belirli bir süre kar dağıtılmamasına neden olur. Bu ise faizsiz bankaların bu tür yatırımlar için fon toplama kapasitesini düşürür.²⁸

24. Karim, R.A.A., "International Accounting Harmonization, Banking Regulation, And Islamic Banks," The International Journal of Accounting, 36, 2001, pp. 169-193.

25. Khan T, ve BenDjalali B. (2002). Modeling An Exit Strategy For Islamic Venture Capital Finance," International Journal of Islamic Financial Services, <http://www.iiibf.org/journals/journal14/vol4no2art1.pdf>.

26. Choudhury, M.A., "Islamic Venture Capital", Journal of Economic Studies, 28(1), 2001, pp. 14-33.

27. Ahmed, Mahmood, "Practice of Mudaraba and Musharaka in Islamic Banking", Research Department of Islami Bank Training and Research Academy, Dhaka.

28. Tunç, Hüseyin, a.g.e., s. 216.

- Kâr/zarar ortaklığında, fon sahiplerinin ortaklık hakkını kolaylıkla transfer edebileceği bir yapının eksik olması.²⁹
- Faizsiz finansal araçların ticaretinin yapılacağı ikincil bir piyasanın olmayışı, finansal kaynakların etkin dağıtımını engeller.³⁰
- Bilgi asimetrisinden kaynaklanan temsil problemlerine karşı mudaraba ve muşaraka finansmanı oldukça hassastır.³¹ Temsil problemi, girişimcilerin yeterli çabayı göstermemeleri ve karları olduğundan daha az göstermeleri şeklinde ortaya çıkmaktadır.³²
- Ahlaki zafiyet (moral hazard) ve elverişsiz seçim (adverse selection) problemlerine neden olan bilgi asimetrisine bağlı olarak mudaraba ve muşarakada, sermayenin getirisi üzerindeki belirsizliğin çok yüksek olması.^{33,34}
- Kâr/zarar ortaklığının yönetim ve kontrolüne ilişkin katılımcılığın olmayışı, taraflar arasında pasif ortaklık ilişkisinin bulunması ve ortaklara sınırlı kontrol hakkının tanınması yönetim yapısında dengesizlik oluşturur.³⁵
- Faizsiz finansal kuruluşun, girişimcilerle kurulan ortaklıkta sınırlı bir kontrol hakkına sahip pasif ortak olarak yer alması, faizsiz finansal kuruluşun kolay ve risksiz yol olan murabahayı³⁶ tercih etmesine ve mudaraba ve muşaraka sözleşmelerinden kaçınmasına yol açmaktadır.³⁷
- Faizsiz finansal kuruluşun toplam yatırılabilir fonları; ortakların öz sermayesinden, cari hesaptan, vadeli hesaptan ve mudaraba düşüncesi üzerine oturtulan yatırım hesabından oluşur. Faizsiz finansal

29. Dar, H.A. ve Presley, J.R., a.g.e.

30. Dar, H.A. ve Presley, J.R., a.g.e.

31. Dar, H.A. ve Presley, J.R., a.g.e.

32. Dar, H.A. ve Presley, J.R., a.g.e.

33. Sarker, A.A. (1999). Islamic Business Contracts, Agency Problem and the Theory of the Islamic Firm, <http://www.iiibf.org/journals/journal2/art2.pdf>

34. Iqbal, Zafar, Profit and Loss Sharing Ratios: A Holistic Approach to Corporate Finance, <http://www.iiibf.org/journals/journal10/zafar.pdf>, 2001.

35. Al-Deehani, T., Ahmed Abdel Karim, R. ve Murinde V., "Financial Contracting, Governance Structures and the Accounting Regulation of Islamic Banks: An Analysis in Terms of Agency Theory and Transaction Cost Economics", *Journal of Management and Governance*, (2), 1998, ss. 149-170.

36. Faizsiz bankalar tarafından uygulanan ve konvansiyonel bankaların faiz uygulaması ile oldukça örtüşen kısa vadeli ticaret finansmanı.

37. Al-Deehani, T., Ahmed Abdel Karim, R. ve Murinde V., a.g.e.

kuruluşun organizasyonunda temsil edilmeyen pasif ortaklar olarak yer alan yatırım hesabı sahipleri, kâr/zarar ortaklığı hesaplarını kullanmada ölçülü davranırlar.³⁸

- Konvansiyonel bankalarla rekabet baskısı, faizsiz finansal kuruluşların mevduat sahiplerine en az konvansiyonel bankaların verdiği faiz kadar bir kâr payı verme zorunluluğu getirmektedir. Bunun yolu da murabaha olarak görülmektedir.³⁹
- Benzer şekilde İslami bankalar ve yatırım şirketleri, zaten kurulmuş ve dolayısıyla daha rekabetçi olan geleneksel bankalar ve diğer mali kuruluşlardan dolayı oluşan aşırı rekabetin bir sonucu olarak, mudaraba veya muşaraka finansmanına kıyasla nispeten daha az riskli finansman yöntemleri sunmak zorundadırlar.⁴⁰
- Kar zarar ortaklığına dayalı mudaraba ve muşaraka sözleşmeleri daha iyi çalışabilmeleri için iyi tanımlanmış mülkiyet haklarını gerekli kılar. Birçok Müslüman ülkede olduğu gibi mülkiyet hakları düzgün tanımlanmış veya korumacı değildir. Bu da kar zarar ortaklığına dayalı sözleşmelerdeki başarı ihtimalini azaltmaktadır.⁴¹
- Mudaraba ve muşaraka finansmanında yer alacak girişimci tipolojisi; yüksek öğrenim seviyeleri ile dikkati çeken, yenilik peşinde koşan, çevresel değişimlere tepki vermede yetenekli, bugünden ziyade gelecekle ilgilenen ve teknoloji geliştirebilecek girişimcilerdir. Ancak bu tür girişimci tipolojisi faizsiz finansmanın uygulandığı toplumlarda gelişmemiştir.⁴²
- Mudaraba ve muşaraka finansmanında finansal aracı; sadece finansman verip geri çekilen kuruluşlar olmayıp, yatırım yaptığı girişimi yakından izleyen ve gerektiğinde teknik yardım sunabilen kuruluşlardır. Bunun için finanse edilen girişimlerin başarısı için işletme fonksiyonları ve ilgili sektör üzerine bir teknik know-how

38. Al-Deehani, T., Ahmed Abdel Karim, R. ve Murinde V., "The Capital Structure of Islamic Banks Under The Contractual Obligation of Profit Sharing", International Journal of Theoretical and Applied Finance, 2(3), 1999, ss. 243-283.

39. Çizakça, M., Risk Sermayesi, Özel Finans Kurumları ve Para Vakıfları, İlmi Neşriyat, İstanbul, 1993.

40. Dar, H.A. ve Presley, J.R., a.g.e.

41. Dar, H.A. ve Presley, J.R., a.g.e.

42. Gafoor, Abdul, Mudaraba-Based Investment and Finance, <http://users.bart.nl/~abdul/article2.html>, 2004.

zincirini oluşturacak şekilde işten anlayan uzman bir ekibe sahip olmak gerekir.⁴³ Ancak bu tür uzmanlığa sahip yetişmiş personel eksikliği söz konusudur ve bu boşluk konvansiyonel bankaların kredi departmanlarından transfer edilen elemanlarla doldurulmaktadır.⁴⁴

- Kar/zarar ortaklığına dayalı yatırım projelerinin değerlendirilmesinde kullanılacak genel kabul görmüş değerlendirme kriterleri yoktur.⁴⁵
- Vergilemedeki haksız muameleler de kar-zarar ortaklığına dayalı finansman yöntemlerinin kullanılmasının önünde önemli bir engel olarak düşünülebilir.⁴⁶

Mudaraba ve muşaraka finansman yöntemlerinin İslam bankalarınca yeterince kullanılmama nedenini ortaya koyan uluslararası çalışmalarda ifade edilen bu hususlar ülkemizdeki katılım bankaları açısından da geçerliliği olabilecek nedenlerdir. Bunun yanında, ilave olarak ülkemize özgü bazı hususları da, kar ve zarara katılıma dayanan finansman yöntemlerinin katılım bankalarınca tercih edilmemesinin nedeni olarak ifade etmek gerekir. Bu hususlardan biri şüphesiz ki yasal boşluktur. Türkiye’de kar ve zarara katılma yöntemi için yasal alt yapı zayıftır. Sözleşme serbestisi dahilinde gerçekleştirilecek mudaraba ve muşaraka finansman yöntemlerinin uygulanmasında, gerek girişim süresinde ve gerekse sonunda taraflar arasında oluşacak görüş ayrılıklarının mevcut yasal düzenlemeler tarafından çözüm zorluğu ve yasal çözüm süresinin uzun olması, bu finansman yöntemlerinin kullanılması açısından önemli bir sınırlamadır.⁴⁷

Teknik nedenler, mudaraba ve muşaraka finansman yöntemlerinin katılım bankalarınca yeterince kullanılmamasının piyasaya özgü diğer bir nedeni olarak ifade edilebilir. Söz konusu finansman yöntemlerinin uygulama tekniklerinin karmaşık olması, teknik altyapı gerektirmesi ve ayrıca girişimcinin faaliyetlerini gözlemleyecek ve denetleyecek kalifiye eleman ihtiyacı olması, bu yöntemlerin uygulama maliyetlerini artırıcı unsurlardır. Yüksek risk ile birlikte düşünüldüğünde teknik nedenler katılım bankalarının bu finansman yöntemlerini tercih etmeme nedeni olabilmektedir. Diğer taraftan Türkiye’de kayıt dışı ekonominin ciddi

43. Gafoor, A., a.g.e.

44. Çizakça, M., a.g.e.

45. Ahmed, Mahmood, a.g.e.

46. Dar, H.A. ve Presley, J.R., a.g.e.

47. Özgür, Ersan, a.g.e.,

boyutlarda olması, işletmecinin tüm ticari faaliyetlerini ve/veya yatırımlarını belgelendirmesini güçleştirmektedir. Bu durum, ortak girişimin tam neticesinin alınamaması olasılığını gündeme getirerek, taraflar açısından vazgeçirici nedenlerden biri olmaktadır. Dolayısıyla kayıt dışı ekonomi de katılım bankalarının mudaraba ve müşaraka finansman yöntemlerini yeterince kullanmamalarının piyasaya özgü diğer bir nedeni olarak ifade edilebilir .⁴⁸

Diğer taraftan özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde risk sermayesi ve özel sermaye fonu gibi girişim sermayesi piyasalarının gelişmiş ülkelere göre gelişmemiş olması da uzun yıllardır sorgulanmaya devam edilen bir konudur. Konu üzerinde yapılan çalışmalarda, ülkemizde girişim sermayesi piyasasının neden gelişim göstermediği noktasındaki tespitlerde genelde;

- Ülkemizde uzun süreli yaşanan siyasi istikrarsızlıklar ve beraberinde getirdiği ekonomik istikrarsızlıklar,
- Ekonomik istikrarsızlığın sebep olduğu yüksek enflasyon, yüksek faiz oranları, diğer taraftan bunları finanse etmek için verilen büyük kamu açıkları sermaye birikimini ve sermaye yatırımlarının hepsinin önünü tıkayan bir engel oluşu,
- Sadece yerli sermaye birikimi değil, doğru yatırım ortamı oluşmadığı için yabancı sermaye girişinin olmayışı,
- Finansal sistemin derinleşmemiş olması ve temel finansal ürünler ile kısıtlı kalması,
- Sığ bir menkul kıymet borsasının olması ve girişim sermayesi yatırımcılarının halka arz işlemlerini yapabileceği daha az bürokratik ikinci bir borsanın olmayışı,
- Bankalar, finans kuruluşları ve emeklilik fonlarının girişim sermayesi için yatırımcı olmayışı,
- Devlet desteği olmayışı,
- Teknopark ve inkübatör gibi girişimci ve sermaye şirketi arasında köprü görevi gören kişi ve organizasyonların yetersiz oluşu,

48. Özgür, Ersan, a.g.e.,

gibi belirli bazı hususlar ön plana çıkarılmaktadır. Ancak özellikle son yıllarda ülkemizde ekonomik istikrar ve beraberinde enflasyon ve faiz oranları noktasında belirli bir aşama kaydedilmiştir. Ekonomik göstergelerdeki iyileşmeler, yıllardır girişim sermayesi piyasasının ülkemizde yeterince gelişim göstermemesinin önemli bir nedeni olarak gösterilen makroekonomik yapı anlamında bir düzelmenin işareti olarak değerlendirilebilir.

Diğer taraftan, girişim finansmanının uygulamadaki başarısı ve ekonomik katkısı Türkiye’de son yıllarda artan bir ilgi görmektedir. Bu noktada, başarılı bir girişim finansman sektörü oluşturmak için gerekli alt yapının hazırlanması konusunda gerek kurumsal ve gerekse bireysel anlamda çok önemli çalışmalar dikkat çekmektedir. Bu anlamda İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve Sermaye Piyasası Kurulu başlatmış oldukları ilk halka arz seferberliği ile hem ulusal pazar bazında ve hem de *gelişen işletmeler piyasası* bazında ilk halka arz piyasasına önemli bir ivme kazandırmaya çalışmaktadırlar. Tüm bu gelişmeler aslında girişim finansmanı piyasası için gerek sermayedarların ve gerekse girişimcilerin motivasyonlarını artırıcı gelişmelerdir.

Girişim finansmanı piyasaları açısından yaşanan bu gelişmeler katılım bankalarını da doğrudan etkileyecektir. Finansal piyasalarda ve özellikle bankacılık sektöründe artan rekabetin bir sonucu olarak gerek ülkemizdeki katılım bankalarının ve gerekse diğer İslam bankalarının pazar paylarını büyütme adımları kar/zarar ortaklığı yatırımlarına daha ağırlık vermeleri gerekecektir. Katılım bankalarının ortak yatırımlara daha fazla kaynak aktarması şu faydaları sağlayacaktır⁴⁹:

- Bu yöntem katılım bankalarının asli fonksiyonlarına daha uygundur ve bu şekilde klasik bankalardan farkları daha net ortaya çıkacaktır.
- Bilgi ve becerisi olan ama sermaye kısıdı nedeniyle büyüyemeyen şirketlere destek olunacaktır.
- Ülke ekonomisinde önem arz eden teknolojik yatırımlar desteklenmiş olacaktır.
- Bu tür yatırımlar için girişimcinin teminat oluşturması sıkıntısı olmayacaktır.

49. Tunç, Hüseyin, a.g.e., s. 219.

- Toplumun girişimciliğe olan eğilimi desteklenmiş olacaktır.
- Hem katılım bankası hem de girişimci tarafında yetişmiş insan gücü artacaktır.
- Kar-zarar proje sayısı ve hacmi arttıkça katılım bankalarının niteliği, özellikleri ve topluma olan katkıları kamuoyu tarafından daha belirgin algılanacaktır.
- Bu sayede katılım bankalarının karlılıkları artacaktır.

1.4. KATILIM FİNANSMANINA DOĞRU: FAİZSİZ

FİNANSMANDA FİNANSAL YENİLİK İHTİYACI

Teknolojideki hız hesaba katıldığında, günümüzde herhangi bir kurumsal veya ürünsel yapı ile ilgili gelişmeleri öngörmek oldukça güçleşmiş bulunmaktadır. Bu nedenle günümüzün kurumsal yapıları, bu tür gelişmelere cevap verecek biçimde organizasyonel yapılarını esnek yaklaşımlarla şekillendirmek zorundadır.

Günümüz dünya ekonomisinin yapısal özellikleri, İslamiyet'in doğduğu 1500 yıl öncesindekinden oldukça farklıdır. İslamiyet öncesindeki zanaatkârlık ve ticari dönemde kullanımda olan ve bu dönemin koşullarına cevap verecek şekilde yapısal olarak dar bir çerçeveden oluşan iş sözleşmelerinin kullanılmasına, İslamiyet'in öğretilerine uygun olduğu düşünülmüş ve İslamiyet'in kabulünden sonra da devam edilmiştir. Ayrıca; söz konusu iş sözleşmelerinde yer alan kurumlar ve araçlar önemli bir değişikliğe uğramadan, sanayi sonrası dönemin global ekonomisinde de kullanılmaktadırlar. Ancak, faizsiz finansmanın günümüzdeki uygulamalarının konvansiyonel bankacılık faaliyetleri ile çok benzer olduğu şeklinde çok yoğun eleştiriler yapılmaktadır. Bunun nedeni olarak, faizsiz finansmanın bugünkü dar kapsamdaki uygulamalarının ötesine geçilmemiş olması gösterilmektedir. Bununla birlikte; İslam dünyasında İslamiyet'in öğretilerine uygun, modern finansman araçlarına yönelik bir arayış olarak, iş ortaklığı biçimlerinin evriminden bahsedilmektedir. İslam hukukunda, yaygın olan görüşün aksine, yeni finansman modelleri ve kurumları için yeterli esneklik vardır.

Günümüzdeki makro ekonomik çevre de, İslamiyet'in doğduğu 1500 yıl öncesindeki çevreden oldukça farklıdır. O dönemde bugünkü anlamda para ve maliye politikaları yoktu. Önemli ölçüde piyasa koşullarına dayanan mali, parasal ve düzenleyici yapının oluşturduğu bugünkü çevre, İslamiyet'in ilk dönemlerindeki hemen hemen hiç benzerlik göstermez.⁵⁰

İslam hukuku üzerinde klasik kitapların yazıldığı dönemlerde, büyük ölçekli işletmelerin varoluşu alışılmış bir durum olmadığı gibi, ticari faaliyetler de bugünkü kadar karmaşık değildi. Dolayısıyla, söz konusu dönemde, kurulu ve çalışan işletmeler üzerinde durulmamıştır.⁵¹

İslamiyet'ten önce kullanılmakta olan iş sözleşmeleri İslamiyet'in kabulünden sonra yasaklanmayarak, bunlar İslami sözleşmelerin yasal şekli olarak kabul edilmişlerdir. Buna bağlı olarak, İslam hukuku, her biri ayırt edici özellikler taşıyan veya ayırt edici kullanım şekli olan değişik finansman şekilleri ve iş sözleşmeleri ortaya koyar. Söz konusu sözleşmeler; fon toplanmasına, fon kullanımına, kâr ve zarar paylaşımına, risklerin taşınmasına ve sözleşmelerin sonlandırılmasına ilişkin detaylar içerir.⁵²

İslam ekonomi literatüründe fonların toplanmasının ve dağıtılmasının faizsiz bir temel üzerine oturma durumunda olduğu çok iyi bilinmektedir.⁵³ İslam hukuku faizli sistemin yerini alacak şekilde “kâr/zarar ortaklığı” sisteminin çok yaygın bir katılımına işaret eder. İşaret edilen finansal araçlar, öz sermaye yapısındaki finansal sözleşme türleri olan mudaraba ve muşarakadır.

İslam ekonomisinde finansman şekli olarak mudaraba ve muşarakaya aşırı önem verilmesine rağmen, günümüzdeki uygulamaları, bu araçların çok az kullanıldığını göstermektedir. Bundan dolayı faizsiz finansal kurumlar, faaliyetlerinin konvansiyonel banka faaliyetleri ile çok benzer olduğu konusunda eleştirilmektedir.⁵⁴

50. Iqbal, Zafar, a.g.e.

51. www.failaka.com/Library/Articles/Usmani%20-%20Modes%20of%20Finance.pdf.

52. Sarker, A.A., a.g.e.

53. İslam ekonomisi ile ilgili literatürün hemen hemen tamamında bu tür bir bilgi yer almasına bağlı olarak burada, özellikle, herhangi bir kaynak gösterilmemiştir.

54. Bu konuda Çizakça, 1993; Khan, 1999; Dar ve Presley, 2000; Choudhury, 2001 tarafından yapılan çalışmalara bakılabilir.

1970’li yıllardan günümüze, İslam prensipleri ile uyumlu finansal sözleşmelerin kullanımına yönelik bir çaba görülmektedir. Bunun bir sonucu olarak; değişik finansal kuruluşlarca finansal hizmetler sağlanmaya çalışılmaktadır. Diğer yandan, sermaye piyasaları kurulmakta ve finansal sistemi düzenleyici yapı geliştirilmektedir. Bu şekilde İslam prensipleri ile uyumlu finansal hizmetler sunmanın yapılabilirliğinin yaygın bir şekilde farkına varılmaktadır.⁵⁵ Bununla birlikte, konuya ilişkin literatür, faizsiz finansman sisteminin, ilk fikirlerin uygulamaya konulmasından günümüze kadar yenilikçi finansal ürünler sunma konusunda çok az ilerleme kaydettiğini göstermektedir.⁵⁶ Dolayısıyla “katılım finansmanı” olarak ifade edilen yaklaşımı kapsamlı olarak ele almadan önce, faizsiz finansmanda böylesi bir yaklaşımı gerekli kılan yenilik ihtiyacı üzerinde durulmasında fayda vardır.

İslam mezheplerinin mudaraba ve muşarakanın çalışma sistemine ilişkin yorumları farklılık gösterir. Ayrıca, günümüz İslam hukukçuları ve akademisyenleri de mudaraba ve muşarakanın işleyişi konusunda farklı görüşler taşırlar.⁵⁷ Nabil A. Salah, “Unlawful Gain and Legitimate Profit in Islamic Law” adlı eserinde bu konudaki farklı görüşleri ihtiva edecek şekilde mudaraba ve muşaraka hakkında detaylı bilgiler vermiştir.⁵⁸

Faizsiz finansal sistem, sanayi öncesi ticari ve zanaatkârlık dönemi için kullanılan araçları sanayi sonrası dönemin global ekonomisinde faizsiz finansal araçlar olarak geliştirmeye gayret etmektedir.⁵⁹ Buna bağlı olarak, İslam dünyasında iş ortaklığı biçimlerinin evrimi devam eden bir süreç durumundadır. Bu süreç İslamiyet’in öğretilerine uygun, modern finansman araçlarına yönelik bir arayıştır.⁶⁰ Bununla birlikte; Iqbal ve arkadaşları, günümüz faizsiz finansman sisteminde en önemli eksikliğin finans mühendisliğindeki ve yenilikçi olmadaki yetersizlik olduğunu belirtmektedirler. Söz konusu yazarlar, finans mühendisliği terimini, tüm

55. Khan T, and BenDjalili B., “a.g.e.

56. Norman, A.M., “Imperatives of Financial Innovation For Islamic Banks, International Journal of Islamic Financial Services, 4(3), 2002.

57. Bu konuda Choudhury, 2001; Gafoor, 2004; Sarker, 1999; www.failaka.com, 2004; www.islamicworld.net, 2004 tarafından yapılan çalışmalara bakılabilir.

58. Aktaran, Gafoor, Abdul, a.g.e.

59. Henry, Clement M., Islamic Financial Movements: Midwives of Political Change in the Middle East,” A Paper Prepared for the 2001 Annual Meetings of the American Political Science Association, San Francisco, 2001.

60. Çizakça, Murat, İslam Dünyasında ve Batı’da İş Ortaklıkları Tarihi, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul, 1999.

alanlarda yeni finansal ürün geliştirmeyi ihtiva edecek şekilde geniş bir kapsamda tanımlamışlardır.⁶¹

İslam hukuku ile katı uyum zorunluluğundan dolayı, faizsiz finansmanda finansal yenilikçilik için çok az boşluk olduğu iddia edilebilir. Bu tür iddialara, İslam hukukunun ticari ilişki ve sözleşme konularına dair beşeri ilişkileri düzenleyen “muamelat prensibi” cevap olarak verilebilir. Söz konusu prensip, “açık bir şekilde yasaklanmadığı müddetçe, her şeye müsaade edilir” hükmünü içerir. Buna göre, faizsiz finansmanda finansal yenilikçilik için yeterli boşluk olduğu anlaşılmaktadır. İslam hukuku gerçekte, yeni finansman modelleri ve kurumları etik ve hukuksal çerçevede kabul edilir hale getirmede esnektir. Bundan dolayıdır ki faizsiz finansman çerçevesinde yenilikçi modeller ve teknikler geliştirme konusunun gündeme getirilmesi gerekmektedir.⁶²

Finansal aracılığı ve yatırım çevresini genişletmek ve derinleştirmek için daima daha fazla finansal aracın sentezlenmesine ihtiyaç vardır. Mudaraba finansmanı bugünün iş çevresinin ihtiyaçlarını karşılayacak şekilde farklı biçimlerde organize edilebilir. İslam hukukunun iş sözleşmelerine ilişkin temel prensipleri doğrultusunda; zaman ve çevreye bağlı olarak farklı şekillerde iş sözleşmeleri yapılabilir.⁶³ Ancak asıl önemli olan, mudaraba ve muşarakayı, İslam öncesi uygulamalarındaki basitliğinden uzaklaştırarak özcül bir kapsamda ele almak, yaygın işbirliği ve koordinasyon iştirakını sağlamaktır. İslam hukukunun esnekliği içinde bir dönüşümün zorunlu olduğu söylenebilir.⁶⁴

İslam bankacılığında yeni ve özellik arz eden faizsiz finansal ürünlerin daha da geliştirilmesine ihtiyaç vardır. Mudaraba finansmanı günümüz koşullarında yapısal olarak geniş bir alanda kullanılır hale getirilebilir. Mudaraba finansmanında yer alacak finansal kurum, faizsiz bir banka, ticari bir banka veya özel bir amaç için tesis edilmiş uzmanlaşmış bir yatırım finansman kurumu olabilir.⁶⁵

Globalleşme, yeniliğe ve yeniden türetmeye işaret ettiği için; faizsiz finansman araçlarının geleneksel yapılarının ötesinde kullanımına

61. Aktaran, Norman, Abdullah M., a.g.e.

62. Al-Rifai, T. ve Khan, A., a.g.e.

63. Iqbal, Zafar, a.g.e.

64. Choudhury, M.A., a.g.e.

65. Stewart, G., “Why Western Regulators are the Best”, Islamic Banker, N/D 1995.

yönelmeyi gerekli kılmaktadır. İslamiyet öncesi uygulamaları temsil eden bu finansal araçların bazı şekilleri, İslam prensipleri ile uyumlu oldukları düşünüldükçe İslamiyet sonrasına da adapte edilmişlerdir. Buna bağlı olarak, açık bir şekilde İslam prensipleri ile uyumlu modern finansal araçların tasarlanmasına ihtiyaç vardır.⁶⁶

Gerek mudaraba ve muşaraka finansman yöntemlerinin katılım bankaları tarafından daha yoğun olarak kullanılmasına zemin hazırlamak ve bu yönde bankaların motivasyonlarını artırmak ve gerekse yeni finansal araçların kullanımını özendirmek ve katılım bankacılığı piyasasına bu anlamda derinlik kazandırmak amacıyla bu çalışma ele alınmıştır. Bunu yaparken, dünyada girişim finansman uygulamaları anlamında önde gelen finansman yöntemi olan risk sermayesi finansman yöntemi, faizsiz finansman piyasasının en önemli girişim finansman enstrümanı olan mudaraba finansmanı ile olan işlevsel benzerliğinden dolayı rol model olarak alınmıştır. Çalışmada sadece risk sermayesi ve mudaraba finansmanı değil, diğer öz sermaye finansman seçenekleri olan özel sermaye fonları ve muşaraka finansmanı da sürece dahil edilerek katılım bankaları açısından tüm bu finansman yöntemlerini içerisinde barındıran “katılım finansmanı” şeklinde bütüncül bir girişim finansman modeli detaylandırılmıştır.

66. http://www.mier.org.my/mierscope/drariff31_8_2002.pdf, 2004

İKİNCİ BÖLÜM

KATILIM FİNANSMANININ GENEL ÇERÇEVESİ

2. KATILIM FİNANSMANININ GENEL ÇERÇEVESİ

2.1. KATILIM FİNANSMANI

Katılım finansmanı, geçmişten günümüze kadar gerek İslam medeniyetlerinde ve gerekse diğer toplumlarda yaygın olarak kullanılan ve faizsizlik esasına dayalı Mudaraba, Muşaraka, Risk Sermayesi ve Özel Sermaye Fonları olarak isimlendirilen girişim finansman yöntemlerini içeren entegre bir katılımcı finansman yöntemidir. İsim farklılıklarına rağmen, bu dört finanslama yöntemi özünde kar ve zarar paylaşımını esas alan tek bir finanslama yöntemidir. Katılımcı finansman, bir girişim yaşam eğrisinin herhangi bir aşamasında söz konusu olabilecek, konvansiyonel banka sisteminden faydalanamayan yüksek büyüme potansiyelli girişimlere uzman kuruluşlar olan katılım bankaları tarafından alan uzmanlıklı destekle birlikte sunulan bir özsermaye finansmanıdır. Katılım finansmanı, katılım bankalarının yatırımcılardan topladıkları fonları yatırımcılar adına yöneten fon yönetimi şeklindeki profesyonel bir yatırım işlemidir.

Katılım finansmanı; faizsiz temelde mali ve üretim faktörleri içerecek şekilde girişimcilik faaliyetlerine, faize dayalı finansmanın fonksiyonlarını yerine getirecek ve sosyo-ekonomik iyileşmeyi sağlayacak temel bir mekanizma olarak karşımıza çıkmaktadır. Katılım finansmanında; faizsiz finansal kuruluşlar kârlı buldukları girişimlerin hisse senetlerini satın alarak öz sermaye sağlayacak ve bu şekilde ortaklık kurarak yönetimine katılacaklardır. Burada uzman ve tecrübeli mali kuruluşlar olarak bu finansal kurumların ortaklık kurdukları işlere sağlayacakları finansman dışı işletme fonksiyonları ile ilgili know-how desteği sayesinde başarı derecesi artacaktır. Bu durum ise kamu yararını olumlu yönde etkileyecektir.

Kâr/zarar ortaklığı esasına dayalı olacak olan katılım finansmanında; girişimle ilgili tüm risklerinin paylaşılması söz konusu olacağından, beklentileri ve dolayısıyla yatırımları olumlu etkileyecektir. Konvansiyonel bankalarından farklı olarak komple bir yatırım kurumu olarak düşünülen

katılım bankaları, müşterek sorumluluk anlayışı içinde iş görme özlemi çeken, ciddi ve yetenekli girişimcilere hem öz sermaye hem de teknik destek sağlayarak büyüme potansiyeli taşıyan girişimlerin piyasaya girmelerine imkân tanınmış olacaktır.

Mevcut ekonomik ve sosyal dengesizlik, gelişmekte olan ülkelerin önemli problemlerinden biridir. Ülkenin belirli bölgelerinde üretim fonksiyonlarının elverişli olması nedeni ile geri kalmış bölgelerin kaynakları bu bölgelere transfer olur. Bu kaynak erozyonu ve dengesizlik, fakir olan bölgenin fakir kalması, zengin olan bölgelerin daha da zenginleşmesi sonucunu doğurur. İlave olarak, konvansiyonel banka sisteminde kredilerin kendini ispatlamış büyük anonim ortaklıklara yönlendiğini dolayısıyla yeni girişimciler tarafından kurulan küçük işletmelerin banka kredilerinden faydalanamadıkları durumu ifade eden Mac Millan Boşluğu tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de varlığını sürdürmektedir.

Bu şekilde girişimcilik ve küçük ve orta ölçekli işletmeler (KOBİ) için finansman eksikliği iktisadi kalkınmada önemli bir engel oluşturmaktadır. Diğer taraftan, KOBİ'lerin ekonomi açısından taşıdığı öneme rağmen, devletin büyük projelere yönelmesi nedeniyle en uygun imkân ve şartlar yine büyük işletmelerin payına düşmektedir. Büyüme potansiyeline sahip, kabiliyetli KOBİ'lerin bu engelleri aşabilmesi için mali sistem içerisinde bu duruma cevap verecek bir bölümlendirmeye ihtiyaç vardır. Bunu da girişim finansmanı ile ilgili düzenlemeler ve gelişmeler sağlayacaktır. Bu şekilde KOBİ'ler finanse edilerek, üretimde etkinlik ve teknolojik yenilik teşvik edilmiş olacaktır. Gelişmekte olan ülkelerin kalkınmasında en kritik darboğazlardan biri, girişimcilik için üretim güçlerini harekete geçirecek finansman kaynaklarının yetersizliği ve var olan finansal kaynakların kullanımı ile ilgilidir.

Faizsiz bankacılık sisteminin Katılım bankalarının yapısal bir özelliği olarak “sosyal fayda” unsurunu da göz önünde bulundurulması, katılım bankalarını var olan finansal darboğazı büyük ölçüde giderecek yapıda kuruluşlar olarak ön plana çıkarmaktadır. Girişimciliğe ekonomik bir yer kazandıracağı düşünülen faizsiz finansal kurumların, giriştiği faaliyet alanlarında girdilerin kaynağı olmak hesabıyla girişimcilik unsurunu açığa çıkarmaları bu kurumların belli başlı görevlerinden biri olmalıdır. Bu anlamda katılım bankaları, katılım finansmanı tekniği sayesinde girişimci ve sermaye sahiplerinin karşılıklı menfaatlerini mükemmel bir şekilde bir

araya getirirken, kaynakların etkin bir şekilde kullanımını sağlayacak, dolayısıyla yetenekli girişimcileri üretime teşvik edecek ve gelişme potansiyeline sahip işletmeleri büyütecektir. Bu şekilde sermayenin yanında ekonominin en değerli unsuru olan girişimciliğin kendini göstermesine imkân tanınmış olacaktır.

2.2. KATILIM FİNANSMANININ ÖZELLİKLERİ

Alternatif bir yatırım türü olarak katılım finansmanının diğer yatırım türleri ile karşılaştırıldığında bazı temel farklılıklar söz konusudur. Katılım finansman piyasasının özelliklerini ortaya koyan bu farklılıklar başlıklar halinde aşağıda açıklanacaktır.

- **Yatırımları nakde dönüştürmedeki kısıtlılık:** Katılım finansman piyasalarında girişimcilere/girişimlere aktarılan fonlar uzun dönemli olarak yatırılan fonlardır. Katılım finansmanında, nakde dönüştürme anına kadar yatırımlar likit olmayan bir durumdadır. Çünkü, finanse edilen girişimler, borsada listelenmediklerinden dolayı, halka açık olmayan şirketlerdeki menkul kıymetlerini satmak isteyen katılım finansman kuruluşları, kurulu piyasası olmayan bir ortamda alıcı bulmak zorunda kalacaklardır. Bu şekilde yatırımları nakde dönüştürmede yetersiz ya da etkin olmayan piyasa söz konusu olduğundan, yatırım fırsatları aktif olarak araştırılır ve yüksek derecede inceleme, uyarılma ve yapılandırma sürecinden geçirilir.⁶⁷
- **Aktif katılım ve yönetim:** Yeni kurulmuş işletmelerin temel sorunları finansman ve işletme yönetimi ile ilgilidir. İşletme yönetimi tamamen profesyonel bir kadrolaşmayı gerektirir. Katılım finansman şirketleri hem yönetime destek olmak hem de yatırımlarının kontrolünü ellerinde tutmak amacı ile yatırımda bulundukları firmaların yönetimine katılmak isteyeceklerdir. Katılım finansman yöneticileri yatırım yaptıkları girişim portföy şirketlerinin yönetiminde yer alacaklar ve deneyimleri ile şirketin gelişmesine katkıda bulunarak stratejik, operasyonel, finansal, yönetsel ve sermaye yapısıyla ilgili konularda uzmanlık desteği

67. CISDM, "The Benefits of Private Equity", **CISDM (Center for International Securities and Derivatives Markets)** Research Department, 2005.

sunacaklardır. Bu destek, yatırılan sermayenin verimliliğini artırmakla birlikte riski de azaltacaktır. Bu şekilde finanse edilen girişimin yönetimine dolaylı veya dolaysız bir şekilde katılmak, katılım finansmanını diğer finansman türlerinden ayıran temel bir farktır.⁶⁸

- **Uzun dönemli yatırım ufku:** Katılım finansman şirketleri, finanse ettikleri girişimlere önemli bir sermaye kazancı elde etmek arzusu ile yatırım yaparlar. Geçmişteki özel sermaye fonu ve risk sermayesi yatırımları incelendiğinde; bu yatırımların büyük bir kısmının başarılı bir yatırıma dönüşmesinin yıllar aldığı görülecektir. Bu nedenle yatırımların başarılı olabilmesi için uzun vadeli bir perspektif esastır. Genelde bu tür yatırımlar risk sermayesi için 5-10 yıl ve özel sermaye fonları için de 3-4 yıllık bir yatırım dönemini gerektirmektedir.
- **Düşük likidite:** Katılım finansman yatırımları uzun dönemli yatırımlardır. Katılım finansman yatırımları, yatırımların başarılı olmaları halinde genelde yatırım dönemi sonunda nakit akışı sağlamaya başlayacakları için likiditesi düşük yatırımlar olarak değerlendirilirler. Ayrıca katılım finansman yatırımı yapılan şirket belli bir büyüklüğe erişmeden yatırım finansman kuruluşunun girişimdeki payı için kısıtlı pazar söz konusu olacağından kısa vadede bu tür yatırımlardan çıkmak zordur.
- **Etkin kontrol süreci:** Katılım finansman yatırımları risk düzeyi yüksek yatırımlar olduklarından, katılım finansman kuruluşları geliştirdikleri bir takım mekanizmalarla yatırım sürecinin her aşamasını sıkı denetim ve gözetim altında tutarlar.
- **Sermayeye iştirak etme:** Katılım finansman şirketlerinin destekleyecekleri ya da yatırım yapacakları işletmelerle olan ilişkisi bir borç-alacak ilişkisi olmayacaktır. Katılım finansman şirketleri bir ortak olarak yatırım yapılan şirkete katılacaklardır. Pazarlık sonucu belirlenen ortaklık hissesi ile orantılı şekilde ve yatırım öncesi yapılacak görüşmeler paralelinde yönetime iştirak edeceklerdir.⁶⁹

68. CISDM, a.g.e., s. 6.

69. CISDM, a.g.e., s. 7.

- **Küçük ve orta ölçekli işletmeler piyasasında ortaya çıkma:** Katılım finansman piyasası yeni, küçük ve orta ölçekli işletmelerin oluşturduğu bir piyasadır. Konvansiyonel bankacılığın dışlamış olduğu bu işletmeler için katılım finansmanı çok önemli fon kaynağı işlevi görecektir.

2.3. KATILIM FİNANSMANINA İŞTİRAK NEDENLERİ

Katılım finansmanına iştirak nedenlerini sermayedarlar ve katılım finansman kurumları açısından ayrı ayrı değerlendirmek mümkündür. Bununla birlikte, her iki taraf için en temel motivasyon unsuru katılım finansmanının yüksek risk ve karşılığında yüksek getiri kazanma potansiyeline sahip alternatif bir yatırım yöntemi olmasıdır. Bu nedenle katılım finansmanına iştirak nedenlerini, katılım finansmanı ve katılım finansman piyasasının özelliklerine de atıf yapacak şekilde tek başlık altında incelemek daha uygun görülmüştür.

Katılım finansman kurumlarının katılım finansmanına yatırım yapma konusundaki motivasyonu, yüksek oranda getiri ve varlık sınıfları arasında çeşitlendirme yapabilme imkânından kaynaklanacaktır. Katılım finansmanına yatırım yapmak bu kurumlara bir yandan portföy çeşitlendirmesini geliştirme, diğer taraftan yüksek oranda getiri elde etme fırsatı sunacaktır. Katılım finansmanının yapısında bulunan yüksek getiri ve çeşitlendirme kazancı potansiyeli; katılım finansman şirketinin aktif sahipliği sayesinde girişim portföy şirketinde finansal olmayan değer oluşturabilme özeliğinden kaynaklanacaktır.

- Katılım finansman şirketinin böyle bir değer oluşturabilme kabiliyeti deneyim ve becerilerine bağlı olacaktır. Bu nitelikler, katılım finansman şirketleri arasında farklılık gösterdiğinden, bu şirketlerin başında bulundukları fonlar çok değişik performans özellikleri gösterebilecektir. Bu nedenle katılım finansmanına yatırım yapmadaki başarı, öncelikle katılım finansman kurumunda sermayedar olarak yatırımcının en iyi katılım finansman şirketini bulmadaki ve fonlarını iyi çeşitlendirilmiş bir portföy şeklinde oluşturabilmesindeki becerisine bağlı olacaktır.⁷⁰ Genelde şu

70. Heikkilä, Tatu, **European Single Market and The Globalisation of Private Equity Fundraising: Barriers and Determinants of Foreign Commitments in Private Equity Funds**, Helsinki University of Technology Department of Industrial Engineering and Management, Master's Thesis, Helsinki, 2004, s. 9.

sebeplerden ötürü katılım finansmanına yatırım yapılacaktır;⁷¹

- **Mutlak getiri:** Borsada listelenmiş hisse senetlerinden oluşan portföylerde gözlenen aşırı değişkenlik ve düşük yatırım performansı, mutlak getiri ortaya koyacak yeni yatırım stratejilerini ön plana çıkarmaktadır. Demografik eğilimler böylesi bir değişikliği daha da pekiştirmektedir. Buna bağlı olarak, birçok kurum yüksek mutlak getiri sağlayacak yatırım yaklaşımlarına yönelmeye zorlanmaktadır. Ayrıca katılım finansman şirketleri yatırımcılara yüksek getiri sunabilme konusunda kendi çıkarsal yapılarına uygun olarak, alacakları performans priminden dolayı daha gayretli olacaklardır. Bu durum da mutlak getiriye artıracığından, katılım finansmanı yatırımcılar için cazip hale gelmektedir.
- **Portföy çeşitlendirmesi:** Dengeli bir portföye katılım finansman araçlarının ilave edilmesi, çeşitlendirmeyi daha da geliştirerek söz konusu portföyü etkin portföy seviyesine yaklaştıracaktır. Etkin portföy; belirli bir getiri seviyesinde en az riske veya belirli bir risk seviyesinde en fazla getiriye sahip olan portföydür.⁷² Katılım finansmanı ile halka açık finansal piyasa sınıfları arasındaki korelasyon ilişkisinden dolayı⁷³ dengedeki bir portföye katılım finansmanı girişi yapılması değişkenliği azaltabilir ve risk profilinde kapsamlı bir düzenlemeye imkân verebilir. Bu durum ise ya hesaplanmış aynı risk seviyesinde daha yüksek hedef getiriye imkân verir ya da hedef getiri oranını korurken risk seviyesinde bir düşüşe neden olacaktır.
- **Yüksek getiriler sunma potansiyeli:** Katılım finansman piyasaları tahvil ve hisse senedi piyasaları ile karşılaştırıldıklarında; nispeten daha az etkin piyasalar olabilirler. Ancak yatırımcılara uzun dönemde yüksek performans elde etme imkânı sunacaklardır. ABD’de son yirmi, Avrupa’da ise son on yılda risk sermayesi ve özel sermaye fonlarındaki büyüme ile paralel bir şekilde getirilerde de artış görülmektedir. Bu piyasaların büyümesi ile birlikte

71. Bance, Alex, “Why and How to Invest in Private Equity”, **An EVCA Investor Relations Committee Paper**, 2004.

72. Dağlı, Hüseyin, **Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi**, Derya Kitabevi, Trabzon, 2004.

73. Ayrıntı için “Venture Economics, Investment Benchmarks Report: Venture Capital, 2002 Edition

yatırımcıların bu fonların uzun dönem getirileri konusundaki bilgi düzeyleri de artmıştır. Diğer taraftan; olgunlaşmış sektörlerde gelişimini tamamlamış işletmelerle karşılaştırıldığında yeni, küçük ve orta boy işletmeler daha yüksek büyüme potansiyeli taşırlar. Katılım finansmanı kullanan yeni, küçük ve orta boy işletmelerin bu büyümesini yatırımcılar paylaşmış olacaktır.

- Sosyal sorumluluk: Finansal beklentilere ilave olarak, katılım finansmanına yatırım; güçlü şekilde büyüyen küçük işletmelerin ekonomiye katkısı nedeni ile ekonomik büyüme ve işsizlikteki azalma şeklinde sosyal bir fayda sağlayacaktır. Katılım finansmanının etkin kullanımı ile girişimcilik faaliyeti sadece metropollerde değil, metropol olmayan yerelerde de açığa çıkarılmış olacaktır. Dünyada son yıllarda finansal getiri beklentilerine ilave olarak, yatırımlarda sosyal sorumluluk ilgisi hızlı bir şekilde artmaktadır. Sosyal sorumluluk anlayışı taşıyan yatırımcılar, yatırımlarında sadece finansal getiriler üzerinde odaklanmamakta, yatırım kararlarında finansal getiri ile sosyal faydadan oluşan getiriyi birlikte hesaba katmaktadırlar. Sosyal sorumluluk anlayışı içinde olan yatırımcı, sosyal sorumluluk anlayışı taşımayan yatırımcılara göre çok daha düşük finansal getirileri kabullenmektedirler. ABD’de konvansiyonel olmayan risk sermayesi kurumlarının ortaya çıkmasında ve varlıklarını sürdürmesinde yatırımcıların sosyal sorumluluk anlayışının önemli bir etkisi söz konusudur. İlave olarak, kadınlara ve fakirlere küçük miktartlı kredi sunacak şekilde oluşturulmuş olan mikrokredi kurumlarının günümüzde özsermaye sağlayacak boyutta mikrofinansman kurumlarına dönüşmelerinde sosyal sorumluluk anlayışı taşıyan yatırımcılığın etkisi vardır. Dünyadaki bu gelişmeler karşısında, katılım finansman kurumlarının fon kaynaklarını oluşturacak yatırımcılardan ve katılım finansman kurumlarından sosyal sorumluluk anlayışı konusunda, faizsiz finansal sistemin temel bir unsuru olarak çok daha ileri gitmeleri beklenir.

2.4. KATILIM FİNANSMANININ AVANTAJLARI VE DEZAVANTAJLARI

Özel sermaye fonu ve risk sermayesine yatırım, özellikle son yıllarda çok popüler bir konu haline gelmiştir. Bu durum başlıca iki nedene bağlanmaktadır. Birincisi, ABD’de özel sermaye fonlarınca toplanan sermaye miktarının 1980 yılındaki 5 milyar ABD doları civarındaki seviyesinden 2000’li yılların sonunda 300 milyar ABD dolarına ve son 25 yılda toplamda 1 trilyon ABD dolarına üzerine çıkmasıdır.⁷⁴ İkinci olarak, fon yöneticilerinin Şnansette ettikleri Şrmalarda önemli bir stratejik rol üstlenmeleridir ki bu konu son yıllarda geniş ölçüde tartışılmaktadır.⁷⁵ Bunun dışında son yıllarda risk sermayesi ve özel sermaye fonu yatırımlarındaki artışları açıklamaya yönelik iki mantıksal açıklama ileri sürülmektedir. İlk açıklama gelişmekte olan ülkelerin kendilerinden kaynaklanan değişikliklerdir. Birçok gelişmekte olan ülke, ticari kısıtlamaların azaltılması ve entellektüel varlıkların korunması yönündeki çabaların artırılması gibi radikal reformlar yapmaktadırlar. İkinci açıklama ise gelişmiş ülkelerdeki değişen koşullarla ilgilidir. Birçok kurumsal yatırımcı, çekici getirilerle karakterize edilen risk sermayesi ve kaldırıcı satın alma fonlarının birçok gelişmiş ülkede yatırım yapılacak yeni alan arayışlarını güçlendireceği şeklinde görüş bildirmektedir.⁷⁶

Alternatif yatırım kategorisi şeklinde sınışıandırdığımız katılım Şnansmanı, yüksek getiri vadeden ve diğer klasik varlık sınışıarı ile düşük korelasyona sahip bir eksende değerlendirilebilir. Bununla birlikte katılım Şnansmanına yapılan yatırımın özel araçlar ile gerçekleşecek olmasından dolayı, pazarlanabilme eksikliği, uzun dönemli elde bulundurma, etkili yatırım seviyesi konusunda kontrol gerekliliği, minimum yatırım miktarı veya sınırlı fon edinimi gibi katılım Şnansman şirketleri açısından bazı dezavantajlar söz konusu olabilecektir. Dahası, bir yatırımcı görüşü açısından, bu portföy sınıfının varlık özelliklerinin

74. Phalippou, Ludovic and Zollo, Maurizio, “What Drives Private Equity Fund Performance?”, <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/05/0541.pdf>, s. 2.

75. Hellmann, Thomas and Puri, Manju, “Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence”, *The Journal of Finance*, 57(1), 2002, s. 169.

76. Lerner, Josh and Schoar, Antionette, “**Transaction Structures in the Developing World: Evidence from Private Equity**”, NBER Working Paper, No.W10348, 2004.

tam olarak anlaşılması zaman alacaktır. Bunun temel nedeni olarak, uzun dönemli piyasa fiyatları konusunda bilgilerin elde edilmesindeki olası zorluk ve girişim finansman yöntemleri konusundaki performans göstergelerinin çoğunlukla sadece çeyrek dönem üzerine oluşturulmuş olması olarak gösterilebilir. Bununla birlikte katılım finansman fonlarının risk ve performans ölçümlerinin diğer varlık sınıfları ile karşılaştırılması zor olabilir.⁷⁷

Katılım finansmanı fonlarının diğer alternatif yatırımlar gibi güvenilir risk ve getiri özelliklerinin belirlenmesi birçok spesifik yatırım özelliklerince güçleştirilmektedir.⁷⁸ Bilindiği gibi genç ve yeni yapılanmış firmaların finansmanı oldukça riskli bir iştir. Özellikle ileri teknoloji endüstrilerinde belirsizliğin ve bilgi asimetrisinin yüksek oluşu riski daha da artırmaktadır. Söz konusu bilgi asimetrisi, bu tür firmaların değerlendirmesini zorlaştırmakta ve gerekli finansman sağlandıktan sonra girişimcilerin fırsatçı davranmalarına imkân sağlamaktadır.⁷⁹

Katılım finansman yatırımları, halka açık olmayan özel işletmelerin nama yazılı menkul kıymetlerine yapılan ve profesyonelce yönetilen yatırımlar şeklinde karakterize edilebilir. Söz konusu menkul kıymetler borsada işlem görmeyen menkul kıymetlerdir. Yatırımlar ağırlıklı olarak öz sermaye şeklindedirler. Bununla birlikte özellikle özel sermaye fonu yatırımları açısından borç ve öz sermaye karışımı şeklinde karma menkul kıymetler de söz konusu olabilir. Ancak katılım bankalarının çalışma prensipleri doğrultusunda bu tür menkul kıymetlerin kullanımına izin verilmeyecektir. Katılım finansman fonu yöneticileri genellikle portföy şirketlerinde yüksek sahiplik yüzdesi elde etmek ve şirketin yönetiminde aktif rol almak isteyeceklerdir. Katılım finansman şirketlerinin yatırım ufkı, yatırım üzerinden gerekli getiriye elde etmeyi amaçlayan bir çıkış stratejisi ile sınırlandırılacaktır.⁸⁰

77. Bauer, Michael, Bilo, Stephanie and Zimmermann, Heinz "Publicly Traded Private Equity: An Empirical Investigation", **WWZ, Department of Finance, Working Paper**, No.5/01, 2001, s. 2.

78. Bilo, Stephanie et al., "Risk, Returns, and Biases of Listed Private Equity Portfolios", **WWZ / Department of Finance, Working Paper**, No.1/05, 2005, s. 3.

79. Lerner, Josh, **Venture Capital and Private Equity: A Casebook**, Harvard Business School and National Bureau of Economic Research, 2000, s. 11.

80. Bauer, Michael, Bilo, Stephanie and Zimmermann, Heinz, a.g.e., s. 3.

Birçok yatırımcı katılım finansmanına, çeşitlendirilmiş bir portföyün parçası olarak ilgi duyabilir. Katılım finansmanını alternatif varlık sınıfları olarak ele alsak da, klasik varlık sınıflarına uyum yönünden düşük ve hatta negatif korelasyon göstereceklerini ifade etmek gerekir. Çünkü girişim finansman uygulamalarına bakıldığında, finansman desteği sağlanan ve başarılı olup halka açılan girişim finansman yatırımlarının getirilerinin büyük ölçüde normal dışı olduğu görülmektedir.⁸¹

Finansman ihtiyacı içerisindeki işletme dış yatırımcılardan öz sermaye sağlarsa; işletme yönetimi, tüm maliyetini yüklenmeyeceğinden ve aşırı biçimde kazançlı çıkabileceğinden dolayı savurgan harcamalarda bulunabilir. Benzer şekilde işletmenin borç finansmanı sağlandığı durumda da işletme yönetimi riski firmanın altından kalkamayacağı bir seviyeye kadar artırabilir. Bu durum, işletme yönetimi ile yatırımcılar arasında temsil sorununun oluşmasına neden olur. Temsil sorunu ise borç ve öz sermaye sahiplerinin işletmeye sermaye sağlama konusundaki tutumlarını etkileyebilir. Sermaye sağlayanlar bu tür sorunların farkında olarak, işletmenin finansman problemini iç kaynaklarla çözmesi durumunda ortaya çıkacak maliyetten çok daha yüksek bir getiri oranı talep ederler.

Temsil sorunu ayrıca, katılım finansman kurumları ile yatırım yatırım yapılan işletmeler arasında da görülebilir. Bu tür işletmelerle ilgili geniş ölçüde var olan bilgi asimetrisinin iki sonucundan bahsedilebilir. İlk olarak, girişimciler yüksek kişisel getiri yanında işletmeye fon aktarmış hissedarlar için beklenen düşük getiriye sahip strateji, araştırma ve projelere yatırım yapabilirler. Örneğin; bir biyoteknoloji firması kurucusu, ticarileşme potansiyeli düşük ancak bilimsel komitelerce geniş kabul görecektir araştırmalara yatırım yapmak isteyebilir. Bu yatırım, katılım finansmanı yatırımcıları için düşük bir getiri sağlayabilir ve girişimcinin kişisel bir takım maddi olmayan menfaatlerinden dolayı proje üzerinde ısrarcı olacaktır. Benzer şekilde, girişimciler başlangıçta yaptıkları piyasa denemelerinden yeni bir ürün konusunda küçük bir talebin olduğunu gösteren neticeler alabilirler fakat yine de kendi firmalarını yönetmekten daha büyük kazançlar sağlayacaklarını düşünerek firmayı elden çıkarmak istemezler. İkinci bir problem

81. Bauer, Michael, Bilo, Stephanie and Zimmermann, Heinz, a.g.e., s. 12.

ise girişimci tarafından seçilen riskin seviyesi ile ilgilidir. Girişimcilerin öz sermaye pozisyonları aslında opsiyoneldir. Eğer firmanın durumu iyiye giderse yani hisse senetleri değerlendirirse yönetim hisselerin büyük çoğunluğunu elde tutar ancak tersi durumda yani hisse senetleri değer kaybederse zararı yatırımcı üstlenir. Sonuç olarak, girişimciler gerçekten de yüksek riskli stratejiler peşinde koşarlar.⁸²

Yönetici, hissedarın servetini maksimize etme amacında olsa bile, bilgi boşlukları dışarıdan sermaye temin etmeyi pahalılaştırabilir ya da tamamen engel olabilir. Yönetici, firmanın yatırım fırsatları konusunda daha üst derecede bilgiliyse ve mevcut hissedarların çıkarları doğrultusunda davranırsa, hisse senetleri aşırı değerlendirildiğinde sadece yeni hisseler ihraç edecektir.

Bununla birlikte bilgi problemleri giderilirse finansal kısıtlamalar ortadan kalkacaktır. Finansal ekonomistler arasında, katılım finansman organizasyonları gibi uzmanlaşmış araçların bu tür problemler üzerinde yoğunlaşabileceği şeklinde bir görüş mevcuttur.⁸³ Katılım finansman organizasyonları, öncelikle sermaye sağlayarak daha sonra denetim ve gözetimden önce firmaları yoğun bir inceleme sürecine tabi tutarak bazı bilgisel boşlukları ve sermaye kısıtlamalarını azaltabilirler.

Katılım finansman piyasasında temel bir konu olan ve bir taraftan katılım finansman kurumu ile katılım finansman kurumunun fonlarını oluşturan sermayedarlar arasında ve diğer taraftan katılım finansman kurumu ile girişimciler arasında temsil ilişkisi dokuzuncu bölümde ayrıntılı olarak değerlendirilecektir.

Yapılan açıklamalar ışığında katılım finansmanının avantaj ve dezavantajlarını şu şekilde özetlemek mümkündür.

Katılım finansmanının avantajları;

- Fondan yararlanan işletmelerin kredi kullanımında olduğu gibi herhangi bir faiz ödemesine gerek yoktur.

82. Lerner, Josh, a.g.e., s. 12.

83. Lerner, Josh, a.g.e., s. 16.

- Katılım finansman şirketleri, yatırım yaptıkları işletmelere sermaye desteği yanında çeşitli teknik destekler de sunarlar.
- Katılım finansman destekli işletmelerin gerek duyulduğunda, diğer finansman seçeneklerine ulaşma ihtimalleri daha yüksektir.
- Katılım finansman şirketleri, destek sağladıkları firmaların amaçlarına odaklanırlar ve finansal altyapıyı güçlendirerek etkili stratejik kararlar alınmasını sağlarlar.
- Katılım finansman desteği işletmenin bilançosunu güçlendirir ve finansal kaldıraçtan yararlanma oranını düşürür.

Katılım finansmanının dezavantajları;

- Yatırım yapılan işletmenin hissedarının düzenli bir kâr payı getirisi sağlaması açısından önemli ölçüde kâr sağlayacağı beklentisi vardır.
- Katılım finansman desteği alan firmaların, faaliyet performansları ve beklentileri konusunda düzenli olarak detaylı bilgi sunma gerekliliği vardır.
- Finansal düzenlemelere maruz kalma maliyeti yüksek olabilir.
- Katılım finansmanı, firmanın hisse senetlerinin, anlaşma öncesi belirlenen orandaki kısmının katılım finansman şirketine devrini, kârların ve karar alma mekanizmasının paylaşımını gerekli kılar.
- Yüksek getiri talebi, yatırımcılar açısından kısa vadeli düşünme ihtimalini artırabilir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

RISK SERMAYESİ VE EKONOMİK ETKİLERİ

3. RISK SERMAYESİ VE EKONOMİK ETKİLERİ

3.1. GENEL AÇIKLAMA

Küçük işletmelerin, alacakları krediler karşılığında gösterecekleri teminatların yetersiz olması, faaliyette bulundukları iş alanlarının çok riskli olması veya bankaların daha çok büyük ölçekli kuruluşlara odaklanmaları gibi nedenlerle bankacılık sektöründen kredi sağlamaları çok zordur. Böyle bir durumda küçük işletmeler gerekli olan öz sermayeyi genellikle sınırlı olan işletme içi kaynaklardan veya bireysel imkânlardan elde etmeye çalışırlar. Bunun neticesinde, finansman eksikliği nedeni ile birçok proje düşünce aşamasında kalmakta ve yatırıma dönüştürülememektedir. Öz kaynakları yetersiz ve dış finansman seçeneklerinden yararlanma imkânları sınırlı olan küçük işletmelerin faaliyetlerini devam ettirebilmeleri açısından gerekli finansmanı sağlayan risk sermayesi, bu tür işletmeler için alternatif bir finansman kaynağı oluşturmaktadır.

Tam olarak öz kaynak yatırımı sağlamayan risk sermayesi; uzun vadeli, az olasılıkla büyük kâr ile büyük olasılıkla küçük zararın söz konusu olduğu ve özellikle yüksek gelişme potansiyeline sahip sektörlerle, ferdi tasarrufçulara ve kurumsal tasarrufçulara yatırımda bulunma imkânı veren bir yatırım şeklidir.⁸⁴ Bu açıdan bakıldığında risk sermayesi yatırımı yapanların, yüksek getiriye amaçlayan ve bunun karşılığında da büyük risklere katlanabilen yatırımcılar olduğunu söylemek mümkündür.

Genel ekonomi açısından finansal araçlar, ellerindeki birikimlerini başkalarına belirli bir fiyattan (faiz oranı) belirli bir süre için ödünç vererek değerlendirmek isteyen ekonomik birimlere ait bu fonları kendi adına yayınladığı finansal araçları kullanarak toplayan ve bu fonları havuzladıktan sonra finansman gereksinimi duyan ekonomik birimlere çeşitli yollar ve tekniklerle transfer ederek önemli bir makroekonomik

84. Ceylan, Ali, Finansal Teknikler, Ekin Kitabevi, Bursa, 2002, s. 151.

işlevi yerine getirmektedir.⁸⁵ Her ne kadar kullandığı araçlar ve yöntemler farklılık gösterse de risk sermayesi de; bir taraftan tasarrufları ekonomiye kanallıze ederken diğler taraftan yeni girişimcileri özellikle teknolojik yenilik konusundaki yatırımlarında destekleyerek; teknolojik yenilik-verimlilik-rekabet etkileşimini gerçekleştirerek benzer bir makroekonomik işlevi yerine getirmektedir. Bu bağlamda, risk sermayesinin makroekonomik boyutta şu gibi işlevleri yerine getirdiğini söylemek mümkündür;⁸⁶

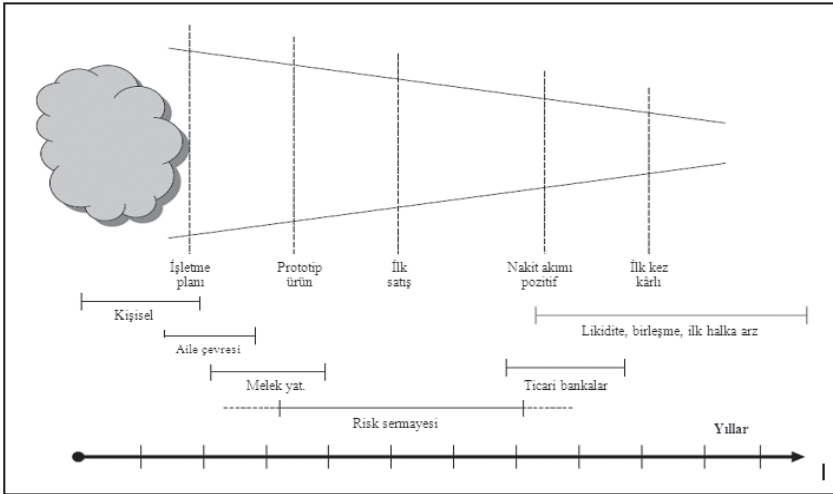
- Risk sermayesi genellikle dinamik, üretken, genç ancak yeteri kadar finansman gücü olmadığı için ortaya çıkamayan girişimlere yapıldığından; parası olmayan ancak dinamik ve üretken olan herkesin bir iş sahibi olabileceği fikri teorik de olsa yaygınlaşmış olacaktır. Dolayısıyla, yeni fikirlerin ve buluşların ortaya çıkmasına ve geliştirilmesine katkıda bulunacak ve toplum dinamizm kazanacaktır. Toplumun dinamizm kazanması da ekonomik kalkınmanın temel faktörlerindendir.
- Risk sermayesi sürecinin son aşaması veya başka bir ifade ile risk sermayesi şirketlerinin nihai hedefi hissedar olarak katıldığı işletmenin hisse senedini menkul kıymetler borsasında satarak yatırımdan çıkmaktır. Bu nedenle, gelişmiş bir sermaye piyasası risk sermayesi uygulamasının başarısı için hem bir ön şart, hem de sonucudur. Risk sermayesi yatırımının likiditasyonu için gelişmiş bir sermaye piyasası gerekir. Aynı zamanda, risk sermayesi şirketleri sürekli olarak sermaye piyasasında faaliyette bulunmak zorunda oldukları için sermaye piyasasının da gelişimine büyük ölçüde katkıda bulunacaktır.
- Risk sermayesi; hem teknolojik yenilik ve gelişmeleri sağlayarak, hem de tasarrufları doğrudan sabit sermaye yatırımlarına aktararak ülke sanayinin gelişmesine büyük katkı sağlamaktadır.
- Risk sermayesi yatırımlarının önemli bir kısmı teknolojik yenilik ve gelişmelere yönelik olduğu için, bir ülkede teknolojinin hızla gelişmesine öncülük eder. Dolayısıyla risk sermayesi, teknolojik sanayileşmenin motoru olma fonksiyonunu da üstlenmiş olmaktadır.

85. Çıkrıkçı, Mustafa, Finansal Kurumlar ve Piyasalar, Akademi Kitabevi, Trabzon, 2005, s. 66.

86. Aypek, Nevzat, Sermaye Piyasası Aracı Olarak Risk Sermayesi ve Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği, TÜBİTAK Yayınları, Ankara, 1998.

- Risk sermayesi, teknolojik yenilik ve gelişmeye verdiği destekle birlikte yeni ürün ve hizmetlerin ekonomiye kazandırılmasını da sağlar.
- Kamu iktisadi teşebbüslerinin özelleştirilmesinde başarılı bir örnek olarak kabul edilen İngiltere uygulamalarında risk sermayesi modelinin büyük bir desteği olmuştur. Dolayısıyla risk sermayesi, bir özelleştirme yöntemi olma fonksiyonunu da yerine getirmektedir.

Şekil 3.1: Risk Sermayesi Yatırım Akışı



Kaynak: Callahan ve Muegge, 2002

- Risk sermayesi genellikle küçük işletmeleri finanse etmeyi amaçladığından, tüm ülkelerde ekonominin temelini oluşturan ve genellikle devlet desteği bekleyen küçük işletmelerin finansman sorununu piyasa mekanizması içinde çözümlenmiş olacaktır.

Risk sermayesi bu makroekonomik işlevlerini Şekil 3.1'de gösterilen risk sermayesi basit yatırım süreci dahilinde gerçekleştirir. Bu noktadan hareket edildiğinde risk sermayesi yatırımlarının en büyük ekonomik çıktısının halka arzlar veya şirket birleşmeleri şeklinde ortaya çıktığı söylenebilir.

3.2. RISK SERMAYESİ VE GENEL EKONOMİK ETKİLERİ

Risk sermayedarları, yüksek büyüme potansiyeline sahip küçük firmalara sermaye sağlamak suretiyle sermaye piyasalarında aracı olarak faaliyet gösterirler. Risk sermayesi finansmanı kullanan firmalar genellikle küçük ve genç firmalardır ve genellikle yenilikçi başlangıç aşama firmaları olarak isimlendirilirler. Bu firmalar yüksek belirsizlik düzeyi ve yatırımcılar ve girişimciler arasında yüksek derecede bilgi asimetrisi ile ilişkilendirilirler.⁸⁷ Risk sermayedarları hızlı büyüme için özsermaye şeklinde finansal destek ve yönlendirme ve uzmanlık şeklinde de finansal olmayan destekler sağlarlar.⁸⁸ Risk sermayedarları bu anlamda yönetim kurullarında görev alırlar ve risk sermayesi desteği almış firmalar için temel firma fonksiyonlarını icra edebilirler veya yönetim ve danışmanlık desteği sağlarlar.⁸⁹

Yenilikçi genç firmaların varlığı inovasyon ve büyüme için önemli bir kaynaktır. Çok yönlü bir risk sermayesi endüstrisinin varlığının Amerikan ekonomisindeki teknolojik yenilik ve büyüme kabiliyetini destekleyen ve ayakta tutan önemli bir faktör olduğu ekonomistler arasında yaygın olarak ileri sürülen bir görüştür. Risk sermayesinin genç firmalara daha hızlı büyüme imkanı sağlaması, bu firmalar için daha yüksek bir değer ortaya çıkarması ve diğer başlangıç aşama firmalarına göre daha yüksek bir işgücü imkanı sağlaması bu görüş etrafında birleşen ekonomistlerin en temel argümanıdır. ABD piyasası için yapılan ampirik çalışmalarda da, risk sermayesinin, yeni firmaların servet ve yeni iş imkanları ortaya çıkarmasında önemli bir etken olduğu ortaya konulmuştur.⁹⁰ Risk sermayesi desteği almış firmalar daha yenilikçi firmalar olup, daha fazla değere dönük patentler sağlama eğilimi taşırlar.⁹¹ Dolayısıyla risk sermayesinin ekonomik etkilerini, ekonomik büyüme ve istihdama etkisi ve inovasyona etkisi şeklinde farklı başlıklar altında değerlendirmek daha doğru olacaktır.

87. Berger Allen N. and Udell Gregory F., "The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle", **Journal of Banking and Finance**, (22): 6-8, 1998, ss. 613-673.

88. Sapienza Harry J., "When Do Venture Capitalists Add Value", **Journal of Business Venturing**, Vol. 7, 1992, ss. 9-27.

89. Romain, Astrid and Pottelsberghe, Bruno V., "The Economic Impact of Venture Capital", **Studies of Economic Research Center**, No: 18, 2004.

90. Gompers, Paul, ve Lerner, Josh, "The Venture Capital Revolution", **Journal of Economic Perspectives**, (15): 2, 2001, ss.145-168.

91. Kortum, Samuel, ve Lerner, Josh, "Does Venture Capital Spur Innovation?", **NBER Working Paper Series**, Working Paper No: 6846, 1998, ss.674-692.

3.2.1. RISK SERMAYESİ, EKONOMİK BÜYÜME VE İSTİHDAM

Risk sermayesinin ekonomik büyüme ve istihdama etkisi girişimcilik kanalı ile gerçekleşir. Bu ise tamamen girişimcilik vizyonu ile ortaya çıkabilecek bir etkidir. Girişimci vizyonu, benzersiz iş fırsatlarının aktifleştirilmesi yada yatırıma dönüştürülmesine imkan sağlayan bir müessesedir. Belirli piyasaları tanıma ve müşterilerin ihtiyaç ve isteklerini tanıma yeteneğine sahip olma tüm bireyler ve iş çevresi için eşsiz bir beceridir.⁹² Girişimciliğin öğrenilebilen ve öğretilen yada doğuştan gelen bir yetenek olup olmadığı akademiada büyük bir tartışma konusudur. Her ne olursa olsun kesin olan birşey vardır ki o da girişimcilerin toplum ve iş dünyasındaki sürekli değişime nasıl adapte olacaklarını anlayabilmeleridir.

Girişimciler değişimi normal ve sürekli bir süreç olarak görürler. Fırsatları tanımak ve onları aktifleştirmek, girişimin geliştirilmesi konusunda ilk ve en önemli konudur. Bazı girişimciler piyasayı tamamen değiştiren ürün ve hizmetleri tesadüfen geliştirme konusunda şanslı iken girişimcilerin birçoğunda problemlere veya değişimlere olan talepler iyi hesaplanır.⁹³

Girişimciler hayat kalitesini geliştirerek, yeni iş imkanları sağlayarak, küresel ekonomik rekabeti artırarak ve yeniden yatırımlarla yeni servetler oluşturarak ekonomik büyümeye katkı sağlarlar. Girişimcilik son derece karmaşık olmasına rağmen ve gerçekten sınırları bulunmaz iken, birçok girişimcinin başarılı bir girişim geliştirmek ve finansal sürdürülebilirliğini korumak için hareket ettiklerine yönelik genel uygulamalar vardır. Ulusal Girişimcilik Komisyonu (National Community of Entrepreneurship)'na göre girişimciler, giderek hızlanan küresel fırsatlardaki değişimleri görüp, fırsatlardan yararlanmak için yenilik geliştirerek, yeniliklerini piyasa ile buluşturmak için firmalar kurarlar. Firmaların kurulup büyütülmesi sürecinde ise hesaplanmış önemli riskler alırlar.⁹⁴

Önemine rağmen, finansal sektörün diğer parçalarında olduğu gibi risk sermayesi endüstrisi üzerine yoğun bir araştırma yapılmamıştır.

92. Harris, Brett M., "New Venture Entrepreneurship and its Impact on Globalization and Economic Development", Undergraduate Honors Thesis, The School of Public and Environmental Affairs, Indiana University – Bloomington, 2010.

93. Harris, Brett M., "New Venture Entrepreneurship and its Impact on Globalization and Economic Development", Undergraduate Honors Thesis, The School of Public and Environmental Affairs, Indiana University – Bloomington, 2010.

94. Harris, Brett M., a.g.e.,

Kuramsal çerçevede en temel soru şudur: Risk sermayesi niçin her şartta varlığını sürdürdü? Her ne kadar yüksek risk ve karşılığında yüksek getiri potansiyeli içerse de, neden girişimcilik finansmanına odaklanmış uzmanlaşmış firmalara ihtiyaç duyulmaktadır?⁹⁵

ABD’de risk sermayesi şirketleri yaygın bir örgütlenme biçimine doğru yöneldiler. Her bir firma, 10-20 yıl ömürlü fonlar olarak isimlendirilen bir veya daha fazla sınırlı sorumlu ortaklık içermekteydi. Bu fonlardaki sermaye öncelikle servet sahibi bireylerden, üniversite bağışları, sigorta şirketleri ve emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcılardan oluşan sınırlı ortaklıklardan sağlanmaktaydı. Risk sermayedarları olarak anılan genel sorumlu ortaklar bu sermayeyi aktif olarak yönetirler ve daha sonra getirilerini maksimize etmek için yönetmiş oldukları firmalara izleme ve danışmanlık hizmetleri verirler. Verdikleri hizmetler karşılığında risk sermayedarları bazı sabit tazminatlar ve bu yatırımlardan elde edilecek potansiyel getirilerin önemli bir kısmını alırlar. Bu nedenle risk sermayedarları kendi portföylerindeki şirketleri dikkatlice seçerler ve onları mümkün olduğu ölçüde efektif besleme eğilimi taşırlar.⁹⁶

Firma düzeyinde yapılan çalışmalar, risk sermayesi şirketlerinin portföylerindeki şirketleri seçerek ve onlara danışmanlık desteği sağlayarak değer ürettiklerini göstermektedir. Bu araştırmaların bazılarında risk sermayesi şirketleri tarafından finanse edilen firmaların satışlar ve istihdam açısından diğer firmalara göre daha hızlı büyüdükleri ortaya konulmuştur.⁹⁷ Bununla birlikte risk sermayesine olan ilgi sadece risk sermayesi şirketlerinin yatırım yaptıkları firmalara kattıkları değer ile ilgili değildir. Risk sermayesi şirketlerinin bunun yanında, yüksek büyüme potansiyeline sahip firmaları finanse ederken, yeni istihdam imkanları sağlayarak ve ilave servet üretimi ile ekonomiyi bir bütün olarak geliştirme konusunda önemli bir görev üstlendiklerini ifade etmek gerekir.⁹⁸

Risk sermayesi şirketlerinin yatırımları için değer oluşturdukları fikrini öne süren firma düzeyindeki çalışmalara rağmen, bazı çalışmalarda risk

95. Koh, Francis C.C., ve Koh, Winston T.H., “Venture Capital and Economic Growth: An Industry Overview and Singapore’s Experience”, **Singapore Management University Working Paper**, No: 21-2002, 2002.

96. Saliva, Sampsa and Sorenson, Olav, “Venture Capital, Entrepreneurship and Economic Growth”, **The Review of Economics and Statistics**, 93(1), 2011, ss. 338-349.

97. Jain, Bharat A., ve Kini, Omesh, “Venture Capitalist Participation and the Post-Issue Operating Performance of IPO Firms,” **Managerial and Decision Economics**, 16, 1995, ss. 593-606.

98. Saliva ve Sorenson, a.g.e., s. 339.

sermayesi şirketlerinin ayrıca, bir bütün olarak ekonomiye katkı sağladıkları sonucunu ortaya çıkaran iki önemli husus ön plana çıkmaktadır.⁹⁹

- Risk sermayesinin yokluğu durumunda bu firmalar diğer kaynaklardan finansman sağlayabilirler mi?
- Firma düzeyinde risk sermayesi şirketleri tarafından sağlanan değer ne kadarı ön yatırım faaliyetlerinden (firma seçimi... vb) kaynaklanmaktadır?

Araştırmalarda ilk durum doğrudan incelenmemiş olmasına rağmen, servet ve girişimcilik üzerine literatür, yeterli olmayan finansal kaynakların girişimcilerin kendi işlerine başlama konusunda önemli bir engel teşkil ettiğini ifade etmektedir.

Bir yatırım sınıfı olarak bakıldığında da risk sermayesi ve özel sermaye fonları ekonomik büyüme süreci üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Özellikle, hızlı büyüyen yüksek teknoloji firmalarının bulunduğu Slikon vadisi modeli ABD’de bir yenilik sürecine dönüştü. Microsoft, Apple, Intel, Amazon, Ebay gibi başarılı uygulamalar bu modelin en önemli çıktıları olarak göze çarpmaktadır.

Silikon vadisi deneyimi, düşünceli politikaların ve risk sermayesi endüstrisine verilmesi gereken desteğin, yenilik ve girişimcilik için doğru ortamın oluşmasına katkı sağlayacağı ifade edilebilir. Bu yenilik ve girişimcilik ortamı zamanla yeni iş fırsatları ve servet oluşumuna öncülük edecektir. Gelişmeyi sağlayacak yenilik için temel çevre, risk sermayesi ve özel sermaye fonlarını da içine alan sağlam bir finansal sistemin yanında, ticaret ve yatırıma açık bir ekonomi, sağlam bir alt yapı, fikri mülkiyet hakları için mantıklı bir yaklaşım, risk alma ve başarı odaklı bir kültür ve küresel yetenekler için bir açık kapı politikasıdır.¹⁰⁰

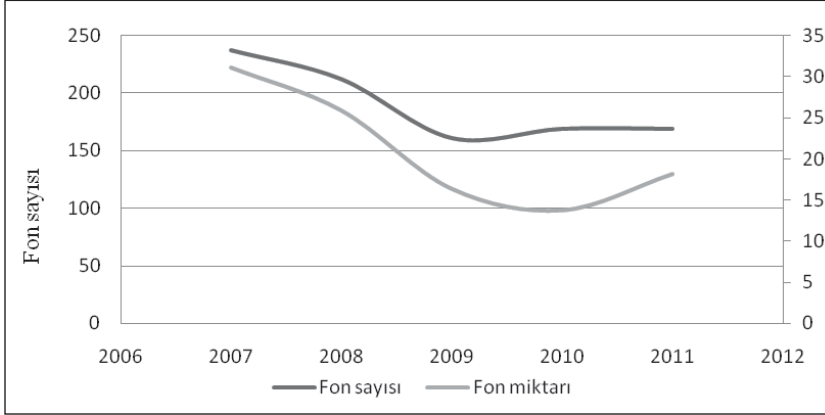
Risk sermayesi ABD’de uzun yıllardır uygulanan ve profesyonel aracı kurumlar tarafından özsermaye yatırımları yoluyla yüksek potansiyel taşıyan firmalara finansman sağlayan bir organizasyondur. Bazı önemli erken başarı öykülerine rağmen bu araçlar 1980’li yıllar öncesinde bu başarılarla daha az rol üstlenmekteydiler.¹⁰¹ O zamanlardan bu yana risk sermayesinin önemi hızla artmaktadır.

99. Saliva ve Sorenson, a.g.e., s. 339.

100. Koh, Francis C.C., and Koh, Winston T.H., a.g.e.

101. Gompers, Paul, ve Lerner, Josh, a.g.e.

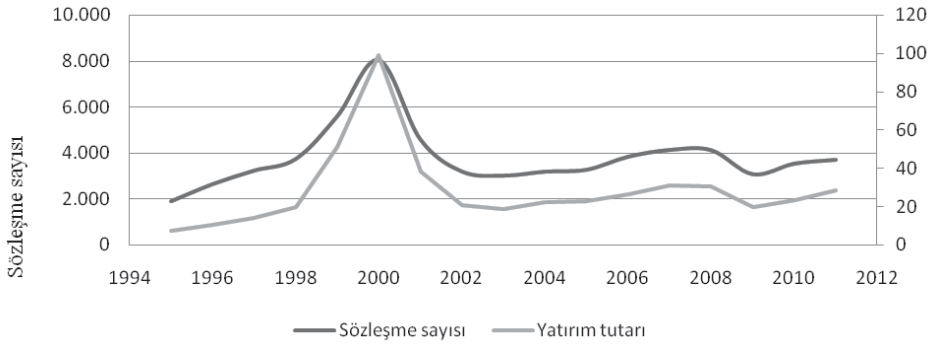
Grafik 3.1: ABD’de Risk Sermayesi Fon Sayısı ve Toplanan Fonlar (milyar \$)



	2007	2008	2009	2010	2011
Fon sayısı	237	212	161	169	169
Fon miktarı	31,1	25,9	16,4	13,8	18,2

Kaynak: NVCA, 2012

Grafik 3.2: Yıllar İtibari İle ABD’de Risk Sermayesi Sözleşme Sayıları ve Yatırım Tutarları (milyar \$)



	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Sözleşme sayısı	1.889	2.637	3.224	3.729	5.590	8.032	4.582	3.183	3.004
Yatırım tutarı	7,31	10,57	14,14	19,78	51,33	99,16	38,07	20,85	18,61
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Sözleşme sayısı	3.179	3.262	3.827	4.124	4.113	3.066	3.526	3.696	
Yatırım tutarı	22,36	22,95	26,59	30,83	30,55	19,75	23,24	28,45	

Kaynak: NVCA, 2012

Tablo 3.1: 2010-2011 Yıllarında ABD’de Sektörlere Göre Risk Sermayesi Sözleşme Sayıları ve Yatırım Tutarları (milyar \$)

Sektör	Sözleşme sayısı	Yatırım tutarı
Biyoteknoloji	937	8,61
İşletme ürün ve hizmetleri	152	0,68
Bilgisayar ve çevre birimleri	102	0,72
Tüketici ürün ve hizmetleri	230	1,81
Elektronik / Enstrümantasyon	136	1,15
Finansal hizmetler	136	0,89
Sağlık hizmetleri	87	0,68
Endüstriyel / Enerji	602	6,88
Bilgi teknolojileri hizmetleri	672	4,17
Medya ve reklam	775	3,83
Tıbbi cihazlar ve ekipmanları	692	5,17
Ağ ve ekipmanları	121	1,03
Perakendecilik / Dağıtım	77	0,61
Yarı iletkenler	254	2,29
Yazılım		11,59
Telekomünikasyon	267	1,52
Diğer	36	0,06
Toplam	7222	51,69

Kaynak: NVCA, 2012

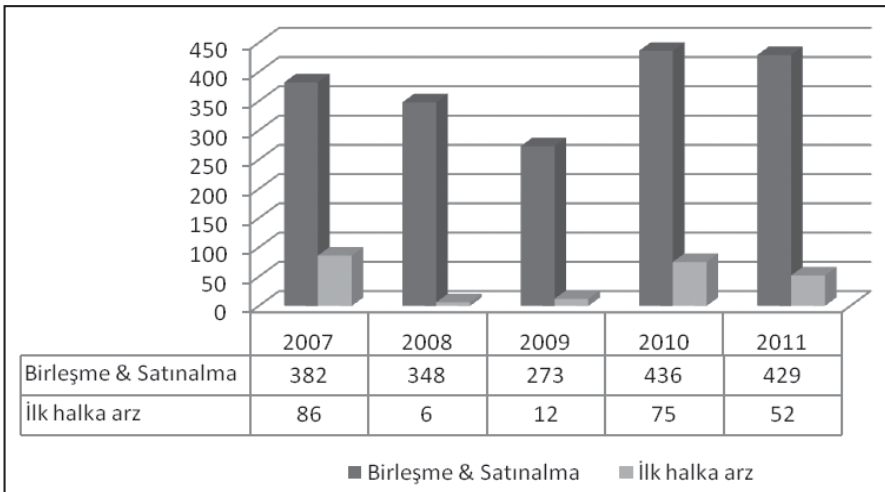
Ulusal Risk Sermayesi Derneği (National Venture Capital Association-NVCA)’ne göre 1978’den 2011’e ABD’de risk sermayesi şirketleri tarafından toplanan fonlar 549 milyon dolardan 18,2 milyar dolara ulaşmıştır. Bu miktar 2008 küresel finansal krizi öncesinde (2007 yılı) 31,1 milyar dolardı.

Risk sermayesi sektörünün ekonomik büyüme ve paralelinde istihdam üzerine etkisini ortaya koymak adına, bu sektöre yatırılan fon büyüklükleri, yapılan sözleşme sayıları ve risk sermayesi destekli halka arz ve şirket birleşme ve satın almaları önemli göstergelerdir. Bu

kapsamda Grafik 3.1’de ABD risk sermayesi sektöründe toplam fon sayısı ve bu fonlar aracılığı ile toplanan fon miktarları, Grafik 3.2’de ise bu fonlar tarafından yapılan sözleşme sayıları ve bu sözleşmeler ile girişimlere yapılan yatırım miktarları gösterilmiştir. Tablo 3.1 ise 2010 ve 2011 yıllarında ABD risk sermayesi endüstrisinde risk sermayesi fonları tarafından yapılan sözleşme sayıları bu sözleşmeler ile girişimlere yapılan yatırım miktarlarının sektörel dağılımı gösterilmiştir.

Risk sermayesi endüstrisi tarafından toplanan fonlar, yapılan sözleşmeler ve girişimlere yapılan yatırım miktarları, risk sermayesi şirketlerinin ekonomik büyümeye katkısı noktasında önemli bir gösterge olmasının yanında diğer önemli bir gösterge ise sermaye piyasalarına yaptığı katkıdır.

Grafik 3.3: ABD’de Risk Sermayesi Destekli Yatırımlardan Çıkış



Kaynak: NVCA, 2012

Risk sermayesi firmalarının, finansman desteği sağladıkları yatırımlardan çıkış stratejileri içerisinde en önemlileri, bu şirketlerin halka arz edilmesi veya başka firmalar ile birleşme ya da satınalma anlaşmaları yapılmasıdır. Grafik 3.3 ABD’de risk sermayesi destekli yatırımlardan çıkış stratejilerinin yıllara göre seyri gösterilmiştir. Türkiye’de 1990 yılı baz alındığında, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları hariç yılda ortalama 14-15 firmanın halka arz olduğu göz önüne alındığında (ki bu ortalama

sadece son 10 yıl dikkate alındığında 8-9 firmaya kadar düşmektedir), ABD’de sadece risk sermayesi finansmanı desteğinde son 5 yılda, ABD merkezli 2008 küresel finansal krize rağmen, yaklaşık 45-46 firmanın halka arz edilmesi sermaye piyasaları ve genel ekonomi anlamında çok önemli bir katkı göstergesidir.

Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) risk sermayesinin ekonomiye katkısının diğer bir göstergesi olarak alınabilir. Tablo 3.2’de Avrupa Birliği (AB) ülkelerinde GSYİH yüzdesi olarak risk sermayesi ortalama değerleri, erken aşama, genişleme aşaması, toplam risk sermayesi ve ulusal ar-ge harcamaları için ayrı ayrı gösterilmiştir.

Tablo 3.2: AB Ülkelerinde GSYİH Yüzdesi Olarak Risk Sermayesi Ortalama Değerleri (1995-2009)

	Erken aşama	Genişleme ve replasman	Toplam risk sermayesi	Ulusal Ar-ge
AB (diğer 15 ülke)	0,028	0,092	0,12	0,664
Danimarka	0,036	0,068	0,104	0,771
Almanya	0,024	0,048**	0,075**	0,762
İspanya	0,011	0,08	0,092	0,477
Fransa	0,026	0,074	0,1	0,783
İtalya	0,009	0,05	0,059	0,531
Polonya	0,007*	0,048*	0,055*	0,403
Finlandiya	0,045	0,077	0,122	0,956
İsveç	0,053	0,141	0,194	0,931
İngiltere	0,045	0,198	0,243	0,613

*1998-2009 **1997-2009 **Kaynak:** Eurostat

Avrupa risk sermayesi endüstrisinde yaşanan bu gelişiminde etkisiyle, 2010 yılında AB bölgesinde imalat sektöründe 34 milyon kişi istihdam edilmiştir. Bu sayı aynı bölgedeki toplam işgücünün %15,9’una denk gelmekteydi. 34 milyon çalışan dışarıda bırakıldığında, 2,3 milyon kişi yüksek teknoloji imalatında istihdam edilmiştir. Bu sayı ise toplam işgücünün %1,1’ine denk gelmekteydi.¹⁰² Dolayısıyla bu büyüklükler ve gelişmeler dikkate alındığında, risk sermayesi veya benzeri uygulamaların,

102. http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Hightech_statistics

hem ekonomik büyüme üzerinde ve hem de istihdam üzerinde pozitif bir etkisinin olduğunu ifade etmek yanlış olmayacaktır.

3.2.2. RISK SERMAYESİ VE İNOVASYON

3.2.2.1. GENEL OLARAK İNOVASYON

İnovasyon, ekonomik büyümenin, artan istihdamın ve yaşam kalitesinin önemli bir kaynağını oluşturmaktadır. Günümüzün hızla değişen rekabet ortamında işletmelerin devamlılığını sağlayabilmeleri için hizmetlerini ve üretim yöntemlerini sürekli olarak değiştirmeleri ve yenilemeleri gerekmektedir. Bu açıdan bakıldığında inovasyon ülkelerin kalkınmalarında ve işletmelerin başarılarında önemli bir faktördür.¹⁰³

İnovasyon, yeni veya önemli ölçüde değiştirilmiş ürün (mal ya da hizmet) veya sürecin; yeni bir pazarlama yönteminin; ya da iş uygulamalarında, işyeri organizasyonunda veya dış ilişkilerde yeni bir organizasyonel yöntemin uygulanmasıdır.¹⁰⁴

İnovasyon kapsamına giren konular organizasyonel, teknolojik ve sunumsal inovasyon olmak üzere üç başlıkta gruplandırılabilir.^{105,106} Bu gruplandırmaya göre organizasyonel inovasyon, çalışma yöntemlerinin geliştirilmesi veya yeni yöntemlerin bulunması ile bir işletmenin rekabet gücünün yükseltilmesi ile gerçekleştirilir. Teknolojik inovasyon ise hem teknolojik ürün veya hizmeti hem de süreci kapsar. Yeni bir ürünün veya sürecin geliştirilmesi ile birlikte mevcut ürün ve süreçlerde yapılan önemli teknolojik değişiklikler de teknolojik inovasyonun kapsamını oluşturur. İnovasyon, ürünün pazara sunulması veya ürün ile ilgili sürecin üretimde kullanılması ile gerçekleştirilir. Yeni pazarlama yöntemlerinin ve tasarımların oluşturulması veya mevcut yöntem ve tasarımların uyarlanarak kullanılması ile işletmenin rekabet gücünün yükseltilmesi ile de sunumsal inovasyon gerçekleştirilmiş olur.¹⁰⁷

103. Çalpınar, Hatice ve Baç, Uğur, KOBİ'lerde İnovasyon Yapmayı Etkileyen Faktörler ve Bir Alan Araştırması, **Ege Akademik Bakış**, 7(2), 2007, ss.445-458.

104. Oslo Klavuzu, **Yenilik Verilerinin Toplanması ve Uygulanması İçin İlkeler**, 3. Baskı, OECD ve Eurostat Ortak Yayını, Tübitak, 2005, Ankara.

105. Christensen, J.F., "Asset Profiles for Technological Innovation", **Research Policy**, 24(5), 1995, ss. 727-745.

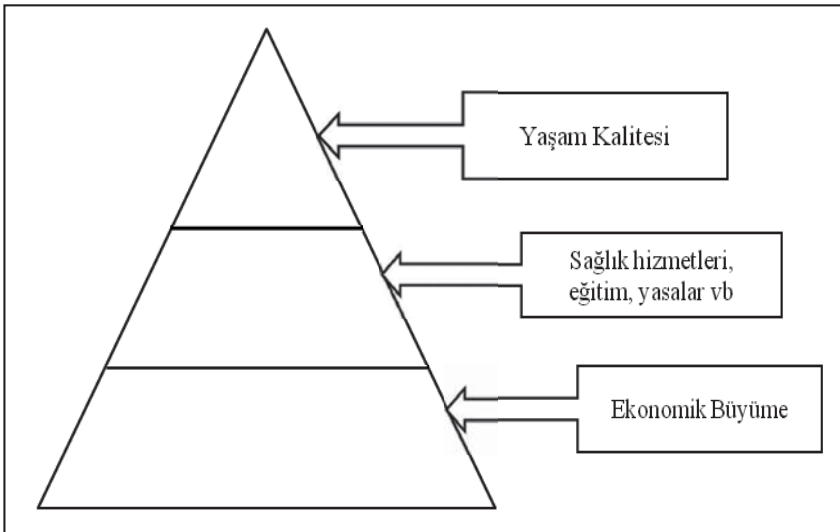
106. Christensen, J.F., "Innovative Assests and Inter-assesst Linkages a Resource-based Approach to Innovation", **Economics of Innovation and New Technology**, (4), 1996, ss. 193-209.

107. Çalpınar, Hatice ve Baç, Uğur, a.g.e., s.447.

Araştırma-geliştirme (Ar-ge) faaliyetlerinin yenilikçilik üzerindeki etkisi pek çok çalışmada vurgulanmaktadır. Bu çalışmalarda, ar-ge harcamalarının, inovasyon faaliyetlerinin önemli bir belirleyicisi olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.¹⁰⁸

Literatürde Doğrusal (Lineer) İnovasyon Modelleri olarak adlandırılan modellerde, inovasyonun kaynağı olarak teknik yeniliklere vurgu yapılmaktadır. “Teknoloji itmeli” model olarak da adlandırılan bu modele göre; ortaya çıkan teknolojik yenilikler talebi arttırmakta ve böylece ekonomik büyüme sağlanmaktadır. Bir başka deyişle, büyümenin motoru bilimsel ve teknik icatlardır. Ar-ge, teknoloji geliştirme ve yenilik (inovasyon) faaliyetleri, rekabetçiliğin ana kaynağı olarak görülmektedir. Bu modelin temel düşüncesi; daha fazla ar-ge faaliyetinin daha fazla inovasyon ortaya çıkmasını sağlayacağı ve inovasyonun ar-ge teşvikine bağlı olduğudur.¹⁰⁹

Şekil 3.2: İnovasyonun Ülkeler Açısından Önemi



Kaynak: Aktaran, Işık ve Kılınç, 2011

108. Çalpınar, Hatice ve Baç, Uğur, a.g.e., s.449.

109. Sungur, Onur, “Antalya’da Faaliyet Gösteren İhracatçı Firmaların Ar-Ge, Teknoloji geliştirme ve İnovasyon Faaliyetleri”, Uluslararası Devraz Kongresi: “Küresel Diyalog”, Süleyman Demirel üniversitesi, 2009, ss. 938-953.

İnovasyon bir taraftan, ekonomik mantıkla düşünüldüğünde, yeni bir ürün veya süreç için, potansiyel piyasa talebinin ya da bir ihtiyacın çok iyi anlaşılmasını gerektirirken, diğer taraftan ulaşılması kolay teknik bilgiler ve aynı zamanda özgün araştırmalar sonucu elde edilen yeni bilimsel ve teknolojik bilgileri de gerektirir. Makro açıdan bakıldığında inovasyonu, bir endüstrideki bilim ve teknoloji ve/veya piyasa yapılarında örnek değişiklikler oluşturma kapasitesi olarak değerlendirmek mümkündür.¹¹⁰ İnovasyon kavramı, bireysel ve toplumsal ihtiyaçların (sağlık, dinlenme, çalışma, ulaşım vb.) daha iyi bir düzeyde karşılanmasını sağlar.¹¹¹ Şekil 3.2’de inovasyonun bir ülke açısından önemi gösterilmektedir.

Buna göre, ülkenin sahip olduğu inovasyon yapma gücü ilk olarak ekonomik büyümeyi sağlar. Ekonomisi büyüyen ülkenin buna bağlı olarak insanlarına sunduğu hizmetlerde olumlu gelişmeler söz konusu olmaktadır. Bu sürecin sonucunda bireylerin yaşam kaliteleri de yükselmektedir.¹¹²

3.2.2.2. Risk SERMAYESİ VE İNOVASYON İLİŞKİSİ

Risk sermayesi, başarısı, yenilikçi firmalara finansman, izleme ve danışmanlık hizmetleri sağlamaktan kaynaklanan finansal aracılığın özel bir şeklidir.¹¹³

Risk sermayesinin rolü potansiyel olarak çok önemlidir. Risk sermayesi firmaları, ortakları engin endüstri bilgisine ve yöneticilik deneyimine sahip sofistike yatırımcılardır. Onların orta vadede yüksek getiri ile olan güçlü bağlılıkları, kendilerini aktif yatırımcı yapmaktadır.¹¹⁴

Portföy şirketlerinin inovasyon stratejilerinin şekillenmesinde risk sermayesinin iki önemli rolü vardır. Bunlardan ilki girişim yatırımcılarının piyasakoşullarınıayarlamakonusundabelirginşekilde daha iyi olmalarıdır.¹¹⁵ Girişim yatırımcıları firmalara, onları halka arza taşıma (veya sektördeki

110. Işık, Nihat ve Kılınç, Efe C., “Bölgesel Kalkınma’da Ar-Ge ve İnovasyonun Önemi: Karşılaştırmalı Bir Analiz”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, 6(2), 2011, ss. 9-54.

111. Aktaran, Işık, Nihat ve Kılınç, Efe C., a.g.e., s. 15.

112. Aktaran, Işık, Nihat ve Kılınç, Efe C., a.g.e., s. 15.

113. Rin, Marco D. ve Penas, Mariana F., “The Effect of Venture Capital on Innovation Strategies”, NBER Working Paper Series”, <http://www.nber.org/papers/w13636>, 2007.

114. Bottazzi, Laura, Da Rin, Marco, ve Hellmann, Thomas, “Who Are the Active Investors? Evidence from Venture Capital,” **Journal of Financial Economics**, 89(3), 2007, ss.488-512.

115. Gompers, Paul, Kovner, Anna, Lerner, Josh ve Scharfstein, David, “Venture Capital Investment Cycles: The Impact of Public Markets”, **Journal of Financial Economics**, 87(1), 2008, ss.1-23.

başka firmalara satma) amacı ile doğru zamanda ve doğru anda yatırım yaparlar. Böylece yeni girişimlere tekrar yatırım yapmak için sermayelerini kurtarmış olurlar. Bununla birlikte girişim (risk) yatırımcılarının onaylama rolü¹¹⁶ ve sahip oldukları ilişkiler ağı¹¹⁷, onların halihazırda iyi büyüme fırsatlarına sahip firmaları çekmelerine katkıda bulunur.¹¹⁸ Böylece girişim (risk) yatırımcıları bu firmaları başarılı bir likiditasyona getirme konusunda ağırlıklı bir zorunluluk taşırlar.

Girişimciler, uygulama için önemli miktarda sermaye gerektiren uzun vadeli fikirlere sahiptirler. Ancak bu projeler kendi kendilerini finanse edecek fonlardan yoksundurlar.¹¹⁹ Risk sermayesi, hissedilen bu ihtiyaca bir tepki olarak gelişmiştir. Risk sermayesi, yüksek riskli ve yüksek getiri potansiyeline sahip projelerin finansmanı için bir çözüm ortaya koymaktadır. ABD, Tayvan ve İsrail örnekleri, teknolojik yenilik ve risk sermayesi piyasasının yakından bağlantılı olduğunu göstermektedir.¹²⁰ Sermaye piyasaları, genelde sermaye boşluğu problemi (capital gap problem) olarak bilinen yüksek işlem maliyetlerinden dolayı küçük iş fırsatlarını göz ardı ederler.¹²¹ Risk sermayesi bu boşluğu bir ölçüde kapatarak girişim finansmanının özel bir şekli haline gelmiştir. Risk sermayesi örneğinde sermaye piyasaları girişim fonlamasını destekleme noktasında elverişli olmalıdır.¹²²

Risk sermayesi bugün ABD’de teknoloji firmalarının en baskın öz sermaye finansman şeklidir. Girişimciler ile yapılan görüşmeler, risk sermayesinin inovasyonun gelişmesinde önemli bir rol üstlendiğini göstermektedir. Risk sermayesinin inovasyona katkısı iki boyutta ele alınabilir. Büyümeyi hızlandırmak ve güvenli uzun vadeli başarı için güvenilir ve öngörülebilir bir sermaye ile, genç ve yenilikçi firmalar -genel ekonomik durumdan bağımsız- bir halka arz için gerekli firma büyüklüğüne ulaşmak adına gerekli ölçüde araştırma, pazarlama ve

116. Megginson, William, ve Weiss, Kathleen “Venture Capital Certification in Initial Public Offerings”, **Journal of Finance**, 46 (3), 1991, ss.879-903.

117. Hochberg, Yael, Ljungqvist, Alexander, ve Lu, Yang, “Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance”, **Journal of Finance**, 62(1), 2007, ss.251-301.

118. Sorensen, Morten, “How Smart is Smart Money: An Empirical Two-Sided Matching Model of Venture Capital”, **Journal of Finance**, 62(6), 2007, ss.2725-2762.

119. Gompers, Paul ve Lerner, Josh, “The Venture Capital Cycle”, MIT Press, 2002.

120. Premus, R., “Venture Capital and Innovation”, USGPO, 1985.

121. Smith, Richard L. and Smith, Janet K., **Entrepreneurial Finance**, Jhon Wily&Sons, USA, 2000.

122. Bowonder, B. ve Mani, Sunil, “Venture Capital and Innovation: The Indian Experience”, UNU/INTECH Research Project, 2002.

stratejik konumlandırma yatırımları yapmaları.¹²³ Bunun sonucu olarak ki, borsaya kote oldukları an dikkate alındığında, risk sermayesi desteği almış firmalar diğer firmalara göre daha kısa faaliyet geçmişine sahip oldukça genç firmalardır. Girişim fonu açısından bakıldığında bu ayrıca bir gerekliliktir. Çünkü bu fonların kurumsal amacı, mümkün olduğunca çabuk bir şekilde mümkün olan en yüksek getiriye ulaşmaktır.¹²⁴

Ekonomik büyümeyi amaçlayan politika yapıcılar, genellikle kendi yerel risk sermayesi endüstrilerini oluşturmak veya geliştirmek isterler. Bu tür girişimlere örnek olarak İsrail’de ki Yozma programı, ABD’de ki Küçük İşletme Yatırım Şirketleri (Small Business Investment Company-SMIC) programı ve kotasyonlarının geleneksel piyasalara göre daha az sıkı olan hisse senedi piyasaları oluşturmaya yönelik değişik girişimler gösterilebilir. Bu tür çalışmalar için iki ortak kanı vardır. Bunlardan ilki, risk sermayedarlarının, küçük ve yeni firmalar tarafından yenilikçi eylemler noktasındaki yatırım yetersizliği problemini azaltmalarındır.¹²⁵ Diğeri ise risk sermayedarlarının yeni firmalara hızlı büyüme ve karlılık konusunda yardımcı olabilmeleridir.¹²⁶

Silikon Vadisi’ndeki risk sermayesi yatırımcılarının yapı ve metodolojik anlamdaki en tipik özellikleri inkubatörler (küvezler) olmalarıdır.¹²⁷ Bu küvezler şirketlerin son derece profesyonel bir yapılanma, yatırımlar ve yönetim anlamında gelişimini sağlarlar. Bu anlamda hem ABD’de ki Slikon Vadisi ve hem de diğer ülkelerdeki benzer örnekleri (örneğin İsrail’de ki Yozma programı), gelişmeye açık yenilikçi firmaları son derece profesyonel yapılanma ve yönetime aktif katılım ile sürekli takip ve sinerjiyi gerekli kılan bir süreç dahilinde geliştiren küvezler olarak değerlendirmek mümkündür. Yeni ve teknoloji tabanlı büyüme potansiyeli taşıyan firmaları ortaya çıkaran bu şekilde bir süreç bazı araştırmacılarca “inovasyonun jenerik özel sistemi” olarak tanımlanmaktadır.¹²⁸

123. Dobloug, Anstein T., “Venture Capital and Innovation”, Hogskoloni Hedmark, 2008.

124. Dobloug, Anstein T., a.g.e., s. 22.

125. Hall, Bronwyn, “The Financing of R&D”, NBER Working Paper 8773, 2002.

126. Sahlman, William A., “The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations”, **Journal of Financial Economics**, 27, 1990, ss.473-521.

127. Kaplan, David A., “The Silicon Boys”, Harper Perennial, 1999.

128. Cooke, Philip, Davies, Clare and Wilson Rob, “Innovation Advantages of Cities: From Knowledge to Equity in Five Basic Steps”, **European Planning Studies**, 10(2), 2002, ss.233-250.

Tablo 3.3: AB Ülkelerinde Risk Sermayesi, Ar-Ge ve Patent Ödeneği Ortalamaları (1991-2008), milyon Euro

Ülke	Risk sermayesi	Ar-Ge	Patent ödeneği
Avusturya	49,044	2.931,145	774,523
Belçika	57,440	2.952,779	922,137
Çek Cumhuriyeti	7,006	429,421	312,920
Danimarka	64,189	2.202,903	756,680
Finlandiya	14,235	3.784,712	1.034,130
Fransa	558,760	16.715,360	3.672,629
Almanya	304,954	39.722,370	9.439,099
Yunanistan	3,393	258,109	302,280
Macaristan	28,938	569,702	406,033
İzlanda	6,780	85,985	358,903
İrlanda	26,340	891,528	488,574
İtalya	128,258	6.829,997	1.764,434
Hollanda	69,459	3.683,356	1.502,700
Norveç	23,764	996,784	559,305
Polonya	9,293	906,269	296,489
Portekiz	7,133	321,025	279,046
Slovakya	154	37,821	245,481
İspanya	91,341	3.363,233	574,727
İsveç	80,161	6.889,395	1.498,388
İsviçre	81,228	12.088,490	1.520,028
İngiltere	488,843	10.554,300	3.495,323
Toplam	2.100,712	116.214,672	30.203,828

Kaynak: Popov ve Roosenboom, 2011

Bu tanımlama, çoğu ekonomik krizle sonuçlanan eski ekonomik rejimlerin desteğinde gelişen “Bölgesel İnovasyon Sistemi (Regional Innovation System-RIS)”nin tam tersi olan bir tanımlamadır.

1960'lı yıllardan itibaren, belli başlı Amerikan sanayi işletmeleri, iş geliştirmede içsel eksiklikleri giderici, ar-ge tamamlayıcı bir yol olarak, risk sermayesine iştirak etmeye başlamışlardır. 1990'lı yıllarda ise iş geliştirmeyi hızlandırıcı bir destek şeklinde stratejik amaçlı olarak, risk sermayesi programları yürütmüşlerdir. Bu programların stratejik hedefi, potansiyel yeni iş alanlarına açılacak pencereye ulaşmaktır.¹²⁹

Türkiye'de her ne kadar GSYİH'nin yüzdesi olarak ar-ge harcaması sanayileşmiş ülkelere göre çok düşük ise de, ar-ge faaliyeti ile ilgili dikkati çeken daha önemli bir nokta, ar-ge harcamalarının grupsal dağılımındadır. Toplam ar-ge harcaması içinde, yatırım harcaması için çok küçük pay ayrılmaktadır. Bu durum, Türkiye'nin ar-ge harcama etkinliğinin ve verimliliğinin olması gerekenin çok altında gerçekleşmesine sebep olmaktadır.¹³⁰

Risk sermayesi ve teknolojik inovasyon arasındaki olumlu ilişki, ilave üçüncü bir faktör olarak, teknolojik fırsatları ortaya çıkarmaktadır. Çünkü, daha fazla risk sermayesi yatırımı, daha fazla teknolojik yenilik olarak düşünülür. Bunun nedeni, risk sermayesi yatırımlarının teknolojik yeniliklere sebep olmasından ziyade, daha fazla teknolojik yeniliklere götüreceği düşüncesi ile, risk sermayesi şirketlerinin bazı uç şok teknolojilere kayıtlı kalmalarıdır.¹³¹ Bu tespiti destekleyecek şekilde Tablo 3.3'de, çeşitli Avrupa ülkelerinde 1991-2008 döneminde yapılan ortalama risk sermayesi harcamaları, yapılan ar-ge harcamaları ve ortalama patent ödenekleri gösterilmiştir. Tablodaki veriler, inovasyon yatırımlarının bir göstergesi olarak alınabilecek ar-ge harcamaları ile yapılan risk sermayesi yatırımları arasındaki ilişkiyi göstermektedir.

Günümüzde yeni teknolojilerin hızlı bir şekilde ortaya çıkmasına bağlı olarak, teknolojinin eskime hızı çok büyük tehlike arz etmektedir.¹³² İşletmelerin çoğunluğu, ortaya çıkmakta olan yeni elektronik, iletişim, biyo-teknoloji ve üretim teknolojilerince sürekli bir şekilde etkilenen ve şekillenen pazarlarda rekabet etmektedirler. Bu alanlardaki teknolojik yeniliklerin büyük bir çoğunluğu, hayret uyandıracak derecede, girişimci-

129. Bulut, Halil İ., "Ulusal Ar-ge Tamamlayıcısı Olarak Uluslararası Kurumsal Risk Sermayesi", **İktisat İşletme ve Finans**, 20(236), 2005, ss.65-86.

130. Bulut, Halil İ., a.g.e., s. 66.

131. Bulut, Halil İ., a.g.e., s. 67.

132. Murfin, DL and Winters, T.E, "Venture Capital Investing for Corporate Development Objectives, Journal of Business Venturing, 3, 1988, pp. 207-222.

genellikle risk sermayesi destekli- küçük işletmeler tarafından ortaya çıkarılmaktadır.¹³³ Yeni iş alanları geliştirmede, büyük bir çoğunluğu içsel ar-ge'den ziyade büyük bir çoğunluğu risk sermayesi ile finanse edilen küçük-yeni teknoloji işletmeleri devralmalarına dayanan Microsoft ve Cisco Systems gibi hızlı büyüyen teknoloji firmalarının başarıları, konvansiyonel teknolojik yenilik yaklaşımlarını sönük kılmıştır.¹³⁴

133. Bleicher, K. and Paul, H., "The External Corporate Venture Capital Fund-A Valuable Vehicle for Growth", **Long Range Planning**, 20, 1987, pp. 64-70.

134. Gompers, Paul and Lerner, Josh, a.g.e.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM
KATILIM FİNANSMAN PİYASASININ ORGANİZASYONU

4. KATILIM FİNANSMAN PİYASASININ ORGANİZASYONU

4.1. GİRİŞİMCİLER

Girişimci, sahip olduğu hedef, bilgi birikimi ve yönetim metodu gibi değişkenler kullanılmak suretiyle tanımlanabilir.¹³⁵ Girişimciler genelde bu sayılan boyutlar itibarıyla farklılık gösterdiğinden, bu kriterleri kullanmak suretiyle girişimcileri sınıflamak mümkündür.¹³⁶ Girişimci sınıflandırması girişim işletmesinin performansı, yönetsel uygulamaları, girişim yapısı, yenilikçilik derecesi, girişim başlatma süreci ve girişimcinin fırsatları algılaması gibi geniş bir faktör dizisini açıklamak için kullanılmaktadır.¹³⁷

Günümüzde en yaygın girişimcilik sınıflandırması girişimcinin niteliği esas alınmak suretiyle yapılmaktadır. Buna göre, iki temel girişimci tipi vardır: Zanaatkar girişimci ve fırsatçı girişimci.¹³⁸ Zanaatkar girişimciler genellikle sınırlı mesleki eğitime ve yönetsel tecrübeye sahiptir. Usta-çırak ilişkisi sürecinde eğitilmişlerdir. Diğer bir deyişle bu tip girişimciler “alaylı” olarak nitelenebilir. Bu tip girişimciler yönetsel görevler yerine teknik uğraşılardan hoşlanırlar. Temel güdülerini çok para kazanmak olmayıp, çok yönlü ortaklık ve yatırım fikri bu tip girişimci için cazip değildir. Bu tür özelliklerinden dolayı değişim (yenilik) olgusuna karşı muhafazakar bir yaklaşım sergilerler ve düşük bir büyüme ile tatmin olabilirler.¹³⁹

Zanaatkar girişimcinin aksine, fırsatçı girişimci nispeten geniş bir tecrübe ve yüksek öğrenim seviyeleri ile dikkat çekerler.¹⁴⁰ Bu tür girişimciler yönetsel anlamda yenilik peşinde koşan ve bugünden ve geçmişten ziyade, gelecekle ilgilenirler.

135. Carolyn, Woo Y. ve diğerleri, “The Development and Interpretation of Entrepreneurial Typologies”, **Journal of Business Venturing**, 1991, Vol. 6., s. 96.

136. Carolyn, Woo Y. ve diğerleri, a.g.e., s. 95.

137. Carolyn, Woo Y. ve diğerleri, a.g.e., s. 96.

138. Carolyn, Woo Y. ve diğerleri, a.g.e., s. 93.

139. Herron, Lanny and Robinson, Richard B., “A Structural Model of the effects of entrepreneurial Characteristics on Venture Performance”, **Journal of Business Venturing**, 1993, s. 281.

140. Carolyn, Woo Y. ve diğerleri, a.g.e., s. 95.

Fırsatçı girişimcilerin yenilik arama güdüsü, çevresel değişmelere tepki vermek konusunda yeteneklerine daha fazla güven duymalarıdır. Fırsatçı girişimcilerin oluşturdukları organizasyonlar, dış sermaye kaynaklarının, çeşitlilik ve yenilik içeren stratejilerin kullanılması sebebiyle hızlı bir büyüme eğilimi gösterir. Bu tür girişimcinin temel güdüsü finansal kazanç ve başarılı bir organizasyon oluşturmaktır.

Katılım finansman şirketlerinin sahip olacağı fonlar, yeni vizyon ya da ünvan düşüncesi, yeni yöntem ya da yöntem düşüncesi, yeni pazarlama yöntemi ya da yöntem düşüncesine sahip girişimcilere aktarılacaktır.¹⁴¹ Bu özelliklere sahip girişimci tipi, yukarıdaki tanımlardan da anlaşılacağı gibi “fırsatçı girişimci” tipidir. Dolayısıyla katılım finansmanı sektöründe girişimci denince “fırsatçı girişimci” nin anlaşılması gerekir.

4.2. YATIRIMCILAR (SERMAYEDARLAR)

Katılım finansmanına yatırım yapacak grupların sayısı ve çeşitliliği farklı türdeki yatırımcıların katılımı ile birlikte genişleyebilecektir. 1980’li yılların başlarına kadar girişim finansmanı yatırımcıları, erken aşama firmalarına yatırım yapan zengin bireylerden oluşmaktaydı. Günümüzde ise, girişim fonlarına, çoğunluğu uzun vadeli sözleşmelerle olmak üzere çok büyük miktarlarda ödenmiş sermaye aktaran kurumsal yatırımcılar vardır.¹⁴² Özellikle ABD Çalışma Bakanlığı’nın, emekli fonlarının kullanımını düzenleyen “*Employees Retirement Income Security Act*” yasasının yorumunda 1970’li yılların sonunda yapılan değişiklikle, emekli fonlarının girişim sermayesi şirketlerine fon aktarmasına izin vermesiyle kurumsal yatırımcıların piyasaya katılımları ivme kazanmıştır.

Kurumsal yatırımcıların birçoğu, diğer yatırımlara göre katılım finansmanı yatırımlarından elde edecekleri riske göre düzeltilmiş getirinin daha yüksek olacağı beklentisi ve çeşitlendirmenin getireceği avantajlardan yararlanma gibi tamamen finansal sebepler ile katılım finansmanı piyasasına yatırımda bulunacaklardır. Holding bankaları, yatırım bankaları ve finansal olmayan şirketler, diğer faaliyetler başlığı

141. Fettahoğlu, Abdurrahman, **Riziko Sermayesi Finansı: Koşulları ve İşleyişi**. KOSGEB Yayın No: 7, Ankara, s. 18.

142. Maslakovic, Marko, **Private Equity**, International Financial Services (IFSL) City Business Series, 14th Report, 2005, s. 6.

altında katılım finansmanı piyasasına yatırım yapabilirler.¹⁴³ Katılım finansmanı piyasasında, emeklilik fonları, holding bankaları, vakıflar gibi çeşitli gruplar yatırımda bulunabilecektir. Söz konusu yatırım gruplarını şu şekilde sıralamak mümkündür;

- Katılım bankaları
- Özel emeklilik fonları
- Kamu emeklilik fonları
- Bağışlar ve vakıflar
- Holding bankaları ve ticari bankalar
- Sigorta şirketleri
- Yatırım bankaları
- Zengin aileler ve bireyler
- Finansal olmayan kurumlar
- Devlet (Hükümet)

4.2.1. KATILIM BANKALARI

Katılım bankaları topladıkları fonları mudaraba, muşaraka, murabaha, şerike ve icare gibi İslam hukukunda yerini bulan ve asırlardır kullanılagelen çeşitli işlemlerle değerlendirmektedirler. Bu işlemler içerisinde katılım bankalarının vazgeçilmez unsuru olması gereken ayrıcalıklı fonksiyon mudaraba sistemidir. Çünkü mudaraba sistemi, kâr/zarar ortaklığı sistemi ile İslami finans sisteminde faiz sisteminin yerine ikame edilen unsurdur. Bununla birlikte katılım bankalarının işlemlerinin büyük bir çoğunluğunu murabaha yani ticarete peşin alıp vadeli satma işlemi oluşturmaktadır.¹⁴⁴ Katılım finansmanı, ayrıcalıklı fonksiyonu mudaraba olan katılım bankalarının bu finansman türüne daha fazla yatırım yapmasının önünü açacak bir finansman modeli olacaktır.

143. Prowse, Stephen, "Equity capital and Entrepreneurs", **Federal Reserve Bank of Dallas**, Economic Review, Third Quarter 1998, s. 17.

144. Bu bilgi Bereket dergisi 15. Sayıda Prof.Dr. Sabahattin Zaim ile yapılan roportajdan alınmıştır. Ayrıca Çizakça (1993), Dar ve Presley (2000) ve Khan (1999) da çalışmalarında faizsiz bankalar hakkında benzer görüşlere yer vermişlerdir.

4.2.2. ÖZEL EMEKLİLİK FONLARI

Özel emeklilik fonları 1980'li yılların başlarında özellikle özel sermaye fonu sınırlı sorumlu ortaklıklarına yoğun şekilde yatırım yapmaya başlamışlardır. Bu yıllarda ABD'de emeklilik fonlarını düzenleyen yasa ile özel sermaye fonlarına önemli miktarlarda kaynak akmaya başlamış ve buna bağlı olarak da çok miktarda özel sermaye fonu şirketi ortaya çıkmıştır.

Özel emeklilik fonlarının katılım finansman piyasasına yatırım yapma eğilimlerini daha çok finansal sebepler şekillendirecektir. Çok uzun vadeli ve yüksek getirili finansman araçlarına ihtiyaç duyan özel emeklilik fonları katılım finansman piyasasının ortaya koyacağı yüksek getiri potansiyeli ve çeşitlendirme gibi avantajlar nedeniyle, kâr amacına yönelik olarak fonlarını bu tür piyasalarda değerlendireceklerdir.

Özel emeklilik fonları kendilerini uzman yatırımcılar olarak gördüklerinden diğer yatırımcılara göre daha az danışman desteği alırlar. Yatırım stratejilerini belirleme ve yatırımların yönetimi konusunda kendi elemanlarına güvenirlir.¹⁴⁵

4.2.3. KAMU EMEKLİLİK FONLARI

Özel emeklilik fonları ile benzer amaçlar doğrultusunda katılım finansman piyasasına yatırımda bulunacak kamu emeklilik fonları ve bu fonlara ait yatırım kararları doğaları gereği kamu denetimine tabidirler. Seçili memurlar genelde fon yönetimine ve yatırım komitesine katkıda bulunurlar.

Fon yönetimi, katılım finansman yatırımları gibi kamunun alışık olmadığı yatırımlardan dolayı ortaya çıkabilecek kayıplara halkın göstereceği reaksiyon üzerinde yoğunlaşacaklardır. Ayrıca bu tür yatırımlardan, mümkün olandan daha düzenli bir yatırım performansı beklentisi içerisinde. Bunun sonucunda da kamu emeklilik fonları özel emeklilik fonlarına göre daha çok riskten kaçınan ve daha kısa dönemli yatırım gerektiren alanlara yönelmektedirler.¹⁴⁶

145. Fenn, George W. ve diğerleri, **The Economics of the Private Equity Market**, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC 20551, 1995, s. 2.

146. Fenn, George W. ve diğerleri, a.g.e., s. 47.

Kamu emeklilik fonları, potansiyel ortaklık yatırımlarının belirlenmesi ve onaylanması konusunda dışarıdan uzman desteği alınması açısından özel emeklilik fonlarına göre daha istekli bir görüntü içerisinde dirler. Bazı nedenlerden dolayı özel emeklilik fonlarına göre daha az doğrudan ve müşterek yatırıma girerler. Bunun nedenlerinden biri, genelde fon yönetiminin güvendiği dış uzmanların potansiyel doğrudan yatırımları belirlemesidir.

Diğer bir neden ise, yatırım inceleme sürecinin uzunluğunun, piyasa katılımcılarının doğrudan yatırımlar ve müşterek yatırımlar konusundaki başarısında anahtar role sahip olması ve yatırım fırsatlarının hızlıca değerlendirilip cevaplanması konusunda sınırlamalar getirmesidir.¹⁴⁷

4.2.4. BAĞIŞLAR VE VAKIFLAR

Vakıfların en belirgin özelliklerinden bir tanesi kendilerine sağlanan vergi kolaylıkları nedeniyle ellerinde nakit fazlası kalmasıdır. Nakit fazlası olan vakıflar bunu gelir sağlamak amacıyla menkul değerlere yatırırlar. Ancak vakıflar nakit fonlarının bir bölümünü yüksek risk, yüksek getiri beklentisi içinde değerlendirmek isterler.¹⁴⁸ Bu amaçla katılım finansman piyasasında yatırımda bulunacaklardır. Piyasanın gelişimi açısından bakıldığında bu aslında arzu edilen bir durumdur. Son yıllarda üniversite sanayi işbirliği ile, üniversite çevresinde birer teknoloji üretim merkezi olan teknoloji parkları kurulmaktadır. Bankaların ve diğer şirketlerin son yıllarda topladıkları toplam fonun yarısından fazlasının bu şekilde sağlandığı görülmektedir.¹⁴⁹

Bağışlar ve vakıflar katılım finansman piyasasının muhtemelen ilk yatırımcı gruplarından olacaklardır. Birçoğu ortaklıklar yoluyla yatırımda bulunacakken bazı büyük üniversite bağışları kendi bünyelerinde yürütülen araştırma programları kapsamında direkt yatırım faaliyetlerinde de bulunabileceklerdir.

4.2.5. HOLDİNG BANKALARI VE TİCARİ BANKALAR

Vakıflar gibi holding bankaları da katılım finansman piyasasının ilk

147. Fenn, George W. ve diğerleri, a.g.e., s. 47.

148. Ceylan, Ali, a.g.e., s. 166.

149. Ceylan, Ali, a.g.e., s. 166.

yatırımcı gruplarından olup aynı zamanda, bunların söz konusu piyasadaki en büyük doğrudan yatırımcılar olacağı tahmin edilmektedir.¹⁵⁰

Birçok holding bankası, katılım finansman yatırımları ile özellikle krediler gibi diğer ticari banka ürünlerinin karşılığı arasındaki üretim çeşitliliği ekonomilerinden avantaj elde etmek amacıyla katılım finansman piyasasına katılacaklardır. Küçük ve orta piyasa şirketlerine borç veren holding bankaları, katılım finansman yatırımı yapabilen çok sayıda şirket ile ilişki kurabilecek iken diğer taraftan katılım finansman ortaklıklarına yatırım yaparak ortaklıkların yatırımda bulunduğu portföy şirketleri için de borç üretebileceklerdir.

Birçok ülkede, ticari bankaların şirketlerin hisse senetlerini satın alarak iştirake bulunmaları sınırlandırılmış olmasına rağmen bazı ülkelerde devlet özellikle küçük girişimcilerin korunması ve teşvik edilmesi amacıyla yönelik olarak bankaları yönlendirmekte ve böylece de ticari bankalar girişim finansman piyasasında şirket kurarak aktif biçimde faaliyette bulunmaktadır.¹⁵¹ ABD’de ticari bankalar bu faaliyeti SBIC (Small Business Investment Company)’ler vasıtası ile yapmaktadır. Özellikle risk sermayesi yatırımları konusunda çekimser kalan bankalar diğer yatırım gruplarının kazançları karşısında kendilerinde bu yatırımlara yönelme konusunda zorunluluk hissetmişlerdir.¹⁵²

4.2.6. SİGORTA ŞİRKETLERİ

Sigorta şirketlerinin fon kaynağı olabilmesi için ellerinde yüksek miktarda fon bulunması, nakit akımlarının düzenli olması ve topladıkları fonları işletebilmeleri gerekmektedir.¹⁵³

Birçok yıldır sigorta şirketleri müşterisi konumundaki riskli firmaları, öz sermaye özelliğine sahip borç satın alarak finanse etmişlerdir. Sigorta şirketleri ayrıca, halka açık çürük tahvil (junk bond) piyasasının gelişiminden önce bazı kaldıraçlı satın almaları (leveraged buyout) finanse etmek için ara finansman borcu (mezzanine debt) sunmuşlardır. Uzmanlaştıklarından dolayı sigorta şirketleri ara finansman faaliyetlerine

150. Fenn, George W. ve diğerleri, a.g.e., s. 47.

151. Ceylan, Ali, a.g.e., s. 164.

152. Sert, Necla, **Risk Sermayesi**, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Bursa, 1993, s. 16.

153. Varışlı, Orhan, **Venture Capital**, Ankara üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 1996, s. 17.

daha fazla kaynak ayırabilmek amacıyla katılım finansman piyasasındaki sınırlı sorumlu ortaklıklara yatırım yapacaklardır. Böylece bazı sigorta şirketleri sınırlı sorumlu ortaklıklar yoluyla öz sermaye sunacaklar ve aynı firmaya direkt olarak ara finansman desteği sağlayacaklardır.¹⁵⁴

4.2.7. YATIRIM BANKALARI

Asıl fonksiyonu büyük işletmelere aracılık yüklenim yolu ile finansman sağlamak olan yatırım bankaları, genellikle kârlılık beklentisiyle kendilerine cazip gelen, ileri teknoloji ağırlıklı yeni ve küçük işletmelerin halka açılmalarına yardım etmek amacıyla özel sermaye fonu finansı ve özellikle de risk sermayesi finansmanı sağlamaktadırlar.¹⁵⁵

Yatırım bankaları genelde, kendilerinin genel sorumlu ortaklar olarak hizmet ettikleri ortaklıklar şeklinde katılım finansman piyasasına katılacaklardır. 1980’li yılların ortalarından itibaren, geniş ölçekli satın almaların finansmanını ve hizmet desteğini amaç edinen ticari bankacılığın bir parçası olarak yatırım bankacılığı faaliyetleri önem kazanmaya başlamıştır.

4.2.8. ZENGİN AİLELER VE BİREYLER

Zengin aile ve bireyler yeni ve gelişme potansiyeline sahip fikirlere yönelik yatırımları finanse etmektedirler. Diğer yatırım grupları gibi bu yatırımcılar da yüksek gelir beklentisi ile katılım finansman fonlarına yatırımda bulunacaklardır. Zengin aile ve bireyler diğer gruptaki yatırımcılara göre daha uzun yatırım ufkuna sahip olabildiklerinden dolayı katılım finansman fonu gibi likit olmayan varlıklara yatırım yapmak kendileri için daha uygun olabilir.

Vergi muafiyeti olan emeklilik fonları ve bağışların aksine zengin aileler ve bireyler vergi yasalarındaki değişikliklerden etkilenebilirler. Girişim piyasası katılımcıları, Dünya’da 1969 yılından beri sermaye kazançları vergisinde yapılan çeşitli değişikliklerin zengin aile ve bireylerce yapılan yatırımları etkilediğini ifade etmektedirler.

154. Fenn, George W. ve diğerleri, a.g.e., s. 48.

155. Artukaslan, Ayşe, **Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı ve Sermaye Piyasaları Üzerindeki Rolü ve Önemi**, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2001, s. 65.

4.2.9. FİNANSAL OLMAYAN KURUMLAR

Finansal olmayan kurumlar genelde rekabetçi ve stratejik amaçlarıyla uyumlu olan riskli ve gelişmeye açık erken aşama girişimlere yatırımda bulunurlar. ABD’de yapılan bir araştırmaya göre özel sermaye fonu piyasasında yatırımda bulunan finansal olmayan kurumların yaklaşık olarak %75’inin medikal, sağlık, endüstriyel ürünler ve elektronik iletişim araçları endüstrilerinde yatırımda bulunduklarını ortaya koymaktadır.¹⁵⁶

4.2.10. DEVLET (HÜKÜMET)

Her ne kadar katılım finansman sektörünün gelişimine ekonomik, politik, teknolojik, kültürel vb, çevresel faktörler etkide bulunacaksa da en önemli faktör hükümetlerin katılım finansman sektörü konusundaki ekonomik boyutlu düzenlemeleri olacaktır.¹⁵⁷ Hükümetlerin direk veya dolaylı etkisi katılım finansman sektörünün gelişimine etkide bulunacak en önemli faktör durumundadır. Hükümetler yasal ekonomik (vergilendirme teşvik vs) düzenlemeleri katılım finansman sektöründeki katılımcıları ya teşvik edici, ya da potansiyel (ve belki de mevcut) katılımcıları sektörden uzaklaştırmaya rol oynayabilir.¹⁵⁸

Katılım finansmanı sürecinde katılım finansmanı sermayedarları, hükümetten katılım finansmanı yatırımının uzun dönemli cazip kar fırsatlarını sağlayıcı düzenlemeler yapmasını bekleyeceklerdir. ABD’de risk sermayesi sektörüne yatırım yapmayı cazip kılan en önemli teşvik, uzun dönemli sermaye kazancının nispeten düşük vergilendirilmesidir.¹⁵⁹ Uzun dönemli kullanılan sermayeye uygulanan vergi oranı %20 iken, normal gelir vergisi %50'lere kadar çıkabilmektedir.¹⁶⁰ Bu tip bir teşvikte, yatırımcı açısından önemli olan avantaj, uzun dönemli karların kısa dönemli karlardan daha yüksek oluşudur. Hükümetin vergilendirme aracını uzun dönemli karları daha avantajlı kılacak şekilde kullanması, sermaye sahiplerinin katılım finansman sektörüne yönelmesini

156. Fenn, George W. ve diğerleri, a.g.e., s. 49.

157. Kozmetsky, George ve diğerleri, **Financing and Managing Fast-Growth Companies: The Venture Capital Process**, USA, 1985, s. 46.

158. Kozmetsky, George ve diğerleri, a.g.e., s. 47.

159. Clark, Rodney, **Venture Capital in Britain, America and Japan**, Billings and Sons Limited, Worcester, England, 1987, s. 18.

160. Kozmetsky, George ve diğerleri, a.g.e., s. 47.

sağlayacaktır. ABD’de risk sermayesi şirketine yatırım yapıp yapmama konusunda, yatırımcının en önemli motivasyonu karların (kısa veya uzun dönemli) vergilendirilmesidir.¹⁶¹

Diğer taraftan, sosyal güvenlik kuruluşlarının fonlarının nasıl kullanılabileceğine ilişkin hükümet düzenlemeleri de, katılım finansman sektörünün gelişimini yakından ilgilendirmektedir.¹⁶² Çünkü, katılım finansman sektöründe, sosyal güvenlik kuruluşlarının sağlayacağı önemli miktarda sosyal güvenlik kuruluşu sermayedarlığı mevcuttur. Hükümet, bu kuruluşların katılım finansmanı sektörüne yapacakları yatırımların hacminin artırılması veya azaltılmasına ilişkin karar alabilir ve bu da sektörün gelişimini önemli ölçüde etkileyebilir.

Katılım finansmanı kaynaklı menkul kıymetler için sermaye piyasası bir zorunluluktur.¹⁶³ Çünkü katılım finansmanı kaynaklı menkul kıymetlerin işlem göreceği bir sermaye piyasası, yatırımcıların sermaye kazançlarını en kazançlı şekilde likiditeye dönüştürecekleri yerdir. Buna bağlı olarak, yatırımcıların katılım finansman şirketine yatırım yapma eğilimleri artabilir. Hükümet, sermaye piyasasına ilişkin, katılım finansmanı sektörü açısından uygun olan/olmayan düzenlemelerle sektörün gelişimine etkide bulunur.

Ayrıca, katılım finansmanı şirketlerinin fonlarını kullanan katılım finansmanı girişimcileri de hükümet düzenlemelerinden önemli ölçüde etkilenebileceklerdir. Örneğin, ABD’de risk sermayesi yatırımcılarından risk sermayesi şirketlerine daha az yatırım yapıldığı 1969-1977 yılları arasında, risk sermayesi girişimcilerinin girişim tekliflerini risk sermayesi şirketlerine kabul ettirmekte büyük güçlükler çektiği belirtilmektedir.¹⁶⁴ Bu tür bir ortam girişimcilik faaliyetinin büyümesini engeller. Hükümet politikalarına bağlı olarak ortaya çıkan makro ekonomik ortam da girişimcilik faaliyetlerinin gelişimine etkide bulunur.

Diğer taraftan, hükümetlerin girişimcilik ortamına ilişkin düzenlemeleri de katılım finansman şirketlerinin politikalarını etkileyecektir. Katılım finansman şirketleri, sermaye kazançlarından alınan vergilerin yüksek

161. Bygrave, William D. and Timmons Jeffry A, **Venture Capital at the Crossroads**, Harvard Business School press, Boston MA. USA, 1992, s. 24.

162. Bygrave, William D. and Timmons Jeffry A, a.g.e., s. 25.

163. Kozmetsky, George ve diğerleri, a.g.e., s. 47.

164. Kozmetsky, George ve diğerleri, a.g.e., s. 47.

olduğu dönemlerde, erken aşama yatırımlarını finanse etmek yerine daha düşük riskli mevcut işletmeleri satın almak veya kısa dönemli likit yatırımlara yönelmek eğiliminde olacaklardır.¹⁶⁵

4.3. KATILIM FİNANSMAN ŞİRKETLERİ

Temel olarak iki tür girişim finansman şirketi vardır. Birincisi, yatırımcıların sermayelerini sınırlı ortaklık karşılığı olarak girişim şirket fonuna yatırdıkları öz sermayeli girişim finansmanı şirketleridir. Diğer ise belli bir miktardaki özsermayeye ilave olarak fonlarını, bu özsermayenin 3'lü veya 4'lü katları şeklinde devletten veya devlet garantili olarak diğer finansal kurullardan çok düşük faizlerle sağlayan kaldıraçlı girişim finansman şirketleridir. Bu iki tür girişim finansmanı şirketi de aslında özel girişim finansmanı şirketleridir. Katılım finansmanı sektöründe ise faiz söz konusu olmayacağı için sadece öz sermayeli katılım finansman şirketleri kurulabilecektir.

4.3.1. ÖZ SERMAYELİ KATILIM FİNANSMAN ŞİRKETLERİ

Tipik bir katılım finansman şirketi, yöneticilerin genel ortak, yatırımcıların ise sınırlı ortak olarak yer aldığı limited ortaklık şeklinde organize olacaklardır.¹⁶⁶ ABD' de risk sermayesi şirketlerinin 2/3 sü limited ortaklık şeklinde organize olmuşlardır.¹⁶⁷

Katılım finansman şirketinin yöneticileri ile yatırımcıları arasındaki ilişki, her bir grubun hak ve sorumluluklarının belirtildiği ortaklık anlaşması ile düzenlenecektir.¹⁶⁸ Limited ortaklık şeklindeki örgütlenme vergi ve yasal düzenlemelere ilişkin kaygılara dayanır. ABD' de limited ortaklık geliri kurumlar vergisine tabi değildir. Bunun yerine, her bir ortaktan gelir vergisi tahsil edilir. Katılım finansman piyasasında bu tür bir vergilendirmeden yararlanmak için kurulacak limited ortaklığın bazı koşulları yerine getirmesi gerekmektedir.¹⁶⁹

165. Bygrave, William D. and Timmons Jeffry A, a.g.e., s. 27.

166. Bygrave, William D., a.g.e., s. 11.

167. Sahlman, William A., a.g.e., s.475.

168. Sahlman, William A., a.g.e., s.489.

169. Sahlman, William A., a.g.e., s.490.

- Katılım finansman şirketinin süresi şirket sözleşmesinde açıkça belirtilmelidir.
- Katılım finansman şirketi menkul kıymetlerinin transferinde bazı sınırlamalar söz konusu olacaktır. Limited ortaklık şeklinde organize olmuş katılım finansman şirketlerinin menkul kıymetleri kolayca satılamaz ya da satın alınamaz.
- Ortakların, ortaklık bitim tarihinden önce ortaklıktan ayrılma hakları yoktur.
- Yatırımcıların sorumlulukları sadece yatırdıkları sermaye kadarsa, yatırımcılar katılım finansman şirketinin yönetimine aktif olarak katılamazlar.

Diğer taraftan, katılım finansman şirketi yöneticileri sınırsız sorumluluk taşıyacaklarından dolayı katılım finansman şirketine taahhüt ettikleri sermayeden daha fazlasını ödemek zorunda kalabilirler.¹⁷⁰ Bununla birlikte, sınırsız sorumluluk yöneticiler için o kadar ürkütücü olmayacaktır. Çünkü, yöneticiler, katılım finansman şirketi aktiflerinden daha fazla sorumluluk taşımaya yanaşmayacaktır.¹⁷¹

Katılım finansman şirketi yatırımcılarının yönetime katılma hakları olmamakla birlikte, ortaklık anlaşmasında değişiklik yapmak, ortaklığın feshi, katılım finansman şirketinin faaliyet süresinin uzatılması, yöneticilerden herhangi birinin uzaklaştırılması, yatırım portföyünün değerlendirilmesi vb. konularda her zaman oy hakkına sahip olacaklardır. Girişim finansmanı uygulamalarında farklılık olmasına rağmen, genel kuruldan karar çıkartmak için 2/3 çoğunluk yeterli olacaktır.¹⁷²

Risk sermayesi şirketleri ABD’de genellikle 10 yıl süre için kurulur. Bütün ortaklıklarda, yatırımcıların risk sermayesi şirketinin süresini uzatma yetkisi yöneticilere devredilir. En sık rastlanan uzatma süresi birer yıllık artışlarla maksimum üç yıldır. Bir risk sermayesi şirketinin yasal süresi bittiğinde bütün varlıklar tasfiye edilir.¹⁷³ Benzer durumlar katılım finansman şirketleri içinde söz konusu olacaktır.

170. Bygrave, William D. and Timmons Jeffry A, a.g.e., s. 13.

171. Bygrave, William D. and Timmons Jeffry A, a.g.e., s. 13.

172. Sahlman, William A., a.g.e., s.491.

173. Sahlman, William A., a.g.e., s.491.

4.3.1.1. KATILIM FİNANSMAN ŞİRKETİ YÖNETİCİLERİNİN ÜCRET POLİTİKASI

Katılım finansman şirketi yöneticileri, yöneticilik faaliyetlerinin karşılığı olarak başlıca iki kaynaktan gelir sağlayacaklardır. Bir taratan yöneticilere yönetim ücreti verilirken, diğer taraftan katılım finansman şirketinin varlığı süresince sağlanan karlardan belirli bir yüzde verilecektir.¹⁷⁴

Genellikle, girişim finansman uygulamaları katılım finansman şirketi yöneticilerinin taahhüt edilen sermayenin %2,5'ini yıllık yönetim ücreti olarak alacağına işaret eder. Her ne kadar oran değişse de bazı ortaklıklar ücretlemeyi taahhüt edilen sermaye temeline göre, bazı katılım finansman şirketleri ise yönetim ücretini tahmini portföy tutarına göre belirleyeceklerdir. Katılım finansman şirketi yönetiminin kontrolündeki sermaye miktarı değişse de yönetim ücreti yüzdesi aşırı bir dalgalanma göstermeyecektir.¹⁷⁵

Yine girişim finansman uygulamalarına göre, yönetim ücretine ilaveten, katılım finansman şirketi yöneticilerine şirket karından % 20 alma hakkı verilecektir. Geçmişte yapılan risk sermayesi girişimi uygulamalarına bakıldığında, risk sermayesi şirketlerini organize edenlerin çeşitliliği ve sahip oldukları hedeflerdeki farklılığa rağmen genellikle bu oran üzerinde mutabık kalındığı görülmektedir.¹⁷⁶

Katılım finansman şirketi yöneticilerinin kardan pay alma hakkı, ortaklık sözleşmelerinde açık olarak belirtilecektir. Bazı ortaklık anlaşmalarında kar payının yıllık olarak verilmesi, bazılarında yöneticilerin takdirine bırakılması sözleşmeye eklenebilir.

Yatırım portföyündeki girişim iştiraklerden sağlanan kardan pay alma hakkı, bazı katılım finansman şirketlerinde koşulsuz olarak verilecekken, bazılarında yatırılan sermayenin geri dönüşüne kadar bu hak verilmeyebilir, sermaye geri döndükten sonra bu hak verilebilir.¹⁷⁷ Katılım finansman şirket yöneticileri kar paylarını hisse senedi, nakit veya bunların karışımı şeklinde alabileceklerdir.¹⁷⁸

174. Clark, Rodney, **Venture Capital in Britain, America and Japan**, Billings and Sons Limited, Worcester, England, 1987, s. 6.

175. Sahlman, William A., a.g.e., s.491.

176. Bygrave, William D. and Timmons Jeffry A, a.g.e., s. 10.

177. Sahlman, William A., a.g.e., s.491.

178. Sahlman, William A., a.g.e., s.492.

Diğer taraftan katılım finansmanı şirketi yöneticilerinin ücretlendirme sistemi konusunda veri elde etmek çok zor olacaktır.¹⁷⁹ Çünkü, bir çok katılım finansman şirketi bu bilgilere stratejik olarak bakacaktır. Ancak yine de, katılım finansman şirketi yöneticilerinin ücretlendirme sistemi, yönetici ve yatırımcıların menfaatlerini düzenlemekte kritik bir rol oynayacaktır.

Ücretlendirme sistemi her ne kadar motive edici bir faktör ise de, yöneticilerle yatırımcılar arasında potansiyel çatışma alanlarından birini oluşturur. Katılım finansman şirketi yatırımının herhangi bir anında, sözleşme yatırımcılar tarafından iptal edilebileceğinden katılım finansman ortaklık anlaşması, katılım finansman şirketlerinin aşırı riske maruz kalmalarını önleyecek maddeleri de içerecektir.¹⁸⁰ Diğer taraftan katılım finansman sözleşmesinde yöneticilerin aşırı riskli yatırım yapmasını önleyecek düzenlemeler de bulunacaktır. Böylece, düşük getirili yüksek riskli girişimlere aşırı yatırım yapılması önlenmiş olacaktır. Örneğin bu amaçla, bir tek girişime yapılabilecek yatırım için üst sınır konulabilir.

Daha önce de belirtildiği gibi, birçok sözleşme karların dağıtımını zorunlu kılar. Aksi halde, yöneticiler karları yeni girişimlere yatırılabirler ve sonunda ortaklığın riskini artırmış olurlar. Böylece, zorunlu kar dağıtımları ortaklığın hedefleri ile uyuşmayan faaliyetlere karşı yatırımcıları korur. Katılım finansman limited ortaklığının riskini azaltmanın diğer bir yolu katılım finansman yöneticilerin ortaklığa önemli miktarda yatırım yapmasını sağlamak ve bunu ortaklık sözleşmesinde belirtmektir.¹⁸¹

4.3.1.2. KATILIM FİNANSMAN ŞİRKETİ YÖNETİCİLERİ İLE ŞİRKETİN YATIRIMCILARI ARASINDAKİ İLİŞKİLER

Katılım finansman şirket yöneticileri, girişim işletmesine direk yatırım yapmak yerine katılım finansman şirketine yatırım yapan yatırımcıların vekilliğini yapacaklardır.¹⁸² Bu durumda asil (yatırımcı) ve vekil (yönetici) arasında çatışmalar ortaya çıkabilir. Muhtemel çatışmalara ilişkin önlemler şirket sözleşmesinde yer alacaktır.¹⁸³

179. Sahlman, William A., a.g.e., s.492.

180. Sahlman, William A., a.g.e., s.492.

181. Bekaert. A ve diğerleri. Venture Capital in the USA, Europe and Japan. MIR, Vol. 29, 1989, s. 34.

182. Sahlman, William A., a.g.e., s.506.

183. Sahlman, William A., a.g.e., s.506.

Katılım finansman sektöründe acenta problemi oldukça önemlidir.¹⁸⁴ Girişim ile direk temas halindeki yönetici ile bu temastan yoksun yatırımcı arasında bilgi akışı düzeyinde bir farklılık söz konusu olacaktır. Sözleşmede ayrıca acenta problemi, operasyon maliyetleri ve düzenleme maliyetleri konusunda maddeler bulunacaktır.

4.3.1.2.1. ACENTE MALİYETLERİ

Katılım finansman şirketinin yöneticileri şirketin yatırımcıları üzerinden fayda sağlayabilecekleri birçok fırsata sahiptirler.¹⁸⁵ Yönetici ile yatırımcı arasında ortaya çıkabilecek muhtemel menfaatleri ve yatırımcıları koruyacak maddeler sözleşmede yer alacaktır.¹⁸⁶ Birincisi, her katılım finansman şirketinin ömrü sınırlıdır. Yani; katılım finansman şirketi yöneticileri sermayeyi zaman sınırı olmaksızın alıkoyamazlar. Diğer organizasyonların yaşam süreleri belirsizdir. Bu yasal düzenleme, yatırımcıların aynı katılım finansman yöneticilerinin idare edeceği başka bir katılım finansman şirketine yatırım yapmama hakkını muhafaza edecektir.¹⁸⁷

İkincisi, katılım finansman şirketi yatırımcıları başlangıç sermayesi dışında, sermaye taahhütlerinden vazgeçerek, sermayelerini geri çekme hakkına sahip olacaklardır. Üçüncüsü, ücretlendirme sistemi katılım finansman şirketi yöneticilerine uygun teşvikler verecek şekilde düzenlenecektir. Dördüncüsü, zorunlu dağıtım politikası, portföydeki iştiraklerin satışından sağlanan kazançların kullanımı ile ilgi görüş farklılıklarını elemine eder. Katılım finansman şirketi yöneticileri, iştiraklerden sağlanan kazançları istedikleri gibi kullanamayacaklardır.

Son olarak, şirket sözleşmesinde yöneticiler ve yatırımcılar arasındaki açık çatışma alanlarını düzenleyen maddeler yer alacaktır.¹⁸⁸ Bu sebeple, katılım finansman yöneticileri sözleşmede olmayan işlemleri yapamayacaklardır. Örneğin, sözleşmede belirtilenden fazla kar payı alamayacaklardır. Katılım finansman şirketi yöneticilerinin hedeflenenin belli bir yüzdesini başarması istenir. Uygulamada kusurlar varsa, yatırımcılara dava etme hakkı doğabilecektir.

184. Sahlman, William A., a.g.e., s.506.

185. Sahlman, William A., a.g.e., s.506.

186. Sahlman, William A., a.g.e., s.506.

187. Lerner, Josh, Venture Capitalist and the Oversight of Private Firms, **The Journal of Finance**, Vol. 50, No. 1, 1995, s. 301-318.

188. Sahlman, William A., a.g.e., s. 507.

4.3.1.2.2. OPERASYON MALİYETLERİ

Genel ortaklar yani katılım finansman şirketi yöneticileri açısından ölçek ekonomileri, kapsam ekonomileri ve öğrenme eğrisi gibi kavramlar operasyon maliyetleri olarak oldukça önemlidir. Ürün/hizmetin üretim ve dağıtım miktarı artırıldıkça ölçek ekonomileri ortaya çıkar. Bu şekilde ürün birim maliyetleri düşecektir. Katılım finansman sektörü açısından üretim ve dağıtım faaliyetleri, sermaye toplanmasını, girişim tekliflerinin bulunmasını ve yapılandırılmasını, girişimlerin gözlenmesini ve kazançların dağıtımını içerir.¹⁸⁹ Çok farklı ürün/hizmetler eş zamanlı olarak üretildiğinde birim maliyetler azalıyorsa, bu takdirde kapsam ekonomisi ortaya çıkacaktır. Katılım finansman sektörü açısından birden fazla katılım finansman şirketinin aynı anda yönetilmesi kapsam ekonomisi oluşturabilir. Bir sürecin maliyetleri zaman içinde azaldığında öğrenme etkileri ortaya çıkacaktır.

Genel bütçede kira, bilgi elde etme, muhasebe vb. belirli zorunlu (sabit) maliyetler olduğundan, katılım finansman şirketi bütçesi yatırımlarla artırıldığında, sabit maliyetler değişmeyeceğinden birim maliyetler düşecektir. Bu durum ölçek ekonomisi olarak adlandırılır.

Birden fazla sermaye havuzunun yönetim maliyeti, sermaye havuzunun artışıyla doğrusal bir ilişki içinde değildir. Bu ise kapsam ekonomisi doğurur.

Öğrenme etkisinin sonucunda, katılım finansman şirketleri kurumsal bilgi deposu haline gelebileceklerdir. Gerek katılım finansman yöneticileri gerekse katılım finansman personeli öğrenme etkisinin avantajlarına sahip olacaktır. Tüm bunlar katılım finansman şirketini daha etkili kılacaktır.

Katılım finansman şirket yöneticileri ve yatırımcıların menfaat çatışması çok belirginleştiği ve yoğunlaştığı takdirde, katılım finansman şirketinin ömrü kısalabilecektir. Yöneticiler, yatırımcıların menfaatlerini göz ardı eder ve tatmin etmezse, yöneticilerin sermayeye ulaşması engellenebilir. Böyle bir durumda, ölçek ve kapsam ekonomileriyle, öğrenme konusundaki sahip olduğu avantajlar önemini yitirebilecektir.¹⁹⁰

189. Lerner, Josh, a.g.e.

190. Sahlman, William A., a.g.e., s. 507.

4.4. KATILIM FİNANSMAN SEKTÖRÜNDE YATIRIMCILAR OLARAK BÜYÜK SANAYİ KURULUŞLARI (KURUMSAL KATILIM FİNANSMANI)

Katılım finansman sektöründe kurumsal yatırım, büyük bir sanayi kuruluşunun (yatırımcı olarak) küçük kota alınmamış ve oldukça yenilikçi girişim projelerine olan ilgisinden kaynaklanır.¹⁹¹ Bu tür bir yatırım iki şekilde gerçekleşebilir: Dolaylı yatırım (mevcut bir katılım finansman şirketine yatırım yapmak) ve doğrudan yatırım (kendisinin bir katılım finansman şirketi kurması).

Kurumsal katılım finansman yatırımının hem girişimciler hem de diğer yatırımcılar için finansal ve stratejik faydaları olacaktır.¹⁹² Küçük, yenilikçi projelere sahip girişimlere yapılan yatırım, büyük bir şirkete nispetle daha cazip getiriler sağlarken, diğer taraftan yeni piyasaları değerlendirme ve yeni teknolojilere ortak olma imkanı sağlar. Block ve MacMillan büyük sanayi kuruluşlarının girişim finansman sektörüne girmelerinin temel güdüsü olarak potansiyel büyüme alanlarına yakın olmak olduğunu ifade etmişlerdir.¹⁹³ Tecrübeler, önemli yeniliklerin küçük, yenilikçi firmalar tarafından ortaya konduğunu göstermektedir. Kurumsal yatırımcılar sadece katılım finansman fonu sağlamayacak aynı zamanda, söz konusu katılım finansman şirketine geniş kapsamlı yönetim uzmanlığı, teknik ve pazarlama yönlü kaynaklarla iletişim kurma imkanı sağlayacaktır.

Büyük sanayi işletmesi katılım finansman şirketine ortak olmak suretiyle, coğrafi bölge, yatırım aşaması, iş sahası gibi nitelikler itibarıyla çeşitlendirilmiş geniş bir portföye de ortak olacaktır. Sanayi işletmeleri, katılım finansman şirketinin sektör izleme faaliyetlerinden de faydalanacaklarından dolayı yatırım fırsatları çoğalacaktır.

Büyük sanayi kuruluşları, katılım finansman şirketlerine mevcutlara ilaveten alternatif finansman kaynağı sağlayacaklardır. Ayrıca, sektörel bilgi sağlamaları da söz konusu olabilecektir.¹⁹⁴ Genellikle katılım finansmanı konusunda büyük sanayi şirketlerine katılım finansman şirketi

191. McNally, Kevin N., Sources of Finance for UK Venture Capital Funds: The Role of Corporate Investors, **Entrepreneurship and Regional Development**, Vol. 6, 1994, s. 275-297.

192. McNally, Kevin N., a.g.e., s. 276.

193. Aktaran McNally, Kevin N., a.g.e., s. 277.

194. McNally, Kevin N., a.g.e., s. 281.

teklifte bulunacaktır.¹⁹⁵ Katılım finansman şirketi yöneticileri, büyük sanayi şirketi yöneticilerinin finansman sağlamaları için ikna edilmeleri gerektiğini düşündüğünden ilk teması kendileri başlatacaklardır.

Büyük sanayi şirketlerinin katılım finansman şirketlerine ilgi duymaları şirketten şirkete farklılık gösterebilir.¹⁹⁶ Genel olarak finansal güdüler, stratejik güdüler ve sosyal sorumluluk şeklinde üç önemli güdü, büyük sanayi şirketlerinin katılım finansman sektörüne ilgi göstermesine sebep olabilir.¹⁹⁷

Katılım finansman şirketlerinin büyük bir bölümü, büyük sanayi şirketlerinin katılım finansman şirketi faaliyetlerine katılmasına müsaade edeceklerdir. Genellikle, danışmanlar komitesinde bir üyelik veya katılım finansman projelerinin değerlendirilmesi ve gözetlenmesinde kararlara katılma imkanı sunacaklardır. Bazı katılım finansman şirketleri ise büyük sanayi kuruluşlarının katılım finansman şirketi faaliyetlerine katılmasına müsaade etmeyeceklerdir. Büyük sanayi kuruluşlarının katılım finansman şirketi faaliyetine katılma derecesi, katılım finansman şirketinin yatırımcıların kendilerini ortak bir amaca adanmış (dedicated) veya farklı amaçlara sahip (pooled) olmasına göre farklılık arz edecektir.¹⁹⁸

“Dedicate” katılım finansman şirketlerinde, büyük sanayi yatırımcısı katılım finansman şirketi ile daha fazla temas kuracak ve yatırım sürecinde kontrole etkisi daha fazla olacaktır. Bunun aksine “pooled” katılım finansman şirketinde, genellikle büyük sanayi kuruluşlarının katılım finansman şirketi faaliyetlerine katılmasına müsaade edilmeyecektir. Katılım finansman şirketlerinin büyük çoğunluğu yatırım kriterlerini kendileri düzenleyeceklerdir.

195. McNally, Kevin N., a.g.e., s. 283.

196. McNally, Kevin N., a.g.e., s. 287.

197. McNally, Kevin N., a.g.e., s. 283.

198. McNally, Kevin N., a.g.e., s. 276.

4.4.1. BÜYÜK SANAYİ ŞİRKETLERİNİN KATILIM FİNANSMAN ŞİRKETLERİNE YATIRIM YAPMASININ AVANTAJ VE DEZAVANTAJLARI

4.4.1.1. KATILIM FİNANSMAN ŞİRKETLERİ AÇISINDAN

Büyük sanayi şirketlerinin yatırım yaptığı risk sermayesi şirketlerinin %90'ı, bu yatırımların kendilerine faydalı olduğunu belirtmiştir.¹⁹⁹ Bu açıdan bakıldığında sanayi şirketleri, katılım finansman şirketleri açısından kurumsal yatırımcılardan fon akışının azaldığı dönemlerde alternatif bir finansman kaynağı olarak görülebilir.

Sanayi şirketleri, katılım finansman şirketlerine sektörel bilgi, teknik bilgi, danışmanlık vb. konularda katma değer katacaklardır.²⁰⁰

Diğer yandan, büyük sanayi şirketlerinin yatırım yapmasının katılım finansman şirketleri açısından bazı dezavantajları söz konusu olacaktır.²⁰¹ Büyük sanayi şirketlerinin yatırımları konusunda gerçekçi olmayan beklenti içine girmeleri, yatırım süresi sonunda kendilerini hayal kırıklığına uğratabilir. Diğer taraftan, büyük sanayi şirketleri nispeten daha kısa süreli beklentilere önem verirler. Bu durum katılım finansman şirketlerinin uzun dönemli beklentileri ile uyum sağlamayabilir. Bu ise, taraflar arasında amaç çatışmasına sebep olabilir.

4.4.1.2. BÜYÜK SANAYİ İŞLETMELERİ AÇISINDAN

Katılım finansman şirketine yatırım yapan bir sanayi işletmesi, katılım finansman şirketinin uzmanlığı yanı sıra girişim portföyünden de fayda sağlayacaktır. Yatırımdaki hedefler finansal olduğu takdirde, gerçekleştirilecek geri dönüşler genellikle tatmin edicidir.

Diğer taraftan çeşitli dezavantajlar da söz konusu olabilir.²⁰² Girişimlerle ve katılım finansman şirketi ile yakın temas kurmak amacıyla katılım finansman şirketine yatırım yapacak olan büyük sanayi şirketleri bu gerçekleşmediğinde hayal kırıklığına uğrayabilirler. Özellikle, pooled

199. McNally, Kevin N., a.g.e., s. 287.

200. McNally, Kevin N., a.g.e., s. 287.

201. McNally, Kevin N., a.g.e., s. 288.

202. McNally, Kevin N., a.g.e., s. 288.

katılım finansman şirketlerine yatırım yapıldığında kendi ilgileri dışındaki alanlardaki girişime yatırım yapıldığını gördüklerinde de hoşnutsuz olacaklardır. Bu durumda, yatırılan sermayenin amaçlarının dışında kullanıldığı hissine kapılabilirler. Ancak, bu problem sahalarının, sadece stratejik amaçlı yatırımlarda ortaya çıkacağını belirtmekte fayda vardır.²⁰³

4.4.2. BÜYÜK SANAYİ ŞİRKETLERİNİN KATILIM FİNANSMAN ŞİRKETLERİNE YATIRIM YAPMASININ ETKİLERİ

Skyes'e (aktaran Kevin N.McNally 1995) göre, büyük sanayi şirketlerinin girişim finansman şirketine yatırım yapması, iletişim, organizasyonel ve yönetim stratejileri, ihtiyaçlar vb. konularda her iki tarafta iyileştirmelere sebep olabilir.

4.4.2.1. KATILIM FİNANSMAN ŞİRKETLERİ AÇISINDAN

Katılım finansman şirketleri büyük sanayi şirketlerinin finansmanını cezbetmek için stratejik yönetim, pazar bilgisi, teknik bilgi vb, konularda yenilenmeleri gerekebilecektir.

Erken aşama, yüksek teknoloji girişimlerinde uzmanlaşan katılım finansman şirketleri, büyük sanayi şirketleri için en cazip olanlardır.²⁰⁴ Katılım finansman şirketleri, sanayi şirketlerinin güdülerini ve ihtiyaçlarını tespit etmeli, şirketlerini buna göre yapılandırmalıdır.

4.4.2.2. BÜYÜK SANAYİ ŞİRKETLERİ AÇISINDAN

Katılım finansman şirketine katılmayı düşünen büyük sanayi kuruluşları, kendi ilgi alanlarındaki sektörlere ve girişimlere yatırım yapan katılım finansman şirketlerine ilgi duyacaklardır. Büyük sanayi şirketleri, katılım finansman şirketlerinin uzun dönemli beklentiler içinde olduğunu anlamalı ve sabırlı/esnek olmalıdır.²⁰⁵

203. McNally, Kevin N., a.g.e., s. 288.

204. McNally, Kevin N., a.g.e., s. 294.

205. McNally, Kevin N., a.g.e., s. 295.

4.4.2.3. POLİTİKA YAPICILARI AÇISINDAN

Politikacılara, büyük sanayi şirketlerinin katılım finansman şirketlerine yatırım yapmasının önemi anlatılmalıdır. Katılım finansman şirketine katılmayı düşünen büyük sanayi işletmeleri için vergi ve diğer konularda teşvikler sağlanmalıdır.

4.5. YATIRIMCILARIN KATILIM FİNANSMAN ŞİRKETLERİNİ SEÇMELERİ

Yatırımcılar ile katılım finansman şirketi arasındaki ilişkide önemli konulardan bir tanesi de yatırımcıların katılım finansman şirketini seçerken nelerden etkilenecekleridir.²⁰⁶ İyi yöneticilere sahip katılım finansman şirketi ile kötü yöneticilere sahip katılım finansman şirketi tabiatıyla aynı şekilde değerlendirilmez. İyi yöneticiler, katılım finansman şirketi yatırımlarının riskini minimize ederek, getirilerini en çoklayacak yetenek ve özelliklere sahiptir. Getiri oranları sermaye piyasası, katılım finansman şirketleri arasındaki rekabet ve piyasanın yenilikçi durumu vb. faktörlere de bağlıdır.

Yönetimin yapısı da, yatırımcıların katılım finansman şirketi seçiminde önemli bir faktördür. Katılım finansman yatırımcısı yatırım risklerini sektörel, yatırım aşaması ve coğrafi alan bazında çeşitlemeye gidebilir. Bu ise, farklı stratejik yaklaşımlara sahip katılım finansman şirketlerine yatırım yaparak başarılabılır.²⁰⁷

Yatırımcı stratejik açıdan düşündüğünde, aktifleri yatırımcının stratejik hedeflerine uyan bir katılım finansman şirketi seçebilir. Yatırım sürecinde katılım finansman şirketi ile çok yakın bir işbirliği içinde olunmalıdır. Bir yatırımcı veya yatırımcı grubu katılım finansman şirketi ile sözleşme yapmadan önce, diğer katılım finansman şirketlerin performansını ve hizmetlerini de gözden geçirmeli ve karşılaştırma yapmalıdır.

Katılım finansman şirketlerine yatırım yapmayı düşünen bir yatırımcı aşağıdaki kriterleri dikkate almalıdır.²⁰⁸

206. Sahlman, William A., a.g.e., s.501.

207. Schröder, C., Critical Factors For the Strategic Management of Venture Capital Process, **Building European Ventures Proceedings of the Second Annual EFER Forum Held at INSEAD**, France. Elsevier Science Pub. Amsterdam, The Netherlands, 1990, s.125.

208. Schröder, C., a.g.e., s. 125.

- Katılım finansman şirketinin yöneticilerinin başarısı: Bu faktörü değerlendirmek güç olsa da, yatırımcının birikmiş tecrübesi karar vermesinde faydalı olur.
- Katılım finansman şirketi yöneticilerinin diğer katılım finansman şirketleri ile ilişkileri,
- Katılım finansman şirketinin geçmiş performansı: Ürün portföyü, finansal getiriler, hedeflerin başarımı, kar hedefleri vs. konulardaki performansı.
- Yöneticilerin sahip oldukları iş bilgisi: Yöneticilerin katılım finansmanı işini bilip bilmemeleri seçim konusunda önemli bir faktördür.
- Diğer yatırımcılarla ilişkiler için sahip olunan potansiyel.
- Özel faaliyet stratejileri ve yatırım kriterleri: Her bir katılım finansman şirketinin faaliyet stratejileri ve yatırım kriterleri farklıdır. Yatırımcı yatırım kararını verirken kendi stratejisi ile katılım finansmanının stratejilerini karşılaştırır.
- Stratejik hedefleri gerçekleştirmek için sunulacak hizmetler: Katılım finansmanının sadece stratejik hedefler vaat etmesi yeterli olmaz, bu hedeflere ulaşmak için ne tür hizmetler verileceği de önemlidir.

Bu kriterler dışında büyük sanayi kuruluşları, katılım finansman şirketine yatırım yaparken aşağıdaki iki kriteri de dikkate almalıdırlar:²⁰⁹

- Büyük sanayi kuruluşunun global stratejiler hedeflemesi halinde, katılım finansman şirketinin uluslararası network ilişkisi.
- Katılım finansman şirketinin, yatırım yapmak isteyen büyük sanayi kuruluşunun rakipleri ile ilişkisi.

209. McNally, Kevin N., a.g.e., s. 285.

BEŞİNCİ BÖLÜM

KATILIM FİNANSMANI TÜRLERİ: Risk SERMAYESİ

5. KATILIM FİNANSMAN TÜRLERİ: RISK SERMAYESİ

5.1. RISK SERMAYESİNİN TANIMI, KAPSAMI VE NİTELİKLERİ

Risk sermayesi uzun yıllardır uygulanmakta olan bir finansman yöntemidir. Her ne kadar çok eski yıllarda uygulama örneklerine rastlansa da risk sermayesi kurumsal olarak 1940'lı yıllarda ABD'de ilke kez ortaya çıkmaya başlamıştır. Özellikle iletişim araçlarının gelişmesi sonucu ülkelerin birbirine daha çok yakınlaştığı ve tüm dünyada küreselleşmeye doğru bir eğilimin başladığı ve bunun sonucunda da rekabetin giderek arttığı günümüzde, temel hedefi yeni ve uygulanabilir teknoloji ve fikirlerin pazara girme şansını artırarak ekonominin en temel unsuru olan küçük ve orta boyllu işletmelere pazarda rekabet edebilme şansı sunmak olan risk sermayesinin önemi daha da artmıştır.

1960'lı yıllarda sermaye piyasalarında finansal bir yatırım aracı olarak gelişen ve somut bir nitelik kazanan risk sermayesi finansman modelini ve finans kurumunu farklı şekillerde tanımlamak mümkündür.²¹⁰

Risk sermayesi bir kısım araştırmalarda, sermayenin yeni girişimlere aktarıldığı ve bu girişimlerin yönetim ve gelişimine aktif olarak katkı sağlandığı bir süreç olarak tanımlarken²¹¹, diğer bazı araştırmalarda, teknolojik yeniliklere yönelik olarak gelişme potansiyeli yüksek olan projeleri destekleyen finansman yöntemi olarak tanımlamaktadır.²¹² Küçük girişimlerin büyüyerek güçlü işletmeler olmasına olanak sağlayan risk parası şeklinde de ifade edilen²¹³ risk sermayesi terimi, özellikle yeni ve spekülâtif girişimlerin sermayelerine yatırılan veya bu yatırımlar için kullanılabilen para anlamına gelmektedir.²¹⁴

Daha kapsamlı bir tanımla risk sermayesi, bir girişim yaşam eğrisinin herhangi bir aşamasında söz konusu olabilecek, konvansiyonel banka sisteminde kredilerden kendini ispatlamış büyük işletmelerin faydalanması

210. Dağdelen, Ülkü, "Risk Sermayesi", **İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı 72, Mart 1992, s.51.

211. Kozmetsky, George ve diğerleri, a.g.e., s. 13.

212. Downes, John and Goodman, Jordan Elliot, **Dictionary of Finance and Investment Terms**, New York, 1987, s. 463.

213. Gladstone, David, a.g.e., s. 1.

214. Aypek, Nevzat, a.g.e., s. 7.

ve küçük ve orta ölçekli işletmelerin faydalanamaması olan ve “MacMillan Boşluğu” olarak bilinen boşluğu dolduran ve yeni ürün ve/veya yöntem düşünceleri ile teknoloji geliştirebilecek yüksek riskli girişimlere, uzman bir kuruluş olan risk sermayesi şirketleri tarafından “alan uzmanlığı” destekle birlikte sunulan öz sermaye şeklindeki bir finansman türüdür.

Birçok kaynağa göre risk sermayesi uygulamalarının kurumsal bir kimlik kazanarak ortaya çıkmasının kanıtı olarak gösterilen, 1946 yılında kurulan American Research and Development (ARD) adlı kamu kuruluşu tarafından kabul edilen ilkelere göre risk sermayesi;²¹⁵

- Yeni bir teknoloji geliştirmeye yönelik olarak hazırlanan yatırımlara uygulanır.
- Zorunlu olmamakla birlikte şirket yönetimine aktif olarak katılan katılımcıların aynı zamanda kontrol mekanizması içerisinde de yer almalarını öngörür.
- Üretim zincirinin ilk aşamasından geçen ürünlerin patentlerle korunmasını gerektirir.
- Seçkin özelliklere sahip insanların projelerde görev almasını ister.
- Yatırımdan çıkış anına kadar projenin gerekli olgunluğa ulaşmasını ister.

Risk sermayesi; her ne kadar bugünkü anlamdaki kullanımlarına 1950’li yılların ortalarında başlanmışsa da yapılan çeşitli çalışmalarda ortaya çıkış kaynağı olarak, İspanya kraliçesi Isabella ile Kristof Colomb arasında yapılan sözleşme ve İslam dini kurallarına göre oluşturulmuş olan ilk iş ortaklıkları olan Mudaraba ve Muşaraka ortaklıkları gibi çok eski tarihlere dayanan uygulamaların gösterildiği bir finansman yöntemidir.

İlk uygulamalarında sadece zengin bireyler ile girişimciler arasında ikili anlaşmalarla yürütülen risk sermayesi finansman modeli, 1946 yılında Harvard üniversitesi öğretim elemanlarından Geogres F.Doriot öncülüğünde ve girişimci şirketlerin finansman ihtiyaçlarını karşılamının yanında yönetim ve teknik açıdan da destek vermeyi amaçlayan American Research and Development Corporation of Boston adlı şirketin

215. Bartlett, Joseph W., **Venture Capital Law, Business Strategies and Investment Planning**. John Wiley and Sons pub. New York. USA, 1988, s. 2.

kurulması ile kurumsal bir yapı kazanmıştır. Bunu takiben 1953 yılında KOBİ'lere finansal destek sağlamak amacıyla Küçük İşletmeler İdaresi (Small Business Administration) kurulmuştur. 1958 yılında bu kuruluş tarafından finanse edilen Küçük İşletmeler Yatırım Şirketi (Small Business Investment Companies) adında kurum oluşturulmuştur. Bu tür kuruluşlara sağlanan devler desteği ile birlikte risk sermayesi yatırımlarında artışlar görülmüştür. Özellikle 1970'li yıllarda ABD Çalışma Bakanlığı'nın emekli fonlarının kullanımını düzenleyen Employees Retirement Income Security Act yasasına aynı yıllarda getirilen yeni bir yorumla emekli fonlarından risk sermayesi şirketlerine fon aktarılmasına başlanması ile risk sermayesi yatırımları önemli derecede artmıştır.

1983 yılında Avrupa'da risk sermayesinin geliştirilmesi ve koordinasyonunun sağlanması amacıyla Brüksel'de Avrupa Risk Sermayesi Birliği (European Venture Capital Association-EVCA) kurulmuş ve böylece risk sermayesi yatırımları Avrupa'da da gelişim göstermeye başlamıştır.

Uluslararası arenada risk sermayesinin gelişimi, gelişmiş ülkelerin birçok nedenden dolayı teknolojiye önem vermesi ile hız kazanmış, teknolojik rekabetle birlikte araştırma geliştirme maliyetlerinde artışlar olmuş ve artan maliyetleri azaltmak amacıyla, gelişmiş ülkeler kendileri teknoloji geliştirmek yerine yeni buluşlara yatırım yapma seçeneğine yönelmişler ve böylece risk sermayesi uluslararası bir boyut kazanmıştır.²¹⁶

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından 6 Temmuz 1993 tarih ve 21629 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği"nin 3. maddesinde ise risk sermayesi; "Türkiye'de kurulmuş ve kurulacak olan, yüksek gelişme potansiyeli taşıyan ve menkul kıymetlerini likiditesi düşük olan girişim şirketlerince birinci el piyasalarda ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılarak gerçekleştirilebilen uzun vadeli kaynak aktarım biçimi" şeklinde tanımlanmaktadır.²¹⁷

Bu tanımlardan hareketle risk sermayesinin hem bir finansman kaynağı ve hem de bir yatırım aracı olarak kullanıldığını söylemek

216. Kellekci, Mustafa, **Risk Sermayesi, Yeni Trendler ve Uygulamalar**, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Bölümü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2002, s. 7.

217. SPK Mevzuatı, Seri VIII. No:21

mümkündür. Çünkü; risk sermayesi ile riski yüksek girişimlere kaynak aktarılmakla birlikte, aynı zamanda sermayedar da yeni yatırımları, büyümeye çalışan genç işletmeleri finanse ederek büyük kazançlar elde edebilmektedir.

Risk sermayedarı, özellikle yeni ve riskli yatırımlara ortak olmayı amaçlar. Risk sermayesinin temel ölçütü teknolojik yeniliktir. Bu nedenle risk sermayesi uzun vadeli bir yatırımdır. Bundan dolayı risk sermayesi yüksek getiriye amaçlayan bir yatırım aracıdır. Buradaki yüksek kazanç, fırsatçılıktan doğan, spekülâtif bir kazanç değildir. Başka bir deyişle yüksek kazanç, teknolojik yenilik sonucu verimlilik artışından elde edilecek kazançtır. Bu nedenle risk sermayesini, finansman açısından, teknolojik yeniliklerle büyümeye çalışan küçük bir işletmenin hisse senetlerinin satın alınması şeklinde tanımlamak mümkündür.²¹⁸

Bununla birlikte risk sermayesini sadece gelişmiş teknoloji ile üretim yapmayı hedefleyen yeni ya da henüz kuruluş aşamasındaki firmaların finansman kaynağı olarak ve bunun yanında sadece yüksek risk-getiri potansiyeline sahip yatırımlara yönelik bir finansman yöntemi olarak düşünmek yanlış olabilir. Zira risk sermayesi firmalarının yatırım yelpazesinin sektörel açıdan bakıldığında son yıllarda, tarımdan inşaaata ve endüstriyel ürün ve hizmetler sektörünü de içine alacak şekilde genişlediğini söylemek mümkündür. İleri teknolojiye yönelik yatırım alanları olarak görülebilecek iletişim, bilgisayar, biyoteknoloji, tıp ve enerji gibi alanlardaki risk sermayesi yatırım yüzdelerinin diğer alanlara göre azalan bir trend içinde olduğunu belirtmek gerekmektedir. Bunun nedenleri olarak;²¹⁹

- İleri teknoloji yatırımlarının çok büyük oranlarda fon transferi gerektirmesi,
- Teknolojide yaşanan hızlı gelişmeler nedeni ile, yatırımın üzerine oturtulduğu teknolojik tabanın yeni teknolojilere göre geride kalma olasılığı,
- Bu alanda yaşanan yetişmiş kalifiye eleman eksikliği,
- İleri teknolojinin günlük yaşama uyarlanmasında geçecek sürenin uzunluğu,

218. Ceylan, Ali, a.g.e., s. 154.

219. Varışlı, Orhan, a.g.e., s. 9.

- İleri teknolojiye dayalı olarak üretilen yeni bir ürünün ya da ortaya konan yeni bir üretim sürecinin birim maliyetinin yüksek olması, gibi sebepler sayılabilir.

Ancak yine de, genç ve gelişimlerinin ilk aşamalarında olan firmaların risk sermayesinin temel hedefi olduğu gerçeğinden hareketle, bu tür firmaların, risk düzeylerinin yüksek olması nedeni ile geleneksel kredi kuruluşlarından gerekli finansman desteğinin elde edilmesi konusunda büyük firmalara oranla, yatırımcının teminat gösterememesi, tahmin edilebilir bir nakit akımına sahip olmaması ve dolayısıyla kredi faizleri gibi giderlerin karşılanmasındaki güçlüklerden kaynaklanan bazı dezavantajları olduğu konusunda genel bir kabul olduğunu belirtmek gerekmektedir.

Bu açıklamalar ışığında risk sermayesi finansman modelinin temel özelliklerini şu şekilde sıralamak mümkündür;²²⁰

- Özsermaye olarak dışarıdan temin edilmektedir.
- Geri ödeme yükümlülüğü bulunmamaktadır.
- Özsermaye birçok yatırımcı tarafından sağlanmaktadır.
- Özsermaye bir fonda toplanmaktadır.
- Yatırım, yatırımcılar için yalnızca varlığın bir bölümünü oluşturmaktadır.
- Bir risk sermayesi fonuna yapılan yatırım, ortak işletmeciliği değil, yalnızca bir sermaye yatırımını ifade etmektedir.
- Fon varlığı, yeni ürün ya da ürün düşüncesi, yeni yöntem ya da yöntem düşüncesi, yeni pazarlama yöntemi ya da düşüncesiyle dikkati çeken ve büyük gelir ve büyüme şansı beklenen genç ve yeni işletmelere aktarılmaktadır.
- Riski dağıtma amacıyla fon varlığı birçok ve çeşitli girişimlere yatırılır.
- Fon varlığı; deneyimli, profesyonel, yatırımcıların kararlarından etkilenmeyen ve iyi ücret ödenen fon yöneticileri tarafından yönetilir.
- Yatırım yapılacak girişimin seçimi sıkı elemelerden sonra yapılır.

220. Fettahoğlu, Abdurrahman, a.g.e., s. 18.

- Bankalarca istenen güvenceler ve değerlendirme ölçütleri, girişimlerin seçiminde önem taşımamaktadır. Ancak ürün ve yöntem düşüncesinin kalitesi ve adayın niteliği ölçü olmaktadır.
- 5-7 yıldan sonra uygun bir zamanda toplam kar, payın satışıyla gerçekleştirilir.
- En büyük satış borsada yapılmalıdır.
- Fon yöneticisi, finanse edilen girişime finansal ve ticari alanda stratejik yönetim desteği sağlamaktadır.
- Risk sermayesi şirketinin riski, sağlanan risk sermayesi tutarında her katılma ile sınırlanmaktadır; şansı ise sınırsızdır.

Risk sermayesi yatırımcıları küçük işletmelerin finansmanında çok önemli bir rol üstlenmektedir. Halihazırda risk sermayedarları daha ziyade finansal aracı durumundadırlar. Risk sermayedarları, kârlı olması beklenmeyen projelerin elenmesi gibi çok önemli bir fonksiyona sahiptirler. Ayrıca, yönetimin ve firma kararlarının izlenmesinde aktif ve müdahaleci bir rol üstlenmektedir. Sonuçta, risk sermayedarlarının eylemleri firmaların hayatta kalma oranlarını artırmaktadır. Risk sermayedarları ayrıca, genç firmaların halka arzlarındaki payların izlenmesinde, fiyatlandırılmasında ve zamanlamasında yönetsel bir katkı sağlamaktadırlar.²²¹

Risk sermayesinin önemini belirtmek amacıyla birçok yaklaşım ortaya konulmuştur. Bazı yazarlar risk sermayesi yatırımlarının miktarlarını ortaya koyarken diğerleri risk sermayesinin teknoloji gelişiminin üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Son çalışmalar ise risk sermayedarlarının yeni ihraçların izlenmesi ve gözlenmesi üzerindeki etkisi üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bunlardan ilki en yaygını olmasına rağmen üç değişiklik tarafından engellenmiştir. İlk olarak, istatistiklerin genelde risk sermayesi terimi altında çeşitli çıkar gruplarını ve farklı yatırım aşamalarını gruplandığından risk sermayesi yatırımlarının ölçülmesi zordur. İkinci olarak, özel finansman konusundaki verilere kolayca ulaşılamamaktadır.²²² Küçük işletmeler ve özel sermaye fonlarında ve borç piyasalarından temin ettikleri fonlar konusundaki mikro bazda veri eksikliği, küçük

221. Carpentier, Cecile and Suret, Jean M., “How Useful is Venture Capital? Evidence from Capital Pool Companies”, http://www.fsa.ulaval.ca/html/fileadmin/pdf/Ecole_comptabilite/Publications/2003-09-1.pdf, s. 3.

222. Carpentier, Cecile and Suret, a.g.e., s. 3.

işletme finansının çok yakın zamana kadar niçin finans biliminin en çok araştırılan konularından biri olduğunun en temel sebeplerinden biri olarak ifade edilmektedir.²²³ Üçüncü olarak, bu ölçümler, risk sermayesinin işletmelerin gelişimine yardımcı olup olmadığı şeklindeki temel soruya açıklık getirmemektedir.

5.2. RISK SERMAYESİ SEKTÖRÜNDE TARAFLAR

5.2.1. MUCİT

Mucitler, icat yapan kişilerdir. İcat ve teknoloji alanında belli bir sorunun fiilen çözümlenmesini sağlayan düşüncedir. İcatlar, yeni ürün, eski ürüne yeni kullanım alanı veya yeni üretim şekli seçeneklerinden biri ile yeniliğe dönüşmektedir. Mucit bazen bu icadı yenilik halinde ticarileştiren girişimci ile aynı kişi olabilir.²²⁴

5.2.2. GİRİŞİMCİ

Girişimci; yeni pazar, yeni tedarik ve finansman kaynakları bularak, yeni ürün ya da üretim teknikleri veya örgütlenme biçimleri geliştirerek ekonomik gelişmeye öncülük eden kişidir.²²⁵ Genelde zanaatkâr girişimci (artisan entrepreneurship) ve fırsatçıl girişimci (opportunistic entrepreneurship) şeklinde ikili bir sınıflandırma yapılmaktadır. Zanaatkâr girişimciler, usta-çırak ilişkisi içerisinde eğitilen ve genellikle sınırlı mesleki eğitime ve yönetsel tecrübeye sahip girişimcilerdir. Fırsatçıl girişimciler ise nispeten geniş bir tecrübe ve yüksek öğrenim seviyesine sahip, yönetsel anlamda yenilik peşinde koşan, bugünden ve geçmişten ziyade gelecekle ilgilenen girişimcilerdir.

Daha önce de bahsedildiği gibi risk sermayesinin sahip olduğu fonlar, yeni ürün ya da ürün düşüncesi, yeni yöntem ya da yöntem düşüncesi, yeni pazarlama yöntemi ya da yöntem düşüncesine sahip girişimcilere aktarıldığından risk sermayesi sektöründe bu özellikleri taşıyan fırsatçıl girişimci tipi ön plandadır.

223. Berger, Allen N. and Udell, Gregory F., "The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle", **Journal of Banking and Finance**, Vol. 22, 1998, s. 4.

224. Aydın, Oktay ve Baş, İ. Melih, 2000'li Yıllara Doğru Risk Sermayesi ve Türkiye için Bir Model Önerisi, **İzmir III. İktisat Kongresi Bildirisi**, 1992, s. 2.

225. Kellekci, Mustafa, a.g.e., s. 8.

Girişimci bir ya da birkaç kişi olabileceği gibi girişimci şirketler şeklinde kurumsallaşmış bir yapıda da karşımıza çıkabilir. Girişimci şirketler, projelerini gerçekleştirme konusunda ihtiyaç duydukları finansmanı karşılamak üzere özel sermaye fonu şirketlerine başvururlar, anlaşılması halinde ise ortaklık anlaşması yapılır.

5.2.3. Risk SERMAYEDARI

Risk sermayedarları, risk sermayesi fonu oluşturmak amacıyla sermayesini risk sermayesi şirketine yatıran, yatırımcılar olarak da bilinen kişi veya kuruluşlardır.²²⁶ Risk sermayedarları bu şekilde riski büyük ölçüde üstlenerek ve girişimi finanse ederek, sahip oldukları hisse senetlerinin değer kazanması sonucu yüksek gelir elde etmeyi umarlar. Risk sermayedarları genel olarak;²²⁷

- Hızlı büyüyen işletmelere finansman kaynağı sağlarlar,
- Bu tür işletmelere ait tahvil, hisse senedi ve benzeri kıymetli senetleri satın alarak işletmelere katma değer sağlanmasında destek olurlar,
- Beklentilerini uzun döneme yayarak, yüksek gelir elde edebilmek amacıyla riske katlanırlar,
- Böylece yeni ürünlerin ve hizmetlerin gelişimine katkıda bulunurlar.

Risk sermayedarlarını kişisel veya kurumsal risk sermayedarları şeklinde iki gruba ayırmak mümkündür.²²⁸ Kişisel risk sermayedarları, piyasayı çok iyi tanıyan, yönetim konusunda gerekli bilgi ve deneyime sahip ve her yatırımdan yüksek kâr elde etmeyi amaçlayan “macera girişimcisi” olarak adlandırılan risk sermayedarlarıdır. Kurumsal risk sermayedarları ise, kişisel risk sermayedarlarından farklı olarak birçok işletmeye yatırım yaparak riski dağıtmayı amaçlarlar. Kurumsal risk sermayedarlarının oluşturmuş olduğu fon havuzu yatırım bankaları gibi profesyonel bir kuruluşça yönetilir.

226. Fettahoğlu, Abdurrahman, a.g.e., s. 19.

227. Kellekci, Mustafa, a.g.e., s. 9.

228. Ceylan, Ali, a.g.e., s. 156.

5.2.4. RİSK SERMAYESİ ŞİRKETLERİ

Çeşitli yatırımcılardan toplamış olduğu fonlarla risk sermayesi girişimini finanse eden mali araçlardır. Bu şirketlerin yöneticileri, risk yöneticisi ya da finansör olarak adlandırılmaktadırlar.

Büyüklik, faaliyet ve kaynak açısından bakıldığında birbirinden farklı çok sayıda risk sermayesi şirketinden bahsetmek mümkün olsa da genel olarak bu şirketlerini tümünün işleyiş şekilleri aynıdır. Risk sermayesi şirketleri, şu özellikler yönünden diğer finans kurumlarından ayrılır;²²⁹

- Yeni ve hızla büyüyen şirketleri finanse ederler.
- Finansman sağladıkları şirketlerden hisse alırlar.
- Finansman sağladıkları şirketlere, yeni ürün ve hizmet geliştirme konusunda yardım ederler.
- Ortak oldukları şirketin yönetiminde söz sahibi olarak, şirket stratejisini belirlemeyi amaçlarlar.
- Yatırım yaptıkları şirketlerdeki hisse payları, genellikle %50'nin altındadır.
- Yüksek getiri beklentisi ile yüksek risk alırlar.
- Finansman sağladıkları şirketlere ilişkin beklentileri uzun dönemlidir.
- Yatırımlarının taşıdığı riski, aynı anda pek çok şirkete, finansman karşılığında ortak olarak aşmayı amaçlarlar.
- Diğer risk sermayesi şirketleri ile ortak yatırımlar yaparlar.
- İleri teknoloji üreten şirketlere yatırım yapmanın yanı sıra, hemen hemen bütün şirketler ilgi alanları kapsamındadır.
- Yatırımlardan çıkışları genellikle, ya ortak oldukları şirketi borsada halka arz etme yöntemi ile ya da, şirketle ilgilenen büyük bir şirkete hisselerini satma yöntemi ile gerçekleşir.

229. <http://www.kobifinans.com.tr/icerik.php?Article=10658&Where=danisma-merkezi&Category=02020701>

5.3. RİSK SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİNİN AŞAMALARI

Bilindiği gibi bir yatırım finansman tekniği olarak risk sermayesi, yeni iş fikirlerinin ortaya çıkışından, bu fikirlerin yatırıma dönüştürülüp ortaya çıkan ürünlerin pazara sunulmasına kadarki süreçte yapılması gereken faaliyetlerin desteklenmesini ifade etmektedir. Bu süreçteki aşamalar her ne kadar değişik kaynaklarda farklı şekillerde sınıflandırılrsa da, aşağıdaki şekilde de görülebileceği gibi dört temel aşamadan söz etmek mümkündür.

- Sermaye toplama aşaması
- Yatırım aşaması
- Büyüme ve gelişme aşaması
- Yatırımdan çıkış

5.3.1. SERMAYE TOPLAMA AŞAMASI

Doğası gereği büyük risk taşıyan risk sermayesi fonlarını risk sermayesi şirketleri, mümkün olduğunca çok projeye yayararak söz konusu riskli, azaltmaya çalışırlar. Bu durum ancak gerekli miktarda fonun risk sermayesi şirketlerine akışı ile mümkündür. Bu amaçla risk sermayesi şirketleri; bireysel tasarruflular, emekli sandıkları, sigorta şirketleri fonları, bankalar, kamu ve özel sektör kuruluşları gibi çeşitli kaynaklardan, hiçbir kâr payı veya faiz ödemesi taahhüdünde bulunmadan fon temin ederek bu fonları söz konusu risk sermayesi yatırımlarında kullanırlar.²³⁰

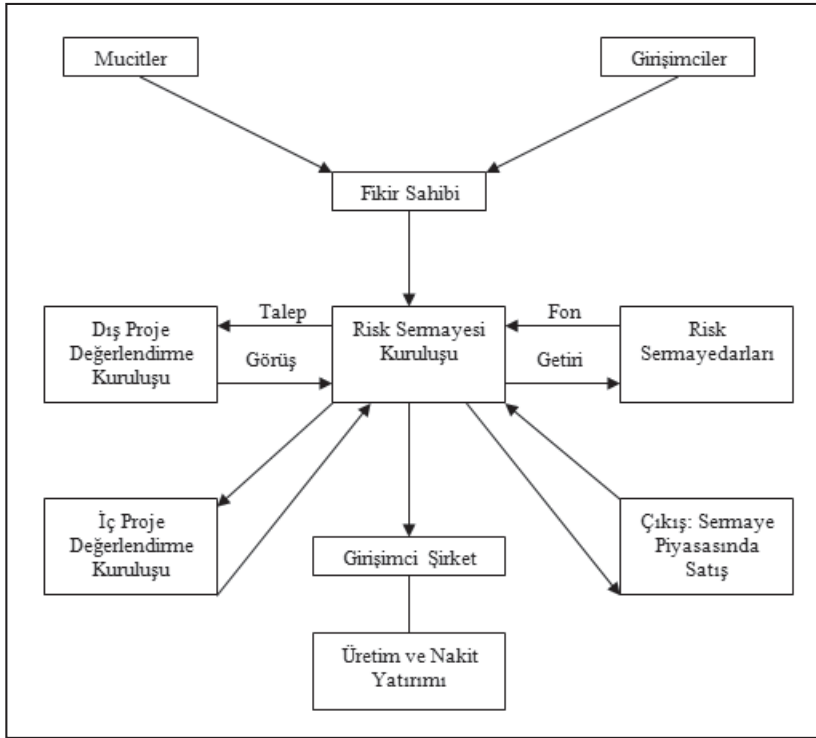
Sermaye toplama aşamasında en önemli konulardan bir tanesi, toplanacak fon tutarının büyüklüğünün ne olacağı ya da oluşturulacak fonun boyutunun ne olacağı konusudur. Risk sermayesi tarafından oluşturulacak fon tutarı; yatırım yapılacak projenin yapısı, risk sermayesi firmasının daha çok yatırımda bulunduğu endüstri bölümü, yapılan sözleşmelerin kapsamı, risk sermayesi şirketinin kabul edebileceği risk derecesi, risk sermayesi şirketinin faaliyette bulunduğu ülke ve bu ülkedeki vergi düzenlemeleri, şirketin gelişme durumu ve katılım süresi gibi çeşitli değişkenlere bağlıdır.²³¹

230. Kuğu, Tayfun D., “Finansman Yöntemi Olarak Risk Sermayesi”, **Celal Bayar Üniversitesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt.11, Sayı.2, 2004, s. 149.

231. Schusler, Helmut, **Selecting Venture Capitalists as Strategic Partners**, EVCA Yearbook, 1993, s. 32.

Risk sermayesi şirketi tarafından toplanan fonları; ne kadar süre ile kullanılacağı önceden belli olan fonlar olan *belirli süreli fonlar (Close-End Funds)* ile, ne kadar süre ile kullanılacağı belli olmayan *belirsiz süreli fonlar (Open-End Funds)* şeklinde iki kısma ayırmak mümkündür. Büyük şirketlere ya da finansal kuruluşlara bağlı şubeler şeklinde kurulan bazı risk sermayesi şirketleri belirsiz süreli fonlar toplamasına rağmen, genel olarak risk sermayesi şirketlerinin topladığı fonlar belirli süreli fonlardır.²³²

Şekil 5.1: Risk Sermayesinde Taraflar ve İlişkiler



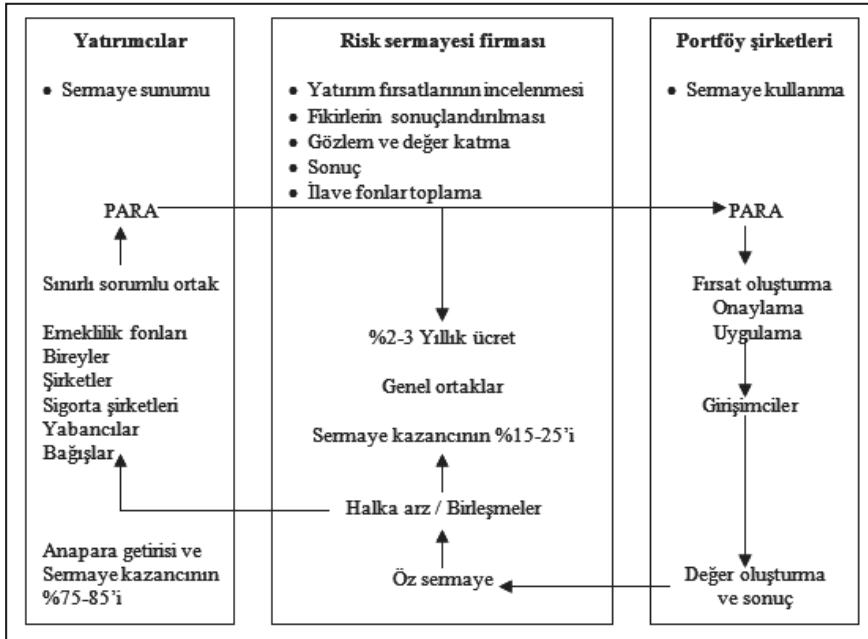
Kaynak: Aydın ve Baş, 1993, s.2

Süreç olarak bakıldığında fonların toplanması için, ilk olarak risk sermayesi şirketi belirli süreli bir yatırım fonu açtığını çeşitli yollarla duyurur. Toplanan fonlar, amaca uygun olarak gerekli miktara ulaşınca şirket fonu kapatır ve bundan sonra yapılacak başvuruları kabul etmez.

232. Artukaslan, Ayşe, a.g.e., s. 65.

Eğer fon başarılı olursa, tekrar fon oluşturulur ve fon sahipleri oluşturulan bu yeni fona ortak edilir. Burada dikkat edilmesi gereken, toplanan fonun yatırıma dönüştürülmesi sırasında ortaya çıkabilecek sınırlı sorumlu(limited) biçimde kurulmuş olan şirketlerde, fonun işletilmesi veya yönetilmesi sırasındaki başarısızlıklara karşı fon kullanımından, şirket kurucularının tam sorumlu olması, fon sahiplerinin ise sorumluluğunun koydukları fon ile sınırlı olmasıdır.²³³ İkinci olarak, fon kaynağı olan kişi ya da kurumlar ile risk sermayesi şirketi arasında fon kullanımına ilişkin bir sözleşme yapılır. Bu sözleşmede; fonun kullanım süresi, fonun işletilmesi ve idare edilmesi karşılığında yatırım firmasının alacağı komisyon ücreti ve yatırım sonucunda elde edilecek olan getirinin taraflar arasında paylaşım oranları gibi konular karara bağlanır.²³⁴

Şekil 5.2: Risk Sermayesi Finansman Modelinin Akışı



Kaynak: TIMMONS, 2004, s.113

233. Sarıaslan, Halil, "Venture Capital (Risk Sermayesi) Finansman Modeli ve Türkiye'de Uygulama Olanakları", **Ankara Sanayi Odası Dergisi**, Yıl. 16, Sayı. 113, Ocak-Şubat 1992, s. 6.

234. Varışlı, Orhan, a.g.e., s. 27.

5.3.2. YATIRIM AŞAMASI

Risk sermayesi sürecinin en karmaşık ve aynı zamanda en uzun süreli aşamasıdır. Sabır ve yoğun emek çalışması gerektiren bu aşama;

- Yatırım yapılacak alanların seçilmesi ve değerlendirilmesi,
- Yönetici kadrolarının belirlenmesi,
- Finansman kaynak ve yöntemlerinin belirlenmesi
- Yapılan yatırımların izlenmesi ve denetimi

gibi faaliyetleri içermektedir.²³⁵

Risk sermayesi şirketi bu aşamada, oluşturmuş olduğu fonlardan faydalanmak isteyen iş fikri sahiplerinden gelen iş planlarını ya da yatırım önerilerini alır. Aralarında; yeni bir iş fikri sahibi bireyler, yarım kalmış yatırımlarını tamamlamak isteyen işletmeciler, mevcut işletmelerini genişletmek ya da büyütmek isteyen işletmeciler veya satılmak üzere olan bir işletmeyi satın almak isteyen girişimciler gibi çeşitli kimselerin bulunduğu öneri sahipleri, iş planlarını gerçekleştirmek adına yeterli finansal güce sahip olmadıkları durumlarda bir risk sermayesi şirketine başvururlar. Aslında; yeni bir girişim fikrine sahip girişimciler, girişimleri için gerekli olan finansmanı temin etmek için nereye başvuracakları konusunda genellikle bilgisizdirler. Özellikle, risk sermayesi sektörünün gelişmediği ya da yeni yeni gelişmeye başladığı ülkelerde bu konudaki bilgisizlik daha da yoğundur. Bu nedenle risk sermayesi şirketinin, sadece yatırım önerilerini beklemekle kalmayıp aynı zamanda yatırım önerilerinin risk sermayesi şirketine ulaşmasını sağlayacak ortamı da organize etmesi gerekmektedir.

Risk sermayesi şirketleri kendilerine gelen tüm yatırım önerilerini kabul etmek durumunda değildirler. Bu nedenle herhangi bir şekilde kendilerine ulaşan yatırım önerilerini öncelikle bir ön elemeyden geçirirler. Çekici gelen veya umut vadeden yatırım önerileri ikinci kez, çok ayrıntılı bir şekilde yeniden incelerler. Bu incelemede risk sermayesi şirketleri şayet ihtiyaç duymaları durumunda uzmanlarına kapsamlı bir fizibilite (yapılabilirlik) çalışması yaptırabilirler.²³⁶

235. Dağdelen, Ülkü, a.g.e., s. 56.

236. Artukaslan, Ayşe, a.g.e., s. 67.

Eğer, bir yatırım önerisinin gerektirdiği finansman desteği tek bir risk sermayesi şirketi tarafından karşılanamayacak kadar çok ise bu durumda, yatırım riskini dağıtmak adına diğer risk sermayesi fonlarını da içine alacak şekilde ve önerinin yapıldığı risk sermayesi yönetiminin liderliğinde bir yatırım konsorsiyumu oluşturulur.

Risk sermayesi şirketleri kendilerine gelen yatırım önerilerini değerlendirirken, yatırım ve girişimci firma ile ilgili olarak;

- Yatırımın büyüklüğü,
- Yatırımın teknolojisi ve pazar durumu,
- Yatırımın bulunduğu safha,
- Girişimci firmanın coğrafi durumu,

gibi çeşitli faktörleri göz önüne alır.

Gelen yatırım önerileri arasında gerekli elemeler yapıldıktan sonra, risk sermayesi şirketi ile yatırım önerisi sahibi birey veya işletme arasında ortaklık anlaşması yapılır. Girişimin gelişme potansiyelini de göz önüne alarak ortaklık payları bu anlaşmada karara bağlanır. Böylece sağlanan risk sermayesi karşılığı veya yapılan risk sermayesi yatırımı karşılığı finansman sağlanan işletmenin hisse senetleri alınarak işletmeye ortak olunur. Bu ortaklık sonucu yatırım yapılan firmaya sadece finansman desteği değil aynı zamanda tüm özel sermaye fonlarında olduğu gibi bilgi ve uzmanlık desteği de sağlanmaktadır.

Şunu da belirtmek gerekir ki; risk sermayesi yatırımında temel araç hisse senedi olmasına karşılık bazı durumlarda sağlanan risk sermayesi desteği karşılığı olarak doğrudan ortaklık anlamına gelen hisse senedi yerine hisse senedine dönüştürülebilir tahvil ya da hisse senedi satın alma hakkı veren tahvil (warrant) alınır. Bu gibi durumlarda doğrudan özkaynak desteği yerine borçla özkaynak arasında bir finansman desteği sağlanmış olur. Bunun neticesinde de ortaklık ileri bir tarihe ertelenerek özkaynak yatırımının getirdiği risk ertelenmiş olur. Çünkü, istenmesi halinde daha önceden belirlenmiş şartlara göre tahviller hisse senetlerine dönüştürülebilir ya da daha önce belirlenmiş belirli bir fiyattan belirli miktarda hisse senedi warrant hakkı kullanılarak satın alınabilir.²³⁷

237. Aypek, Nevzat, a.g.e., s. 30.

5.3.3. BÜYÜME VE GELİŞME AŞAMASI

Bu aşama aslında yatırım aşaması kapsamında da değerlendirilebilir. Bilindiği gibi risk sermayesi şirketlerini diğer şirket türlerinden ayıran en önemli özelliklerden bir tanesi, yatırım yapıldıktan sonra, bu şirketlerin yatırım yapılan şirketin faaliyetlerine katılma yönünde duydukları istek ve derecesidir.

Risk sermayesi şirketleri, kayıpları minimum hale getirmek ve kazançların maksimum olmasını sağlamak amacı ile, yatırım yapacağı firmanın faaliyetlerini izler ve profesyonel danışmanlık yapar. Risk sermayesi şirketleri yatırımda meydana gelebilecek olası problemlerin çözüm sürecine katılırlar ve girişimcilerin sağlıklı karar alabilmeleri için onlara bilgi sağlarlar. Küçük çaplı firmaların ürün ya da hizmetin teknik özelliklerini bilmelerine rağmen, firma gelişme aşamasında iken ürünün pazara tanıtılması, hizmetlerin yerine getirilmesi ve yönetim konularında daha yetersiz bilgiye sahiptirler. Aksine yatırımcılar bu konularda oldukça geniş bir bilgi ağına sahip bulunmaktadır.²³⁸

Risk sermayesi şirketlerinin yatırım kararı verdikleri firmaları yakın takibe almalarının; bunun zaman alıcı ve aynı zamanda maliyeti yüksek bir süreç olması, yeni kurulan şirketlerin özgürce çalışma isteklerinden dolayı risk sermayesi şirketlerinin yakın ilgilerini yaptıkları işe ve kendilerine bir müdahale olarak görebilmeleri gibi çeşitli sakıncaları vardır.

5.3.4. YATIRIMDAN ÇIKIŞ

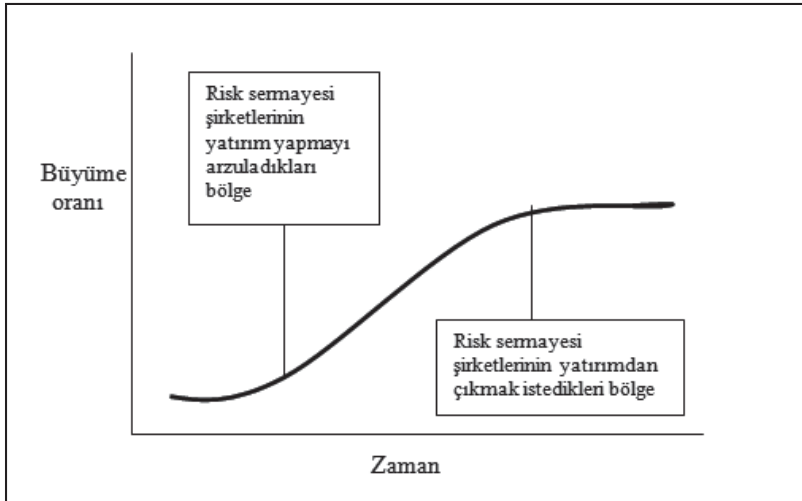
Yatırımın likidasyonu olarak da bilinen bu aşama risk sermayesi sürecinin en son halkasını oluşturmaktadır. Daha önce de bahsedildiği gibi risk sermayesi finansmanını, belirli bir vadeyi içerdiğinden dolayı tam olarak bir öz kaynak finansmanı olarak düşünmek yanlış olabilir. Risk sermayesi şirketleri finansman sağladıkları yatırımları, genellikle 3-7 yıl arası bir zamanda veya bu süre sonunda, yatırımın gerekli büyüklüğe ulaştığı anda likit hale getirerek yatırımdan çıkmak isterler. Risk sermayesi yatırımlarının getirisi, destek sağlanan işletmelerin hisse senetlerinin piyasada değer kazanmasına bağlı olarak değişir. Risk sermayedarları ellerindeki hisse senetlerini, değerlerinin en yüksek olduğu noktada

238. Varışlı, Orhan, a.g.e., s. 41.

satarak yatırımdan bekledikleri maksimum faydayı sağlamaya çalışırlar.²³⁹

Yatırımdan çıkış, doğru bir zamanlamada yapıldığı anda gerek girişimci ve gerekse risk sermayesi şirketi için bir değer ifade edecektir. Yatırımdan çıkış için söz konusu zaman aralığı ne kadar uzun olursa daha doğru bir zamanlama yapabilme ihtimali o kadar yüksek olacaktır.²⁴⁰ Bunun yanında zamanlama, risk sermayesi şirketinin portföyünde bulunan yatırımların özelliklerine ve finansman şekillerine de bağlıdır.

Şekil 5.3: Risk Sermayesi Şirketlerinin Yatırımdan Çıkmayı Arzuladıkları Dönem



Kaynak: Bulut, 1997, s.105

Yatırımdan çıkış şekilleri konusunda literatürde çeşitli yöntemlerden bahsedilmekle birlikte, yaygın olarak; işletmenin bir bütün olarak satılması ya da işletmenin hisse senetlerinin halka arz edilmesi şeklinde iki yöntem kullanılmaktadır.²⁴¹

Halka açık hisse senedi piyasaları, risk sermayesi şirketinin sahip olduğu hisse senetlerini bir defada ve aşamalı olarak halka satmasını sağlar. Halka açılmanın gerek girişimci ve gerekse risk sermayesi şirketi açısından nihai hedef olduğunu göz önüne alarak, en yaygın yatırımdan

239. Dağdelen, Ülkü, a.g.e., s. 57.

240. Varışlı, Orhan, a.g.e., s. 43.

241. Ceylan, Ali, a.g.e., s. 187.

çıkış stratejisinin hisse senetlerinin halka satılması olduğunu söylemek mümkündür.

Şirketin halka açılması, gelecekteki finansman gereksinimlerine çözüm getirirken risk sermayesi finansman modelinin gelişimi ve tamamlanması için de bir gereklilik arz etmektedir.²⁴² Bununla birlikte halka açılmanın işletme üzerindeki, olumlu ve olumsuz yöndeki etkilerinin iyice araştırılması gerekmektedir.

İşletmenin bir bütün olarak satın alınmasında ise, alıcı olarak; esas itibarıyla uzun zaman ve yüksek maliyet gerektiren araştırma geliştirme masraflarına katlanmadan, yeni ürünlerle gelişme potansiyeli taşıyan bir küçük işletmeye kolay yoldan sahip olmak isteyen büyük holdingler veya sermaye grupları hedeflenmektedir.²⁴³

5.4. KONVANSİYONEL OLMAYAN RISK SERMAYESİ

Amerika Birleşik Devletleri'nde risk sermayesi endüstrisinin başarısına rağmen, ABD'deki risk sermayesi yatırımları az sayıdaki bölgeye ve sektöre yoğunlaşmıştır.²⁴⁴ ABD'deki risk sermayesi dağılımına ilişkin yapılan bir çalışma risk sermayesi yatırımlarının % 67.1'inin California, Massachusetts, New York ve Texas eyaletlerinde gerçekleşmiş olduğunu göstermiştir.²⁴⁵ Risk sermayesi yatırımlarının % 91'inin internetle ilgili olanları da içerecek şekilde yüksek teknoloji temelli işletmelere yatırılmış olduğu söz konusu çalışmada ortaya konmuştur. Çalışmada ABD'de kişi başına düşen risk sermayesi yatırımının yaklaşık 143\$ olduğu belirlenmiştir. Eyalet bazında kişi başına düşen risk sermayesi yatırımı Massachusettes'te 597\$, California'da 522\$, Colorado'da 335\$, Washington'da 215\$, New Hampshire'de 199\$ ve Connecticut'da 195\$ olarak gerçekleşmiştir. Ancak; yirmi eyalette ise kişi başına düşen risk sermayesi miktarının 20\$'dan daha az olduğu belirlenmiştir.

Risk sermayesi faaliyetinin sektörel ve coğrafi odaklanması, risk sermayesi tarafından belirli sektörlerin ve coğrafi bölgelerin ihmal edildiğini göstermektedir. Risk sermayesi piyasasında bu tür bir eksikliğe

242. Ceylan, Ali, a.g.e., s. 187.

243. Çonkar, Kemalettin, "Risk Sermayesi Finansman Yönteminin Küçük ve Orta Boy İşletmeler Açısından Önemi ve Uygulanabilirliği", **I. Orta Anadolu Kongresi Tebliğ Metinleri**, 2001, s. 31.

244. Barkley ve diğerleri, "Establishing Nontraditional Venture Institutions: Lessons Learned." RUPRI Rural Equity Capital Initiative, P2001-11A, Columbia, Mo., 2001.

245. PriceWaterhouseCoopers, 1999. National Venture Capital Survey.

karşı, konvansiyonel risk sermayesi tarafından ihmal edilen sektörlerdeki ve coğrafi bölgelerdeki risk sermayesi ihtiyaçlarına cevap vermek ve ekonomik gelişmeyi iyileştirmek için fon ya da organizasyonlar olarak tanımlanan konvansiyonel olmayan risk sermayesi kurumları ortaya çıkmıştır. Konvansiyonel risk sermayesi şirketleri, metropol olmayan yerel bölgelerde yatırım fırsatları peşinde olmazlar. Çünkü, konvansiyonel risk sermayesi şirketlerine göre; risk sermayesi talep edecek girişimci proje teklifi sayısı yetersizdir, her bir yatırım için görece maliyet yüksektir, yatırımları nakde dönüştürme fırsatları sınırlıdır ve yerel iş çevresi risk sermayesi için daha az destekleyicidir. Bu durum karşısında; 1980'li yıllardan sonra metropol olmayan yerellerin ve geleneksel endüstrilerin risk sermayesi ihtiyaçlarını karşılayacak şekilde çok sayıda konvansiyonel olmayan alternatif risk sermayesi sağlayıcıları ortaya çıkmıştır.²⁴⁶

Konvansiyonel olmayan risk sermayesi kurumlarının programları, fon kaynakları, organizasyon yapıları, yönetim şekilleri ve yatırım hedefleri konusunda farklılıklar vardır. Konvansiyonel olmayan risk sermayesi kurumları için tek bir iyi model yoktur; her bir modelin üstün ve zayıf yönleri söz konusudur. Konvansiyonel olmayan risk sermayesi kurumlarının başarısındaki temel faktör, seçilen kurumsal yapıdan ziyade kurumun programı ve yönetilme şeklindedir. Başarılı olmuş konvansiyonel olmayan risk sermayesi kurumlarının tecrübesi, konvansiyonel risk sermayesi kurumlarında olduğu gibi risk sermayesi yatırım sürecinin yönetmedeki çaba ve bağlılık olduğunu göstermiştir. Konvansiyonel olmayan risk sermayesi kurumu tesis etmenin ve yönetmenin kolay bir süreç olmadığına taraflarca işaret edilmektedir.²⁴⁷

Konvansiyonel olmayan risk sermayesi kurumlarının bir kısmı kamusal fonlu ve kamunun idaresinde olan; bir kısmı kamusal fonlu ancak idaresi özel sektörde olan; bir kısmı finansal kuruluşlar ve ticaret ve sanayi odalarınca finanse edilen ve idaresi özel olan; bir kısmı eyaletlerin bu amaçla yapmış oldukları düzenlemelere bağlı olarak fonlarını sigorta şirketlerinin oluşturduğu ve yönetimi özel olan; ve bir kısmı ise fonları yerel bankalarca, vakıflarca ve hükümet kuruluşlarınca oluşturulan yerel risk sermayesi şirketleridir.²⁴⁸

246. Barkley ve diğerleri, a.g.e.

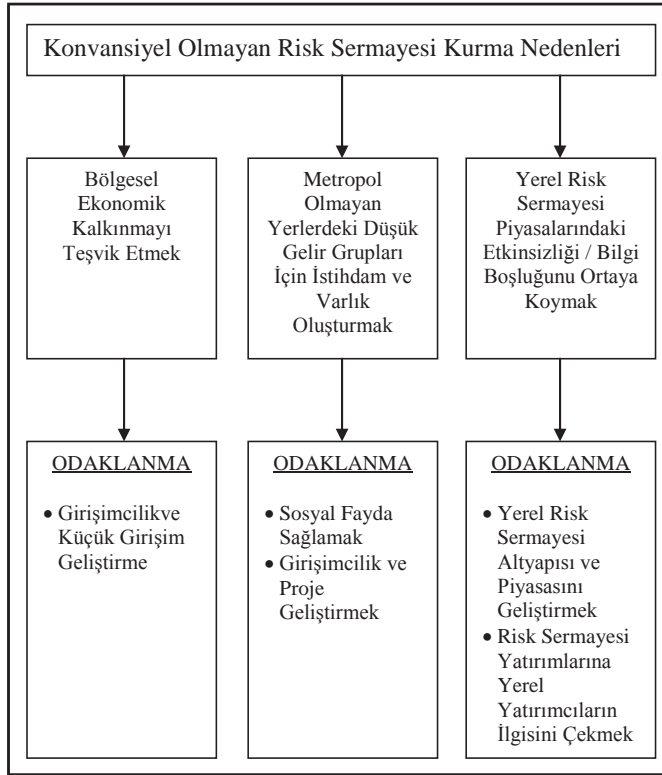
247. Freswater ve diğerleri, "Nontraditional Venture Capital Institutions: Filling a Financial Gap." RUPRI Rural Equity Capital Initiative. P2001-11B, Columbia, Mo., 2001.

248. Barkley, D.L. and Markley, D.M., "Nontraditional Sources of Venture Capital for Rural America", **Rural America**, 16 (1), 2001, pp. 19-26.

5.4.1. KONVANSİYONEL OLMAYAN RISK SERMAYESİ KURUMLARININ ÖZELLİKLERİ

Konvansiyonel olmayan risk sermayesi kurumları, konvansiyonel risk sermayesi şirketlerinin odaklandığı endüstrilerin ve coğrafi bölgelerin dışındaki geleneksel endüstrilerde ve metropol olmayan yerelerde faaliyet gösterirler. Bununla birlikte; genellikle belirli bölge ya da eyalet gibi coğrafi bir odaklanma söz konusudur.²⁴⁹

**Şekil 5.4: Konvansiyonel Olmayan Risk Sermayesi
Kurma Nedenleri**



Kaynak: Barkley ve diğerleri, 2001.

Konvansiyonel olmayan risk sermayesi kurumlarının yatırımlarından bekledikleri, konvansiyonel risk sermayesi şirketlerinde olduğu gibi sadece

249. Barkley ve diğerleri, a.g.e.

finansal değildir. Yatırımlardaki sosyal fayda ile finansal getiri birlikte düşünülür. Konvansiyonel olmayan risk sermayesi kurumları, kabul edilebilir finansal getirilere ilave olarak hizmet verilen bölgeye sosyal ve ekonomik fayda şeklinde iki temel fayda hedeflerler. Konvansiyonel olmayan risk sermayesi kurumlarının bekledikleri finansal getiriler, konvansiyonel risk sermayesi şirketlerince beklenenden daha düşüktür.²⁵⁰

Konvansiyonel olmayan risk sermayesi kurumu tesis etmedeki motivasyon; bölgesel ekonomik kalkınmayı teşvik etmek, metropol olmayan yereller ve düşük gelir grupları için istihdam ve varlık oluşturmak ile yerel risk sermayesi piyasalarındaki bilgi boşluğunu ortaya koymaktır.²⁵¹

5.4.2. KONVANSİYONEL RİSK SERMAYESİ ŞİRKETLERİNİN METROPOL OLMAYAN BÖLGELERDE YATIRIM YAPMAMA NEDENLERİ

Konvansiyonel risk sermayesi şirketlerinin metropol olmayan bölgelerde yatırım yapmamalarının önündeki engeller aşağıdaki şekilde özetlenebilir.²⁵²

- **Sınırlı sayıda proje akışı olması:** Metropol olmayan yerel piyasalardaki ekonomik temel düşük teknoloji ve yavaş büyüyen geleneksel endüstrilere dayanır. Bu endüstriler, risk sermayesi şirketlerinin beklentilerini karşılayacak şekilde yüksek getiri sağlayacak yatırım fırsatları sınırlıdır. Bu tür bölgelerde az sayıda girişimci risk sermayesine ihtiyaç duyar ve az sayıda proje risk sermayesi için yeterlilik taşır.
- **Yatırım başına yüksek maliyet:** Metropol merkezlerle karşılaştırıldığında metropol olmayan yerellerdeki yatırım fırsatları hem daha sınırlıdır hem de daha geniş coğrafi alana yayılmıştır. Buna bağlı olarak, risk sermayesi şirketlerinin yatırım fırsatlarını ortaya çıkarmasında, girişimci ile ortaklığın oluşturulması sürecinde ve girişimci ile kurulan ortaklığın izlenmesi, denetlenmesi ve yönlendirmesinde daha fazla maliyet söz konusu olacaktır.

250. Barkley ve diğerleri, a.g.e.

251. Barkley ve diğerleri, "Establishing Nontraditional Venture Capital Institutions: The Decision Making Process" RUPRI Rural Equity Capital Initiative, P2011-11C, Columbia, Mo., 2001.

252. Barkley ve diğerleri, a.g.e.

- **Yatırımları nakde dönüştürmedeki kısıtlılık:** Metropol olmayan yerellerdeki işletmeler esas olarak aile işletmeleridir. Bu işletmeler, sahipliğin gelecek kuşaklara aktarılması yönünde hedefler taşır. Bu tür hedefler, risk sermayesi şirketleri için yatırımların cazibesini düşürerek yatırımları sınırlar. Diğer taraftan, geleneksel endüstrideki çok sayıda işletme için halka arzlar yatırımların nakde dönüştürülmesinde geçerli yöntem değildir.
- **Yerel iş çevresinin uygunluğundaki kısıtlılık:** Metropol olmayan yerel piyasalar, yeni işletmelerin yönetimini yürütmeye sınırlı alt yapı ve beşeri kaynaklar sunar. Bu eksikliği giderecek şekilde, bölge dışından alınacak yönetim hizmetleri ile yönetici ve teknik personel için risk sermayesi şirketleri ilave harcama yapma durumunda kalabilirler.

ALTINCI BÖLÜM

KATILIM FİNANSMANI TÜRLERİ: ÖZEL SERMAYE FONLARI

6. KATILIM FİNANSMAN TÜRLERİ: ÖZEL SERMAYE FONLARI

6.1. GENEL BİLGİLER

Kuruluş aşamasındaki birçok firma büyük miktarlarda sermayeye ihtiyaç duymaktadır. Bu durumdaki firmaların fon yöneticileri, yapılması düşünülen yatırımlar için gerekli fon ihtiyacını çoğu zaman tedarik edemediklerinden dolayı dış finansman kaynaklarına yönelmek durumunda kalmaktadırlar. Böyle bir durumda gerekli fonu ya özel sermaye fonu organizasyonlarından ya da halka açık piyasalardan temin ederler.²⁵³ Finans literatüründe girişimcilik firmaları olarak bilinen bu tür firmaların en belirgin özellikleri, maddi olmayan varlıklara ve özellikle faaliyete geçtikleri dönemi takip eden yıllarda negatif getiriye sahip olmalarıdır. Ayrıca bu tür firmaların gerek banka kredisi şeklinde ve gerekse diğer şekillerde borç finansmanı sağlama imkânları da oldukça zayıftır.²⁵⁴ Benzer şekilde finansal sıkıntı içerisindeki sorunlu firmalar da yeniden yapılanma çerçevesinde dış finansmana ihtiyaç duyarlar. Özel sermaye fonu organizasyonları bu tür firmalara ait yüksek riskli ve yüksek getiri potansiyeline sahip projeleri finanse ederler. Bu organizasyonlar projelere yatırım yapmadan önce, proje hakkında gerekli araştırmaları büyük bir dikkatle yaparak bir anlamda ortaya koymuş oldukları sermayeyi koruma altına almış olurlar.

Birçok yatırımcı açısından uzun dönemli doğrudan özel sermaye fonu yatırımları diğer alternatif yatırımlara benzemektedir. Doğrudan özel yatırımlar, yatırım fırsatlarının büyük bir oranını kapsamaktadır. Şunu da belirtmek gerekir ki, farklı kaynaklar bu yatırım fırsatlarını çok farklı olarak tanımlamaktadır. Risk sermayesi terimi doğrudan özel yatırımın uygun bir şeklini oluşturmaktadır. Bunun yanında özel sermaye fonu yatırımları, erken aşama yatırımları (melek yatırımcılar, çekirdek sermayesi), risk sermayesi yatırımları, ikinci aşama yatırımları (ara finansman) ve geç aşama yatırımları gibi çok çeşitli yatırım fırsatlarını içermektedir.²⁵⁵

253. Boehmer, Ekkehart and Ljungquist, Alexander, The Choice of Outside Equity: An Exploratory Analysis of Privately Held Firms", <http://w4.stern.nyu.edu/salomon/docs/corporategovernance/S-CG-01-01.pdf>

254. Lerner, Josh, a.g.e., s. 11.

255. CISDM, a.g.e., s. 2.

6.2. ÖZEL SERMAYE FONUNUN TANIMI

Özel sermaye fonu, hisse senedi piyasasında serbestçe ticareti yapılamayan bir varlığa yapılan herhangi bir öz sermaye yatırımına işaret eden geniş bir terimdir. EVCA (European Venture Capital Association)'nın yapmış olduğu tanımlamaya göre; özel sermaye fonu, hisse senedi piyasasında listelenmemiş girişimler için öz sermaye desteği sağlar. Özel sermaye fonu yeni ürün ve teknolojiler geliştirmek, çalışma sermayesini artırmak, birleşmeler yapmak veya bir firmanın bilançosunu güçlendirmek için kullanılır. Özel sermaye fonu ayrıca, yönetim satın almasında (management buyout) veya aile şirketlerindeki sıralı yönetim ve sahiplik sorunlarının çözümünde de kullanılabilir. Ara finansman yöntemi de kullanılan diğer bir özel sermaye fonu çeşididir.²⁵⁶

Bazı araştırmacılara göre özel sermaye fonu; özel firmaların öz sermayelerine, bu firmaların büyümelerini sağlayacak fon desteği şeklinde yapılan sermaye yatırımları veya halka açık şirketlerin özelleştirilmesine yönelik yapılan sermaye yatırımları olarak tanımlamaktadır.²⁵⁷ Yine özel sermaye fonu BVCA (British Venture Capital Association) tarafından; borsada listelenmemiş yüksek getiri potansiyeline sahip firmaların getirileri üzerinde pozisyon oluşturacak şekilde öz sermaye desteği sunularak yapılan bir uzun dönemli finansman seçeneği şeklinde tanımlanmaktadır.

Tüm bunlar dikkate alındığında özel sermaye fonunu; “hedeflediği yatırımları gerçekleştirebilmek için orta-uzun vadeli kaynaklara ihtiyaç duyan, çeşitli nedenlerle esas faaliyetlerini yerine getirmekte zorlanan esas faaliyet kârlılığı ve büyüme potansiyeli yüksek olan firmalara fon sağlamak amacı ile oluşturulmuş bir ortaklık organizasyonu” şeklinde tanımlamak mümkündür. Özel sermaye fonu terimi; satın alma fonları (buy out funds), ara finansman fonları (mezzanine funds), yeniden yapılandırma fonları (restructuring funds) ve risk sermayesi fonları (venture capital funds) gibi değişik yatırım stratejilerini içine alır.

Özel sermaye fonu yeni girişimler ve kurulu firmalar için temel bir sermaye kaynağıdır. Genelde, özel ya da halka kapalı şirketlerin fon ihtiyacını gidermede başvurulacak bir kaynak olarak kullanılsa da şirket satın

256. http://www.evca.com/html/PE_industry/glossary.asp?action=search&letter=yes&AZ=opq

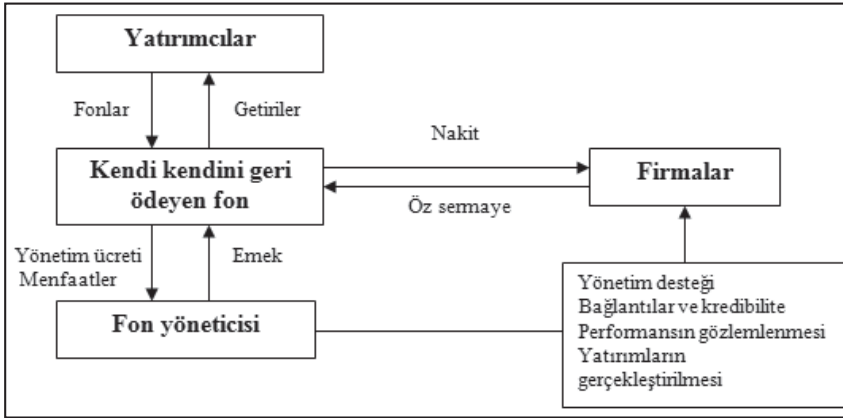
257. Semmens, Robert, Private Equity Finance”, Leonardo N. Stern School of Business, <http://pages.stern.nyu.edu/~rsemmens/courses/b4000xx/042-b403165-semmens.pdf>

almaları yöntemi ile halka açık şirketler için de bir finansman kaynağı olduğu görülmektedir.

6.3. ÖZEL SERMAYE FONU YATIRIMINDA İLİŞKİLER

Özel sermaye fonu yatırımı; iyi tanımlanmış bir çıkış stratejisi ile, toplanan fonların etkin bir yönetim ile özel firmalara doğrudan öz sermaye yatırımı şeklinde aktarılmasını amaçlayan profesyonel bir yatırım işlemidir.²⁵⁸ Risk sermayesi yatırımları genellikle hızlı büyüme potansiyeline sahip yüksek teknoloji firmalarına yapılırken özel sermaye fonu yatırımları daha olgun firmalara yapılır. Aslında özel sermaye fonu işlemi, hisse senedine çevrilebilen menkul kıymetler kullanılarak özel firmalara yapılan profesyonel bir yatırımdır.²⁵⁹ Özel sermaye fonu yatırımlarından beklenen getiri oranı halka açık piyasalardan beklenen getirilere göre daha yüksektir. Özel sermaye fonu yatırımcısı, riski düşürmek ve beklenen getiri oranını artırmak amacı ile aktif olarak hedef şirketin gelişimine katılır.

Şekil 6.1: Özel Sermaye Fonu Piyasasında İlişkiler



Kaynak: Heikkilä, 2004.

Özel sermaye fonu işleminde Şekil 6.1’de de görüldüğü üzere; ele geçirilmek istenen hedef şirketler, fon yöneticileri ve yatırımcılar olmak

258. Megginson, William L., Towards a Global Model of Venture Capital”, <http://www.milkeninstitute.org/pdf/Megginson.pdf>

259. Shalman, William A., a.g.e., s. 473.

üzere üç ana taraf vardır. Yatırımcılar özel sermaye fonları için sermaye sunarlar. Özel sermaye fonu şirketleri ise gerekli araştırmaları yaparak hedef şirketlere yatırımda bulunurlar. Ayrıca söz konusu yöneticiler hedef şirketlerin gelişimine de aktif olarak katılırlar.

Özel sermaye fonu yatırımcıları genelde uzun sayılabilecek bir zamandan sonra portföy şirketinden ayrılırlar ve kendilerine düşen getiriye aldıktan sonra da geriye kalan kısmı esas yatırımcılar arasında dağıtırlar. Fon yöneticisi sunmuş olduğu hizmetlerin karşılığında yıllık yönetim ücreti ve yatırımın başarılı olması durumunda ilave olarak hisse senedi şeklinde gelir elde etmektedir.

Özel sermaye fonlarının uzun dönem yatırım ufkuna sahip olmalarından dolayı yatırımın elde bulunma süresi genelde 5 yıldan fazla olmaktadır. Ayrıca, bu tür yatırımların likiditesi düşük olduğu için, yatırımın yapısındaki herhangi bir değişiklik daha fazla çaba gerektirmektedir. Fonların nakde çevrilmesinden önce ortaklık paylarını satmak için yatırımcılar ikinci el piyasaya yönelmek durumundadırlar. Ortaklık paylarının satılması süreci de belirli bir çabayı gerektirmektedir. İkinci el piyasada satıcılar portföyün üzerinde fırsatlar sunmaya zorlandığından dolayı satış ayrıca iskontolu olarak yapılır.²⁶⁰

6.4. GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE ÖZEL SERMAYE FONU

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki özel sermaye fonları birçok yönden benzerlik göstermektedir. Her iki ortamda da profesyonel yatırımcılar halka açılmamış firmalara öz sermaye desteği sunarlar. Özel sermaye fonlarına katılımı artıran diğer bir faktör ise yatırımcıların firmaya sağladıkları finansman desteği dışındaki çeşitli desteklerdir.²⁶¹

Bununla birlikte gelişmekte olan ülkelerde özel sermaye fonu yatırımı uygulamalarının gelişmiş ülkelerdeki uygulamalara göre bazı farklılıklar gösterdiği görülmektedir. Bu farklılıkları genel olarak şu başlıklar altında toplamak mümkündür.²⁶²

260. CISDM, **a.g.e.**, s. 5.

261. Lerner, Josh and Schoar, Antionette, “**Transaction Structures in the Developing World: Evidence from Private Equity**”, **NBER Working Paper**, No.W10348, 2004, s. 6.

262. Lerner, Josh and Schoar, Antionette, **a.g.e.**, s. 6-8.

- **Fon yapısı:** Gelişmiş ülkelerdeki standart fon yapısı sınırlı sorumlu ortaklıklar şeklindedir. Genel ya da sınırsız sorumlu ortaklar olarak bireysel özel sermaye fonu sermayedarları yatırım fikirlerinin toplanması, yatırımların yapılması, izlenmesi ve çıkışından sorumludurlar. Bunlara yönetim ücreti + kârlardan bir pay şeklinde ödeme yapılır. Sınırlı sorumlu ortaklar olan yatırımcılar, yatırımın yönetilmesinde aktif bir rol üstlenme konusunda sınırlandırılırlar ve genellikle vergi kazançları ile yetinirler. Fakat Asya başta olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin büyük bir kısmında sınırlı sorumlu ortaklıkların kurulmasına izin verecek yasal yapılarda genel bir eksiklik söz konusudur. Bu bölgelerde fonlar, sınırlı sorumlu ortaklıkların özelliklerindeki sınırlamaları gerektirmeyen tüzel kişilikler şeklinde yapılırlar.
- **Fon kaynakları:** Gelişmekte olan ülkelerdeki özel sermaye fonlarının sermaye kaynaklarının çoğu gelişmiş ülkelerdeki emeklilik fonları, üniversite bağışları gibi kaynaklarla benzerlik göstermektedir. Bunun yanında ilave birçok kuruluş gelişmekte olan ülkelere özel sermaye fonlarına kaynak sağlama yönünde önemli roller üstlenmektedirler. Bunlar arasında, U.S. Agency for International Development (AID) gibi yabancı yardım kuruluşları, Overseas Private Investment Corporation (OPIC) gibi hükümet benzeri kuruluşlar ve International Finance Corporation (IFC) gibi çok yanlı finansal kurumlar vardır.
- **Yatırım türleri:** Gelişmekte olan ülkelerdeki özel sermaye fonları ABD'deki gibi kaldıraçlı satın almalar, parçalanmış endüstrilerin birleştirilmesi ve risk sermayesi şeklinde işlem görmektedirler. Ayrıca ABD'de olmayan özelleştirme yatırımları, karayolu ve tersane gibi altyapı yatırımları da yapılmaktadır.
- **Yatırımdan çıkış:** Gelişmekte olan ülkelere özel sermaye fonlarının belki de en sıkıcı yanı yatırımdan çıkışın zorluğudur. Gelişmiş ülkelerdeki özel sermaye fonu yatırımlarının en temel çıkış stratejisi ilk halka arzlardır. Gelişmekte olan ülkelere yatırımcılar için böyle bir güvence yoktur. Geniş çapta yabancı sermaye girişlerinin olduğu sıcak piyasalarda bile kurumsal fonlar genelde büyük kurumların çok azına yönelmektedir. Daha küçük

ve yeni firmalar genellikle gerekli kurumsal ilgiyi görmediklerinden dolayı likidasyon ihtimalleri düşmektedir.

6.5. ÖZEL SERMAYE FONU PİYASASI

6.5.1. ÖZEL SERMAYE FONU PİYASASININ TANIMI

Özel sermaye fonu, kurulma aşamasında olan ya da yeni kurulmuş veya belirli bir büyüklüğe ulaşmış ve halka açılmamış şirketlere yapılan öz sermaye yatırımları şeklinde tanımlanmıştır. Genelde tüm yatırım organizasyonlarında olduğu gibi bu tür yatırımlarda da görev ve yükümlülükleri birbirinden farklı taraflar söz konusudur. Bu açıdan bakıldığında özel sermaye fonu piyasasını, belirtilen firmalara finansman desteği sağlamak amacıyla; ellerinde fon fazlası bulunan yatırımcılar, yatırımcılardan belirli bir maliyet karşılığı fonları toplayan özel sermaye fonu şirketleri ve kendilerine finansman desteği sağlanan girişimci veya portföy şirketlerin bir araya gelerek oluşturmuş olduğu piyasa şeklinde tanımlamak mümkündür.

Bu noktada özel sermaye fonu piyasasını diğer piyasalardan farklı kılan özelliklerin başında gelen ve esasında ilk özel sermaye fonu uygulamalarının da dayanak noktasını oluşturan melek yatırımcılarla onların oluşturdukları piyasalardan ve tezgahüstü özel sermaye fonu piyasalarından kısaca bahsetmek gerekmektedir.

6.5.1.1. MELEK PİYASA

Bireysel yatırımcılar bazen iş melekleri olarak isimlendirilirler. İş melekleri normalde yatırım yaptıkları şirkette önemli miktarda paya sahip olan ve yönetimde aktif rol oynamak isteyen yatırımcılar olarak bilinmektedirler. Faaliyetlere günlük olarak katılımda bulunduklarından dolayı kendilerine yakın iş fırsatlarına yatırım yapmak isterler.²⁶³

Melek piyasa (angel market), gelişimlerinin erken aşamalarında olan yatırımlar için önemli bir sermaye kaynağı olan melek yatırımcıların oluşturmuş olduğu piyasadır. Bazı araştırmacılar melek yatırımcıları; en

263. Gustafsonn, Janne ve diğerleri, **Venture Financing in Finland**, Helsinki University of Technology Institute of Strategy and International Business, Tu-91.124 Financing New Technology Based Companies Technical Note, 1991, s. 8.

az 1 milyon ABD doları civarında varlığa sahip, yıllık geliri de en az 200 bin ABD doları olan ve yeni girişimlere yatırımda bulunan bireyler olarak tanımlanmaktadır.²⁶⁴ Diğer bazı araştırmacılar ise melek yatırımcıları, yaşam döneminin erken aşamalarında bulunan yatırımlar için 10 bin ile 250 bin dolar arasında sermaye sağlayabilen yatırımcılar olarak tanımlanmaktadır.²⁶⁵

Melek yatırımcı firmaya akıl hocalığı yapar ve firmanın gelişmesi için gerekli sermaye ve uzmanlık desteğini sağlar. Bunlar ayrıca halka açılmamış firmaların gelişmesi için fırsatlar arayan, uzman özelliğine sahip yöneticiler veya emekli olmuş iş adamları ya da iş kadınlarıdır.²⁶⁶

Her ne kadar, bir özel sermaye fonu çeşidi olarak ilk risk sermayesi uygulamalarında melek yatırımcıların izlerine rastlansa da yine de melek yatırımcılar ile risk sermayesinin aynı kategoride değerlendirilmesi doğru olmayacaktır. Risk sermayedarı ile melek yatırımcısı arasında şu gibi farklılıklar mevcuttur;²⁶⁷

- Risk sermayedarı melek yatırımcıya göre daha profesyoneldir,
- Risk sermayedarı bir fon yönetir ve o fon için uygun fırsatlar arar. Melek yatırımcı ise kişisel kazanç elde etmek amacıyla uygun yatırım fırsatları arayan bir şahıstır,²⁶⁸
- Risk sermayedarı yatırım yaptığı endüstri ya da sektör hakkında çok fazla bilgi ve deneyime sahip olmayıp sadece yatırımın sağlayacağı geri dönüşe yoğunlaşırken melek yatırımcı yatırım yaptığı endüstri ya da sektör hakkında daha çok bilgi ve deneyim sahibidir.

Tanımlardan hareketle ve risk sermayesinin de daha büyük miktarlarda finansman desteği sağlayabildiğini de göz önüne alarak melek yatırımcıların girişimler ile risk sermayesi arasında bir köprü oluşturduğunu söylemek mümkündür.

264. Buss, Terry F., Capital, **Emerging High-Growth Firms&Public Policy: The Case Against Federal Intervention**, Westport, CT, USA: Greenwood Publishing Group, Incorporated, 2001.

265. Timmons, Jeffy A., **How to Raise Capital: Techniques and Strategies for Financing and Valuing your Small Business**, Blacklick, OII, USA: McGraw-Hill Companies, 2004.

266. CISDM, **a.g.e.**, s. 2.

267. http://www.kobifinans.com.tr/icerik.php?Article=10658&Where=danisma_merkezi&Category=02020701

268. Bazı durumlarda melek yatırımcılar risklerini azaltmak amacı ile diğer varlık sahibi bireylerle bir araya gelerek bir melek yatırımcı grubu oluşturabilirler (Timmons, 2004, s. 100).

Melek yatırımcıların birçoğu henüz daha yolun başında olan işletmelere sermaye desteği sağlamasına rağmen gelişme potansiyelini yüksek buldukları büyüme aşamasındaki işletmelere de sermaye desteği sağlayabilmektedirler.²⁶⁹ Yatırımda bulundukları işletmeler üzerinde önemli sermaye paylarına sahip olsalar da şirketin gözetim ve denetiminde profesyonel yöneticiler şeklinde aktif olarak görev almazlar. Bu şekilde yapılan yatırımların birçoğu avukat ve muhasebeciler gibi meslek gruplarının aracılığında gerçekleşir.²⁷⁰

Melek yatırım; yüksek risk tahammülü gerektirdiğinden, çeşitlendirme ve likidite eksikliğinin getirdiği hoşnutsuzluk ve stresten, başarısızlık ihtimalinin yüksek olması ve etkin çıkış kanallarının sınırlı olması gibi nedenlerden dolayı her yatırımcı açısından kolay bir yatırım türü değildir.²⁷¹

6.5.1.2. TEZGAHÜSTÜ ÖZEL SERMAYE FONU PIYASASI

Borsada listelenmemiş menkul değerlerin kurumsal yatırımcılara ve itibar sahibi bireylere satıldığı, şirketteki yatırımcı sayısının genelde çok olduğu ve minimum yatırım miktarının özel sermaye fonu organizasyonlarına ve melek sermaye piyasalarına göre daha düşük olduğu piyasa şeklidir.²⁷²

Bu tür piyasalarda sahiplik dış yatırımcılardan ziyade işletmenin içerisindeki hisse sahiplerinin elindedir. Bu açıdan bakıldığında tezgahüstü özel sermaye fonu piyasasının, özel sermaye fonu piyasasından ziyade toplam piyasa değeri küçük olan hisse senetlerinin çoğunlukta olduğu halka açık bir piyasa gibi faaliyet gösterdiği söylenebilir.²⁷³ Çünkü, tezgahüstü özel sermaye fonu piyasasında ortaya konan öz sermaye, en iyi gayret esasına göre çalışan pazarlanabilir menkul kıymet araçlarına, benzer bir rol üstlenen acenteler etrafında alınıp satılmaktadır.

Tezgahüstü özel sermaye fonu yatırımcıları melek piyasa yatırımcılarının aksine daha yüksek miktarda yatırım karşılığında daha düşük getiri beklentisi içerisindeyler. Tezgahüstü özel sermaye fonu

269. Buss, Terry F., a.g.e., s. 33.

270. Fenn, George W. ve diğerleri, a.g.e., s. 2.

271. Benjamin, Gerald and Margulis, Joel, **Angel Financing: How to Find and Invest in Private Equity**, JohnWiley&Sons Publishing Inc., USA, 2000, s. 25.

272. Fenn, George W. ve diğerleri, a.g.e., s. 2.

273. Fenn, George W. ve diğerleri, a.g.e., s. 3.

piyasa yatırımcıları için;

- 50-500 bin dolar arasında sermaye gerektiren girişimler,
- 1-2 milyon dolar arasında satılabilecek ve 5-10 yıllık bir periyotta 20 milyon dolar gibi bir değere ulaşabilecek potansiyele sahip,
- Yıllık %10-20²⁷⁴ arası bir getiri sağlama ve büyüme potansiyeline sahip küçük, yeni kurulmuş ve halka açılmamış olan yatırımlar uygun yatırım seçenekleridir.²⁷⁵

6.5.2. ÖZEL SERMAYE FONU PİYASASININ ORGANİZASYONU

Standart bir özel sermaye fonu piyasası organizasyonunda Şekil 6.2’de de görüldüğü gibi; yatırımcılar, aracılar ve ihraççılar olmak üzere üç ana taraf bulunmaktadır.

6.5.2.1. YATIRIMCILAR

Özel sermaye fonuna yatırım yapan grupların sayısı ve çeşitliliği farklı türdeki yatırımcıların katılımı ile birlikte önemli ölçüde genişlemiştir.

1980’li yılların başlarına kadar özel sermaye fonu yatırımcıları, erken aşama firmalarına yatırım yapan zengin bireylerden oluşmaktaydı.

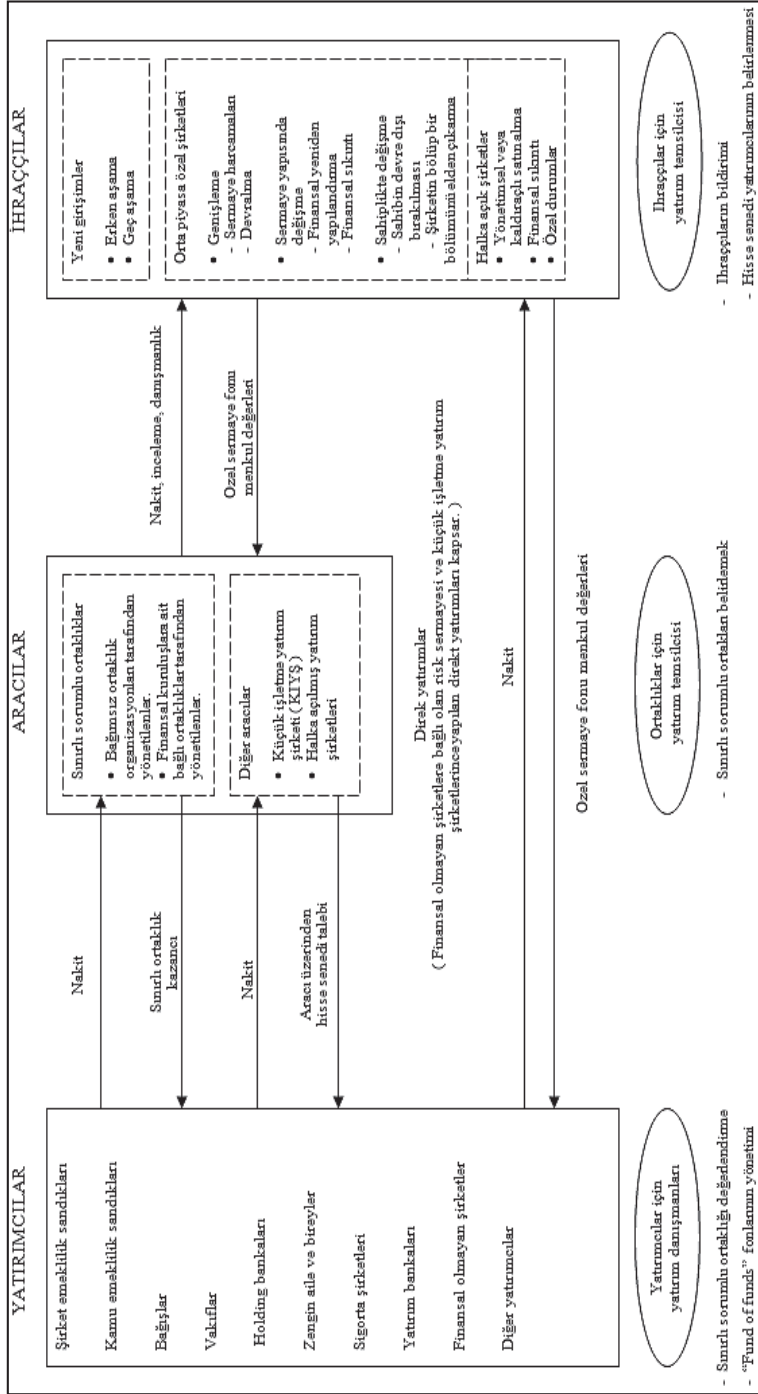
Günümüzde ise, özel sermaye fonlarına, çoğunluğu uzun vadeli sözleşmelerle olmak üzere çok büyük miktarlarda ödenmiş sermaye aktaran kurumsal yatırımcılar vardır.²⁷⁶ Özellikle ABD Çalışma Bakanlığı’nın, emekli fonlarının kullanımını düzenleyen “*Employees Retirement Income Security Act*” yasasının yorumunda 1970’li yılların sonunda yapılan değişiklikle, emekli fonlarının özel sermaye fonu şirketlerine fon aktarmasına izin vermesiyle kurumsal yatırımcıların piyasaya katılımları ivme kazanmıştır.

274. Bu oran özel sermaye fonu şirketleri özellikle de risk sermayedarları için yeterli bir getiri oranı olmayıp tezgahüstü özel sermaye fonu yatırımcıları için cazip bir orandır.

275. Timmons, Jeffy A., a.g.e., s. 100.

276. Maslakovic, Marko, a.g.e. s. 6.

Şekil 6.2: Özel Sermaye Fonu Piyasasının Organizasyonu



Kurumsal yatırımcıların birçoğu, diğer yatırımlara göre özel sermaye fonu yatırımlarından elde edecekleri riske göre düzeltilmiş getirinin daha yüksek olacağı beklentisi ve çeşitlendirmenin getireceği avantajlardan yararlanma gibi tamamen finansal sebepler ile özel sermaye fonu piyasasına yatırımda bulunurlar. Holding bankaları, yatırım bankaları ve finansal olmayan şirketler, diğer faaliyetler başlığı altında özel sermaye fonu piyasasına yatırım yapabilirler.²⁷⁷

Özel sermaye fonu piyasasında, emeklilik fonları, holding bankaları, vakıflar gibi çeşitli gruplar yatırımda bulunurlar.

6.5.2.2. ARACILAR

Genellikle sınırlı sorumlu ortaklıklar şeklinde karşımıza çıkan araçlar özel sermaye fonu yatırımlarının hemen hemen %80 oranındaki bölümünü yönetirler.²⁷⁸ Yapılan ortaklık anlaşması gereğince; sigorta şirketleri ve yatırım bankaları gibi kurumsal yatırımcılar sınırlı sorumlu ortaklar olarak; risk sermayedarları gibi profesyonel özel sermaye fonu yönetim takımı ise genel sorumlu ortaklar olarak hizmet ederler.

Sınırlı sorumlu ortaklıklar genelde on yıllık bir yaşam dönemine sahiptirler. Bu on yıllık dönem boyunca, yukarıda açıklanan yatırımcı grupları, yatırımcılar ve ortaklık yöneticileri arasında muhtemel bir çatışma oluşturacak şekilde ortaklık yönetiminin neredeyse tamamını kontrol altında tutarlar.²⁷⁹ Ortaklık anlaşmasının iki özelliği söz konusu çatışmaları azaltır. İlk olarak eğer ortaklık yöneticileri gelecekte yeni ortaklıklar oluşturacaksa bu durumda söz konusu yöneticilerin önemli derecede deneyim kazanmaları gerekmektedir. Diğer taraftan ortaklık yöneticileri, ortaklık kârı karşılığında dağıtılacak yeni hisse senetlerinin önemli miktarını alırlar.²⁸⁰ Sınırlı sorumlu ortaklıklar, yatırımcı grupları ile fon yöneticileri arasındaki bilgi problemi ve buna bağlı olarak ortaya çıkan çatışmaların azaltılması konusundaki rolünden dolayı genel sorumlu ortaklıklara göre özel sermaye fonu piyasası için daha önemli bir konumdadırlar.

Sınırlı sorumlu ortaklıklar şeklinde organize edilmemiş küçük işletme yatırım şirketleri ve halka açık yatırım şirketleri gibi yatırım şirketleri

277. Prowse, Stephen, a.g.e., s. 17.

278. Fenn, George W. ve diğerleri, a.g.e., s. 3.

279. Prowse, Stephen, a.g.e., s. 15.

280. Fenn, George W. ve diğerleri, a.g.e., s. 4.

özel sermaye fonu piyasasında günümüzde araçlar olarak küçük bir role sahiptirler.^{281,282} Küçük işletme yatırım şirketleri 1958 yılında, özel yatırımlarını kredilerle desteklemek veya küçük işletmeler idaresi garantisi altına almak suretiyle özel sermaye fonlarına yatırımı teşvik etmek amacıyla kurulmuştur. 1970'li yıllarda küçük işletme yatırım şirketleri özel sermaye fonu yatırımlarının 1/3'üne yakın kısmını kayıt altında tutarken günümüzde bu oran 1/100'ün altında gerçekleşmektedir.

6.5.2.3. İHRAÇÇILAR

Özel sermaye fonu piyasasındaki ihraççılar büyüklük ve sermaye toplama konusundaki motivasyonları bakımından çeşitlilik göstermektedir. Genel özellikleri hisse senedi ihraç etmek olmakla birlikte, özel sermaye fonunun, en pahalı finansman çeşitlerinden biri olmasından dolayı ihraççılar genelde borç veya halka açık hisse senedi piyasalarından sermaye tedarik edemeyen firmalardır.²⁸³

Tablo 6.1'de özel sermaye fonu piyasasındaki altı ihraççı ve bu ihraççılara ait özellikler verilmiştir. Geleneksel risk sermayesi ihraççıları genç firmalardır ve bu firmaların çoğu gelecekte yüksek büyüme oranları göstermeleri tahmin edilen yenilikçi teknolojiler geliştirirler. Söz konusu firmalar henüz araştırma ve geliştirme aşamasındaki erken aşama ya da gelişimini tamamlamış, bununla birlikte hala hızlı büyüme gayreti içerisinde olan geç aşama firmaları olabilir.

1980'li yıllardan günümüzde özel sermaye fonu yatırımları içerisinde risksiz özel sermaye fonu²⁸⁴ yatırımları önemli gelişmeler göstermiştir. Satış hacimleri 25-500 milyon ABD doları arasında değişen ve orta piyasa firmaları olarak isimlendirilen firmalar risksiz özel sermaye fonunun önemli kısmını yönetim altında bulundururlar.

281. Finansal olmayan şirketler olan banka holdingleri ve risk sermayesi bağlı şirketleri şeklindeki küçük işletme yatırım şirketleri diğer iki özel sermaye fonu organizasyonu şeklindedir. 1960'lı yıllarda bu iki şirket çeşidi özel sermaye fonunun önemli miktarının yönetimini ellerinde bulundurmaktaydılar. Bununla birlikte söz konusu organizasyonlar sadece kendi ana şirketlerinin sermayelerine yatırımda bulunurlar. Bu nedenle söz konusu şirketler gerçek bir araçtan ziyade doğrudan yatırımlar için bir kanal vazifesi görürler. Dolayısıyla bu şirketler tarafından yapılan yatırımlar doğrudan yatırımlar olarak değerlendirilmelidir.

282. Prowse, Stephen, a.g.e., s. 24.

283. Prowse, Stephen, a.g.e., s. 25.

284. Burada ve çalışmanın tamamında risksiz özel sermaye fonu, risk sermayesi dışında kalan diğer özel sermaye fonu yatırımların ifade etmek amacıyla kullanılmıştır.

Tablo 6.1: Özel Sermaye Fonu Piyasasındaki Temel İhraççıların Özellikleri

Özellik	Erken – aşama Yeni girişimler	Geç – aşama Yeni girişimler	Orta piyasa özel firmalar	Finansal sıkıntı İçerindeki halka açık ve özel firmalar	Halka aç k şirketlerin tüm hisselerinin satın alınması	Diğer halka açık firmalar
Büyüklik	Gelirleri 0 – 15 milyon dolar arasında olanlar	Gelirleri 15 – 50 milyon dolar arasında olanlar	25 – 500 milyon dolar arasında, sabit nakit akımları ile kurulmuş olanlar	Herhangi bir büyüklik	Herhangi bir büyüklik	Herhangi bir büyüklik
Finansal özellikler	Yüksek büyüme potansiyeli	Yüksek büyüme potansiyeli	Büyüme olasılıkları çok geniş	Yüksek kaldıraç düzeyine sahip ve operasyonel problemleri olan	Düşük performanslı Yüksek serbest nakit akışı seviyesi	Özel sermaye fonuna yönelme sebebine bağlı
Özel Sermaye fonuna yönelme sebepleri	Faaliyetlere başlamak	Fabrika ve faaliyetleri genişletmek Erken-aşama yatırımcılara nakit sağlama	Sermaye yapısında ve sahiplikteki gerekli değişiklikleri finanse etmek Birleşme veya satın alma yoluyla yeni fabrika olarak genişlemek	Performansı pozitif dönmeye yönünde etkilemek	Yönetimde veya yönetim teşviklerindeki değişiklikleri finanse etmek	Gizliliği sağlamak Küçük bir halka arz ihracı Vadeli işlem pozisyonu almak yerine emtianın kendisini elde tutmak
Özel sermaye fonunun temel kaynakları	“Melekler” Erken-aşama girişim ortaklıkları	Geç-aşama girişim ortaklıkları	Geç-aşama riskli girişim ortaklıkları Riskli girişim ortaklıkları	Kurtarma ortaklıkları	Risksiz girişim ve ara finansman borcu ortaklıkları	Risksiz girişim ortaklıkları
	Daha olgun teminatlı firmalar için banka kredilerine sınırlı ulaşım	Çalışma sermayesi finansı için banka kredilerine ulaşım	Banka kredinse ulaşım Daha olgun ve geniş firmalar için doğrudan satış piyasasına ulaşım	Çok sınırlı ulaşım	Genelde tüm özel ve halka açık piyasalara ulaşım	Genelde tüm özel ve halka açık piyasalara ulaşım

Kaynak: Prowse, 1999; Fenn ve diğerleri, 1995; Prowse, 1998.

Bu firmalar özel sermaye fonu piyasasını yeni sermaye harcamaları ve birleşmeler yoluyla genişlemeyi ve sahiplikte ve sermaye yapısındaki değişimleri finanse etmek için kullanırlar.²⁸⁵

Halka açık firmalar da yine risksiz özel sermaye fonu sektöründe faaliyette bulunan aracılardır. Bu gibi firmalar, yönetim veya kaldırıcı satın almaları finanse etmek için borç ve özel sermaye fonu kombinasyonu ihraç ederler.

6.6. ÖZEL SERMAYE FONU SÜRECİ

Özel sermaye fonu süreci fon toplama, yatırım ve yatırımdan çıkış olmak üzere üç aşama şeklinde özetlenebilir. Bu kısımda söz konusu aşamalar üzerinde durulacaktır.

6.6.1. FON TOPLAMA

Doğası gereği büyük risk taşıyan özel sermaye fonlarını özel sermaye fonu şirketleri, mümkün olduğunca çok projeye yayarak söz konusu riski, azaltmaya çalışırlar. Bu durum ancak gerekli miktardaki fonun özel sermaye fonu şirketlerine akışı ile mümkündür. Bu amaçla özel sermaye fonu şirketleri; bireysel tasarrufçular, emekli sandıkları, sigorta şirketleri fonları, bankalar, kamu ve özel sektör kuruluşları gibi çeşitli kaynaklardan, hiçbir kâr payı veya faiz ödemesi taahhüdünde bulunmadan fon temin ederek bu fonları söz konusu özel sermaye fonu yatırımlarında kullanılmaktadırlar.²⁸⁶

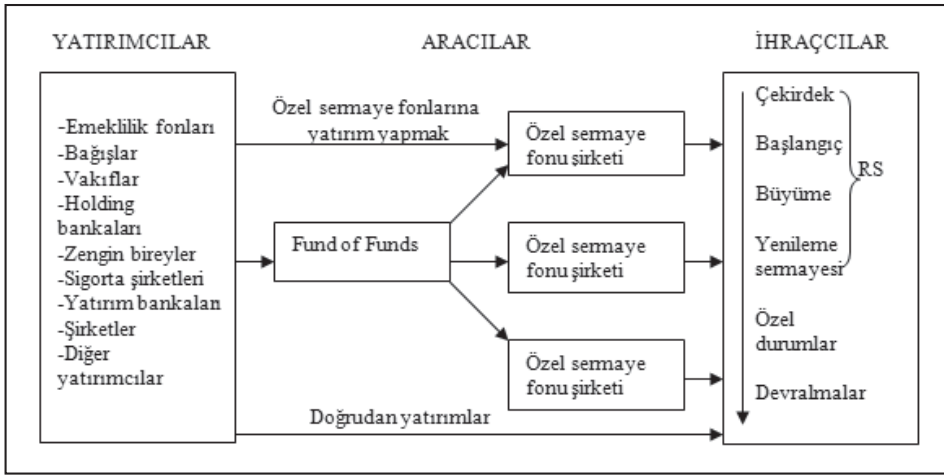
Fon toplama (fundraising) aşamasında en önemli konulardan bir tanesi, toplanacak fon tutarının büyüklüğünün ne olacağı ya da oluşturulacak fonun boyutunun ne olacağı konusudur. Schusler (1993), özel sermaye fonu şirketi tarafından oluşturulacak fon tutarının; yatırım yapılacak projenin yapısı, özel sermaye fonu firmasının daha çok yatırımda bulunduğu endüstri bölümü, yapılan sözleşmelerin kapsamı, özel sermaye fonu şirketinin kabul edebileceği risk derecesi, özel sermaye fonu şirketinin faaliyette bulunduğu ülke ve bu ülkedeki vergi düzenlemeleri, şirketin gelişme durumu ve katılım süresi gibi çeşitli değişkenlere bağlı olduğunu ortaya koymaktadır.

²⁸⁵. Prowse, Stephen, a.g.e., s. 15.

²⁸⁶. Kuğu, Tayfun D., a.g.e., s. 149.

Süreç olarak bakıldığında fonların toplanması için, ilk olarak özel sermaye fonu şirketi belirli süreli bir yatırım fonu açtığını çeşitli yollarla duyurur. Toplanan fonlar, amaca uygun olarak gerekli miktara ulaşınca şirket fonu kapatır ve bundan sonra yapılacak başvuruları kabul etmez. Eğer fon başarılı olursa, tekrar fon oluşturulur ve fon sahipleri oluşturulan bu yeni fona ortak edilir. Burada dikkat edilmesi gereken, toplanan fonun yatırıma dönüştürülmesi sırasında ortaya çıkabilecek sınırlı sorumlu biçimde kurulmuş olan şirketlerde, fonun işletilmesi veya yönetilmesi sırasındaki başarısızlıklara karşı fon kullanımından, şirket kurucularının tam sorumlu olması, fon sahiplerinin ise sorumluluğunun koydukları fon ile sınırlı olmasıdır.²⁸⁷ İkinci olarak, fon kaynağı olan kişi ya da kurumlar ile özel sermaye fonu şirketi arasında fon kullanımına ilişkin bir sözleşme yapılır.

Şekil 6.3: Özel Sermaye Fonu Piyasasının İşleyişi²⁸⁸



Kaynak: IFSL, 2005.

Bu sözleşmede; fonun kullanım süresi, fonun işletilmesi ve idare edilmesi karşılığında yatırım firmasının alacağı komisyon ücreti ve yatırım sonucunda elde edilecek olan getirinin taraflar arasında paylaşım oranları gibi konular karara bağlanır.²⁸⁹

287. Sarıaslan, Halil, a.g.e., s. 6.

288. Fund of Funds: Özel sermaye fonu şirketlerine doğrudan yatırım yapma ihtimalleri düşük olan çeşitli yatırımcılardan toplanan sermayeler ile oluşturulan ve birçok sınırlı sorumlu özel sermaye fonu şirketi ile yatırım sözleşmesi yapılmasına imkân sağlayan bir fon şeklidir.

289. Varışlı, Orhan, a.g.e., s. 27.

6.6.2. YATIRIM

Özel sermaye fonu piyasasında da risk sermayesinde olduğu gibi benzer bir yatırım stratejisi izlenir. Neticede hem özel sermaye fonları ve hem de risk sermayesi öz sermaye yatırımını gerektiren finansman seçenekleridir. Benzer finansman seçenekleri de benzer yatırım kriterleri ve yatırım yönetimini gerektirir. Dolayısıyla daha önce ifade edilen risk sermayesi yatırım sürecinin işleyiş ve tarafları ile özel sermaye fonları içinde geçerli olduğu söylenebilir.

6.6.3. YATIRIMDAN ÇIKIŞ

Yatırımın likidasyonu olarak da bilinen bu aşama özel sermaye fonu sürecinin en son halkasını oluşturmaktadır. Daha önce de bahsedildiği gibi özel sermaye fonu finansmanını, belirli bir vadeyi içerdiğinden dolayı tam olarak bir öz kaynak finansmanı olarak düşünmek yanlış olabilir. Özel sermaye fonu şirketleri finansman sağladıkları yatırımları, genellikle 3-7 yıl arası bir zamanda veya bu süre sonunda, yatırımın gerekli büyüklüğe ulaştığı anda likit hale getirerek yatırımdan çıkmak isterler. Özel sermaye fonu yatırımlarının getirisi, destek sağlanan işletmelerin hisse senetlerinin piyasada değer kazanmasına bağlı olarak değişir. Özel sermaye fonu sermayedarları ellerindeki hisse senetlerini, değerlerinin en yüksek olduğu noktada satarak yatırımdan bekledikleri maksimum faydayı sağlamaya çalışırlar.²⁹⁰

Yatırımdan çıkış, doğru bir zamanlamada yapıldığı anda gerek girişimci ve gerekse özel sermaye fonu şirketi için bir değer ifade edecektir. Yatırımdan çıkış için söz konusu zaman aralığı ne kadar uzun olursa daha doğru bir zamanlama yapabilmek ihtimali o kadar yüksek olacaktır.²⁹¹ Bunun yanında zamanlama, özel sermaye fonu şirketinin portföyünde bulunan yatırımların özelliklerine ve finansman şekillerine de bağlıdır.

Yatırımdan çıkış şekilleri konusunda literatürde çeşitli yöntemlerden bahsedilmekle birlikte, yaygın olarak; işletmenin bir bütün olarak satılması ya da işletmenin hisse senetlerinin halka arz edilmesi şeklinde iki yöntem kullanılmaktadır.²⁹²

290. Dağdelen, Ülkü, a.g.e., s. 57.

291. Varışlı, Orhan, a.g.e., s. 43.

292. Ceylan, Ali, a.g.e., s. 187.

Halka açık hisse senedi piyasaları, özel sermaye fonu şirketinin sahip olduğu hisse senetlerini bir defada veya aşamalı olarak halka arz edilmesini sağlar. Halka açılmanın gerek girişimci ve gerekse özel sermaye fonu şirketi açısından nihai hedef olduğunu göz önüne alarak, en yaygın yatırımdan çıkış stratejisinin hisse senetlerinin halka arz edilmesi olduğunu söylemek mümkündür.

Şirketin halka açılması, gelecekteki finansman gereksinimlerine çözüm getirirken özel sermaye fonu finansman modelinin gelişimi ve tamamlanması için de bir gereklilik arz etmektedir.²⁹³ Bununla birlikte halka açılmanın işletme üzerindeki, olumlu ve olumsuz yöndeki etkilerinin iyice araştırılması gerekmektedir.

İşletmenin bir bütün olarak satın alınmasında ise, alıcı olarak; esas itibarıyla uzun zaman ve yüksek maliyet gerektiren araştırma geliştirme masraflarına katlanmadan, yeni ürünlerle gelişme potansiyeli taşıyan bir küçük işletmeye kolay yoldan sahip olmak isteyen büyük holdingler veya sermaye grupları hedeflenmektedir.²⁹⁴

Özel sermaye fonu destekli firmaların çoğu ilk yıllarda pozitif nakit akımları elde edemediklerinden dolayı girişimden çıkış şekli özel sermaye fonu şirketinin yatırımdan pozitif getiri elde edebilmesinin başlıca şeklini oluşturmaktadır. Yatırımdan çıkış koşulları bu nedenle sağlanan finansman açısından çok önemlidir. Ayrıca yatırımcıların, özel sermaye fonu şirketlerine daha ileriki aşamalarda da kaynak desteğinde bulunup bulunmayacağına karar vermelerini sağlayacak olan özel sermaye fonu şirketinin başarısının belirlenmesinde de yatırımdan çıkış stratejisi önemli bir konum arz etmektedir.²⁹⁵

Diğer taraftan, özel sermaye fonu şirketinin yatırımdan çıkışı girişimciler açısından kontrolün yitilmesi ihtimali, yönetim kompozisyonundaki temel değişiklikler veya firmanın yasal yapısındaki değişiklikler gibi bazı riskler taşımaktadır. Bu riskler girişimciyi özel sermaye fonu şirketinin yatırımdan çıkışı konusunda isteksiz yapabilir ve bu durum da yatırımın likidite derecesini etkileyebilir.²⁹⁶

293. Ceylan, Ali, a.g.e., s. 187.

294. Çonkar, Kemalettin, a.g.e., s. 31.

295. Schwenbacher, Armin, An Empirical Analysis of Venture Capital Exits in Europe and in the United States", <http://207.36.165.114/Copenhagen/820545.pdf>. s. 2-3.

296. Schwenbacher, Armin, a.g.e., s. 3.

YEDİNCİ BÖLÜM

KATILIM FİNANSMANI TÜRLERİ: MUDARABA VE MUŞARAKA

7. KATILIM FİNANSMAN TÜRLERİ: MUDARABA VE MUŞARAKA

7.1. MUDARABA FİNANSMANI

7.1.1. TANIMI, KAPSAMI VE İŞLEYİŞİ

Mudaraba modern iktisadın faizsiz ekonomik sisteme, klasik bankacılığın faizsiz bankacılığa dönüştürülmesinde faizin yerine öngörülen temel bir düzenlemedir.

Katılım bankaları işleyiş sistemi olarak mudaraba finansmanını esas alan finansal kurumlardır. Bu bakımdan mudarabanın katılım bankalarına nasıl intibak ettirildiğini ortaya koyarken, bankanın esas işleyiş mekanizması da büyük ölçüde şekillenmiş olur.

Mudaraba finansmanı; uzman bir kuruluş olan faizsiz finansal kuruluş tarafından, teminat ve ölçeğine bakılmaksızın yeterliliği uygun görülen, özellikle teknoloji üretme hedefli her tür girişime kâr/zarar ortaklığı temelinde, “alan uzmanlıklı” destekle birlikte öz sermaye şeklinde sağlanan bir finansman türüdür.

Mudaraba; bir ticaret yapmak üzere sermayedar ile üretici (emek) arasında yapılan özel bir ortaklık sözleşmesidir. Bu ortaklıkta taraflardan biri sermaye, diğeri emeğini ortaya koymakta tarafların payına düşecek kâr yüzdesi sözleşme yapılması sırasında önceden tayin edilmektedir.²⁹⁷ Faaliyetler sonucu elde edilen kâr anlaşmada belirlenen oranlara göre pay edilir. Mudarabada üç ayrı taraf yer alır. Bunlar;

1. Rebbül-mal: Sermayenin sahibi olan yatırımcı,
2. Mudarib (Amil): Sermayeyi çalıştıran girişimci,
3. Banka: İki taraf arasındaki aracı.

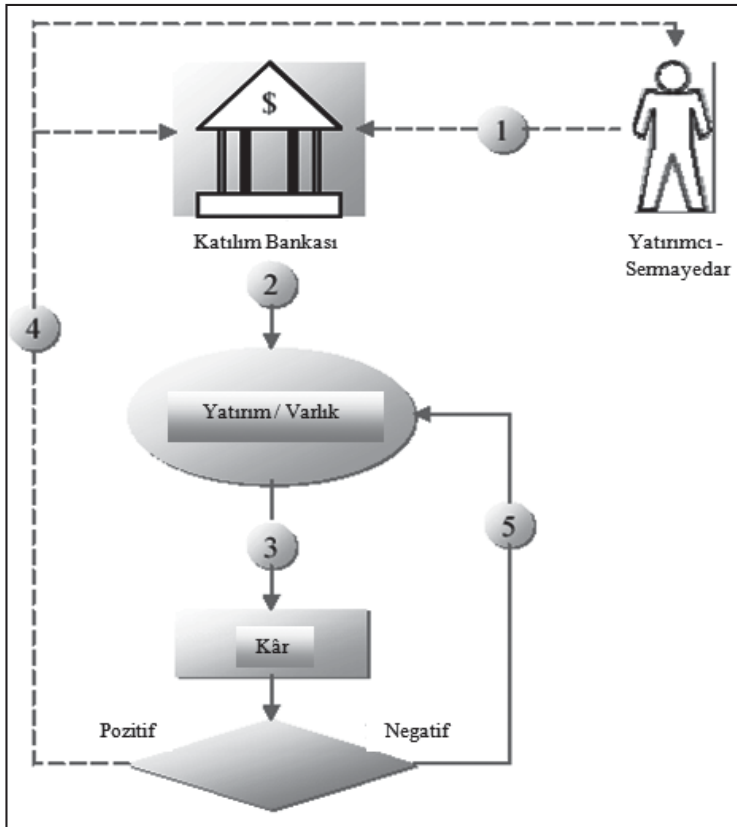
Mudarabada biri, katılım bankası ile yatırımcılar ve diğeri ise katılım bankası ile girişimciler arasında olmak üzere iki yönlü bir ilişki vardır. Şekil 7.1’de katılım bankası ile yatırımcı arasındaki ilişki yer almaktadır.

²⁹⁷. Özsoy, İsmail, a.g.e.

İlişkideki faaliyet aşamaları şu şekildedir;

1. Banka ve yatırımcı mudaraba koşullarını müzakere eder ve ardından yatırımcı elindeki fonu bankaya yatırır.
2. Banka, fonu değişik varlıklara ve projelere yatırır. Banka fonun kullanımıyla ilgili faaliyetleri yönetir.
3. Fonların yatırıldığı iş/işler kâr veya zararla (pozitif/negatif) sonuçlanır.

**Şekil 7.1: Mudaraba Finansmanında
Katılım Bankası-Yatırımcı İlişkisi**



Kaynak: Obaidullah, 2005.

Kâr (pozitif sonuç) olması durumunda; kâr, önceden anlaşılmış oranlar üzerinden banka ve yatırımcı grubu arasında paylaşılır. Zarar (negatif sonuç) olması durumunda; zarar yatırımcı tarafından karşılanır. Bunun sonucu olarak, fonun yatırıldığı varlığın değeri ve yatırımcının ana parası azalmış olur.

Mudaraba sözleşmesinde bulunması gerekenler genel olarak şu şekilde belirtilmektedir:²⁹⁸

- Rabbü'l mal'ın vekilliği devretmeye, mudaribin de vekalet ehliyetleri şarttır.
- Kurulacak şeyin veya anaparanın şirket sermayesi olabilecek özelliklere sahip olması gerekir (Para veya nakte çevrilebilecek kıymetli evrak veya maden vb.).
- Tarafların kârdan hisselerinin oranı mudaraba sözleşmesinin yapıldığı anda belirlenmesi, yani 1/2, 2/3 gibi oranlarda kâr hisselerinin belirlenmesi gerekir. Belirli bir tutarın belirlenmesi uygun değildir.
- Mudaribin payının kârdan verilmesi şarttır. Dolayısıyla bu hissenin; anaparanın veya anapara ile birlikte kârın bir kısmından verilmesi uygun olmaz.
- Sözleşme zamanında sermayenin miktarının belirtilmesi ve onun emek sahibine verilmesi gerekir.

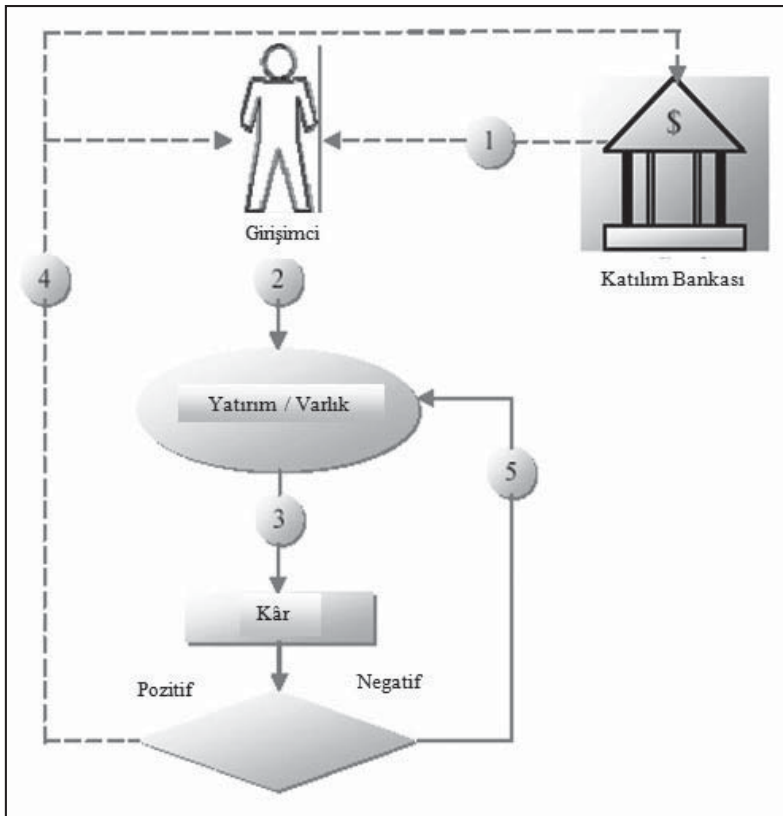
Mudaraba, sınırlı mudaraba ve sınırsız (mutlak) mudaraba olmak üzere iki şekilde uygulama alanı bulmuştur. Sınırlı mudaraba'da, sermaye sahibi olan Rabbül-mal'ın sermayesini kullandırma konusunda sermayeyi kullanacak olan mudarib'e yer, zaman ve alış verişi yapılacak kişi gibi bazı konularda sınırlama getirmesi durumunda söz konusu olmaktadır. Yani sermaye sahibi; fiyat hareketlerinden ve değişik ekonomik sebeplerden dolayı mudaribe, belli yer ve sınırlı ticareti şart koşabilir. Günümüz faizsiz finansman sistemi açısından düşünüldüğünde sermaye sahiplerinin sermayelerini ancak belirli projelerin finansmanında kullanılmak üzere katılım bankasına yatırması sınırlı mudaraba'ya örnek teşkil eder. Katılım bankasının söz konusu sermayeyi mudaraba anlaşmasında belirlenen

298. Özsoy, İsmail, Türkiye'de Özel Finans Kurumları ve İslam Bankacılığı, İstanbul, 1987, s. 109.

projelere yatırması sonucunda kâr elde edilirse bu kâr önceden belirlenen oranlar dahilinde taraflar arasında bölüştürülür.

Sınırsız (mutlak) mudaraba ise Şekil 7.2’de ifade edilen ve sermayelerini kullandırmak üzere aracı bankaya yatıran Rebbül-mal’ın, ihtiyaçları ölçüsünde bankadan fon sağlayan mudariblerin sermayelerini kullanmaları konusunda yer, zaman ve ticari iş gibi konularda bankaya sınırlama beyan etmediği durumlarda ortaya çıkan mudaraba türüdür.

Şekil 7.2: Mudaraba Finansmanında Katılım Bankası-Girişimci İlişkisi



Kaynak: Obaidullah, 2005.

7.1.2. MUDARABA FİNANSMANININ ÖZELLİKLERİ

Teknik bir tanımlamayla mudaraba, girişimci ve yatırımcı arasında gerçekleştirilen bir nevi ortaklıktır. Mali ve beşeri kaynakları, yatırımcı (sermayedar) ve girişimci arasındaki ortak girişim sayesinde gerçek bir üretim faktörü haline dönüştürerek üretim faaliyetleri içine sokan İslami tarzda özel bir mekanizmadır. Kâr/zarar ortaklığı olarak da ifade edilebilecek olan mudarabanın özelliklerini şu şekilde sıralamak mümkündür;

- **Dengeli bir ortaklıktır:** Teşebbüs ve sermayeyi tarafların arzularına uygun bir biçimde; kabiliyet, emek ve maddi imkânları ölçüsünde bir araya getiren müşterek bir girişimdir. Çoğu kez sermayedar kârlı görse bile çeşitli nedenlerle bir girişimin yürütülmesine fiilen katılmaktansa finansal açıdan katkıda bulunmayı uygun bulabilir. Yine aynı şekilde girişimci de sermaye desteğine ihtiyaç duymakla birlikte ortaklığa girip yetkinin paylaşılmasını istemeyebilir. İşte böylesi durumlarda mudaraba tarafların bu tür müşterek arzularına aynı anda cevap verebilecek özelliğe sahiptir.
- **Adil bir kâr/zarar dağıtımı esastır:** Kâr önceden tayin edilen oranlar üzerinden taraflar arasında bölüştürülmekle beraber zarar tamamen sermayedara aittir. Faizsiz ekonomik sistem burada işin emek yönünden esas sorumluluğunu yüklenen girişimcilere öncelik vermekte ve girişimin zararlar sonuçlanması halinde emeğinin karşılığını alamamasının yanında bir de zarardan nakdi pay almasını adalet yönünden uygun bulmamaktadır. Kaldı ki çoğu kez emeğinden başka ortaya koyacak bir değeri olmayan böylesi bir girişimciden, mali gücünün olmaması bakımından böyle bir katılımı beklemek doğru olmaz.
- **Sermayedar ilgisi:** Basit kredi işlemlerinde krediyi veren, kredi açıldıktan sonra kredinin nasıl kullanıldığı ile pek ilgilenmez. Oysa ki mudarabanın getirisi olan kâr önceden bilinmeyen, girişimin başarısına bağlı olan değişken bir unsur olduğundan, hatta zarar da söz konusu olabileceğinden; sermayedar kâr/zarar ortaklığı esasına dayalı bir girişime para yatırırken firmanın etkinliği, faaliyetin kârlılığı ve fonların kullanımıyla faizli kredilerde

olduğundan çok daha fazla ilgilidir. Kararlara katılmasa bile sermayedar artık o faaliyetlerle yakından ilgili gerçek bir ortak konumundadır.

- Faizsiz bankalar sadece kredi verip geri çekilen kurumlar değil, ortaklığın veya katıldığı projenin yönetim ve organizasyonunu yakından izleyen ve gerektiğinde mali ve teknik yardımı esirgemeyen finansal kurumlardır. Bu nedenle faaliyetlerin başarısı için proje etüdünden, üretim ve pazarlamaya kadar uzanan bir teknik know-how zincirinin oluşturulması ve işten anlayan bir ekibin projeyi idari, mali ve teknik yönden değerlendirme yoluyla devamlı izlemesi gerekir. Faizsiz bankacılık sistemi bu zinciri tüm projelerinde kurmak zorunda olan komple yatırımcı bir bankadır.
- **Kollektif nitelikte bir işbirliği tarzı:** Bir yandan işe yatırmış olduğu sermaye üzerinde mülkiyet ve her türlü tasarruf hakkı bulunan sermayedar, herhangi bir emek ortaya koymadan aldığı kâr payına karşılık zarar halinde sınırlı bir sorumluluk yüklenirken; diğer yandan girişimdeki aktif rolü ve gayretleri çerçevesinde yatırımcıya, kârdan faydalanamama şeklinde sorumluluk düşmektedir. Bu kendisine has işbirliği tarzı mudaraba finansmanını diğer ortaklık türlerinden ayıran en önemli özelliklerden birisidir.
- **Menfaatlerin uyuşması:** Tarafların nihai kazancı girişim faaliyetlerinin başarısına bağlı olduğundan, sermayedar ve girişimcinin amaçları bir noktada birleşir.

7.1.3. MUDARABA FİNANSMANININ EKONOMİDEKİ ROLÜ

Mudaraba; faizsiz ekonomik sistemde mali ve üretim faktörleri içerecek şekilde tüm iktisadi faaliyetlere, faize dayalı finansmanın fonksiyonlarını yerine getirecek ve sosyo-ekonomik uyumu sağlayacak şekilde yayılması düşünülen temel bir mekanizma olarak karşımıza çıkmaktadır. Mudarabada; faizsiz finansal kuruluşlar kârlı buldukları girişimlerin hisse senetlerini satın alarak öz sermaye sağlarlar ve bu şekilde ortaklık kurarak yönetimine katılırlar. Burada uzman ve tecrübeli mali kuruluşlar olarak bu finansal kurumların ortaklık kurdukları işlere sağlayacakları finansman dışı işletme fonksiyonları ile ilgili know-how

desteği sayesinde başarı derecesi artacaktır. Bu durum ise kamu yararını olumlu yönde etkileyecektir.

Kâr/zarar ortaklığı esasına dayalı olan mudaraba finansmanında; iş riski dahil girişimcilerin tüm risklerinin paylaşılması söz konusu olduğundan, beklentileri ve dolayısıyla yatırımları olumlu etkileyeceği açıktır. Konvansiyonel bankalardan farklı olarak komple bir yatırım kurumu olarak düşünülen katılım bankaları, müşterek sorumluluk anlayışı içinde iş görme özlemi çeken, ciddi ve yetenekli girişimcilere hem öz sermaye hem de teknik destek sağlayarak büyüme potansiyeli taşıyan girişimlerin piyasaya girmelerine imkân tanır.

7.2. MUŞARAKA FİNANSMANI

7.2.1. TANIMI, KAPSAMI VE İŞLEYİŞİ

İştirak etme anlamına gelen müşaraka, bir işletmenin sermayesine katılma yani ona ortak olmak anlamına gelmektedir. Bu faaliyet türünde esas olarak hem sermaye hem de emek ortaklığı öngörülür. Yani hem sermaye, hem de emeğin aktif olarak ortaya konduğu tam bir ortaklıktır. Sermayedar, bir işletmeye sermaye koyar, ortak olur, karı ve zararı paylaşır.

Mudaraba'da bir yanda işe karışmayan pasif bir sermayedar, diğer yandan emeğini ortaya koyan aktif bir müteşebbis söz konusudur. Muşaraka ise hem sermaye, hem de emeğin aktif olarak ortaya konduğu tam bir ortaklıktır.

Muşaraka finansmanının yönetiminde şu noktalara dikkat etmek gerekmektedir:²⁹⁹

- Muşaraka, belirli bir zaman dönemi için özel ya da genel bir işleme yönelik olarak düzenlenmiş olabilir. Bu zaman dönemi daha sonra anlaşma taraflarının onayıyla genişletilebilir.
- Anlaşmanın tüm tarafları işletmenin faaliyetleri ve bu faaliyetlerin finansmanı konusunda düzenli olarak bilgilendirilmelidir.
- Anlaşmanın tarafları başkalarıyla yeni bir müşaraka sözleşmesi yapmadan önce ilerleme konusunda mutabık olmalıdırlar.

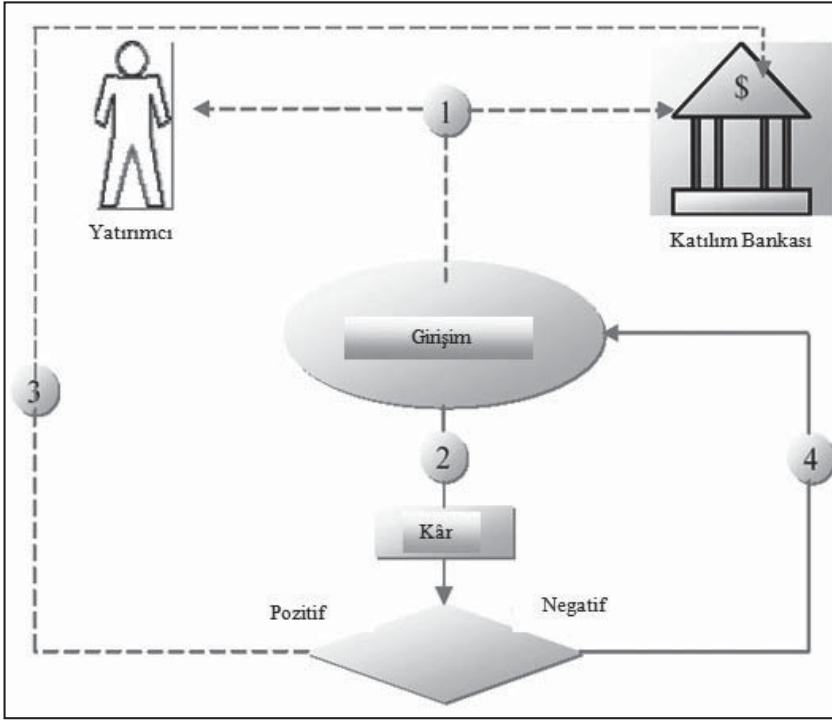
299. Aktaran; Lewis ve Algaoud, a.g.e., s. 49

- Karın hangi oranlarda bölüştürüleceği sözleşme tarihinde kararlaştırılmalıdır.
- Zararın oransal dağılımı mutlaka yatırımdaki pay sahipliği ile uyumlu olmalıdır.
- İdeal olarak sermayenin emtialardan ziyade para olması gerekir. Eğer sermaye emtialardan oluşuyorsa bu emtiaların para değerlerinin tahmin edilmesi gerekir.
- Muşaraka sözleşmesi ölüm halinde veya taraflarca ilan verilerek sonlandırılır.

Mudaraba finansmanında olduğu gibi muşaraka finansmanı da devamlı muşaraka ve azalan muşaraka olmak üzere iki şekilde uygulamada yer bulmaktadır. Devamlı muşaraka modelinde, girişimci ve faizsiz finansman kuruluşu olan katılım bankası aynı girişime, anlaşma süresini belirlemeden emek ve sermayeleri ile ortak olurlar. Yatırımda bulunan şirket ya da girişimin ekonomik faaliyetlerini sürdürme süresi ortakların isteğine göre uzatılabilir.

Devamlı muşaraka, faizsiz finansman kuruluşunun (katılım bankası) herhangi bir kişi yada firma ile birlikte bir miktar sermaye koyarak gerçekleştirdiği ortaklık türüdür. Kar önceden belirlenen nispette bölüşülür, zarar ise hisse oranında paylaşılır. Bu ortaklıkta her iki tarafta sermaye koymakta kar ya da zarar genellikle sermaye miktarına göre paylaşılmaktadır.³⁰⁰

300. Karaman, Hayreddin, (1992), **İslam'da Banka ve Sigorta**, Nesil Yayınları, İstanbul, s. 55.

Şekil 7.3: Devamlı Muşaraka Finansman Modelinin İşleyişi

Kaynak: Obaidullah, 2005.

Devamlı muşaraka finansmanının yapısı Şekil 7.3’de yer almaktadır. Muşaraka finansmanındaki ilişki zinciri şu şekildedir:

1. Banka ile girişimci iş planını müzakere eder ve ortak bir şekilde girişime fon yatırırlar.
2. Banka ve girişimci ortak girişim şeklinde bir girişim kurarlar; banka ile girişimci arasında ortaklık müzakerelerinde varılan anlaşmadaki koşullara bağlı olarak girişimin faaliyetlerini yönetirler ve sorumluluk taşırlar. Ortak girişim kâr veya zarar ile (pozitif/negatif) sonuçlanır.
3. Kâr (pozitif sonuç) olması durumunda; kâr, önceden anlaşılmış oranlar üzerinden banka ve girişimci arasında paylaşılır.

Zarar (negatif sonuç) olması durumunda; zarar, ortak girişime yatırılan fon oranında banka ve girişimci tarafından karşılanır. Bunun sonucunda ortak girişimdeki bankanın ve girişimcinin payında bir değişiklik olmaz, ancak ortak girişim değer kaybeder.

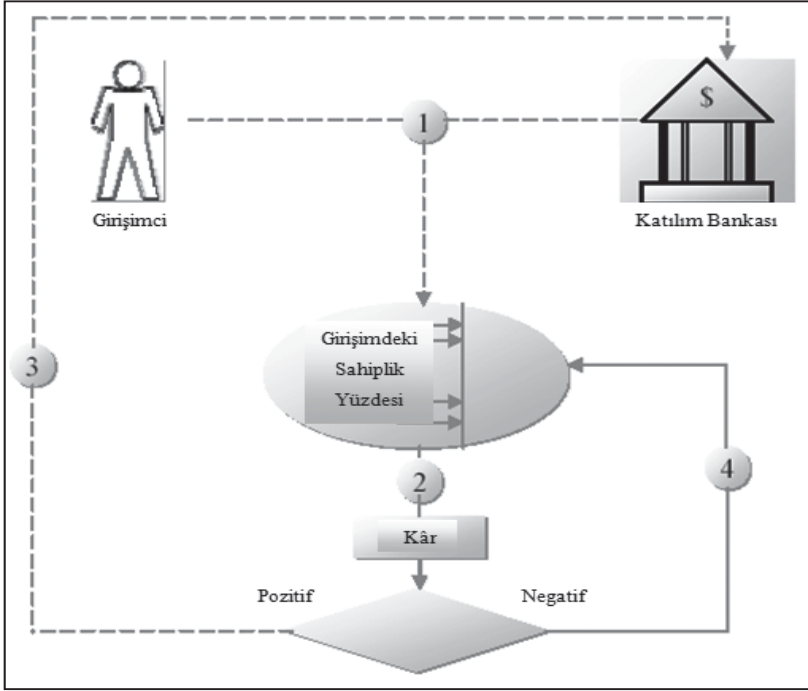
Devamlı muşarakaya göre daha yeni bir uygulama olan³⁰¹ azalan muşarakada ise girişimci (müşteri), ortaklık konusu mal ya da projenin tamamına sahip olmak istediği takdirde belli devrelerde faizsiz finansal kuruluş olan bankanın paylarını satın alarak mülkiyeti tamamen ele geçirir ve sonucunda ortaklık ortadan kalkar.³⁰²

Azalan muşaraka, klasik yöntem olan devamlı muşarakaya göre girişimci ya da müşteriler açısından daha avantajlı bir yöntemdir. Çünkü devamlı muşaraka, faizsiz finansal kuruluş olan bankanın girişime sürekli bir ortak olarak katılmasını amaçlar. Bu ise finansal aracılık açısından istenmeyen bir durumdur. Bir finansal aracı, yatırımlarının kısa sürede likit hale dönüşmesini ya da en azından bu konuda sınırlı bir vadeyi tercih eder. Bir azalan muşaraka sözleşmesinde de bunu sağlayacak şekilde, katılım bankasının sağlanan öz sermayedeki sahiplik yüzdesi sınırlı sermaye getirisi sayesinde her yıl azalır. Katılım bankası azalan öz sermaye sahipliğine bağlı olarak dönemsel karlar elde eder. Girişimcinin sermayedeki sahiplik düzeyi zamanla sabit olarak artar. Bu artış sonunda girişimcinin girişimin tümüne sahip olmasına kadar devam eder.

Azalan muşaraka finansmanının yapısı Şekil 7.4’de yer almaktadır. Muşaraka finansmanındaki ilişki zinciri şu şekildedir:

301. Obaidullah, Mohammed (2005). Islamic Financial Services, <http://islamiccenter.kau.edu.sa/english/publications/Obaidullah/ifs/ifs.html>, s. 61.

302. Battal, Ahmed, **Faizsiz Bankacılık**, İstanbul, 1985, s.18.

Şekil 7.4: Azalan Muşaraka Finansman Modelinin İşleyişi

Kaynak: Obaidullah, 2005

1. Banka ile girişimci iş planını müzakere eder ve ortak bir şekilde girişime fon yatırırlar.
2. Banka ve girişimci ortak girişim şeklinde bir girişim kurarlar; banka ile girişimci arasında ortaklık müzakerelerinde varılan anlaşmadaki koşullara bağlı olarak girişimin faaliyetlerini yönetirler ve sorumluluk taşırlar. Ortak girişim kâr veya zarar ile (pozitif/negatif) sonuçlanır.
3. Kâr (pozitif sonuç) olması durumunda; kâr, önceden anlaşılmış oranlar üzerinden banka ve girişimci arasında paylaşılır. Katılım bankasının girişimdeki hissesinin anlaşmada belirtilen şekilde ve işlerin içeriğine göre bir veya birkaç safhada düzenli taksitlerde geri ödenmesi şartıyla tedricen azalması katılım bankasının kâr oranlarını düşürür.

Zarar (negatif sonuç) olması durumunda; zarar, ortak girişime yatırılan fon oranında banka ve girişimci arasında paylaşılır. Bunun sonucunda ortak girişimdeki bankanın ve girişimcinin payında bir değişiklik olmaz, ancak ortak girişim değer kaybeder.

SEKİZİNCİ BÖLÜM

KATILIM FİNANSMANI TÜRLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİLER VE MİKROFİNANSMAN

8. KATILIM FİNANSMAN TÜRLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİLER VE MİKROFİNANSMAN

8.1. GENEL OLARAK

Katılım finansmanı kapsamı içinde yer alan risk sermayesi, özel sermaye fonları, mudaraba ve muşaraka finansman seçeneklerinin en önemli ortak özelliği öz sermaye finansmanı olmalarıdır. Öz sermaye finansmanı beraberinde aktif katılım ve yönetimi getirir. Nasıl ki halka açık bir işletmenin hisse senedini satın alan bir yatırımcı, hisse senedini aldığı firmaya öz sermaye sağlıyor ve hisse senedi sahipliği oranınca yönetime katılıyorsa katılım finansmanı da bir öz sermaye finansmanı olmasından dolayı aktif katılım ve yönetimi gerekli kılar. Aktif katılım ve yönetim katılım finansmanını oluşturan tüm finansman seçeneklerinde bulunan bir özelliktir. Bu noktadan hareketle, katılım finansman türlerinin birbirleri ile olan benzerlik ve ilişkilerini ifade etmek yararlı olacaktır.

8.2. MUDARABA VE RİSK SERMAYESİ

Dünya’da hem risk sermayesi ve hem de mudaraba finansmanının ne olduğunu açıklamaya çalışan birçok çaba söz konusudur. Bu çalışmada; faizsiz finansmanda yenilikçi yaklaşımlara olan ihtiyaçtan yola çıkarak, birbirini tamamlayacak şekilde mudaraba ve muşaraka finansmanı entegre bir finansman tekniğine dönüştürülmüş ve sadece mudaraba olarak isimlendirilmiştir. Mudaraba ve risk sermayesi finansman tekniklerinin özelliklerini, finans sektörü içindeki yerlerini belirgin kılacak şekilde diğer finansman tekniklerinden ayırt ederken, bu iki finansman tekniği arasındaki aslında çok yakın bir benzerlik ilişkisinin olduğu görülecektir. Bu nedenle katılım bankacılığı ile ilgili yapılan çalışmalarda bu iki finansman modelinin karşılaştırıldığını yaygın olarak görmek mümkündür.³⁰³ Katılım finansmanı düşüncesinin temelinde de bu benzerlik yatmaktadır. Mudaraba finansmanının ve risk sermayesinin tipik özellikleri şöyle sıralanabilir.³⁰⁴

303. Tunç, Hüseyin, a.g.e., s. 161.

304. Kaynakçada yer alan çok sayıda çalışmadan faydalanılmasına bağlı olarak, dikkatin dağılabileceği düşüncesi ile burada herhangi bir çalışma ismi verilmesinden kaçınılmıştır.

Tablo 8.1: Mudaraba Finansmanı ve Risk Sermayesi

Risk Sermayesi (RS)	Mudaraba Finansmanı (MF)
<ul style="list-style-type: none"> • RS tekniği kâr paylaşımına ve zarar taşınmasına dayalıdır ve faizle bir ilgisi yoktur. • Risk sermayesi kullanan girişimci/ girişim açısından bir öz sermayedir. • Kullanılan finansmanın girişimci tarafından geri ödenmesi yükümlülüğü yoktur. • Kullanılan finansman için girişimciden teminat istenmez, projenin kendisi güvencedir. • Konvansiyonel bankacılığın neden olduğu Mac Millan boşluğu³⁰⁵ RS sistemi tarafından doldurularak, girişimciliğin gelişmesine katkı sağlar. • RS sistemi; sermayedar, RS şirketi ve girişimci olmak üzere üç ana gruptan oluşur. 	<ul style="list-style-type: none"> • MF tekniği, kâr bölüşümüne ve zarar taşınması üzerine oturur ve konvansiyonel bankalarda uygulanan faiz politikasından kaçınır. • Mudaraba finansmanı kullanan girişimci/ girişim için bir öz sermayedir. • Kullanılan finansman, girişimci tarafından geri ödenecek bir finansman niteliği taşımaz. • Mudaraba finansmanı kullanan girişimciden teminat istenmez, projenin kendisi güvencedir. • Mudaraba finansmanı esas olarak girişimcilik yeteneklerine sahip, ancak sermayesi olmayanların sermaye ihtiyaçlarını karşılamak içindir. Mudaraba finansmanı Mac Millan boşluğunu doldurarak, girişimciliğin gelişmesine katkı sağlar. • Mudaraba finansmanında taraflar; rebbül-mal (sermayedar), faizsiz finansal kuruluş ve amel ya da mudarib (girişimci)den oluşur.
<p>Sermayedarlar</p> <p>Risk sermayesi şirketi</p> <p>Girişimciler</p>	<p>Rebbül-mal</p> <p>Faizsiz finansal kuruluş</p> <p>Amil ya da mudarib</p>
<ul style="list-style-type: none"> • <i>Sermayedarlar</i>, yüksek finansal getiri beklentisi ile RS şirket fonlarını oluşturan kişi veya kuruluştur. • <i>Girişimciler</i>; yeni ürün ya da yeni yöntem düşünceleri ile dikkat çeken ve büyük bir gelişme ve büyüme potansiyeli bulunan genç, yenilikçi ve menkul değer çıkaramayan küçük ve orta ölçekli işletme sahipleridir. 	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Rebbul-Mal</i> (sermayedarlar-yatırımcı), faizsiz finansal kuruluşun mudaraba fonlarını oluşturan taraftır. • <i>Amil ya da mudarib (girişimciler)</i>; büyük gelir ve büyüme potansiyeli taşıyan, teknoloji massedebilecek yeni ve küçük ve orta ölçekli işletme sahipleridir.

305. Konvansiyonel banka sisteminde; kredilerden kendini ispatlamış büyük işletmelerin faydalanması ve yeni ve küçük ve orta ölçekli işletmelerin faydalanamaması, Mac Millan boşluğu olarak bilinmektedir.

- *RS şirketleri*; sermayedarların temsilcileri olarak RS şirket fonlarını yöneten ve girişimcilere öz sermaye olarak aktaran uzman kuruluşlardır. RS şirketlerinin uzmanlığı; yatırım yapılacak girişimcilerin seçimi, girişimcilerle kurulacak ortaklığın yapılandırılması ve ortaklığın yürütülmesi ve ilgili sektördeki know-how üzerinedir.
- *Faizsiz finansal kuruluş*; mudaraba fonlarını yöneten ve girişimcilere öz sermaye olarak aktaran uzman bir kuruluştur. Mudaraba finansmanında faizsiz finansal kuruluş; yeterli ve kapasiteli bir girişimcinin seçiminden, girişimci ile ortaklık koşullarının yapılandırılması, ortaklığın yürütülmesi ve ilgili sektöre kadar uzanan bir teknik know-how zincirini oluşturacak şekilde işten anlayan uzman bir ekibe sahip bir tür yatırım bankasıdır.
- Çok sayıda sermayedar tarafından verilen sermaye, RS şirket fonunda toplanmaktadır.
- Çok sayıda sermayedar tarafından verilen sermaye, mudaraba fonunda toplanmaktadır.
- Sermayedarlar tarafından RS şirket fonuna yapılan yatırım, ortak işletmeciliği değil; yalnızca bir sermaye yatırımını ifade etmektedir.
- Sermayedarlar tarafından mudaraba fonuna yapılan yatırım, ortak işletmecilik değil; yalnızca bir sermaye yatırımdır.
- Kâr; sermayedar-RS şirketi ve girişimci-RS şirketi arasında miktar cinsinden değil, oran halinde paylaşılır.
- Mudaraba finansmanının olmazsa olmaz koşulu, kârın sermayedar-faizsiz finansal kuruluş ve girişimci-faizsiz finansal kuruluş arasında miktarlar cinsinden değil, oranlar halinde paylaşılmasıdır.
- Taraflar arasında paylaşılacak kâr oranı baştan belli olmakla beraber; miktarı, girişimcinin fiilen elde edeceği sonuca bağlı olarak değişir.
- Taraflar arasında paylaşılacak kâr oranı baştan belli olmakla beraber; miktarı, girişimcinin fiilen elde edeceği sonuca bağlı olarak değişir.
- Sermayedarlarla-RS şirketi arasındaki kâr paylaşımında; genellikle şirket kârının % 20'si RS şirketine kalmakta ve geriye kalan % 80'lik kısım ise sermayedarlar arasında paylaşılmaktadır.
- Sermayedarlar ile faizsiz finansal kuruluş arasında kâr paylaşım oranları, genellikle, % 20 ve % 80 şeklindedir.
- RS yatırımında kâr, ortaklık paylarının genellikle borsada satışı ile gerçekleştirilir.
- Mudaraba finansmanının yapısı, fonların alış-verişinin sermaye piyasalarında yapılmasına daha uygundur.

- RS finansmanında, sermaye piyasalarının KOBİ'lere ait menkul kıymetlerin işlem görebileceği şekilde yapılandırılması bir ihtiyaçtır.
- RS finansmanında maddi zarar; sermayedar tarafından taşınırken, girişimcinin zararı emeğinin karşılıksız kalmasıdır.
- RS finansmanı kullanan girişimci, kendi sermayesini de işe katabilir. Böyle bir durumda; girişimci RS şirketi ile kurmuş olduğu ortaklıktaki pay sahipliği oranında zarar taşır hale gelir.
- Sermayedarlar RS şirket fonuna yatırdıkları sermaye kadar sınırlı sorumluluk taşır; RS şirketleri ise sınırsız sorumluluk taşır.
- Bazı RS şirketlerince hisse senedi satın alma hakkı veren ve hisse senedine çevrilebilir tahvillerle girişimciye borçlanma finansmanı da sağlanmaktadır.
- RS şirketleri, riski dağıtmak amacıyla; hem sektörel bazda ve hem de girişim gelişim aşaması bazında yatırımlarında çeşitlendirmeye giderler.
- RS şirketinin riski, her bir girişimciye sağlanan RS finansı tutarında katılım ile sınırlıdır; şansı ise sınırsızdır.
- Finanse edilen girişimci seçiminde; konvansiyonel bankaların kredi değerlendirme ölçütleri önem taşımamaktadır. Ancak adayın niteliği ve projedeki ürün ve yöntem düşüncesi ölçü olmaktadır.
- Mudaraba finansmanında, sermaye piyasalarının KOBİ'lere ait menkul kıymetlerin işlem göreceği şekilde tesis edilmesi ihtiyacı vardır.
- Mudaraba finansmanında maddi zarar sermayedar tarafından taşınırken, girişimcinin zararı emeğinin karşılıksız kalmasıdır.
- Mudaraba finansmanı kullanan girişimci, kendi sermayesini de işe katabilir. Girişimci, böyle bir durumda, faizsiz finansal kuruluş ile kurulan ortaklıktaki pay sahipliği oranında zarar taşır hale gelir.
- Sermayedarlar mudaraba fonuna yatırdıkları sermaye kadar sınırlı sorumluluk taşır; faizsiz finansal kuruluş ise sınırsız sorumluluk taşır.
- Mudaraba finansmanında girişimciye hiçbir şekilde borçlanma finansmanı sağlanmaz; çünkü mudaraba finansmanının doğasına aykırıdır.
- Büyük kayıplara götürecek durumlara karşı; mudaraba fonları hem girişim gelişim aşaması bazında ve hem de sektörel bazda çeşitlendirilmiş bir yatırım portföyü temelinde kullanılarak toplam risk minimize edilmiş olur.
- Faizsiz finansal kuruluşun riski, her bir girişimciye sağlanan mudaraba finansı tutarında katılım ile sınırlıdır; şansı ise sınırsızdır.
- Girişimcinin seçiminde asıl önem verilen nokta; gelir, bilanço ve teminatlar gibi geleneksel kriterler değil, bizzat girişimcinin kendisi ve projenin kar etme potansiyeldir.

- RS şirketi finanse ettiği girişime, işletme fonksiyonları alanında ve içinde bulunan sektörlerle ilgili know-how sağlaması, RS'ni diğer konvansiyonel finansman şekillerinden ayıran önemli bir özelliktir.
- RS türü yatırımlar, RS şirketi-girişimci arasında sürekli ve birebir ilişkiler bulunmasını gerekli kılar.
- RS sektörü “çift kişiliklilik” özelliği ile karakterize edilir. RS şirketi, RS şirket fonlarını oluşturan sermayedarlara karşı “temsilci”, girişimcilerle ilişkilerinde ise “sahip” rolü taşır.
- RS sektörü bilgi asimetrisi ile karakterize edilir. Sermayedar ile RS şirketi ve diğer taraftan girişimci ile RS şirketi arasındaki bilgi asimetrisi, RS sektöründe temsil sorununu baskın hale getirir.
- RS sektöründe “itibar sermayesi” çok önemlidir.
- Finansal aracı, konvansiyonel bankalarda olduğu gibi sadece finansman verip geri çekilen bir kuruluş değil; yatırım yaptığı girişimi yakından izleyen ve gerektiğinde işletme fonksiyonlarına ilişkin her türlü teknik desteği sunan bir kuruluştur.
- Mudaraba finansmanı, finansal aracının girişimciyi izleme ve yönlendirme konusunda etkin bir rol taşımasını gerekli kılar.
- Mudaraba finansmanı “çift kişiliklilik” özelliği taşır. Faizsiz finansal kuruluş, mudaraba fonlarını oluşturan sermayedarlara karşı “girişimci”, girişimcilerle olan ilişkilerinde ise “sahip” rolü taşır.
- Mudaraba finansmanı yapısında bilgi asimetrisi baskın bir durum oluşturur. Sermayedar ile faizsiz finansal kuruluş ve girişimci ile faizsiz finansal kuruluş arasındaki bilgi asimetrisi, temsil sorununu çok önemli hale getirir.
- Mudaraba finansmanında “itibar sermayesi” çok önemlidir.

Yukarıda sıralanan özellikler dikkate alınarak, mudaraba finansmanı ve risk sermayesi için aşağıdaki tanımlamalar yapılabilir:

Mudaraba finansmanı; uzman bir kuruluş olan faizsiz finansal kuruluş tarafından, teminat ve ölçeğine bakılmaksızın yeterliliği uygun görülen, teknoloji üretme hedefli her tür girişime kâr/zarar ortaklığı temelinde, “alan uzmanlığı” destekle birlikte öz sermaye şeklinde sağlanan bir finansman türüdür.

Risk sermayesi ise; bir girişim yaşam eğrisinin herhangi bir aşamasında söz konusu olabilecek, konvansiyonel banka sisteminde kredilerden kendini ispatlamış büyük işletmelerin faydalanması ve KOBİ'lerin faydalanamamasının oluşturduğu boşluğu dolduran ve yeni ürün ve/veya yöntem düşünceleri ile teknoloji geliştirebilecek yüksek riskli

girişimlere, uzman bir kuruluş olan risk sermayesi şirketleri tarafından “alan uzmanlıklı” destekle birlikte sunulan öz sermaye şeklindeki bir finansman türüdür.

Bazı çalışmalarda KOBİ'lere risk sermayesi sağlanmasının muşaraka üzerine oturtulabileceğini ileri sürülmüştür.³⁰⁶ Diğer bazı çalışmalarda ise, risk sermayesi sisteminde yatırımların nakde dönüştürülmesinin önemli olduğuna işaret edilerek, halka arz piyasalarının olmadığı koşul altında, İslami risk sermayesi modeli ortaya konmuştur.³⁰⁷

Faizin olmadığı bir sistemde girişimcinin finanse edilmesi konusu ilgi çekicidir. Günümüzde üzerinde durulan bir konu, KOBİ'lere risk sermayesi sağlanmasıdır. Mudaraba ve muşaraka küçük ölçekli işletmeleri ve uzun vadeli projeleri finanse etmek amacıyla tasarlanmış uzun vadeli finansal araçlardır.³⁰⁸

İslam hukukunun yorumlanmasında dini unsurlara katı bir şekilde bağlı ekonomistler (özcüler), ayırt edici faizsiz finansal araçların öz sermaye temelli mudaraba ve muşaraka olduğunu iddia etmektedir. Bu gruptakiler, bu iki finansman şeklini risk sermayesi olarak almaktadır. Faizsiz finansal kurumların faaliyetlerinin, günümüzde, %10'dan daha az bir kısmının mudaraba ve muşaraka sözleşmelerinden oluşuyor olmasına dayalı olarak günümüzde söz konusu kurumların risk sermayesinin İslami mantığından uzaklaştığı iddia edilmektedir.³⁰⁹

Çizakça (1993)'ya göre risk sermayesinin kökü mudaraba ortaklığıdır ve mudaraba da risk sermayesidir. Çizakça'nın çalışmasında; risk sermayesi sistemi ile faizsiz finansal kurumlar yapısal bakımdan karşılaştırılarak, bu iki kurum arasında önemli benzerlikler saptanmış ve bu benzerliklerin tesadüfi olmadığı ve kökünün tarihsel temellere dayandığı detaylı bir şekilde ortaya konmuştur. Diğer yandan, faizsiz finansal kurumlarla risk sermayesi şirketlerinin aynı ilkeler doğrultusunda faaliyet gösterdiği ve faizsiz finansal kurumların mudaraba yöntemini uyguladıkları ölçüde risk sermayesi şirketlerine yaklaştıkları öne sürülmüştür. Buna bağlı olarak; risk sermayesi sistemi ile faizsiz finansal kurumlar arasında bir

306. Al-Suwailem, Sami, Venture Capital: A Potential Model of Muşarakah, <http://www.kau.edu.sa/CENTERS/SPC/page.091.html>, 2004.

307. BenDjilali ve Khan, a.g.e.

308. Çizakça, Murat, a.g.e..

309. Henry, Clement M., a.g.e.

ilişki kurmak ve faizsiz finansal kurumların tarihten kaynaklanan yapısal özelliklerinden faydalanarak, faizsiz finansal kurumların toplam yatırımları içindeki murabaha payını azaltacak ve mudaraba ve muşaraka paylarını artıracak bir reform önerisi olarak faizsiz finansal kurumları birer risk sermayesi kurumu haline getirme fikri ortaya çıkmıştır. Çizakça (1999) bu ilişkinin nasıl kurulacağını, sentezin nasıl gerçekleşeceğini bir model halinde ortaya koymuştur.³¹⁰

Faizsiz finansmanın temel bir şekli olarak mudarabanın ortaklara sınırlı kontrol hakkı sağlaması, faizsiz finansmanda hedeflenen kâr/zarar ortaklığının yönetim yapısında dengesizlik ortaya çıkarır. Bu durum; bir yandan faizsiz finansal kurumların kolay ve risksiz bir yol olan murabahayı tercih etmelerine ve mudaraba sözleşmelerinden kaçınmalarına, bir yandan da mudilerin mudaraba düşüncesi üzerine oturan yatırım hesaplarından uzak durmalarına neden olmaktadır. Bu nedenle; kurumsal yönetim, faizsiz finansal kuruluşların gelişmesinin tam ortasındaki konu olarak görülür.³¹¹

Dar ve Presley (2000), risk sermayesi finansmanının, mudarabanın modern bir örneği olduğunu söylemiştir. Mudarabanın bu batı versiyonunun İslami öğreti ile esasta uygun düştüğü ve kâr/zarar ortaklığının yönetim yapısında sahip-temsilci ilişkisi bakımından denge sağlayacak bir yöntem olduğu düşünülmüştür. Bu düşünce ile sistemin çökme korkusuna kapılmadan risk sermayesinin İslami çerçevede nasıl geliştirilebileceğine dair bir model açıklanmıştır. Modelde “risk sermayesi organizasyonu” olarak isimlendirilen ve risk sermayesi düşüncesi üzerine oturtulan bir organizasyonel yapı tasarlanmıştır. Söz konusu organizasyonda; faizsiz finansal kurum, Amerika Birleşik Devletleri uygulamalarına benzer limited ortaklık (imited partnership) şeklinde risk sermayesi fonu tesis eder. Finanse edilecek girişimcilerin değerlendirilmesi, seçimi ve girişimcilerle kurulan ortaklığın izlenmesi ve yönlendirilmesi faaliyetleri için ya banka içinde bir bölüm kurulması ya da sistemin bütününde bu tür hizmetleri verecek izleme ve yönlendirme kurumlarının tesis edilmesi önerilmektedir. Model; hem sermayedar-finance aracı ve hem de finansal aracı-girişimci ilişkisi üzerine detaylar içermektedir.³¹²

310. Çizakça, Murat, a.g.e.

311. Dar, Humayon A. ve Presley, John R., a.g.e.

312. Dar, Humayon A. and Presley, John R., a.g.e.

Choudhury (2001)'e göre de risk sermayesi toplanmasının ve dağıtılmasının İslam'da bilinen şekli mudaraba ve muşarakadır. Choudhury'nin çalışmasında; İslami risk sermayesine ilişkin bir model olarak mudaraba ve muşaraka entegre bir finansal araca dönüştürülmüş ve bu “Mudaraba ve Muşaraka (M&M)” olarak isimlendirilmiştir. Bu şekilde mudaraba ve muşarakanın kısıtlayıcı bölümlendirmesi ortadan kaldırılmış olmaktadır. Pasif ortaklık yapısı ortadan kaldırılıp, yaygın bir şekilde işbirliğinin ve katılımcılığın eklenmesiyle; yeni bir finansal araç olarak entegre olmuş mudaraba ve muşaraka terminolojisine sahip olunacaktır. Model; sermayedarlar, finansal araçlar, girişimciler/girişimler ve sektörler arasında pasif temsil ilişkisinden uzak yaygın bir işbirliği ve koordineli katılım ile mümkün olabilecektir.³¹³

Gafoor (2004), günümüz gerçeklerini göz önüne alan ve mudaraba temeline dayalı “katılımcı finansman” olarak isimlendirilen bir sistem ortaya koyar ve bunun çalışmasını risk sermayesi sisteminin çalışmasına benzer şekilde detaylı olarak açıklar. Bir girişimcilik çerçevesinde sermayedarların, finansal araçların ve girişimcilerin bir araya getirildiği tek bir sistemde bu yeni bir formulasyondur. Katılımcı finansmanda yeni hisse senedi satarak çok değişik sermayedar gruplarından toplanıp oluşturulan fon havuzu, değişik girişimci projelerini risk sermayesi şeklinde finanse etmek için kullanılır. Gafoor (2004) önerdiği modelde ayrıca, sermayedar-finansal aracı-girişimci üçgeninde; finansal araçların ve girişimcilerin taşınması gereken özellikler üzerinde durmuştur.³¹⁴

İslam bilimcileri bir girişimin erken aşamalarındaki risk sermayesi finansmanının, mudarabanın klasik şekli olduğu düşüncesini taşırlar. Al-Rifai ve Khan (2004), bu düşünceden yola çıkarak, risk sermayesinin İslam hukuku ile uyumlu bir yapı haline nasıl dönüştürüleceği üzerinde durmuştur. İslami risk sermayesi, bir yandan hazır ve kolay kullanılabilir bir çözüme sahip olma olarak görülürken, diğer yandan böyle bir yaklaşımla henüz test edilmemiş finansal araçları üretme maliyetinden kurtulmuş olunur. Bazı faizsiz finansal kurumlar, izleme ve yönlendirme (monitoring) hizmetleri vermeden, sadece fon sağlayıcı olarak risk sermayesi işine iştirak etmektedir. Bu durum, faizsiz finansal kurumların

313. Choudhury, Masudul A., a.g.e., ss. 14-33.

314. Gafoor, Abdul, a.g.e.

risk sermayesi sektörünün potansiyelini çok yavaş bir şekilde anladıklarını göstermektedir.³¹⁵

Qureshi (1995)'in İslam Kalkınma Bankası için öz sermaye finansmanı üzerine olan çalışmasında; proje finansmanı alanında IFC, Asya Kalkınma Bankası ve Asya Finans ve Yatırım Kurumu'nun öz sermaye ve yarı öz sermaye finansmanı şeklindeki uygulamalarını ortaya koyarak, bunlardan faydalanılmasını önermiştir. İlk düşünülecek yaklaşımlardan biri olarak, risk sermayesi üzerinde durmuştur. Çalışmada; risk sermayesi şeklindeki öz sermaye finansmanının çalışabileceği çerçeveyi mikro ve makro unsurları ihtiva edecek şekilde açıklamıştır.³¹⁶

8.3. MUDARABA VE MUŞARAKA

Muşaraka bir ortaklık türüdür. Mudarabada bir yandan girişimin eylem sürecine karışmayan pasif bir sermayedar ve diğer yandan emeğini ortaya koyan aktif bir girişimci vardır. Muşaraka hem sermaye, hem de emeğin aktif olarak ortaya konduğu tam bir ortaklıktır. Tarafların yapacağı anlaşmada diğerinin çalışmasını engelleyecek herhangi bir şart koşul getirilemez. Mudarabada mali zarar sermayedara ait olmakla beraber, muşarakada zarar sermaye hisselerine göre paylaşılır.

Muşaraka, günümüzde olduğu gibi faizsiz bankacılık sisteminin kârlı ve verimli gördüğü çeşitli alanlarda faaliyet gösteren teşebbüslere bankanın kendi sermayesi ile iştirak etmesidir. Bir nevi öz sermaye iştiraki (equity participation) dir. Muşaraka ve mudaraba arasındaki farklar şu şekilde özetlenebilir;³¹⁷

- Muşarakada sermaye tüm taraflarca sağlanırken; mudarabada sermaye, sadece rabb-ul-mal (yatırımcı)'ın yükümlülüğüdür.
- Muşarakada tüm taraflar yönetime katılım sağlarken; mudarabada rabb-ul-mal (yatırımcı)'ın yönetime katılma hakkı yoktur, işin yönetimi sadece mudaribin yükümlülüğündedir.

315. Al-Rifai, Tariq ve Khan, Aamir, "The Role of Venture Capital in Contemporary Islamic Finance », <http://www.failaka.com/Library/articles/VC%20in%20Islamic%20Finance.pdf>, 2004.

316. Qureshi, D.M., "Agenda For a New Strategy of Equity Financing by the Islamic Development Bank", **Islamic Economic Studies**, Vol. 2, No. 1, 1995, ss. 71-87.

317. Usmani, Mufti T., Mudarabah, http://www.darululoomkhi.edu.pk/fiqh/islamic_finance/mudarabah.html, 2004.

- Muşarakada tüm taraflar sermayeleri oranında zararı karşılarlar. Mudarabada ise, zarar sadece rabb-ul-mal (yatırımcı) tarafından karşılanır; çünkü, mudaribin (girişimci) sermaye yönünden herhangi bir katkısı yoktur.
- Muşarakada tarafların sorumluluğu normalde sınırsızdır. Mudarabada durum bunun tersidir; rabb-ul-mal (yatırımcı)'ın sorumluluğu yatırdıkları sermaye ile sınırlıdır.

Muşarakada; taraflar sermayelerini muşaraka fonunda havuzladığından, muşarakanın tüm aktifleri, tarafların sermaye oranına bağlı olarak, tüm tarafların ortak varlığı haline gelir. Buna bağlı olarak her bir taraf, herhangi bir kâr olmadığı durumda bile aktiflerin değer kazanmasından kazanç sağlar. Mudarabada ise durum farklıdır. Mudarabanın tüm aktifleri rabb-ul-mal (yatırımcı)'ın varlığıdır. Mudarib (girişimci), aktiflerin kârlı bir şekilde satılması durumunda, ancak kârın paylaşımına katılacaktır. Buna bağlı olarak; mudarib (girişimci), aktiflerin değer kazanmasından herhangi bir pay alamaz.

8.4. RISK SERMAYESİ VE ÖZEL SERMAYE FONLARI

Ekonomistler genelde risk sermayesi ve özel sermaye fonlarının, özellikle hızlı büyüyen ve yeniden yapılanma içerisinde olan firmalardaki yatırımcılar ile girişimciler arasındaki bilgi boşluğuna vurgu yapmak üzere ortaya çıktığına inanırlar.³¹⁸

Özel sermaye fonu, yatırımın yapıldığı firmanın olgunluk seviyesine göre risk sermayesi ve satın alma yatırımı şeklinde bir ayrıma tabi tutulabilir. Avrupa'da özel sermaye fonu ve risk sermayesi yaygın olarak aynı anlamda kullanılsa da ABD'de risk sermayesi fonları satın alma yatırımlarını kapsamaması bakımından özel sermaye fonlarından farklılık göstermektedir.³¹⁹ Her ne kadar ikisi de borsada listelenmemiş olan firmalara yapılan öz sermaye yatırımları olsa da çoğu tanımlamalarda risk sermayesi özel sermaye fonunun bir çeşidi şeklinde değerlendirilmektedir.

Risk sermayesi henüz yeni ortaya çıkmış veya gelişiminin ilk safhasında olan girişimlere yapılan yatırımlar iken özel sermaye fonu

318. Lerner, Josh and Schoar, Antionette, a.g.e., s. 1.

319. Heikkilä, Tatu, a.g.e., s. 3.

yatırımları belirli bir olgunluk seviyesine ulaşmış işletmelere yapılır. Özel sermaye fonu daha çok kaldıraçlı şirket içi yönetim satın almaları (leveraged management buy-out) ve kaldıraçlı şirket dışı yönetim satın almaları (management buy-in) ile ilişkilendirilebilir.³²⁰ Berger ve Udell (1998), risk sermayesini kuruluş safhasında veya yeni kurulmuş projelere sağlanan finansman desteği şeklinde tanımlarken özel sermaye fonlarını ise var olan bir firmanın geleceğine yapılan finansman desteği olarak tanımlarlar.³²¹ Aslında her iki yatırım türü de yatırımcılar açısından güvenlidir. Risk sermayedarı daha yüksek oranda bir risk üstlenmesine karşılık bu riski alacağı daha yüksek oranda getiri ile telafi eder.

Jeng ve Wells (2000), özel sermaye fonu ve risk sermayesinin aynı olmadığını öne sürerler. Onlara göre özel sermaye fonu kurumlar veya zengin bireylerce halka açık ve özel firmalara yapılan yatırımları kapsamaktadır. Bu açıdan risk sermayesini özel sermaye fonunun bir çeşidi olarak değerlendirirler.³²² Ayrıca Wright ve Robbie (1998) özel sermaye fonu sermayedarının risk sermayedarına göre daha uygun bir terim olduğunu ifade ederler.³²³

Katılım finansman çatısı altında birleştirilen tüm bu finansman seçeneklerini, küçük girişimcilere ve işletmelere bir takım destekleyici hizmetlerle birlikte mikrokredi şeklinde fon aktaran mikrofinansman kredisi ile bir yönü ile ilişkilendirmek mümkündür. Çünkü öz sermaye desteği sağlayan bu tür girişim finansman seçeneklerinin en temel ayaklarından birini de sosyal fayda oluşturur. Sosyal fayda ortak paydası üzerinde katılım finansman çeşitleri ile mikrofinansman kredisini birleştirirken, mikro finansmana temel bazı noktaları yönünden değinmek yararlı olacaktır.

8.5. MIKROFİNANSMAN

Mikrofinansman gelişmekte olan ülkelerde fakirliğin azaltılmasında önemli bir araç haline gelmiş bulunmaktadır. Geleneksel olarak,

320. BVCA, "Private Equity-The New Asset Class", **Highlights of the London Business School Report**, 2000, s. 4.

321. Berger, Allen N. and Udell, Gregory F., a.g.e.

322. Jeng, Leslie A. and Wells, Philippe C., "The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries", **Journal of Corporate Finance**, Vol. 6, 2000, ss. 241-289.

323. Wright, Mike and Robbie, Ken, "Venture Capital and Private Equity: A Review and Synthesis", **Journal of Business Finance and Accounting**, Vol. 25, 1998, ss. 521-570.

mikrofinansın fon kaynakları kamu ve özel sektör bağışları ile kar amaçlı olmayan yardım kuruluşlar tarafından sağlanmıştır. Ancak son yıllarda mikrofinansın fon kaynakları içinde kar amaçlı olmayan kuruluşların ve yatırımcıların payı azalmaktadır. Buna karşın daha çeşitlenmiş fon kaynakları ortaya çıkmaktadır. Mikrofinansman, 2000’li yıllarla birlikte ticari bir alan haline dönüşmüş ve ticarileşme hızlı bir şekilde atmaktadır. Ulusal ve uluslararası ticari bankalar sadece gelişmekte olan ülkelerde değil, gelişmiş ülkelerde de artan bir şekilde mikrofinansman kuruluşlarına ilgi göstermektedirler.³²⁴ Mesela, Pakistan’da bir kısım ticaret bankası mikrofinansman alanına girmiştir. Malezya ve Tayland’da ticari bankaların mikrofinansmana girmelerini teşvik edecek çalışmalar söz konusudur.³²⁵ Hindistan’da Ulusal Tarım ve Geri Kalmış Bölge Kalkındırma Bankası, bireysel bankacılıkla mikrofinansmanda yer alacak şekilde yeni bir program başlatmıştır. Hindistan’da mikrofinansman sektörü hızlı bir şekilde büyümektedir ve bu büyümeyi sağlayan ise özel ticaret bankalarının özel sektör risk sermayesi şirketleri ve konvansiyonel olmayan risk sermayesi kurumları ile birlikte mikrofinansman alanında yer almalarıdır.^{326,327}

Mikrofinansın ticarileşmesi ile birlikte mikrofinans kuruluşları geleneksel hizmet alanlarını genişletmişlerdir. Mikrofinans kuruluşları, geleneksel olarak, kadınlara ve fakirlere küçük miktarlı kredi şeklinde mikrokredi sağlama üzerine odaklanmış organizasyonlardı. Ancak, günümüzde mikrokrediden mikrofinansmana doğru bir yönelme olmuştur. Artık mikrofinansman, sadece kadınlara ve fakirlere düşük miktarlı krediler sağlayan mikrokredi kuruluşlarının oluşturduğu bir alan değildir. Mikrofinansman, mikrokrediden daha geniş bir kapsama işaret etmektedir. Mikrofinansman, küçük girişimcilere, işletmelere bir takım destekleyici hizmetlerle birlikte fon aktaran bir finanslama alanıdır.

Dünyada son otuz yıldır sivil toplum kuruluşlarının, ticari bankalara bağlı birimlerin, kredi birliklerinin, kooperatiflerin ve finans şirketlerinin kurduğu yaklaşık 10000 mikrofinansman kuruluşu yaklaşık 40 milyon

324. Krauss, N., and Walter, I., “Can Microfinance Reduce Portfolio Volatility?” **Economic Development and Cultural Change**, 58 (1), 2009, pp. 85-110.

325. Galema ve diğerleri, “International Diversification and Microfinance”, **Journal of International Money and Finance**, 30(3), 2011, pp. 507-515.

326. Lakshman, N., India’s Banks are Big on Microfinance, Business week. August 22, 2006.

327. Lye, P.R., ICICI Joins Hands with Three VCs to Fund Microfinance Institutions, The Economic Times. June 5, 2006.

kişiyi hizmet vermektedir.³²⁸ Mikrofinansman kuruluşlarının 2006 yılı olarak toplam kredi portföyü 17 milyar ABD dolarına ulaşmıştır.³²⁹ Mikrofinansman kuruluşlarının yıllık büyümesinin %15-%30 arasında olacağı tahmin edilmektedir. Bu durum ise yıllık iki buçuk milyar ile beş milyar ABD doları arasında ilave portföy sermayesine talep oluşturacağına ve bunun için de yıllık ilave 300-400 milyon ABD doları öz sermayeye ihtiyaç olacağına işaret etmektedir.³³⁰ Bunlara bağlı olarak, çok sayıda mikrofinansman kuruluşu kendilerini misyon taşıyan sivil toplum kuruluşlarından, kısmen ya da tamamen özel sermaye ile fonlanan kurumsallaşmış finansal kurumlara dönüştürmüşlerdir. Daha iyi yönetimlere yönelmenin yanında, elverişli raporlama standartları, kredi derecelendirmesi ve endüstri birlikleri oluşturma şeklindeki düzenlemelerle mevduat kabulü ve ulusal ve uluslararası menkul kıymet çıkarımını içerecek şekilde mikrofinansman kuruluşları için alternatif fon kaynakları yolları açılmıştır.³³¹

Banka lisansı almış mikrofinansman kuruluşları için en uygun ve düşük maliyetli kaynak mevduatlardır. Diğer taraftan, mikrofinansman kuruluşlarının ilave kaynak olarak sermaye piyasalarına ulaşmaları durumunda, yerel talepleri ve finansal büyümeyi karşılayabilecek imkana kavuşmuş olurlar. Sermaye piyasalarındaki fon kaynaklarının daha uzun vadeli oluşu, dışsal faktörlere karşı daha az kırılgan olacak şekilde mikrofinansman kuruluşlarının finansal yapısını daha güçlü kılar. İlave olarak, sermaye piyasaları finansal aracılığın etkinliğini önemli derecede artırarak mikrofinansman kuruluşlarının fon maliyetini daha da düşürmüş olur.³³²

Bir kısım mikrofinansman kuruluşu, cazip alternatif finansman kaynağı olarak sermaye piyasalarına açılarak ticari bankalara dönüşmektedir. Mesela, bu dönüşümde en iyi bilinen örnek, Meksika'da Compartamos'dur. Compartamos, 1990'da kadınlara kredi sağlayan mikrokredi kuruluşu olarak işe başlamıştır, 1998'de ise kurumsal bir finans

328. Krauss, N., and Walter, I., a.g.e.

329. Ehrbeck, T., Optimizing Capital Supply in Support of Microfinance Industry Growth, McKinsey & Co. Presentation at microfinance Investor Round-table, Washington, DC, October 24-25, 2006.

330. Callaghan ve diğerleri, "Microfinance: On the Road to Capital Markets", **Journal of Applied Corporate Finance**, 19 (1), 2007, pp. 115-124.

331. Krauss, N., and Walter, I., a.g.e.

332. Krauss, N., and Walter, I., a.g.e.

kuruluşu haline dönüşmüş ve 2002 yılında 68 milyon ABD doları karşılığı yerel para cinsinden mikrofinansman tahvili ihraç etmiştir. Compartamos, 2007 yılında halka arz yaparak, Meksika borsasında işlem gören ticari bir bankaya dönüşmüştür. İlk uluslararası mikrofinansmana dayalı menkulleştirme, Developing World Markets tarafından yürütülen ve Latin Amerika, Doğu Avrupa ve Güney Doğu Asya'daki dokuz mikrofinansman kuruluşu için sağlanan 40 milyon ABD doları menkulleştirmedir.³³³

Bireysel ve kurumsal yatırımcıların mikrofinansmana artan ilgisi, belli bir derecede sosyal sorumluluk girişimciliğine karşı artan ilgi ile açıklanabilir. Ancak, mikrofinansman fon sağlayıcıları için söz konusu sosyal faydaya ilave olarak; mikrofinansın ticarileşmesindeki tartışma, bir kısım mikrofinansman kuruluşlarının sağladığı yüksek getirilere karşı bireysel ve kurumsal yatırımcıların kayıtsız kalmaması olarak cevap bulmaktadır. Öyle ki mikrofinansmanın portföy çeşitlendirmesinde önemli bir fırsat olarak görülmektedir. Çünkü, riske göre düzeltilmiş getiri diğer varlık sınıfları ile düşük korelasyon taşır. Bu düşük korelasyon, portföy volatilitasını düşürmek isteyen yatırımcılar için mikrofinansmana yatırım yaparak çeşitlendirme faydası sağlanabileceğini gösterir.³³⁴

Daha iyi bir portföy çeşitlendirmesinde mikrofinansman kuruluşlarının tahvil ve hisse senetlerinin önemli bir katkı sağlayacağı ortaya konmuştur.³³⁵ Aynı çalışma, uluslararası yatırımcılar için de iyi çeşitlendirilmiş portföylere mikrofinansmanı eklemelerinin, kısa dönemli satışlar üzerinde kısıtlama olması durumunda bile, önemli olduğunu göstermiştir. Yatırımcılar için bu tür pozitif bir ilişki, benzer sonuçlar diğer bir takım çalışmalarda da elde edilmiştir.^{336,337} Tüm bu sonuçlar, yatırımcıların sosyal faydayı hesaba katmadığı, sadece risk ve getiri üzerinde odaklanmaları durumunda bile mikrofinansmanın cazip yatırım fırsatları sunduğunu gösterir. Diğer taraftan, yatırımcılar tarafından mikrofinansmanın sosyal bir amaç taşıdığı da hesaba katıldığında, mikrofinansmana yatırım yapmak daha da cazip hale gelir.³³⁸

333. Krauss, N., and Walter, I., a.g.e.

334. Galema ve diğerleri, a.g.e.

335. Galema ve diğerleri, a.g.e.

336. Ahlin, Christian and Lin, Jocelyn, "Luck or Skill? MFI pPerformance in Macroeconomic Context", **BREAD Working Paper**, No. 132, 2006.

337. Gonzalez, A., "Resilience of Microfinance Institutions to National Macroeconomic Events: An Econometric Analysis of MFI Asset Quality", **MIX Discussion Paper**, No.1, 2007.

338. Galema ve diğerleri, a.g.e.

Dünya çapında en tepedeki mikrofinansman kuruluşlarının kendi yerel çevrelerindeki lider bankalardan iki kat daha fazla karlı olduğu yapılan bir çalışma ile belirlenmiştir.³³⁹ OECD ülkelerindeki beş bankayı ve gelişen piyasalardaki altı bankayı kapsayacak şekilde yapılan bir çalışmada, küçük ve orta ölçekli işletmelerin oluşturduğu portföylerin getirileri bankaların toplam portföy getirilerinden daha yüksek bulunmuştur.³⁴⁰

Diğer taraftan, mikrofinansman kuruluşlarının işlem maliyetleri konvansiyonel bankaların işlem maliyetlerinden çok daha yüksektir. Bununla birlikte; mikrofinansman kullanıcılarının sermaye harcamalarındaki yüksek marjinal verimlilik sayesinde, geri ödemeler konvansiyonel bankacılıktaki kredilendirmede olandan daha iyi bir şekilde yapılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerdeki tecrübeler, genellikle mikrokredi kullanıcılarının faizleri ödeme yetenekleri, mikrofinansman kuruluşlarının kredilendirme maliyetlerini fazlasıyla karşılamalarına imkan tanıdığını göstermektedir.³⁴¹

339. Littlefield, E. and Holtman M., Microfinanciers Overtake Their Commercial Pers, **Banker** (July 4), 2005, pp. 27-30.

340. Berryman, Mark P. ve diğerleri, "Benchmarking SME Banking Practices: What are The Lessons Emerging?", *Enterprise Development and Microfinance*, 18(4), 2007, pp. 303-314.

341. CGAP (Consultative Group to Assist the Poor), Annual Report, Washington, DC, 2004.

DOKUZUNCU BÖLÜM
KATILIM FİNANSMAN MODELİNDE YATIRIM SÜRECİ

9. KATILIM FİNANSMAN MODELİNDE YATIRIM SÜRECİ

9.1. GENEL AÇIKLAMA

Katılım finansman şirketlerinin girişimlere yatırım yaptığı süreçte ne tür kriterler ve yöntemler kullanacağı birçok açıdan önem arz eder. Gelişmiş ülkelerdeki uygulamalardan risk sermayesi ve özel sermaye fonu şirketlerinin yatırım kararlarında çok başarılı oldukları görülmektedir. Yapılan araştırmalarda özellikle risk sermayesi desteğini kullanan girişimlerin, kullanmayan girişimlere göre daha başarılı oldukları tespit edilmiştir.³⁴² Bu açıdan, risk sermayesi şirketlerinin yatırım süreçlerinden hareketle katılım finansman şirketlerinin yatırım süreçlerinin anlaşılması, katılım finansmanı kullanacak girişimlerin başarısının daha kolay anlaşılmasını sağlayacaktır.

Diğer taraftan, yeni girişimleri başarılı kılan kriterleri tespit etmek diğer yeni girişimlerin başarısını artırmaya yarayabilir. Çünkü, yeni girişimlerdeki başarısızlık oranı, kurulu girişimlerden çok yüksektir.³⁴³

Nihayet, katılım finansman şirketlerinin yatırım kriterleri ve yöntemleri, katılım finansmanı arayacak girişimciler açısından da önemlidir. İşe başlamak ya da işlerini büyütmek isteyen girişimciler büyük miktarlarda fona ihtiyaç duyarlar. Bu sebeple, girişimcilerin katılım finansman şirketlerinin yatırım modellerini anlamaları, fon bulmalarında yardımcı olacak bir faktördür.³⁴⁴

Bu belirtilen bilgilerden dolayı, risk sermayesi şirketi yatırım modelleri konusunda birçok araştırma yapılmıştır. Bu araştırmalardan hareketle katılım finansman yatırım süreci ortaya konulacaktır.

Araştırmacılar, risk sermayesi şirketlerinin başarısının büyük ölçüde kullandıkları yatırım modellemesine dayandığını belirtmektedir.³⁴⁵ Bu

342. Rosenstein, Joseph ve diğerleri, The Ceo, Venture Capitalist, and the Board, **Journal of Business Venturing**, 1993, Vol. 8, s. 99.

343. Fiet, James O., Risk Avoidance Strategies in Venture Capital Markets, **Journal of Management Studies**, 1995, Vol. 32, No. 4, s. 535.

344. Hall, John and Hofer, Charles W., Venture Capitalist's Decision Criteria in New Venture Evaluation, **Journal of Business Venturing**, 1993, Vol. 8, s. 25.

345. Fried, Vance H. and Hisrich, Robert D., Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making, **Financial Management**, 1994, Vol. 23, No. 3, s. 28.

sebeple, literatürdeki çalışmaların önemli bir kısmı yatırım modellemesi konusunu incelemişlerdir.

Bu çalışmaların ortak özelliği, aşamalarda tanımlanan birçok anahtar kriterin birbirleriyle benzerlik göstermesidir. Bu çalışmalarda kullanılan yatırım karar kriterleri, girişimci ya da girişimci ekibinin özellikleri çevresinde yoğunlaşmaktadır.³⁴⁶

Yatırım modellemesi konusundaki çalışmaların iki temel hedefi vardır.³⁴⁷ Birincisi, risk sermayesi şirketlerinin girişimlere ilişkin yatırım değerlendirme sürecindeki aşamaları ayırt etmek, ikincisi ise, her bir safhada kullanılan kriterleri tanımlamaktır.

Bu çalışmaların ortak benzerlikleri yanı sıra, ortak zayıflıkları da söz konusudur.³⁴⁸ Mac Millan bu zayıflıkları şöyle sıralamaktadır.³⁴⁹ İlk önce, risk sermayesi şirketleri ile yapılan görüşmelerde, cevaplayıcının en uygun cevabı verme endişesi ile cevaplarda bir yanılğı oluşturmaları mümkündür. Bazı risk sermayesi şirketleri kullanmadıkları kriterleri kullanıyormuş gibi gösterebilir. Mac Millan'ın bu eleştirisi araştırma tekniği itibariyledir. Şunu belirtmek gerekir ki, bir araştırma ne kadar uygun yönetilirse yönetilsin, Mac Millan'ın bahsettiği sistematik hatalar ortaya çıkabilecektir ve bunları ölçmek mümkün olmaz.

İkinci olarak, bu çalışmaların her birinde geriye dönük (expost facto) veri toplama tekniklerini kullanan risk sermayesi şirketleri tarafından aranan anahtar kriterler incelenmiştir. Bu durum araştırma sonuçlarında bir eğilim olmasına sebep olabilir. Yani, araştırma sonuçlarını tüm risk sermayesi sektörüne genellemekte güçlükler çıkabilir.

Üçüncü olarak, çalışmaların büyük çoğunluğu yatırım karar faaliyetinin aşamalarını araştırma öncesi belirtmediğinden, bu kriterler, risk sermayesi şirketinin yatırım karar sürecindeki değişik aşamalardan elde edilmiş olabilir. Yani, bu çalışmalarda kullanılan kriterler birbirleriyle doğrudan karşılaştırılmazlar.³⁵⁰

346. Hall, John and Hofer, Charles W., a.g.e., s. 26.

347. Fried, Vance H. and Hisrich, Robert D., a.g.e., s. 28.

348. Hall, John and Hofer, Charles W., a.g.e., s. 26.

349. Aktaran, Hall, John and Hofer, Charles W., a.g.e., s. 26.

350. Hall, John and Hofer, Charles W., a.g.e., s. 26.

Bugüne kadar yatırım modellemesi konusunda yapılmış çeşitli biçimsel çalışmalar mevcuttur. Bu çalışmalardan en çok ilgi gösterilen dört tanesine ait sonuçlar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 9.1: Risk Sermayesi Şirketlerinin Yatırım Faaliyet Sürecindeki Aşamalar

	Wells (1974)	Tyebjee Bruno(1984)	Silver (1985)	Hall (1989)
1	Girişimlerin bulunması	Girişim projelerinin tesbiti	Girişimcilerin bulunması	Girişim proje akışı oluşturma
2	Girişimin ön analizi	Girişimin ön analizi	Girişimin ön analizi	Girişimin ön analizi
3	X	X	X	Girişimi mukayese etme
4	X	X	Yatırımın yapılandırılmasına ilişkin ön müzakere	Yatırımın yapılandırılmasına ilişkin ön müzakere
5	X	Yatırımın yapılandırılması	Yatırımın yapılandırılması	Yatırımın yapılandırılması
6	(a) Girişimin yönetim kurulu ile buluşma (b) Girişimin operasyonlarını izleme	Yatırım sonrası faaliyetler	Yatırımı gözetleme	Girişimin operasyonlarını izleme
		X	X	X

Bu çalışmalardan ilkinde Wells (1974), risk sermayesi şirketleri ile yaptığı yüz yüze görüşmelerde, risk sermayesi yatırım karar sürecinin beş aşamadan oluştuğunu tespit etmiştir. Bunlar, yatırım fırsatlarının araştırılması, girişim tekliflerinin ilk değerlemesi, girişim tekliflerinin ayrıntılı değerlemesi, girişim yönetim kurulunda görev alma, girişim faaliyetlerine katılma ve girişimin likit hale dönüştürülmesidir. Wells'e göre, risk sermayesi şirketleri ilk iki aşamayı çok çabuk geçerler. Diğer

taftan, girişim tekliflerinin ilk değerlemesi ve ayrıntılı değerlendirilmesi aşamalarında farklı kriterlerin kullanıldığı tespit edilmiştir. İlk değerlemede daha genel konular değerlendirilirken, ayrıntılı değerlemede daha ayrıntılı konular değerlendirilmektedir.

Tyebjee ve Bruno ise (1984), yatırım karar sürecini beş aşamalı bir modelle açıklamaktadır. Bu dört safha; parlak girişimlerin araştırılması, girişim tekliflerinin çoğunun reddedildiği ön değerlendirme, ön değerlemeyi geçen girişim tekliflerinin detaylı değerlendirilmesi, ortaklığın şekillendirilmesi ve ortaklık sonrası faaliyetlerdir. Tyebjee ve Bruno kendi modellerinde, Wells'in modelindeki 4. ve 5. aşamaları birleştirerek ortaklığın şekillendirilmesi olarak biçimlemiştir. Diğer taraftan, yatırımın likit hale dönüştürülmesi aşamasını modellerinden çıkarmışlardır.

Tecrübeli bir risk sermayesi şirketi yöneticisi olan David Silver, 1985 yılında risk sermayesi şirketi için benzer bir yatırım modellemesini altı aşamadan oluşturmuştur: Parlak iş tekliflerinin araştırılması, çoğu iş teklifinin elendiği ön değerlendirme, ayrıntılı değerlendirme, ortaklığın şekillendirilmesi, girişimdeki ilerlemenin izlenmesi ve ortaklığın tasfiyesi ile yatırımı likit hale dönüştürmek. Silver'in modeli, ortaklığın tasfiyesi aşaması hariç Tyebjee ve Bruno'nun modeline oldukça benzemektedir.

Hall, 1989 yılında yaptığı araştırmayla risk sermayesi şirketlerinin yatırım karar süreçlerini modellemeye çalışmıştır.³⁵¹ Söz konusu araştırmacı araştırmasında yedi aşama tespit etmiştir: Girişim teklifi akışı oluşturma, girişim tekliflerinin ön değerlemesi, girişim projesinin ayrıntılı değerlemesi, ortaklık öncesi pazarlıklar, ortaklığın şekillendirilmesi, girişimin operasyonlarını izlemek ve ortaklığın tasfiyesiyle risk sermayesi şirketinin yatırımı likit hale dönüştürmesi.

Tablo'da görüldüğü gibi, risk sermayesi şirketi yatırım modellemesi konusunda çalışan araştırmacıların hem fikir oldukları konular şunlardır:³⁵²

- Risk sermayesi yatırım kararı çok aşamalı bir süreçtir.
- Girişim teklifi en az iki aşamada gerçekleştirilmektedir: Ön değerlendirme ve ayrıntılı değerlendirme.

351. Hall, John and Hofer, Charles W., a.g.e., s. 27.

352. Hall, John and Hofer, Charles W., a.g.e., s. 29.

- Risk sermayesi şirketleri tarafından risk sermayesi yatırım sürecinde kullanılan kriterler birden fazla aşamada kullanıldığı için araştırmalar daha ziyade bu kriterlerin tespiti üzerinde yoğunlaşmıştır.

Risk sermayesi yatırım modellenmesi konusundaki araştırmalardan elde edilen bir başka sonuç ise, iş tekliflerinin ön değerlendirmesi çok hızlı yapılmakta, daha sonraki aşamalar daha fazla zaman almaktadır. ABD’de risk sermayesi şirketleri ön değerlendirme için ortalama 6 dakika, ayrıntılı değerlendirme için ortalama 21 dakika zaman ayırmaktadır.³⁵³ ABD’de risk sermayesi şirketleri tarafından çok sayıda girişim teklifinin değerlendirildiği hesaba katılırsa, bu zaman dilimi küçümsenmemelidir.

Risk sermayesi yatırım modellemeleri konusunda yapılan bu çalışmalar rehber alınarak katılım finansman yatırım modellemesi konusunda bir alt yapı oluşturulabilir.

9.2. KATILIM FİNANSMANI YATIRIM FAALİYET SÜRECİ

Katılım finansman sektörünün Türkiye’de henüz kuruluş aşamasında olduğunu hesaba katarsak, katılım finansman şirketi yatırım modellemesi yaparken sahaya inmek ve yeterli bilgi elde etmek imkanı olmadığını belirtmek gerekir. Katılım finansman sektöründe yatırım modellemesi konusunda katılım finansman şirketleri arasında şirketten şirkete farklılıklar olabileceğini de belirtmek gerekir.

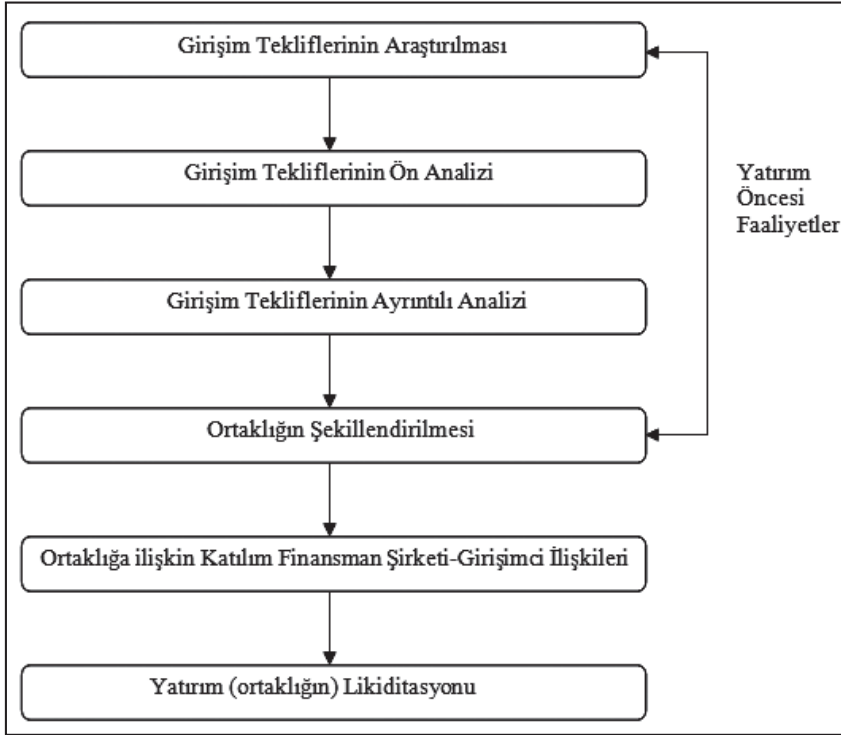
Özellikle risk sermayesi sektörünün geliştiği ülkelerde yatırım modellemesi konusunda yapılan çalışmalarda gerçek veriler sektörden toplanıp, ideal modeller oluşturulmaya gayret edilmiştir. Bir nevi sektörel uygulamalar bilimsel platforma taşınmış, bilimsel çalışmalara uygulama rehberlik etmiştir.

Yukarıda belirtilen sebeplerden dolayı ülkemizde katılım finansmanı faaliyet modellemesinin deneme-yanılma yöntemiyle tecrübe edileceği anlaşılmaktadır. Literatürdeki yatırım modellenmesi ile ilgili araştırmalar gözden geçirilerek, bir yatırım modellemesi tasarlanmıştır. Bu anlamda, bu çalışma iş hayatına yatırım modellemesi konusunda rehberlik etme iddiasını taşımaktadır.

353. Hall, John and Hofer, Charles W., a.g.e., s. 31.

Çalışmada tasarımılanan yatırım karar modelinin ana hatları aşağıdaki şekilde görülmektedir. Buna göre, bir girişimi değerlendirecek katılım finansman şirketi altı aşamalı bir süreci kullanacaktır. Bu aşamalar; katılım finansman tekliflerinin araştırılması (search), katılım finansman tekliflerinin ön analizi (screening), ayrıntılı değerlendirme (project evaluation), girişim ile katılım finansman şirketi arasında ortaklığın oluşturulması, ortaklık şirketindeki finansman dışı politikalar (yada girişimin izlenmesi) ve girişim ile katılım finansman şirketi arasındaki ortaklığın feshi (yatırımın likidasyonu).

Şekil 9.2: Katılım Finansmanı Yatırım Faaliyet Süreci



9.2.1. KATILIM FİNANSMAN TEKLİFLERİNİN ARAŞTIRILMASI

Girişim finansman şirketlerinin girişim teklifleri ile karşılaşabilecekleri ortam literatürde çok zayıf bir şekilde tanımlanmıştır.³⁵⁴ Yeni bir girişim fikrine sahip girişimcinin finansman temin etmek için nereye başvuracağını çoğunlukla bilmez, özellikle, katılım finansmanı sektörünün henüz kuruluş aşamasında olacağını düşünürsek bu konudaki bilgisizlik daha da yoğun olacaktır. Bu sebeple, katılım finansmanı şirketinin girişim tekliflerini sadece beklemesi yeterli olmaz, girişim tekliflerinin katılım finansman şirketine ulaşmasını sağlayacak ortamı da aynı zamanda organize etmesi gerekir.

Risk sermayesi sektörünün geliştiği ülkelerde girişim tekliflerinin risk sermayesi şirketine ulaşması başlıca üç yoldan gerçekleşmektedir.³⁵⁵ Bunlardan birincisi, girişimin direk olarak risk sermayesi şirketi ile temasa geçmesidir. İkincisi, girişimcinin bir aracı vasıtasıyla risk sermayesi şirketine başvurması, üçüncü ise, risk sermayesi sektöründeki diğer risk sermayesi şirketlerinden gelen havale girişim teklifleridir.

Katılım finansman piyasası açısından bakıldığında katılım finansman şirketlerinin, katılım finansmanı sektöründen alacağı havale girişim teklifleri genellikle konsorsiyuma katılmak şeklinde olacaktır. Konsorsiyum lideri diğer katılım finansman şirketlerinin konsorsiyumuna katılmasını arzuladığında, katılım finansman şirketlerine teklif götürecektir. Konsorsiyuma katılma yoluyla girişime temas çok yaygın olarak kullanılacaksa da, girişimci ile direk temas kurmak isteyecek katılım finansman şirketleri açısından çok önemli olmayabilir.

9.2.1.1. ARACI KULLANILMASI

Katılım finansman şirketi ile ilk temasta çeşitli kaynakların aracılık etmesi mümkündür. ABD’de girişim projelerinin çoğunluğu aracılar vasıtasıyla risk sermayesi şirketine ulaşmaktadır.³⁵⁶ Aracı kullanarak katılım finansman şirketine başvurulmasının başlıca iki nedeni vardır.³⁵⁷ Birincisi aracı güvenilir bir kaynaksa girişim teklifi muhtemelen ön

354. Tyebjee, Tyzoon T., and Bruno, Albert V., A Model of Venture Capitalist Investment Activity, **Management Science**, 1984, Vol. 30, NO. 9, s. 1052.

355. Tyebjee, Tyzoon T., and Bruno, Albert V., a.g.e., s. 1052.

356. Fried, Vance H. and Hisrich, Robert D., a.g.e., s. 31.

357. Fried, Vance H. and Hisrich, Robert D., a.g.e., s. 31.

değerlendirme aşamasını geçecektir. İkincisi, aracı muhtemelen katılım finansman şirketinin ne tür girişimlere destek vereceğini bilecektir. Katılım finansmanı arayan girişimcinin katılım finansman şirketine başvurmasında aracılık yapacak başlıca kişi ve kurumlar şunlar olabilir:³⁵⁸ Tanıdık bir kişi, yatırım bankaları, araştırma ve danışmanlık kurumları, üniversiteler, hukuk büroları.

- **Tanıdık bir kişinin aracılığı:** İş dünyası düşünüldüğünden küçük ve birbiri ile ilişkileri ön plana çıkaran bir ağa sahiptir. Kişisel temaslar, bir girişimcinin sahip olacağı en önemli faktörlerden bir tanesidir. Bu sebeple, girişimcinin katılım finansman şirketine bir tanıdık aracılığı ile başvurması sıklıkla tavsiye edilecektir. Aracı, girişimciyi katılım finansman şirketine takdim eder. Daha sonraki aşamalarda girişimci ve katılım finansman şirketi başbaşa kalır. Girişimciye aracılık eden kişinin tecrübesi ve itibarı katılım finansman şirketinin girişimciye ve girişime ilişkin ilk intibasına olumlu ya da olumsuz etkide bulunacaktır. Bu sebeple, girişimci yardım talep edeceği araçların bu özellikleri konusunda bilgi sahibi olmalıdır.
- **Yatırım bankaları:** Girişimcinin katılım finansman şirketi ile ilk temasında yatırım bankaları oldukça önemlidir. Hatta, bazı yatırım bankaları kendi katılım finansman şirketlerini kurmuş olacaklardır. Diğer taraftan, yatırım bankaları yeni girişimlere fon bulmalarında yardımcı olur. Birçok girişim, fon sağlama konusunda ilgili kaynaklar hakkında bilgisiz olduğundan yatırım bankalarına başvurur. Büyük yatırım bankalarının mali çevrelerde önemli itibarı vardır. Böyle bir kurum tarafından katılım finansman şirketine takdim edilecek girişimci önemli bir kredibilite sağlayacaktır.
- **Araştırma ve danışmanlık şirketleri:** İş hayatına ilişkin araştırma ve danışmanlık şirketleri, iş hayatı ile yakın ilişkilerinden dolayı iyi bir aracı olarak kabul edilir. Bu şirketler, genellikle girişimciye finansman bulmak yanında iş planı hazırlanması, girişim finansman şirketine takdim, girişimi değerlendirme v.b konularda destek verecek uzmanlar istihdam ederler. Bu şirketler girişim

358. Gladstone, David, **Venture Capital Handbook**. Simon ve Schuster pub New Jersey, USA, 1988, s. 235-240.

teklifinin mali kısımlarını hazırlamada girişimciye yardım etmekle birlikte, üretim, pazarlama ve yönetim konularında destek veremezler. Çünkü, bu şirketler her konuda derinlemesine bilgi sahibi değildir. Katılım finansman şirketleri, girişim tekliflerinin mali kısımlarını hazırlayan bu şirketlere güven duyabilirler. Bu ise girişimcinin bu tür bir aracı kullanmasında önemli bir avantaj ortaya çıkaracaktır. Girişimcinin bu şirketlerden yararlanmasının en iyi yolu, kendi hazırladığı iş planını bu şirketlere kontrol ettirmesidir. Bu şirketler de, girişimciyi katılım finansman şirketine takdim ettikten sonra, görüşmelerden çekileceklerdir. İlerideki aşamalarda, girişimci bu tür şirketlerden ilave yardımlar talep edebileceklerdir.

- **Hukuk büroları:** Girişim finansmanı uygulamalarının gelişmiş olduğu ülkelerde birçok hukuk bürosunun özellikle risk sermayesi sektörü ile iyi ilişkileri olmuştur. Tecrübeli bir avukat, genellikle risk sermayesi proje tekliflerinin yapılandırılması, girişimin risk sermayesi şirketine takdimi, girişimcinin danışmanı olarak ortaklık anlaşmasının maddelerini hazırlama ve daha sonraki aşamada girişim ile iç içe olur. Hukuk bürolarının finans çevreleriyle iyi ilişkileri olduğundan katılım finansmanı şirketlerini de tanıyacaklardır. Hukuk büroları, girişimciye temasa geçeceği katılım finansmanı şirketleri hakkında bilgi verebilir. Ayrıca, ilk temasta tanıştırma görevini de yerine getirebilir. Ancak, iş planlarının hazırlanması konusunda bir etkileri olmaz.

Bu sayılanlar, girişim finansmanı sektörünün gelişmiş olduğu ülkelerdeki en yaygın araçlardır. Ancak, sanayi kuruluşları, üniversiteler, ticaret odaları, yatırım brokerleri, diğer finansal kurumların da aracılık yapmakta etkili olabileceğini belirtmek gerekir.

9.2.1.2. DİREK TEMAS KURMA

Girişimci amacı doğrultusunda yardım alabileceğine inandığı katılım finansman şirketleri ile direk (aracısız) temas da kurabilir. Katılım finansman şirketleri bu yolla çok sayıda girişim teklifi alabilirler. Ancak, birçoğu ile ise ilgilenmeyeceklerdir. Bunun temel sebeplerinden bir tanesi, girişimcilerin katılım finansmanı başvurularını biçimsel bir dökümanla

değil, büyük ihtimalle sözlü olarak yapacak olmalarıdır. Girişimcilerin dokümanite bir başvuruda bulunması ilk imaj için oldukça iyi olacaktır.

Girişimcinin, herhangi bir yazılı malzeme sunmadan önce de kendi fikrinin ilgili alandaki durumunu saptamalıdır. Böylece, katılım finansman şirketinin girişimcinin alanına yatırım yapıp yapmadığını, eğer yapıyorsa ne kadarlık bir yatırım sermayesi kullandıklarını öğrenmiş olurlar. Bu sayede, katılım finansman şirketinin girişim teklifini kabul edip/etmemesi hakkında da fikir sahibi olacaklardır. Girişimci bu tür bilgileri, aracılık yapma potansiyeline sahip kişi ve/veya kuruluşlardan alabilir. Ayrıca doğru katılım finansmanı şirketine başvuracağını tespit etmek için girişimci, katılım finansman şirketi ile iş yapan firmalar, profesyoneller, katılım finansman şirketinin daha önce finanse ettiği girişimlerin yöneticileri ile görüşmek suretiyle de bilgi toplayabilir.

Girişimci dışında katılım finansman şirketinin de bazı konularda aktif olması gerekir. Katılım finansmanı sektörünün gelişim gösterebilmesi için, katılım finansman şirketlerinin başlangıç veya genişleme aşamasındaki girişimleri tespit etmek için sürekli olarak çevreyi gözlemlemeleri gerekir. Bu tür girişimleri tespit etmek için, katılım finansman şirketleri ticari sergiler, özel konferanslar, kongreler vb. düzenleyip aktivitelere katılıp temas kurmaya çalışabilirler. Bu çalışmalara başlaması için, katılım finansman şirketinin hangi teknolojileri destekleyeceğini belirlemesi gerekir. Girişimleri tespit etmeyi düşünen katılım finansman şirketi araçlardan (yatırım bankaları, araştırma şirketleri v.b) bir network oluşturabilir. Böylece, potansiyel girişimlere daha rahat ulaşabilecektir.

Görüldüğü gibi girişim tekliflerine ulaşmada iki temel yol vardır. Bunlardan ilki girişimcinin aktif olmasını, diğeri ise katılım finansman şirketinin aktif olmasını gerektirmektedir. Günümüz rekabet ortamında katılım finansman şirketlerinin tüm girişim teklifi başvurularını girişimcinin sorumluluğuna bırakmaması, kendisinin de girişimlere ulaşma konusunda aktif olması önem arz etmektedir.

9.2.2. KATILIM FİNANSMAN TEKLİFLERİNİN ÖN ANALİZİ

Katılım finansman şirketlerine yapılan girişim başvuru sayısının fazla olması durumunda, gerek sermayenin gerekse personelin yetersiz kaldığı durumlar ortaya çıkabilir. Zira, katılım finansman şirketleri kendilerine yapılan tüm başvuruları olumlu cevaplayamaz. Diğer taraftan, katılım finansman şirketleri yapılan tüm başvuruların ayrıntılı değerlendirmesine ne zaman ne de personel olarak yeterli olamayacaklardır. Bu durumda, katılım finansman şirketleri yapılan başvuruları ayrıntılı değerlendirebilecek sayıya indirmek için elemeye tabi tutmaları gerekir. Bu eleme aşamasına “tekliflerin ön analizi” aşaması denir. Ancak, eleme yaparken bir takım kriterlerden de yararlanmaları gerekir. Aksi halde, başarı potansiyeline sahip olan girişim tekliflerinin elenmesi de söz konusu olabilir. Ön analiz aşamasında genellikle yatırım miktarı, yatırımın teknolojik ve sektörel boyutu, yatırımın coğrafi konumu, yatırımın finansman aşaması gibi değişik kriterler kullanılabilirler.³⁵⁹

9.2.2.1. YATIRIM MİKTARI

Yatırım kararı verildikten sonra girişim tarafından talep edilen danışmanlık ve kontrol görevi yatırımın büyüklüğüne bakılmaksızın aynı şekilde yerine getirilir. Çok sayıda girişime finansman dışı desteklerin verilmesi büyük ölçüde personel sayısına bağlıdır. Bu sebeple, yatırımın alt limitinin ne olacağı büyük ölçüde katılım finansman şirketinin personel sayısına bağlı olacaktır.

Yatırımın üst sınırını katılım finansman şirketinin sermaye yapısı ve yönetimin portföyde kaç yatırım arzuladıkları belirleyecektir. Buna rağmen, yatırımların üst limiti nispeten daha esnektir. Çünkü, büyük projelerde diğer katılım finansman şirketlerinin katılımını sağlamak mümkün olacaktır.

Yatırım miktarının alt ve üst limitlerinin ne olacağı risk sermayesi şirketleri arasında da önemli derecede farklılık gösterir. ABD’de yapılan bir araştırma yatırım alt limitinin 30.000 dolar, üst limitinin ise 7.5 milyon dolar olduğunu göstermektedir.³⁶⁰

359. Tyebjee, Tyzoon T., and Bruno, Albert V., a.g.e., s. 1056-1057.

360. Tyebjee, Tyzoon T., and Bruno, Albert V., a.g.e., s. 1056.

Girişimcilerin katılım finansman şirketlerinin yatırım alt ve üst limitini bilmeleri önemlidir.³⁶¹ Bunun için katılım finansman şirketinin personel ve sermaye yapısının bilinmesi gerekebilir. Bu bilgiler direk katılım finansman şirketi ile temasa geçmek suretiyle öğrenilebilir. Katılım finansman şirketleri bu tür bilgileri sunmaya oldukça istekli olacaktlardır. Çünkü, bu tür bilgilerin verilmesi uygun girişim tekliflerinin toplam içindeki oranını artıracak ve gerek personel gerekse zaman daha etkin kullanılacaktır.

ABD’de bu tür bilgileri yayınlayan uzmanlaşmış yayınlar mevcuttur.³⁶² “Pratt’s Guide to Venture Capital Sources” bu tür bilgileri yayınlar. Ayrıca, Venture Magazine dergisi “Guide to International Venture Capital” ve Küçük İşletme İdaresi (SBA) Küçük İşletme Yatırım Firmaları hakkında herkesin bilmek isteyeceği bilgileri iki katalogda yayınlamaktadır.³⁶³ Bu tür yayınlara ulaşmak, girişimcinin karar verirken karşılaştırmalı bilgilere sahip olmasını sağlar.

Risk sermayesi sektörünün geliştiği ülkelerde yatırımın üst limiti konusunda bir sınıflama yapma imkanı yoksa da, son yıllardaki gelişmeler üst limitin gittikçe arttığını göstermektedir. Bunun temel sebebi, girişim finansmanında konsorsiyum türü yatırımların yapılmasıdır.³⁶⁴ Bu sayede, risk sermayesi şirketi girişim teklifine daha büyük miktarlarda sermaye yatırmaya imkan oluşturmaktadır. ABD’de konsorsiyum şeklindeki yatırımlar gelişmektedir. Risk sermayesi sektörünün daha genç olmasından kaynaklanan sebeplerle İngiltere’de bu gelişmenin yaşanmadığı görülmektedir.³⁶⁵

9.2.2.2. TEKNOLOJİK VE SEKTÖREL BOYUT

Katılım finansman şirketleri, yatırım yaparken bir girişime değil spesifik bir sektör ya da teknolojiye yatırım yaptıklarını düşüneceklerdir. Bu sebeple, katılım finansman şirketi teklif edilen girişim projesinin teknolojik ve sektörel boyutunu göz önünde bulundurmak zorundadır.

361. Steven, Burrill G ve diğerleri, **The Arthur Young Guide to Raising Venture Capital**, Tab Books, PA, USA, 1989, s. 33.

362. Steven, Burrill G ve diğerleri, a.g.e., s. 34.

363. Steven, Burrill G ve diğerleri, a.g.e., s. 34.

364. Bygrave, William D., **Venture Capital Investing: A Resource Exchange Perspective**, Yayınlanmamış Doktora Tezi Boston University, Boston MA. USA, 1989, s. 32.

365. Lorenz, Tony, **Venture Capital Today**, Woodhead-Faulkner Pub. Cambridge, England., 1989, s. 97.

Katılım finansman şirketi birçok sektör ve teknolojide bilgi sahibi olamayacaklarından bir kaç sektör ve teknolojide uzmanlaşmaya gideceklerdir.

Tyebjee ve Bruno 1984 yılında yaptıkları araştırmada, risk sermayesi şirketlerinin %63'lük kesiminin ön elemelerde bu kriteri kullandığını tespit etmiştir. Tyebjee ve Bruno diğer bir çalışmada, ön elemeyi geçen projelerin %75'inin teknoloji temelli olduğunu, % 10'unun tüketim ürünleri, % 90'ından fazlasının imalat sanayine ilişkin olduğunu tespit etmişlerdir.³⁶⁶ Bu çalışmanın diğer bir bulgusu, risk sermayesi şirketlerinin mevcut bir teknolojinin yeni bir uygulamasından ziyade yeni teknolojilere yatırım yaptığını göstermektedir.

Risk sermayesi sektöründeki uzmanlaşma eğiliminin büyük ve gelişmiş risk sermayesi sektörlerine has bir olgu olduğu yeni oluşan risk sermayesi sektörlerinde, risk sermayesi şirketlerinin bu uzmanlaşmayı kaldıramayacakları belirtilmektedir.³⁶⁷ Buradan hareketle, girişimcilerin uzmanlık ve tecrübeye sahip katılım finansman şirketleriyle çalışmaları başarılı olmalarında önemli bir faktör olarak görülebilir.³⁶⁸

Katılım finansman şirketleri de, girişime finansman yanında artı bir değer sağlayabilmek için uzmanlık sahibi oldukları alanlarda finansman desteği sunacaklardır. Örneğin, bilgisayar alanında uzmanlaşmış bir katılım finansman şirketi, kan örneklerini analiz etmekle ilgili bir girişimi desteklemekte oldukça çekimser olacaktır. Çünkü, kendi uzmanlık alanından oldukça uzak bir alandır. Bir girişimcinin çalıştığı sahayı, rakipleri ve kritik başarı faktörleri konusunda bilgili olan bir katılım finansman şirketi ile girişimcinin çalışması çok faydalı olacaktır.³⁶⁹ Böylece, girişime bir katma değer sağlanabilir. Katılım finansman şirketinin network bağlantıları, anahtar yöneticiler, danışmanlık hizmeti ve ihtiyaç duyulduğunda “öğrenme eğrisinin” negatif etkisini gidermede faydalı olabilir.³⁷⁰

Katılım finansman modelinin en yaygın kullanım şekli olan risk sermayesi sektörünün geleneksel yatırım alanı, yüksek teknoloji

366. Tyebjee, Tyzoon T., and Bruno, Albert V., a.g.e., s. 1057.

367. Bygrave, William D., a.g.e., s. 64.

368. Steven, Burrill G ve diğerleri, a.g.e., s. 34.

369. Lorenz, Tony, a.g.e., s. 33.

370. Lorenz, Tony, a.g.e., s. 36.

ürünleridir. ABD’de 1970’lerin ortalarından 1980’lerin ilk yıllarına kadar yüksek teknoloji girişimleri risk sermayesi sektörünün en popüler yatırım alanları olmuştur. Yüksek teknoloji ürünlerin kategorisinde, mikro bilgisayarlar, elektronik donanımlar, telekomünikasyon, iletken polimerler ve arsenid gibi malzeme teknolojileri, bio-teknoloji, yazılım ve yapay zeka v.b ürün sınıfları yer alır.³⁷¹

9.2.2.3. GİRİŞİMİN COĞRAFI KONUMU

Katılım finansman şirketi bir girişime yatırım yaptığı zaman, girişimi düzenli olarak ziyaret etmeyi ilke edinmelidir.³⁷² Katılım finansman şirketleri zamansal kaygılar nedeniyle yatırımlarını büyük yerleşim yerleriyle sınırlayabilirler. Girişimin coğrafi konumu katılım finansman şirketinden oldukça uzak olsa bile, girişime yakın bir katılım finansman şirketinin katılımı halinde bu kriter önemli olmaktan çıkacaktır. Öte yandan, bu kriter coğrafi olarak oldukça büyük alan kaplayan ülkelerde önemli olan bir kriterdir. Örneğin İngiltere, Belçika, Hollanda, Singapur gibi küçük coğrafyaya sahip ülkelerde yerel risk sermayesi yatırım kararlarında bu kriter önemli olmaz.

Diğer taraftan, girişimler de kendilerine coğrafi olarak daha yakın katılım finansman şirketleri ile çalışma eğiliminde olacaklardır. Girişim coğrafi olarak katılım finansman şirketine uzak olsa dahi, ulaşım imkanlarının kolay olması halinde coğrafi uzaklık faktörünün önemi minimize olur. Örneğin, İstanbul ile Trabzon arasında düzenli ve sık uçak seferlerinin olması halinde, Trabzon’daki bir girişim İstanbul’daki katılım finansman şirketi için Bursa’dan daha yakın kabul edilebilir. Çünkü, Bursa’ya düzenli uçak seferi olmadığından, kara yolundan ortalama 4 saatlik bir seyahat gerekir.

9.2.2.4. GİRİŞİMİN FİNANSMAN AŞAMASI

Bir girişime katılım finansmanı akışı girişimin çeşitli gelişim aşamalarında olabilecektir. Bazı katılım finansman şirketleri sadece geç aşama yatırımlarının finansmanı ile ilgilenmelerine karşın, bazıları da

371. Steven, Burrill G ve diğerleri, a.g.e., s. 24.

372. Tyebjee, Tyzoon T., and Bruno, Albert V., a.g.e., s. 1057.

daha erken aşamalar üzerine yoğunlaşabilirler.³⁷³ Girişimci için en zor elde edilen finansman, erken aşamada, başlangıç girişimlerine gerekli olan finansmandır. Teknoloji yönelimli katılım finansman şirketlerinin çoğunluğu yeni bir ürünün veya sürecin başlangıcındaki araştırmaları finanse etmeye yanaşmayacaklardır. Çok az sayıda katılım finansman şirketi kavram geliştirme ve ar-ge aşamasına yatırım yapacaktır.

Risk sermayesi sektörü açısından bakıldığında, 1984 yılından itibaren başlangıç aşamalarından, genişleme aşamalarına doğru bir yönelim söz konusudur. 1985'ten başlamak üzere, management buy-out, leverage buy-out ve geç aşama girişimlerine daha fazla finansman sağlanmaktadır. Örneğin, 1990 yılında İngiltere'deki 29 risk sermayesi şirketinden 11 tanesi geç aşamadaki buy-out ve buy-in şeklindeki girişimleri finanse etmiştir.³⁷⁴

Katılım finansman şirketlerinin girişimlere yaptıkları yatırımın geri dönüşleri zamansal olarak farklılık gösterebilir. Katılım finansman şirketi yatırımcıları ve katılım finansman şirketleri, gerçekleşenden daha kısa bir dönemde yatırımlarını geri almayı bekleyeceklerdir. Yeni yatırımlar için sermaye ihtiyacı, katılım finansman şirketinin performansını katılım finansman şirketi ortaklarına göstermek ve yöneticilerin ücret ve primlerinin ödenebilmesi için katılım finansman yatırımlarının belirli bir sürede geri ödenmesi gerekir. Bu, katılım finansmanı sektörünün de özüdür. Katılım finansman şirketi yatırım yaparken bunları da göz önünde bulundurmalıdır.

Erken aşama girişimini finanse eden katılım finansman şirketleri orta veya uzun dönemli (5-7 yıl) bir beklenti içinde olacaklardır.³⁷⁵ Destekledikleri girişimlerin çoğunluğunun borsada satışının yapılabilecek veya başka birine tümünden satılabilecek seviyeye gelmesi önemli bir zaman süresini gerektirecektir.

Katılım finansman sektöründe erken aşama yatırımların geç aşama yatırımlarına göre daha fazla başarısızlık potansiyeline sahip olacağı ve buna bağlı olarak sonuçlarda da büyük farklılıklar olacağı risk sermayesi uygulamalarına bakılarak öngörülebilir.³⁷⁶ Bununla birlikte, erken aşama

373. Tyebjee, Tyzoon T., and Bruno, Albert V., a.g.e., s. 1057.

374. Steven, Burrill G ve diğerleri, a.g.e., s. 14.

375. Lorenz, Tony, a.g.e., s. 53.

376. Ruhnka, John C. ve Young, John E., Some Hypotheses About Risk in Venture Investing,

girişimlerdeki kazanç potansiyelinin geç aşama girişimlerine göre oldukça yüksek olduğu da öngörülebilir. Katılım finansman şirketlerinin kârlılığını etkileyen asıl başarı erken aşama girişimlerinden sağlanan karlılık düzeyleri olacaktır. Geç aşama girişimlerdeki başarı, kârlılığı nispeten daha az etkiler.³⁷⁷ Mümkün olan en yüksek getiriyi elde etmeye çalışan katılım finansman şirketleri beklenen en yüksek kazancı vaat eden erken aşamalara yatırım yapacaklardır.³⁷⁸ Çünkü, beklenen başarısızlık olasılığı yüksek olsa dahi, erken aşama girişimlere yapılan yatırımların beklenen kazancı da o derece yüksek olacaktır. Böylece, potansiyel kayıplar yatırılan küçük miktarlarla sınırlı kalacaktır.

Geç aşama yatırımlara yapılan yatırımların miktarının büyük olması dolayısıyla potansiyel kayıp miktarının da büyük olması beklenebilir.³⁷⁹ Buna karşın, geç aşamalarda beklenen kayıp ihtimalinin daha düşük olacağı söylenebilir.³⁸⁰

Erken aşama ve geç aşama girişimlerinin finansmanında beklenen kayıp miktarı ve taşınan riskler farklı olduğundan atak katılım finansman şirketleri ve tutucu katılım finansman şirketleri olmak üzere iki temel katılım finansman şirketi ortaya çıkacaktır.³⁸¹ Atak katılım finansman şirketleri yatırımların beklenen getiri miktarlarını maksimuma çıkartmayı hedeflerken, tutucu katılım finansman şirketleri ise, beklenen miktarlardan ziyade belirsizliği azaltmayı hedefleyecek ve buna göre yatırım kararı verecektir.

9.2.3. KATILIM FİNANSMAN TEKLİFLERİNİN AYRINTILI ANALİZİ

Ön analiz (eleme) aşamasını geçen katılım finansman teklifleri, ayrıntılı analiz aşamasına geçeceklerdir.³⁸² Risk sermayesi konusunda yapılan çalışmalardan hareketle ön elemedeki tekliflerin az bir kısmının bu aşamaya ulaşacağı söylenebilir. Ayrıntılı değerlendirme aşaması banka kredi incelemesinden çok daha fazla ayrıntıya inilmesini gerektirir.

Journal of Business Venturing, Vol. 6, 1991, s. 116.

377. Ruhnka, John C. ve Young, John E., a.g.e., s. 117.

378. Ruhnka, John C. ve Young, John E., a.g.e., s. 118.

379. Ruhnka, John C. ve Young, John E., a.g.e., s. 118.

380. Ruhnka, John C. ve Young, John E., a.g.e., s. 119.

381. Ruhnka, John C. ve Young, John E., a.g.e., s. 119.

382. Tyebjee, Tyzoon T., and Bruno, Albert V., a.g.e., s. 1059.

Ancak, bu ayrıntı seviyesi sadece birkaç teklifle ilgilenebilecek kadar da olmayacaktır.³⁸³

Bu aşamada, hem iç hem de dış kaynaklardan girişimle ilgili bilgiler toplanır. Toplanan bu bilgiler daha sonra, girişimcinin teklifinde yer alan bilgilerle karşılaştırılır.³⁸⁴

Ayrıntılı değerlendirme aşaması girişimci (ve ekibi) ile katılım finansman şirketinin toplantısı ile başlar. Proje teklifi değerlendirilirken, girişimci (ve ekibi) ile seri toplantılar yapılır. Bu toplantıların iki hedefi olacaktır³⁸⁵: Katılım finansman şirketinin girişimcinin işiyle ilgili daha fazla bilgi toplamak ve ne yapmak istediğini daha iyi anlamak ve girişimci (ve ekibi)'nin sektöre, proje teklifine karşılaşılabilecek problemlere ilişkin değerlendirmelerini görmek. Bu toplantılar, girişimci (ve ekibi)'nin düşünme ve davranış şekillerini değerlendirmek için iyi bir fırsattır. Ayrıca, girişimci (ve ekibi)'nin baskı altında yönetim kabiliyetleri de ölçülmüş olur.

Girişimci ve ekibinin özellikleri, referansları ve ilave bilgilerle değerlendirilir. Referans kontrolü, katılım finansman şirketinin girişimci hakkında ön bilgisine göre yapılır veya yapılmaz. Bazı katılım finansman şirketleri, girişimci hakkında referans elde etmeyi, iyi bir katılım finansman şirketi ile kötü bir katılım finansman şirketini birbirinden ayıran temel faktörlerden birisi olarak değerlendirebilir.³⁸⁶

Erken aşama yatırımlarına göre geç aşama yatırımlarında, finansal bilgilerin uygulanabilirliğine ilişkin olarak tecrübeli muhasebecilerle temas kurmak gerekebilir. Geç aşama yatırımlarında bilgi sahibi olunması için daha çok ikincil kaynaktan veri toplanmasına gerek olabilir.³⁸⁷ Özellikle, erken aşama girişimlerde potansiyel müşterilerle temas kurarak bilgi toplanacaktır. Biçimsel pazar araştırmaları yapılabileceği gibi, dışarıdan danışman kullanmak da mümkün olacaktır.

Erken aşama girişimlerinde geç aşama girişimlerine göre daha fazla ürünün teknik özelliklerine önem verilir. Çünkü, geç aşama yatırımlarında

383. Tyebjee, Tyzoon T., and Bruno, Albert V., a.g.e., s. 1059.

384. Tyebjee, Tyzoon T., and Bruno, Albert V., a.g.e., s. 1059.

385. Schuit, J.W.R. ve diğerleri, The Added Value of International Venture Capital Funds. Building European Ventures, Proceedings of the second Annual EFER forum held at INSEAD; France. Elsevier Science Pub, Amsterdam, The Netherlands, 1990.

386. Steven, Burrill G ve diğerleri, a.g.e., s. 37.

387. Fried, Vance H. and Hisrich, Robert D., a.g.e., s. 31.

katılım finansman şirketi müşterilerle ve sektör uzmanlarıyla görüşmek suretiyle teknolojik özellikler hakkında bilgi alabilecektir. Erken aşama yatırımlarında ise, teknolojik değerlendirme bir kaç yolla yapılabilir. Bunlardan biri, teknolojik değerlendirme konusunda bir danışmanlık şirketi ile görüşmektir. Diğer bir yol, teknoloji ortaklıklarını kullanmaktır. Bir diğer yol ise, girişimcinin verdiği bilgilere dayanarak karar vermektir.

Katılım finansman şirketinin, ayrıntılı analizde portföyünde bulunan ve benzer sektörde faaliyet gösteren girişimlerin yöntemiyle de görüşmesi mümkündür. Portföydeki girişimler, değerlendirilen girişim teklifinin potansiyel müşterisi, arz kaynağı v.b olabilirler.

Erken aşama girişimlerine yatırım yapan katılım finansman şirketleri, geç aşama girişimlere yatırım yapanlara göre, portföylerindeki girişimlerle daha fazla temasa geçeceklerdir. Çünkü, bunlar sektörel bazda daha fazla uzmanlaştıklarından bilgi sahibi girişimlere sahip olacaklardır.³⁸⁸

Bir girişimin kazanç büyümesi, gerçekçiliği ve girişimin içeriğini anlayabilmek için proforma mali tablolara bakmak gerekir. Bu sebeple, katılım finansman şirketleri girişimciden mali tabloları isteyeceklerdir. Mali konulardaki projeksiyonlar hem girişimin piyasa değerini karşılaştırmak hem de ortaklığın tasfiyesi anında elde edilebilecek değer hakkında tahmin yürütmeye yarar.

Geç aşama girişimleri geçmişe ait mali tablolara da sahip olduğundan, daha fazla bilgi sunma imkanına sahiptir³⁸⁹. Ayrıntılı değerlendirme aşaması devam ederken başlangıçtaki hedeflerde değişiklik olabilir.

Ön analizde girişim teklifinin fizibil olup olmadığına karar verilirken, ayrıntılı değerlendirmede fizibil bir projenin önündeki engeller saptanmaya çalışılır. Ayrıntılı değerlendirme sürecinin ikinci aşamasında oldukça uzun zaman harcandığı için, ortaklığın şekillendirilmesi konusunda da yeterli bilgiye sahip olunur.³⁹⁰ Bu aşamada girişim teklifinin fiyatlanması konusunda da aşağı yukarı bir fikir edinileceğinden, yüksek fiyatlı projelerin görüşmelerine daha fazla zaman ayırmaya gerek kalmaz.³⁹¹ Bu noktada şunu da belirtmek gerekir ki, ön değerlendirme, ayrıntılı değerlendirme

388. Fried, Vance H. and Hisrich, Robert D., a.g.e., s. 31.

389. Fried, Vance H. and Hisrich, Robert D., a.g.e., s. 31.

390. Fried, Vance H. and Hisrich, Robert D., a.g.e., s. 32.

391. Fried, Vance H. and Hisrich, Robert D., a.g.e., s. 34.

ve ortaklığın şekillendirilmesi aşamaları arasındaki farklar bütün katılım finansman şirketlerince olduğu gibi algılanmayacaktır.³⁹²

Girişimci tarafından proje teklifine gerçekçi olmayan yüksek bir fiyat biçilmesi, teklifin süratle reddini gündeme getirebilir. Bu sebeple, bir çok girişimci proje teklifine fiyatı dahil etmez.³⁹³

Ayrıntılı değerlendirme aşaması sadece yatırımın başarılı olması için sağlanması gereken bilgiye sahip olma açısından değil, katılım finansman şirketinin gelecekteki kaynaklarını hareketlendirmesi açısından da oldukça önemlidir. Ayrıntılı değerlendirme aşaması, kurumsal yatırımcıların katılım finansman şirketini seçmelerini etkileyen faktörlerden bir tanesidir.

Ayrıntılı değerlendirme aşaması sürecinde dikkate alınan en önemli değişkenleri saptamayı amaçlayan ve risk sermayesi şirketleri üzerinde yürütülen çalışmalara göre “girişim yönetiminin kalitesi” en önemli faktör olarak göze çarpmaktadır.³⁹⁴ Girişim yönetiminin kalitesi ürün özelliklerinden bile önemli görülmektedir. Bu çalışmaların yanı sıra, risk sermayesi şirketlerinin ayrıntılı analiz aşamasında hangi değerlendirme kriterleri kullandığını tespit etmek amacıyla çeşitli araştırmalar (Wells, 1974; Tyebjee ve Bruno, 1984 gibi) da yapılmıştır.

Tyebjee ve Bruno (1984), risk sermayesi şirketlerinin ayrıntılı değerlendirme aşamasında hangi faktörleri kullandığını tespit etmek amacıyla 23 adet değişkeni faktör analizi ile sıralamışlardır. Buna göre beş temel faktör bu süreçte özel önem taşımaktadır. Pazar cazibesi, ürün farklılaştırması, yönetsel yetenekler, çevresel tehditlere direnç ve likidasyon potansiyeli. Bu faktörler katılım finansman şirketleri açısından şu şekilde değerlendirilebilir.

- **Pazar cazibesi:** Bu faktör pazara ulaşabilme, pazarın ürün talebi, pazar büyüklüğü, pazarın büyüme potansiyeli gibi değişkenlerle açıklanmaktadır. Pazar cazibesi kriteri ürün teknik özelliklerini içermez. Ürün ihtiyacı teknik kriterler altında oluşturulmuş olsa bile, pazar cazibesi ürünün satıp satmayacağına ilişkin soruyu sorgular. Günümüz rekabetçi ortamında hiç bir ürünün pazar

392. Fried, Vance H. and Hisrich, Robert D., a.g.e., s. 35.

393. Fried, Vance H. and Hisrich, Robert D., a.g.e., s. 35.

394. Tyebjee, Tyzoon T., and Bruno, Albert V., a.g.e., s. 1060.

payına % 100 olarak sahip olamayacağı bilinir. Pazar, giriş ve pazar payının büyütülmesine müsaade etmelidir.³⁹⁵

Katılım finansman şirketleri, girişimcilerden pazarın ürünlerini kabul edip etmeyeceğini gösteren bir araştırma yapmış olmalarını bekleyeceklerdir. Girişim proje teklifinde pazar cazibesine ilişkin bilgiler yer almıyorsa, çok nadir olarak projenin ayrıntılı analizine ileriki aşamalarda geçeceklerdir. Çünkü, bu tür araştırması yapılmamış bir girişim büyük bir belirsizlik içerir.

Girişimin hedeflediği pazarın büyük olması istenir. Çünkü, büyük bir pazarın bir çok bölümü vardır. Pazar bölümlendirmesine dayalı büyüme potansiyeli söz konusu olur.

- **Ürün farklılaştırması:** Teknik yetenekler, kar marjları, ürünün benzersizliği, ürünün patent alabilme yeteneği gibi faktörler ürün farklılaştırma yeteneklerini belirler. Bu kriter, özgür bir piyasada ürün teknik özelliklerinin farklılaştırmaya imkan verip vermemesi açısından önemli kabul edilir. Ürün yenilik yapma fırsatları, hizmet ise kalitesinin yükseltilmesi, maliyetlerin düşürülmesi, ilave ekipman ihtiyacı göstermeme, teknolojik gelişmelere adapte olabilme v.b özelliklere sahip olmalıdır. Bu anlamda, ürün veya süreç özgün olmalıdır. Ayrıca, piyasaya girmeyi, ar/ge çalışmalarını finanse etmeyi, büyümeyi finanse etmeye yetecek kadar kar marjına sahip olmalıdır.
- **Yönetsel yetenekler:** Yönetim, pazarlama, finansman yetenekleriyle, daha önceki çalışmalarından sahip olunan referanslarla açıklanan bir faktördür. Yönetsel yetenekler kalitatif özellikleri sebebiyle değerlendirilmesi en zor olan faktörlerden biridir. Pazar cazibesi ve ürün farklılaştırması fırsatları ne kadar çok olursa olsun, yönetsel yeteneklerini tespit etmek için girişimci ile fazla zaman geçirmek ve iyice tanımak gerekir. Böylece, yönetsel yetenekleri yanında zayıf/güçlü olduğu yönleri, eğilimleri de tespit edilebilir. Yönetsel yetenekleri sınamada basit fakat en etkili yolların biri girişimcinin referanslarını değerlendirmektir.
- **Çevresel tehditlere direnç:** Bu faktör, kontrol edilemeyen çevresel değişimlere (ekonomik / sosyal / rakipler / arz kaynakları

395. Kozmetsky, George ve diğerleri, a.g.e., s. 5.

/ yasal v.b) ne derece ayak uydurabileceğini açıklamaktadır. Bu direncin sağlanmasında en önemli iki faktör girişiminin yönetme becerisi ve tecrübesidir.

- **Likiditasyon potansiyeli:** Girişimin zamanı geldiğinde likit hale dönüştürülüp (katılım finansman şirketi açısından) dönüştürülemez durumu gösterir. Katılım finansman şirketleri, yatırım yaptıkları girişimdeki hisselerini ileride yatırımları geri alacak ve belli ölçüde kar elde edecek şekilde elden çıkarmayı umarlar.

Tyebee ve Bruno, aynı çalışmada bu beş faktörün beklenen getiri, algılanan risk ve dolayısıyla yatırım kararı üzerindeki etkisini de araştırmışlardır. Buna göre; beklenen getiri üzerinde pazar cazibesi ve ürün farklılaştırması faktörlerinin, algılanan risk üzerinde ise yönetsel yetenekler ve çevresel tehditlere direnç faktörü etkili olmaktadır. Pazar cazibesi ve ürün farklılaştırması faktörlerinin pozitif olması beklenen getiriyi pozitif yönde etkilerken, yönetsel yetenekler ve çevresel tehditlere uyumdaki zayıflık, algılanan riski önemli derecede artırır. Beklenen getirideki pozitif bekleyiş yatırım kararı üzerinde pozitif bir etkiye sahipken, algılanan riskin yüksek olması yatırım kararını negatif yönde etkilemektedir.

Likiditasyon potansiyelinin, ne beklenen getiri ne de sezilen risk üzerinde bir etkisi vardır. Bu son sonuç beklenmedik bir durumu yansıtmaktadır. Çünkü, yatırımın likit hale dönüştürülmesi gerçekleşmeden kazançları realize etmek oldukça güç olacaktır.

Son olarak şunu belirtmek gerekirse, beklenen kazanç ile algılanan risk dengelenirse katılım finansman şirketleri riskli projelere yatırım yapma eğiliminde olacaklardır.

Goslin ve Borge, 1986'da risk sermayesi şirketlerinin girişim değerlemede kullandıkları kriterleri tespit etmek amacıyla bir araştırma yapmışlardır.³⁹⁶ Önem sırasına göre söz konusu faktörler şunlardır: Yönetim tecrübesi, pazarlama tecrübesi, dengeli ekip, kanıtlanmış bir sicil, finansman tecrübesi, işletmelerin eksiklerine vakıf olmak. Görüldüğü

396. Aktaran, Sağari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, **Venture Capital: Lessons from the Developed world for the Developing Markets**. The World Bank and IFC, Washington, D.C. USA, 1992.

gibi bu araştırmada diğerlerine benzer şekilde girişimci özellikleri üzerinde odaklanmış, girişim faktörlerini hesaba katmamıştır. Bu açıdan zayıf bir araştırma olarak kabul edilebilir.³⁹⁷

9.2.4. ORTAKLIĞIN ŞEKİLLENDİRİLMESİ

Değerlendirme süreçlerinden geçen girişim proje teklifleri, girişimci ile katılım finansman şirketi arasında ortaklığın şekillendirileceği aşamaya gelir. Ortaklığın şekillendirilmesi süreci, proje teklifine ilişkin girişimci ile katılım finansman şirketi arasında farklı ihtiyaç ve ilgilerin uzlaştırılması ile ilgili düzenlemeleri ve görüşmeleri içerir.³⁹⁸

Katılım finansman şirketi açısından ortaklık anlaşmasının oluşturulmasında bir kaç hedef söz konusu olacaktır.³⁹⁹ Birincisi, anlaşma ortaklık karşılığında katılım finansman şirketinin ne alacağını tespit edecektir. Bu ise, katılım finansman şirketinin girişimde sahip olacağı pay hisse miktarı demektir. İkincisi, anlaşmada sermaye harcamalarını ve girişimin yönetimine ilişkin maddeler yer alacaktır. Aynı zamanda, katılım finansman şirketinin ortaklıktaki etkinliği, finansman dışı destek olarak ne sunacağı, girişimin başka kaynaklardan sermaye temin etmesi durumunda ortaklığın yapısını etkilemeyi önleyecek maddeler yer alacaktır.

Proje teklifinin hayata geçip geçmeyeceği nihai olarak bu aşamada değerlendirilir. Bu aşamaya geldiği halde bazı projeler finansman desteği bulamayabilir.⁴⁰⁰ Bir araştırmada, risk sermayesi şirketlerinin bu aşamadaki projelerin %20'sine finansman sağlamadıkları tespit edilmiştir.⁴⁰¹

Ortaklığın şekillendirilmesi sürecinde girişimci ile katılım finansman şirketi arasında belli başlı şu konular tartışılacaktır.⁴⁰²

- Finansman araçlarının seçimi
- Yatırım riski
- Yatırımın beklenen getirisinin hesaplanması
- Girişimin fiyatlandırılması

397. Steven, Burrill G ve diğerleri, a.g.e., s. 18.

398. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e.

399. Tyebjee, Tyzoon T., and Bruno, Albert V., a.g.e., s. 1054.

400. Fried, Vance H. and Hisrich, Robert D., a.g.e., s. 34.

401. Fried, Vance H. and Hisrich, Robert D., a.g.e., s. 34.

402. Steven, Burrill G ve diğerleri, a.g.e., s. 107.

- Oy kontrolü
- Finansman sunma dönemleri
- Yönetim kurulunun şekillendirilmesi
- Ortaklığın tasfiyesine ilişkin yöntem ve zaman planlaması

9.2.4.1. FİNANSMAN ARAÇLARININ SEÇİMİ

Katılım finansman şirketi tarafından girişim projesine finansman sağlamaya karar verildikten sonra, önemli konulardan biri finansmanın hangi finansal araçlarla şekillendirileceğidir. Girişim finansman sektöründe başlıca 4 farklı finansman aracı söz konusudur:⁴⁰³ Adi hisse senetleri, imtiyazlı hisse senetleri, değiştirilebilir borç senetleri (convertible debentures) ve garantili borçlar (loan with warrants). Bu araçlarının her birinin hem girişimci hem de katılım finansman şirketi açısından avantaj ve dezavantajları söz konusudur.⁴⁰⁴ Bununla birlikte katılım finansmanı piyasasında faiz söz konusu olamayacağı için değiştirilebilir borç senetleri ve garantili borçlar bu piyasada kullanılamayacaktır. Ancak yine de söz konusu finansman araçları girişim finansman piyasalarında kullanılan finansman araçları olduğu için bu araçların işleyişine de kısaca değinilecektir.

9.2.4.1.1. ADI HİSSE SENEDİ

Katılım finansman sektöründe öz sermaye sağlamak için kullanılacak araçlardan bir tanesi adi hisse senedidir. Ancak, girişim finansmanında adi hisse senedinin çok az kullanılan bir araç olduğu belirtilmektedir.⁴⁰⁵ Katılım finansman şirketi açısından, adi hisse senedi diğer finansal araçların sağladığı avantajlara sahip olmayacaktır. Örneğin adi hisse senedi katılım finansman şirketine oy kullanma hakkı, nakit hale dönüştürme, sulandırmama (antidilution) ve itfa durumlarında ayrıcalıklar sunmayacaktır. Diğer taraftan adi hisse senetlerinin temettü ödemeleri imtiyazlı hisse senetlerine göre ikincil durumdadır. Proje finansmanında sadece adi hisse senedi kullanılması girişimci açısından da dezavantajlar ortaya çıkarır. Katılım finansman şirketine adi hisse senedi hiç bir ayrıcalık

403. Gladstone, David., a.g.e., s. 14.

404. Gladstone, David., a.g.e., s. 14.

405. Steven, Burrill G ve diğerleri, a.g.e., s. 108.

ve koruma sağlamayacağından, katılım finansman şirketi daha fazla pay isteyerek katlandığı riski dengelemeye çalışacaktır. Böylece, girişimci katılım finansman şirketine büyük bir pay verme durumunda kalabilir.

Girişimci, katılım finansman şirketine adi hisse senedi satmasına rağmen %51 hisse kendisindeyse önemli bir güç ele geçirecektir. Bu takdirde, girişimci kararlarında daha esnek davranabilecektir. Özellikle katılım finansman şirketinin bu tür kaygıları sebebiyle adi hisse senetleri diğer finansman araçları ile karışık satın alınabilecektir.

9.2.4.1.2. İMTİYAZLI HİSSE SENETLERİ

İmtiyazlı hisse senetleri sahiplerine, adi hisse senetlerinde bulunmayan bazı ayrıcalıklar sunar.⁴⁰⁶

İmtiyazlı hisse senedi çok esnek ve yatırımları geri almada koruma sağladığından katılım finansman şirketleri açısından cazip bulunabilir. İmtiyazlı hisse senetlerinin sahiplerine sağladığı ayrıcalıklar şunlardır:⁴⁰⁷ Temettü alma önceliği, özel kullanma hakkı, adi hisse senedine çevrilebilme özelliği, nakde dönüştürmede öncelik hakkı, sermaye artırımında rüçhan hakkı, adi hisse senetlerinin sulandırılmasından kaynaklanan olumsuz durumdan korunma hakkı. Bu sebeple, katılım finansman sunumunda yaygın olarak kullanılan araçlardan biri olacaktır.

İmtiyazlı hisse senedi farklı özellikler ve haklar içeren bir kaç şekilde düzenlenebilir.⁴⁰⁸ Katılım finansman şirketleri belirli koşullar sağlandığında girişimciden imtiyazlı hisse senedi almayı kabul edeceklerdir.⁴⁰⁹ Bu koşullar, imtiyazlı hisse senetlerine temettü dağıtılması, girişimcinin belli bir süre sonunda imtiyazlı hisse senedini geri almayı taahhüt etmesi, imtiyazlı hisse senedinin adi hisse senedine çevrilebilmesi, vb.'dir.

İmtiyazlı hisse senedi, girişimin ortaklık yapısını güçlendiren bir senet olarak görülür. İmtiyazlı hisse senedinin ne tür haklar ve ayrıcalıklar taşıyacağı girişimci, katılım finansman şirketi beklentileri ve girişimin içinde bulunduğu aşamaya göre farklılık arz edecektir. Bu anlamda erken

406. Steven, Burrill G ve diğerleri, a.g.e., s. 109.

407. Steven, Burrill G ve diğerleri, a.g.e., s. 109.

408. Barilett, Joseph W., **Venture Capital Law, Business Strategies and Investment Planning**, John Wiley and Sons pub. New York, USA, 1988.

409. Gladstone, David,, a.g.e., s. 14.

aşama finansmanı ve başlangıç aşama yatırımlarının finansmanında imtiyazlı hisse senedinin adi hisse senedine çevrilebilme ayrıcalığı önemli görülür.⁴¹⁰

Adi hisse senedi ve imtiyazlı hisse senedi katılım finansman piyasasında kullanılacak temel finansal araçlardır. Faiz bağlantısından dolayı katılım finansman piyasasında kullanılamayacak ancak girişim finansman piyasalarında kullanılabilen diğer önemli finansal araçlar ise yukarıda da ifade edildiği üzere değiştirilebilir borç senetleri ve garantili borçlardır.

Değiştirilebilir borç senedi, adi hisse senedine çevrilebilir faiz karşılığı alınan bir kredidir.⁴¹¹ Büyümek isteyen girişimler sermaye teminini öz kaynak ve borç kaynaklarının karışımı olarak elde ederler. Değiştirilebilir borç senetleri ABD’de Küçük İşletme Yatırım Şirketleri (KİYS) açısından oldukça caziptir. Çünkü, KİYS’leri girişimlere sundukları fonları hükümetten borç olarak alır. Değiştirilebilir borç senedi ihraç ederek toplanan faizi, alınan borcun faizi olarak verir.⁴¹²

Başlangıç veya erken aşama girişimleri için geleneksel finansman şekli cazip değildir. Bu girişimlerin nakit akışı problemleri ve faiz ödemeleri için kullanılan geleneksel fonlar, ürün geliştirme, üretim ve satış konularında kullanılması daha yararlı olabilir.

Değiştirilebilir borç senetlerinin daha düşük faizli oluşu, faizlerin belli bir süre ertelenebilmesi ve adi hisse senedine çevrilebilmesi bu tür girişimler için oldukça caziptir. Değiştirilebilir borç senetleri, yatırımcıya girişimde temsil edilme hakkı da verebilir.

Değiştirilebilir borç senetlerinin adi hisse senedine çevrim fiyatı, faiz oranı ve kredi koşulları katılım finansman şirketi ile girişimci arasında tartışılır.⁴¹³

Küçük, hızlı büyüyen girişimlerin finansmanında yaygın olarak kullanılan diğer bir finansman aracı “garantili borç”lardır.⁴¹⁴ Bu tür işletmeler için geleneksel borçlanma şekilleri pahalıya mal olabilir; ayrıca,

410. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 21.

411. Steven, Burrill G ve diğerleri, a.g.e., s. 112.

412. Steven, Burrill G ve diğerleri, a.g.e., s. 112.

413. Gladstone, David, a.g.e., s. 14.

414. Steven, Burrill G ve diğerleri, a.g.e., s. 112.

kısıtlayıcı koşullar da içerebilir. Bu durumdan kaçınmak için, garantiler borç finansmanının cazibesini artırması için kullanılır.⁴¹⁵

Girişim, büyüme sağlaması durumunda garantili borç verenlere katılma, ortaklık veya hisse alma gibi avantajlar ortaya çıkabilir. Bu ayrıcalıkların bir değeri olduğundan yatırımcılar daha düşük faiz oranlarını veya daha az kısıtlamayı kabul edeceklerdir. Girişimci açısından ise garantili borçlar finansman maliyetini düşürür. Garantili borçlar ile değiştirilebilir borç senetleri arasındaki fark ise şudur:⁴¹⁶ Garantili borç veren yatırımcı girişime ortak olmak veya ayrıcalık kullanmak için ilave sermaye koyması gerekir. Değiştirilebilir borç senetleri ise yatırılmış olan sermaye kadar adi hisse senedine çevrilir. Garantili borç'u kullanma koşulları (ne zaman, hangi faiz oranı ve ayrıcalıkları) girişimci ile girişim finansman şirketi arasında müzakere edilir.

Yukarıda ifade edilen finansman araçlarında hangilerinin seçileceği katılım finansman şirketinin türüne ve girişimci ile yapılan sözleşmedeki koşullara bağlı olacaktır. Örneğin, KİYŞ'leri sahip oldukları fonları borçlanma yoluyla sağladıkları ve bu borçlar karşılığında sürekli ve düzenli geri ödeme yapmaları gerektiğinden öz sermayeden ziyade borç sermayesi şeklinde finansman sunarlar.⁴¹⁷

Başlangıç veya erken aşama girişimleri genellikle özsermaye şeklinde finanse edilir. Geç aşama girişimlerinde ise borçlanma finansmanı mümkün olduğundan, finansman seçenekleri artmış olur.

Norton ve Tenenbaum 1990 yılında yaptıkları bir çalışmada risk sermayesi şirketlerinin finansman araçları olarak adi hisse senedi, imtiyazlı hisse senedi ve borç enstrümanlarına ilişkin tercihlerini etkileyen faktörleri belirlemeye çalışmışlardır.⁴¹⁸ Bu çalışmada kabul edilebilir olan girişim tekliflerinin finansal yapılandırılması üzerine etkili olan faktörlerin saptanması hedeflenmiştir.⁴¹⁹

Hangi finansman aracının seçileceği kararını, büyük ölçüde katılım finansman şirketlerinin kararı etkileyecektir. Katılım finansman şirketleri doğal olarak zamanla bu konuda tecrübe kazanacaklardır.

415. Steven, Burrill G ve diğerleri, a.g.e., s. 113.

416. Steven, Burrill G ve diğerleri, a.g.e., s. 113.

417. Steven, Burrill G ve diğerleri, a.g.e., s. 113.

418. Norton, Edgar ve Tenenbaum, Bernard H., "Factors Affecting the Structure of U.S. Venture Capital Deals", **Journal of Small Business Management**, 1991, Temmuz : 20-29.

419. Norton, Edgar. ve Tenenbaum, Bernard H., a.g.e., s. 20.

9.2.4.2. YATIRIMIN Riski-BEKENEN GETİRİ İLİŞKİSİ

Risk-getiri karşılaştırması ortaklığın oluşturulması aşamasında önemli bir konudur. Katılım finansman şirketi, yüklendikleri riski girişimden aldıkları hisse miktarı (beklenen getiri) ile dengelemeyi umarlar.

9.2.4.2.1. YATIRIMIN Riski

Girişim, hem içinde bulunduğu gelişme aşamalarının hem de dış çevre faktörlerinin sebep olduğu bir risk taşır.

- **Çekirdek aşama:** Bu aşamadaki girişim fikrinin henüz çok soyut olması birçok da riski beraberinde getirir. Girişim fikrinin ticari hale getirilememesi, yeterli pazar potansiyeline sahip olmaması, sağlanan fonların zamanından önce bitirilmesi sebebiyle ürün geliştirmede ortaya çıkan gecikmeler, nispeten düşük maliyetle esas model (prototype) üretememe, ileriki gelişme aşamaları için finansman edinimindeki başarısızlıklar bu aşamadaki belli riskler olarak değerlendirilebilir.
- **Başlangıç aşaması:** Bu aşamadaki en kaygı verici risk, girişimin teknolojik veya ekonomik geçerliliğini doğrulamaya ilişkindir. Ayrıca, ileriki aşamalara ilişkin potansiyel başarısızlıklar da önemli bir risk kaynağı olarak görülür.
- **İlk gelişme aşaması:** Bu aşamadaki riskler ağırlıklı ürün/ hizmeti pazara sunmak ve kitle üretimine ilişkindir. Girişimin yönetimindeki başarısızlık, daha önceki aşamalara göre daha önemli bir risk kaynağıdır. Geçmiş girişim finansman uygulamalarında yönetimdeki başarısızlıklar şu faktörlerle ifade edilir: Ürünün rekabet pozisyonunun zayıflığı, üretim maliyetlerinin yüksekliği, kar marjının düşük oluşu, satışların yavaş artması, pazar payının yetersizliği, pazar stratejisi ve dağıtım stratejilerindeki aksaklıklar.
- **Genişleme aşaması:** Bu aşamadaki riskler genellikle rekabet eksenslidir. Bu aşamadaki bir girişimin başarısızlık riski, hisse senetlerini borsaya sürülmesinde de problem çıkarır ki, bu kendi başına önemli bir risktir. Yönetim ekibinin pazardaki rakiplerin

baskısına cevap vererek, rekabetçi stratejiler geliştirememeleri birçok girişimi pazardan zamanından önce çekilmeye zorlar.

- **Ortaklığın likiditasyonu:** Katılım finansman destekli girişimlerin son gelişme aşaması yatırımın likid hale dönüştürüleceği aşamadır. Bu aşamaya ilişkin en belirgin risk; rekabet baskısının artması sebebiyle, girişimin pazar payını artıramaması ya da koruyamamasıdır. Girişimin hisse senetlerinin ilk defa halka arz edilmesine müsaade etmeyecek şekilde pazar koşullarında olumsuzluk, yatırımcıların veya yönetimin yetersiz olması sebebiyle girişimin sektöre uğraması diğer bir risk kaynağı olarak belirtilebilir.

Tüm bu aşamalar dikkate alındığında, katılım finansman şirketi açısından en önemli riskin likidite riski olacağını söylemek mümkündür.⁴²⁰ Çünkü katılım finansman yatırımları likit hale dönüşmedikçe, yatırım geri alınmış sayılmayacaktır. Girişimlerin gelişme aşamasının son dönemlerinde genelde karlı olduğu tespit edilmesine rağmen, risk sermayesi şirketleri üzerine yapılan araştırmalarda, risk sermayesi şirketlerinin genişleme ve likiditasyon aşamalarında sezilen risk oranının %20'nin altına düşmediği görülmüştür.⁴²¹ Geç aşama girişimlerinin böyle yüksek risk içermesi, bu aşamadaki girişimlerin “yaşayan ölü” durumuna düşme ihtimaliyle açıklanabilir. “Yaşayan ölü” girişimi, hedeflenen satışlardan daha gerilerde kalması durumuyla açıklanır.⁴²²

Yeni girişimlerdeki toplam riskin önemli bir bölümü rekabete dayanan risklerden oluşur. Girişim, gelişmesinin geç aşamalarına geldiğinde bu riskler daha baskın olarak ortaya çıkar.

Toplam portföyde hedeflenen getirilere ulaşmak için kayıp riskleri dengeleyecek şekilde bazı girişimlerden hedeflenenden yüksek getiriler sağlanmak durumundadır.⁴²³

Ruhnka ve Young, yaptıkları araştırmada, risk sermayesi yöneticilerinin her bir aşamaya ilişkin beklenen risklerini somut olarak

420. Ruhnka, John C. ve Young, John E., a.g.e., s. 123.

421. Norton, Edgar ve Tenenbaum, Bernard H., “Specialization Versus Diversification as a Venture Capital Investment Strategy”, **Journal of Business Venturing**, 1993, Vol. 8, pp. 431-442.

422. Ruhnka, John C. ve Young, John E., a.g.e., s. 125.

423. Ruhnka, John C. ve Young, John E., a.g.e., s. 124.

belirtmelerini isteyen deneysel çalışmaları değerlendirmişlerdir.⁴²⁴ Buna göre, girişimlerin gelişim aşamalarına ilişkin beklenen toplam riskleri, aşamalarda başarılı olunduğunda giderilen risk, içsel riskler ve dışsal riskler olarak kategorize etmişlerdir.

Bu çalışmadan elde edilen sonuçlara göre, beklenen toplam riskin büyük bölümü çekirdek ve başlangıç aşamalarında görülmektedir. Gelişme aşamasında riskler oldukça azalırken genişleme ve likiditasyon aşamalarında dahi toplam risk % 20'nin altına düşmemektedir. Diğer bir deyişle, son iki aşamada riskin yok edilmesi başılamamaktadır. Yine araştırmaya göre, risklerin eğilimini risk kaynaklarıyla birlikte değerlendirmek daha açıklayıcı bir durumdur.

Çekirdek aşama ve başlangıç aşamada toplam risk oldukça yüksek olup, bu riskin büyük bölümü iç kaynaklıdır. Yani, girişimin kendisinden kaynaklanmaktadır. Bu riskler kontrol edilebilir nitelikte olduğundan başarılı bir çalışmayla gelişme aşamasında toplam riskin hemen hemen yarısı giderilmektedir. Genişleme ve likiditasyon aşamalarındaki riskin büyük bölümü içsel riskleri bir miktar düşürmesine rağmen, toplam riskte bir değişme olmamaktadır. Çünkü, bu aşamalarda toplam riskin büyük bölümü kontrol edilemeyen dış çevre faktörlerinden kaynaklanmaktadır.

9.2.4.2.2. YATIRIMIN GETİRİSİ

Yatırımın getirisi, katılım finansman şirketinin yüksek riskli bir yatırıma finansman sağlamasında temel güdüleyici faktördür. Katılım finansman şirketi normal olarak katlanacağı risk ne kadar yüksekse getiri beklentisi de o derece yüksek olacaktır.

Yatırımcılarının hedeflerini ve beklenen risk faktörü dikkate alınmak suretiyle, alternatifler arasında en yüksek getiriyi vaat eden projeyi seçip finanse etmek, katılım finansman şirketinin temel stratejisidir. Her katılım finansman şirketi, beklenen getiriler konusunda standartlara sahip olacaktır. Risk sermayesi uygulamalarına bakıldığında, bu standartlar genellikle %30'un üzerinde beklenen getiriyi hedefler.⁴²⁵

Katılım finansman şirketleri standartlarına uygun beklenen getirileri

424. Ruhnka, John C. ve Young, John E., a.g.e., s. 124.

425. Ruhnka, John C. ve Young, John E., a.g.e., s. 128.

vaat eden projeleri seçerken girişimin içinde bulunduğu büyüme aşaması, girişime finansman sağlanacak zaman süreci, yatırım yapılan sektör, sektördeki girişimlerin büyüme oranları, piyasanın büyüme fırsatlarına ilişkin gelişimi gibi bazı faktörleri göz önünde bulunduracaklardır.⁴²⁶

Girişimin içinde bulunduğu gelişme aşaması, yatırımın beklenen getirinin temel belirleyicilerindendir. Çekirdek ve başlangıç aşama girişimlerinin yüksek risk içermesi sebebiyle yıllık büyüme potansiyelinin %50'nin üzerinde olması istenir.⁴²⁷ Gelişme aşamasındaki girişimler düzenli nakit akışına sahip olduklarından ve ihtiyaç duyulan finansman büyüme amaçlı kullanılacağından yıllık %30-40 düzeyinde büyüme tatmin edici görülür. Geç aşama girişimlerinin ise yıllık % 25-30 luk büyüme göstermesi tatmin edici görülür.

Diğer taraftan, katılım finansman şirketinin portföyündeki her girişimin başarılı olması beklenmez. Portföydeki girişimlerin getirilerinin ortalamasının üstünde getiri sağlayan girişimler ortalamasının altında getiriye sahip girişimlerin kayıplarını karşılayacaktır.⁴²⁸

Katılım finansman şirketleri nispeten kısa dönemde hızlı büyüyecek, kolayca likit hale gelecek ve kısa dönemde yüksek getiriler sağlayacak girişimlere yatırım yapmayı arzularlar. Girişime finansman sağlanacak zaman süresi uzadıkça, yıllık beklenen getiriler nispeten düşük olacak, zaman süresi azaldıkça yıllık beklenen getiriler nispeten yüksek olacaktır.

Diğer taraftan yüksek büyümeye sahip sektörlerde beklenen getiriler de yüksek olacaktır. Geleneksel sektörlerde nispeten düşük bir büyüme yaşanırken, yeni teknolojilerin bulunduğu sektörlerde büyüme yüksek olur. Ayrıca, sektör henüz yeterli büyümeye sahip olmayıp, ileride yüksek büyüme vaat edebilir. Bu durumda, sektörün gelecekteki beklenen getirisi yüksek olacaktır.

Katılım finansman şirketi, gerek yatırımın riski gerekse beklenen getiri oranlarını dikkate alarak alternatif proje tekliflerinden en uygun olanına yatırım yapma eğiliminde olacaktır. Ancak, bu konuda katılım finansman şirketlerinin risk faktörleri ve beklenen getiri faktörleri konusunda bilgi ve böyle bir karar sürecini yönetecek tecrübe ve yeteneğe

426. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 115-117.

427. Ruhnka, John C. ve Young, John E., a.g.e., s. 128.

428. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 117.

sahip olması beklenir. Ayrıca, katılım finansman şirketi alternatifler içinden sadece birini seçmemeli, sıralamaya gitmelidir. Zira, yatırım yapılması düşünülen girişimcinin proje teklifinin fiyatlaması ve diğer ortaklık anlaşmaları konusunda uzlaşmazlık olabilir. Böyle bir durumda hemen daha sonraki proje teklifinin sahibiyle zaman geçirmeden müzakerelere başlayabilir.

9.2.4.3. GİRİŞİMİN FİYATLANDIRILMASI

Katılım finansman şirketi ile girişimci arasındaki görüşmelerin en önemli kısmı, girişimin fiyatlandırılması sırasındaki pazarlıklardır. Pazarlıkların doğası gereği taraflar bir taraftan taviz verirken bir taraftan da taviz koparmak amacıyla olacaklardır. Bu yüzden pazarlıklar hemen hemen her zaman çok zorlu geçer. Anlaşmaya varılan noktada katılım finansman şirketinin yapacağı finansmanın karşılığında girişimden ne kadarlık hisse alacağı ortaya çıkar. Bu ise girişimin fiyatı olarak kabul edilecektir.⁴²⁹ Pazarlıkların olumlu sonuçlanabilmesi için, katılım finansman şirketinin sağladığı fon karşılığı olarak girişim fiyatının, girişimcinin verebileceği maksimum hisse miktarı ile katılım finansman şirketinin kabul edebileceği minimum hisse miktarı arasındaki arakesitte olması gerekir.

Girişimcinin istediği sermaye ne kadar fazla ise, yatırımın riskini dengeleyecek kadar hisseyi katılım finansman şirketine devretmesi gerekecektir.

Pazarlık sürecinde girişimci ve katılım finansman şirketinin fiyat tespiti konusunda farklı düşünecekleri muhakkaktır.⁴³⁰ Girişimci, projesinin fiyatının tespitinde iki temel faktörden yararlanır.⁴³¹ Girişime yatırılan katılım finansmanı miktarı (KF) ve girişimin finansman öncesi değeri (FÖD). Girişimci, katılım finansman şirketine verebileceği hisse miktarını şu formülle hesaplayabilir⁴³²:

$$\text{Katılım finansman şirketine verilen hisse miktarı} = \text{KF} / (\text{KF} + \text{FÖD})$$

429. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 118.

430. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 119.

431. Bruno, Albert V., ve Tyebjee, Tyzoon T., 1986, Negotiating Venture Capital Financing, California Management Review, 1986, Vol. 29, No. 1, pp. 45-59.

432. Bruno, Albert V., ve Tyebjee, Tyzoon T., a.g.e., s. 90.

Girişimci pazarlık sürecinde hisse başına fiyatı ne kadar yüksek tutabilirse, elinden o kadar az hisse çıkartacaktır. Girişimcinin ilk katılım finansmanı karşılığında verdiği hisse miktarı önemli bir konudur.⁴³³ İlk finansmanı iyi koşullarda bulması durumunda girişimin hedefine sağlıklı bir şekilde ulaşmasını sağlayacaktır. Böylece, sermaye maliyetinde gittikçe düşecektir.

Katılım finansmanı şirketi ise yatırımın fiyatını tespit ederken yatırılan sermaye karşılığında yüklenilen risk ve yatırımın muhtemel karlılığı şeklinde iki temel faktörü dikkate alacaktır.⁴³⁴ Risk arttıkça daha fazla pay isteyecek, risk azaldıkça daha az paya sahip olmayı kabul edebilecektir. Diğer taraftan katılım finansman şirketi yatırımın karlılığını risk ile ilişkilendirecektir. Yüksek risk yüksek karlılığı, düşük risk ise düşük karlılığı kabul edilebilir kılar.

Bir katılım finansman şirketi, girişimin fiyatının tespitinde sadece bu iki faktörü dikkate almaz. Dış çevre ve iç çevre faktörleri de girişimin fiyatlandırılması sürecinde önemlidir. Özellikle kar planlamasında, yatırımın likit hale geçeceği zamandaki çevresel değişmelere ilişkin varsayımların tutarlılığı da fiyatlamada etkili olur.⁴³⁵

Katılım finansman şirketi fiyatlandırma sürecinde karar verenlerin subjektif yargılarının yanı sıra diğer şirketlerle karşılaştırma, iskonto edilmiş nakit akışı, aktiflerin değerlendirilmesi ve satış endeksleri gibi bazı kantitatif analiz sonuçlarından da faydalanacaktır.⁴³⁶

- **Diğer şirketlerle karşılaştırma:** Katılım finansman şirketleri girişim için makul bir fiyat tespit edebilmek amacıyla sektördeki diğer şirketlerin değerlendirmeleriyle karşılaştırma yapabilir. Bu amaçla aynı sektörde benzer büyüme aşamasındaki girişimlerin piyasa değerleri, fiyat/kazanç oranları ve diğer mali göstergelerini kontrol ederler. İş planındaki tahminlerle sektörel değerleri karşılaştırmak kolaylık sağlayacaktır.
- **İskonto edilmiş nakit akışı:** Girişimin iş planı genellikle 5 yıllık satış ve büyüme tahminlerini içerir. İş planındaki tahminler katılım

433. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 119.

434. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 119.

435. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 119.

436. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 119-121.

finansman şirketleri tarafından genellikle iyimser bulunacaktır. Bu nedenle iş planında çeşitli şekillerde şişirilmiş tahminler iskonto edilerek reel değerler saptanmaya çalışılacaktır.

- **Satış endeksleri:** İş planında var olan satış endekslerinin ne derece gerçekçi olduğunu saptamak için, gerek iskontoya tabi tutmak gerekse girişimin bulunduğu sektördeki satış tahminlerini karşılaştırmak gerekebilir.
- **Aktiflerin değerlendirilmesi:** Özellikle ileri gelişme aşamasındaki girişimlerin geçmiş yıllara ait verileri ve oldukça kabarık aktifleri mevcuttur. Katılım finansman şirketi aktifleri ve yapısını gözden geçirmek suretiyle fiyat konusunda bir karara varmaya çalışacaktır. Erken aşama ve başlangıç aşamasındaki girişimlerin genellikle yeterli aktifleri olmadığından bu analizi kullanmak pek fayda sağlamayacaktır.

Fiyat tespitinin teorik temeli konusunda konsensüs olmasına rağmen, uygulamada farklılıklar söz konusu olabilir.⁴³⁷ Gelecekteki belirsizlikler, çevresel varsayımlar, iskonto oranı vb. faktörler konusunda katılım finansman şirketi ve girişimci farklı görüş taşıyabilirler.⁴³⁸ Bu konularda konsensüs sağlanması fiyat oluşumu açısından oldukça önemli olacaktır.

Katılım finansmanı desteği sağlanmış girişimlerde fiyatlandırma işleminin alt yapısı ve nasıl uygulanacağı ileriki bölümlerde daha kapsamlı olarak açıklanacaktır.

9.2.4.4. GİRİŞİMDE OY KONTROLÜ

Girişimin değerini belirleme ve sahiplik eksenindeki tartışmalar, her bir tarafın oy kullanma hakkı olarak tanımlanan kontrol konusunu gündeme getirir.⁴³⁹ Girişimci, önemli miktarda sermaye sağlama karşılığında bile çoğunluk hissesini korumak ister. Aynı şekilde, katılım finansman şirketi de yatırımını koruyabilmek için önemli miktarda hisse talep eder. Gerçekte kontrol, hisse oranı sahipliği ile ilgili değildir. Risk sermayesi uygulamalarında kontrol, risk sermayesi şirketinin “altın kural” gücü ile ilişkilidir. “Altın kural” gücü, girişimcinin sahip olduğu hisse oranı

437. Bruno, Albert V., ve Tyebjee, Tyzoon T., a.g.e., s. 52.

438. Bruno, Albert V., ve Tyebjee, Tyzoon T., a.g.e., s. 14.

439. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 123.

ne olursa olsun, para ödeme gücünün risk sermayesi şirketinde olmasıdır.⁴⁴⁰ Girişim, finansman almayı kabul ettiğinde, otomatik olarak mutlak kontrolü kaybeder; çünkü, bundan sonra girişimin kaderi hakkındaki kararlar girişimci ve katılım finansman şirketince ortaklaşa alınacaktır. Bu sebeple, kontrole ilişkin kaygı pratik olmaktan ziyade boyutsaldır.⁴⁴¹ Katılım finansman şirketi kendisini riske karşı korumak için girişimin yönetiminde ve faaliyetlerinde söz hakkı verecek bir nüfuza sahip olmayı isteyecektir. Katılım finansman şirketlerinin portföylerinde belirli sayıda girişim bulunacağından, girişimin günlük faaliyetlerine (operasyonel) etkide bulunmayı arzulamazlar. Katılım finansman şirketinin yönetim katkısı stratejik düzeyde olacaktır. Girişimle ilgili işler beklendiği gibi gitmediğinde oy kullanma hakkı veya finansman dışı destek araçlarını kullanarak yatırımını korumak isteyecektir.⁴⁴²

Girişimci açısından en zor durum, katılım finansman şirketinin girişimin yönetim takımını değiştirmeyi sağlayacak oy oranına sahip olmasıdır. Çünkü, girişimci her zaman kendi girişimini başlatarak kendisinin patronu olmayı düşünür.

9.2.4.5. FİNANSMAN SUNMA DÖNEMLERİNİN ZAMANLAMASI

Katılım finansmanı sağlanmasına ilişkin planlama başlıca iki yolla yapılabilir.⁴⁴³ Bir defada ihtiyaç duyulan tüm sermayenin sağlanması ve aşamalar halinde sermaye temini. Her iki yöntemin de girişim açısından avantaj ve dezavantajları vardır. Girişimin tüm sermaye ihtiyacı bir defa da karşılanması durumunda, girişimin gelişmesi boyunca kritik aşamalarda nakit sıkıntı yaşamaması ve ilave finansman turları için zaman harcanmak zorunda kalınmaması avantaj olarak değerlendirilebilir. Bu avantaj elbette girişimci için söz konusudur. Diğer taraftan katılım finansmanı şirketi önemli miktarda riski bir defada yüklenecektir. Bunun karşılığında katılım finansmanı şirketi girişimin büyük bölümünü talep edebilecektir. Bunun sonucunda, girişimcinin elinde ilerideki finansman ihtiyaçlarını karşılamak için daha az miktarda hisse kalacaktır. Girişimci ihtiyaç duyduğu sermayeyi bir kerede almak isterse, bu finansmanla nereye kadar gedebileceğini iyi

440. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 124.

441. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 123.

442. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 124.

443. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 125-126.

hesaplamalıdır, aksi halde, sıkıntılarla karşılaşabilir. Bu tür bir finansmana katılım finansman şirketleri sıcak bakmayacak ve nadiren bu şekilde finansman sunacaklardır.

Diğer finansman sunma yaklaşımı ise aşamalı (turlu) finansman sunumudur. Bu yöntem dengeli ve kontrollü finansman imkanı verdiğinden katılım finansman şirketleri tarafından daha çok tercih edilebilir.⁴⁴⁴ Girişim her aşamadaki planlanan hedefine ulaştığında, yeni bir finansman turu başlar. Risk faktörü gittikçe azalacağından tarafların girişime güveni artar. Bunun sonucunda, girişimci her finansman turunda hisseleri daha pahalıya satabilir.⁴⁴⁵

Başlangıç aşamasında bir girişime finansman sağlayan katılım finansman şirketi girişimciye 1-2 yıllık süre vererek hedeflerin tutturulduğuna ilişkin önemli kanıtlar göstermesini bekleyecektir.⁴⁴⁶ Bu yöntemin girişim açısından dezavantajı, belirlenen sürenin sonuna gelmeden nakit sıkıntısıyla karşılaşmasıdır. Böyle bir durumda yatırımcının güveni sarsılır ve girişimcinin vereceği hisse senetlerinin fiyatı düşer. Böyle bir durumda girişimcinin finansman talebi planlanmayan bir zamanda ortaya çıktığından katılım finansman şirketinin fonunda kullanıma hazır sermaye olamayabileceğinden pahalıya mal olabilir.

Bu sebeple, bir girişimci finansal ihtiyaçlarını beklenmedik durumları da hesaba katarak doğru bir şekilde hesaplamalıdır. Aksi halde, girişimci sahip olduğu hisseleri gereksiz yere ve daha ucuza elden çıkartacaktır. Yatırımın nakde dönüştürülmesinden önce bir kaç turluk finansman planlayan katılım finansman şirketi ilk turlarda daha fazla hisse senedine sahip olmak isteyecektir. Çünkü, izleyen finansman turlarında girişimcinin elindeki senetlerin nispi değeri azalacaktır. Bunu önleme için ortaklık anlaşmasına hisse değerinin korunmasını sağlayan maddeler konabilir.

9.2.4.6. YÖNETİM KURULU

Girişim faaliyetine başlamadan önce girişimin yönetim kurulu da oluşturulmalıdır. Yönetim kurulunun yapılandırılmasında en önemli konu üyelik hakkına kimin sahip olacağı değil, girişime en fazla katkıyı kimin

444. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 126.

445. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 126.

446. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 126.

yapacaktır. Yönetim kurulunda katılım finansman şirketinden ve girişimci ekibinden temsilciler olacak. Katılım finansman şirketi, girişimin yönetim kuruluna sektör bilgisi ve tecrübesi yüksek olan yöneticiler gönderecektir.

9.2.4.7. YATIRIMLARIN NAKDE DÖNÜŞTÜRÜLMESİ

Katılım finansman şirketinin girişimde sahip olduğu yatırımın likiditesine ilişkin beklentisi, girişime yatırım kararını etkileyecektir. Katılım finansman şirketi yatırımın likiditesi konusunda şu konuları önemle inceleyecektir:⁴⁴⁷

- Zamanlama
- Fiyat/piyasa değeri
- Likidite mekanizmalarının kullanılabilirliği

Zamanlama sorusu girişimin büyüme dönemiyle ilgilidir. Likiditasyon için en uygun zaman, girişimin büyümesinin en üst noktaya vardığı ve/veya yavaş büyümenin başladığı dönemdir. Bu noktada, katılım finansman şirketinin yatırımlarının getirisi en üst seviyeye ulaşacaktır. Nakde çevirme zamanını saptamada katılım finansman şirketinin kullanabileceği en önemli kriter, girişimin sermaye kullandığı sürenin uzunluğudur.

Katılım finansman şirketinin zamanlama konusunda dikkate alacağı diğer faktörler borsadaki konjonktür, girişimin yapısı ve piyasanın girişim konusunda yaptığı değerlendirmelerdir. Piyasada girişime ilişkin değerlendirmelerin olumlu ve piyasanın yükselişte olduğu dönem nakde dönüştürme konusunda uygun zaman olarak kabul edilebilir. Böyle bir ortamda hisse senetleri yüksek fiyatla satılabilir.

Yatırımı nakde dönüştürme konusunda kullanılabilir tek yol borsada hisse senetlerinin satışı değildir. Diğer nakde çevirme yolları, girişimi büyük bir şirkete satmak, veya diğer yatırımcılara satıştır. Nakde dönüştürme zamanındaki piyasa koşulları nakde çevirme yöntemi konusunda etkili olur. Özellikle son dönemlerde şirket birleşmeleri ve şirket ele geçirme popüler nakde çevirme yöntemleridir.⁴⁴⁸

447. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 127.

448. Roundtable, Venture Capitals Big-Time Shift Toward Acquisitions. Mergers and Acquisitions, 1994.

9.2.5. KATILIM FİNANSMAN YATIRIMLARININ NAKDE DÖNÜŞTÜRÜLMESİ

Katılım finansman yatırım sürecinin son aşaması girişime yatırılan sermayenin nakde dönüştürülmesidir.⁴⁴⁹ Bu aşama, yatırımın başlangıcında hedeflenen geri dönüş katılım belgelerinin satışıyla gerçekleştirilir. Katılım finansman şirketlerinin başlangıçta yatırım yapmasındaki temel amaç, katılım paylarının satışı sayesinde kar elde etmektir. Bütün katılım finansman fonları bu doğrultuda yatırıma dönüştürülür. Bu fonlara yatırım yapanlar uzun bir süre dağıtılacak kar paylarından vazgeçmek isteyebilirler. Bu durumda yatırımcılar girişimde sahip oldukları hisse senetlerini satmak suretiyle yatırımlarını karlı bir şekilde geri almayı isteyecektir. Girişimlerdeki yatırımların nakde çevrilmesinin iki temel sebebi vardır:⁴⁵⁰

- Nakde çevirme sayesinde yatırımların karları geri alınarak portföydeki diğer yatırımlarda ortaya çıkabilecek zararların karşılanması,
- Katılım finansman yatırım sürecinin yeniden başlayabilmesi için gereken sermaye birikiminin sağlanması.

Katılım finansman şirketinin hedefi ortalama 3-7 yıl arasında kazancın maksimum olduğu noktada hisse senetlerini satmaktır.⁴⁵¹ Şekil 9.2 katılım finansman şirketlerinin yatırımlarından çıkma dönemini göstermektedir. Likidasyon koşulları girişimci ile katılım finansman şirketi arasında ortaklığın yapılandırılması görüşmelerinde müzakere edilir. Ortak bir karara varıldıktan sonra sözleşmeye ilgili maddeler konur. Diğer taraftan, katılım finansman şirketi likidasyon aşamasında olası bir “kilitlenme” durumundan kendilerini korumak isteyeceklerdir.⁴⁵² Girişimci bir kaç yıllık süreden sonra hisselerin satışına karşı bir tavır alabilir. Katılım finansman şirketi, ortaklık sözleşmesine likidasyonun kolayca gerçekleşmesi için maddeler koymamışsa, “kilitlenme” durumu ortaya çıkabilir.

449. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 27.

450. Fettahoğlu, Abdurrahman, a.g.e., s. 40.

451. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 27.

452. Brüderl, Josef and Schüssler, Rudolf, Organizational Mortality: The Liabilities of Newness and Adolescence, **Administrative Science Quarterly**, 1990, Vol. 35, s. 530-547.

Katılım finansman şirketinin likiditasyon seçeneklerine sahip olması, zamanlama seçeneğine sahip olmasına bağlıdır. Katılım finansman şirketinin likiditasyon sağlayacağı zaman aralığı ne kadar geniş olursa, likiditasyon seçeneği de o kadar fazla olacaktır.

Likiditasyon seçeneği aynı zamanda katılım finansman şirketinin portföyündeki girişimlerin özellikleri ve sermaye kaynaklarına da bağlı olacaktır.⁴⁵³ Örneğin, çok az sayıda girişime sermaye yatırmış katılım finansman şirketi, yatırımı mümkün olduğunca erken likit hale çevirme baskısını hissedebilir. Uzun dönemli ve çeşitlendirilmiş bir şekilde yatırım yapmış katılım finansman şirketleri, likiditasyon zamanı ve yöntemi konusunda daha esnektir.

Yatırımın likit hale geldiği andaki koşullar ve fiyat katılım finansman şirketinin performansını ortaya koyacaktır. Likiditasyon aşamasında, hem içsel hem de dışsal faktörler etkili olabilir. İçsel faktörler girişimin yönetim ekibi ve girişimin performansıdır. Dışsal faktörler, borsanın durumu ve genel makroekonomik koşullardır.

Katılım finansman yatırımlarının likiditasyonunda dört temel yoldan söz edilebilir.

- Halka açılma
- Girişimcinin katılım finansman şirketinin sahip olduğu hisseleri satın alması
- Girişimi yeni bir yatırımcı grubun satın alması
- Diğer bir şirketin girişimi devralması.

9.2.5.1. HALKA AÇILMA

Halka açık hisse senedi piyasaları, katılım finansman şirketine sahip olduğu hisseleri bir defada veya aşamalı olarak halka satma imkanı sağlar.⁴⁵⁴ Gerek katılım finansman şirketi gerekse girişimci halka açılma fikrinden hoşlanabilir. Bununla birlikte, politika oluşturma faaliyetlerinin sınırlı olması sebebiyle, katılım finansman şirketleri nadiren halka açık bir girişime yatırım yapacaklardır.⁴⁵⁵

453. Gladstone, David., a.g.e., s. 215.

454. Gladstone, David., a.g.e., s. 216.

455. Gladstone, David., a.g.e., s. 216.

Birçok aracı kurum halka açılma zamanını tespit etmenin oldukça önemli olduğunu belirtmiştir.⁴⁵⁶ Hisse senetlerinin piyasaya ilk sürülmesinden önce, aracı kurumlar senet fiyatlarının olması gerekenden düşük veya yüksek olup olmadığını araştırırlar. Girişimin halka açılacağı en uygun zaman, aracı kurumun fiyatı makul bulduğu zamandır.

Girişimin halka açılması için birçok neden olduğu belirtilmektedir:⁴⁵⁷

- Menkul değerler borsasında hisseleri daha yüksek fiyattan satma imkanı doğar. Çünkü, borsadaki likidasyon hisselerine daha yüksek değer kazandırır.
- Girişim bir kez halka açıldıktan sonra, ilave hisse senedi çıkartmak, yani, sermaye sağlamak daha kolay olacaktır.
- Girişim hisselerinin halkın elinde olması, girişimin hisseleri için potansiyel bir pazar oluşturacaktır.
- Girişimin müşteriler, arz kaynakları ve kredi kuruluşları gözünde itibarı artar.
- Menkul kıymetler borsası hem girişimci ve hem de katılım finansman şirketi için pazarlık özelliği olan araçlar yaratır.

Bununla birlikte, halka açılmadan önce bazı noktaların dikkate alınması gerekir:⁴⁵⁸

- Halka açık bir şirket kendisi hakkında bilgi sunmak durumundadır. Bu veriler rakipler, müşteriler ve çalışanlar tarafından kullanılabilir.
- Bütün halka açık şirketler, yasal zorunluluk olarak menkul kıymetler borsasına rapor sunmalıdır. Bu rapor, ayrıca hissedarlara da gönderilecektir. Raporlama ve denetim faaliyetleri girişim için ilave zaman ve harcamaya sebep olur.
- Halka açıldıktan sonra yeni hissedarlar girişimin performansının iyi olmasını beklerler. Bu her yıl hisse başına kazancın artması demektir. Aksi halde, ellerindeki hisseleri satacaklar ve fiyatlar aşağıya düşecektir.

456. Gladstone, David., a.g.e., s. 216.

457. Gladstone, David., a.g.e., s. 216-218.

458. Gladstone, David., a.g.e., s. 218.

- Hisse senetlerinin ilk halka arzı sürecinde katılan maliyetler ve yöneticilerin zaman harcaması sıkıntı yaratır. Yasal harçlar, muhasebe giderleri, aracılık masrafları yüksek olacaktır.
- Halka açık şirkette girişimcinin, şirketin içerisindeki kişilerde bulunan ve hisse senedinin değerini etkileyebilecek bilgi (insider information) endişesiyle şirketle ilişkilerinde ciddi sınırlamalar söz konusudur. Insider işlemleri uygun değilse, hissedarların dava etmesi sebebiyle menkul kıymetler borsası müdahale edecektir.

Kapalı şirketlere fon sağlayan katılım finansman şirketleri karların büyük bir kısmını portföylerindeki girişimleri halka açtıklarında sağlayacaklardır.⁴⁵⁹ İlk halka arzın başarılı olması katılım finansman şirketine önemli faydalar sağlayacaktır.⁴⁶⁰ Hisselerin değerlerinin yüksek olduğu zamanda girişimi halka açmak, katılım finansman şirketi hisse senetlerinin sulandırılmasını önleyecektir.⁴⁶¹ Hisse senetlerinin ilk defa halka arzında, piyasanın sıcak olduğu bir dönemde yüksek fiyatlanması, yatırımcılar üzerinde iyi bir izlenim bırakabilir. Bu yatırımcılar daha sonra yapılacak satış tekliflerine daha sıcak bakacaktır.⁴⁶²

Katılım finansman şirketleri, hisse senetlerinin borsada satılması konusunda girişimin yönetim ekibinden daha fazla tecrübeye sahip olmalıdırlar. Bunun doğal sonucu olarak, girişimin halka açılmasında katılım finansman şirketleri öncülük yapacaklardır.⁴⁶³ Halka açılma konusundaki performans katılım finansman şirketi yatırımcıları için önemli bir gösterge olacaktır.

Katılım finansman şirketindeki yatırımlar uzun vadeli olduğundan, yatırımcılar umulmadık bir anda yatırımlarını geri çekebilirler. Potansiyel yatırımcılar, katılım finansman şirketinin performanslarını sürekli olarak izleyeceklerdir.

Katılım finansman destekli girişimlerin halka açılması kurumsal yatırımcıların daha çok ilgisini çekebilir. Bu nedenle söz konusu

459. Lerner, Josh, Venture Capitalist and the Decision to Go Public, **Journal of Financial Economics**, 1994, Vol. 35, p. 293.

460. Lerner, Josh, a.g.e., s. 295.

461. Lerner, Josh, a.g.e., s. 295.

462. Lerner, Josh, a.g.e., s. 295.

463. Lerner, Josh, a.g.e., s. 204.

girişimler genç yaşta halka açılabilirler.⁴⁶⁴ Borsada işlem gören bir girişimin yayınladığı bilgilere duyulan güven, katılım finansman şirketinin ortaklıktaki konumuyla yakından ilgili olacaktır.⁴⁶⁵ Girişimde çalışanlar olumsuz bilgileri belli bir süre geciktirme güdüsü taşırlar. Böylece, hisse senetlerini daha yüksek fiyattan satma imkanına kavuşurlar. Rasyonel dış yatırımcılar bu güdülerini sezerler. Bu durumda da hisse senetlerine nispeten düşük fiyat önereceklerdir.⁴⁶⁶

9.2.5.1.1. KATILIM FİNANSMAN ŞİRKETİ VE İLK HALKA ARZDAKİ FİYATLANDIRMA ÜZERİNE OLASI ETKİSİ

Katılım finansman şirketlerinin yatırımlarını izlemedeki uzmanlık ve tecrübesi, halka açılma anında yatırımcılara önemli sinyaller gönderebilir.⁴⁶⁷ Girişim finansman uygulamaları, katılım finansman desteksiz girişimlerle kıyaslandığında, katılım finansman destekli girişimler daha kısa sürede halka açılacakları yönünde kanıtlar ortaya koymaktadır. Katılım finansman destekli ve desteksiz girişimlerin halka açılmasında iki temel fark söz konusu olacaktır.⁴⁶⁸ Birincisi, halka açılan katılım finansman destekli sektörlerdeki girişimler daha spesifik alanlarda ihtisaslaşmış olacaklardır. Böyle girişimleri izleyebilmek ve girişime danışmanlık hizmeti verebilmek için katılım finansman şirketlerinin dar sahalarda uzmanlık sahibi olmaları gerekir. İkincisi, katılım finansman destekli girişimlerin halka açılmalarına aracılık yapacak kurumların nispeten daha kaliteli olacak olmalarıdır.⁴⁶⁹

Katılım finansman şirketinin özellikleri, hisse ihraç eden girişime fayda sağlayabilir. Hisse ihraç eden girişimin aktifleri ve yatırım fırsatları hakkında güvenilir bilgiye sahip olmayan dış yatırımcılar, katılım finansman şirketinin niteliklerine dayanarak bilgi sağlamaya çalışacaklardır. Bütün şartlar eşit olsa bile, dış yatırımcılar yeni girişimleri daha iyi yönlendirebilen katılım finansman şirketlerinin borsaya getirdiği girişimlerin hisse senetlerine daha yüksek fiyat ödeme eğiliminde olacaklardır.

464. Mengginson, William L. and Weiss, Kathleen A., a.g.e., s. 880.

465. Mengginson, William L. and Weiss, Kathleen A., a.g.e., s. 880.

466. Mengginson, William L. and Weiss, Kathleen A., a.g.e., s. 882.

467. Barry, Christopher B. ve diğerleri, a.g.e., s. 448.

468. Barry, Christopher B. ve diğerleri, a.g.e., s. 448.

469. Barry, Christopher B. ve diğerleri, a.g.e., s. 448.

Katılım finansman şirketlerinin portföylerindeki girişimlerin halka açılması esnasında katılım finansman şirketlerinin niteliklerinin fiyatlandırma üzerine etkileri açısından şu faktörler önemlidir.⁴⁷⁰

- **Halka açılmadan önce girişime yatırım yapmış katılım finansman şirketi sayısı:** Birden fazla katılım finansman şirketinin girişimde hisse sahibi olması girişim için bir avantajdır. Daha çok katılım finansman şirketinin girişimde pay sahibi olması, daha fazla finansal ve finansman dışı yardım yapabileceği anlamını taşır. Bu ise girişimin hisselerini daha yüksek fiyatlanması anlamına gelir.
- **Katılım finansman şirketinin girişimin yönetim kurulunda bulunma süresi:** Katılım finansman şirketi ne kadar uzun süre girişime hizmet veriyor ise, o derece girişimi izleme ve yönlendirme fırsatı yakalamış olur. Sürenin uzamasının fiyat üzerinde yükseltici bir etkisi olacaktır.
- **Katılım finansman şirketinin yaşı:** Katılım finansman şirketinin faaliyette bulunma süresi uzadıkça, girişimi, yöneticilerini daha fazla izleyebilir. Böylece, girişime destek vereceği alanlarda daha fazla tecrübeye sahip olur. Katılım finansman şirketinin yaşı büyüdükçe tecrübesi artacağından fiyatların yükselmesi gerekir.
- **Katılım finansman şirketinin daha önceki halka açılma tecrübeleri:** Halka açtığı girişimin sayısı arttıkça, katılım finansman şirketinin daha fazla tecrübe kazanması sebebiyle fiyatların yükselmesi yönünde etki gösterecektir.
- **Katılım finansman şirketinin yönettiği fonlar:** Katılım finansmanı yatırımcıları yatırım yaparken katılım finansman şirketinin performansı hakkında ikna olmak isteyeceklerdir. Daha çok yatırımcının ikna olması, katılım finansman şirketinin yönettiği fonların daha büyük olmasını sağlayacaktır. Katılım finansman şirketinin büyüklüğe dayalı güvenilir imajı, girişimi etkileyecek ve fiyat üzerinde etkili olacaktır. Büyük bir katılım finansman şirketinin desteklediği girişimin hisselerinin halka açılması esnasında daha yüksek fiyat oluşması gerekir.

470. Barry, Christopher B. ve diğerleri, a.g.e., s. 464-465.

- **Katılım finansman şirketinin girişimde sahip olduğu hissenin yüzdesi:** Katılım finansman şirketi girişimdeki pay sahipliği yüzdesine bağlı olarak girişimi izleme ve yönetme konusunda motive olacaktır. Katılım finansman şirketlerinin daha yüksek pay sahibi olduğu girişimlerin hisselerinin daha yüksek fiyatlanması beklenir.

9.2.5.2. GİRİŞİMİN GİRİŞİMCİ TAKIMI TARAFINDAN SATIN ALINMASI

Girişimci ekibi, katılım finansman şirketinin girişimde sahip olduğu hisseleri satın almayı isteyebilir.⁴⁷¹ Girişimcinin sermayesi yeterli değilse, bankalardan borçlanma yoluna gidebilir. Böylece, girişimci girişimin tamamına sahip olabilir. Ancak, borçlanma sebebiyle girişimin borç sorumluluğu artmış olur. Bazı durumlarda, katılım finansman şirketi girişime güveniyorsa, hisse senedi karşılığını uzun dönemli alacak olarak kabul edebilir.

Dünya uygulamalarında risk sermayesi şirketi hisselerin satın almada bazı girişimcilerin kullandığı yöntemlerden birisi “ESOT” dur. “ESOT” girişimlerde çalışanların yaptıkları para katkısıyla toplanan birikmiş sermayedir.⁴⁷² “ESOT” tek başına yetmediğinde banka kredisi kullanılabilir. ABD’de girişimin “ESOT” katkı yapması vergi muafiyetine girer.

Yatırım müzakere edilirken katılım finansman şirketinin yatırımını nakde dönüştürme şekli için bir anlaşma yapılabilir. Girişim finansman uygulamalarına göre bu anlaşma “puts” ve “calls” şeklinde olmak üzere iki ayrı şekilde düzenlenebilmektedir.⁴⁷³ Buna göre puts, girişimcinin katılım finansman şirketinin hisselerini önceden belirlenen formüle göre alması için katılım finansman şirketine talep hakkı verir. Call durumunda satın almayı talep etme hakkına girişimci sahip olur. Belli başlı 5 ayrı “puts” ve “calls” formülasyonu vardır.⁴⁷⁴

471. Gladstone, David., a.g.e., s. 220.

472. Gladstone, David., a.g.e., s. 221.

473. Gladstone, David., a.g.e., s. 221.

474. Gladstone, David., a.g.e., s. 221-223.

- **Fiyat/kazanç oranı:** En yaygın olarak kullanılan formülasyon fiyatı/kazanç oranıdır. Bu durumda, girişimin hisselerine borsada işlem görüyormuş gibi bakılır. Fiyat/kazanç oranı için standart, aynı sektörde faaliyet gösteren girişimlerin hisselerinden seçilir. Böylece, katılım finansman şirketinin elinde bulunan hisse senetlerinin değeri saptanır. Katılım finansman şirketinin sahip olduğu hisse senetlerinin her birinin değeri fiyat/kazanç oranı ile hisse başına kazanç oranı çarpılarak bulunur.
- **Defter değeri (book value):** Bu yöntemde formül girişimin defter değerine dayandırılır. Katılım finansman şirketinin sahip olduğu hisse senetlerinin her birinin defter değerini hesaplamak kolaydır. Her bir hissenin defter değeri katılım finansman şirketinin isteyeceği fiyat olacaktır. Girişimin gelişmesinin ilk yıllarında hisselerin defter değeri düşük olacağından katılım finansman şirketlerince nadiren kabul edilecek bir yöntemdir. Nispeten yaşlı girişimlerde daha yaygın olarak kullanılabilir.
- **Satışların yüzdesi:** Bazen nakde dönüştürmede fiyat/kazanç oranını kullanmak uygun olmaz. Çünkü, girişimin gelişmesinin ilk aşamalarında, özellikle başlangıç aşamasında yüksek amortisman ve ar-ge harcamalarına bağlı olarak kazanç da düşük olacaktır. Girişimin karlı hale gelmesi bir kaç yıl alabilir. Bunu engellemek için vergi öncesi kazançlar kullanılmak istense de, ağır maaş ve promosyon harcamaları sebebiyle vergi öncesi kazanç da düşük çıkabilir. Böyle bir durumda, girişim satışlarının sektör satışlarına oranlamasıyla bulunacak yüzde kullanılabilir. İlgili sektördeki istatistikler değişik yayınlardan sağlandıktan sonra, hisse başına kazanç vergi öncesi kar varsayılan kar kullanılarak hesaplanır.
- **Nakit akış çarpanı:** Bazı sektörlerde girişimin nakit akışı, kar/zarar sonuçlarından daha iyi bir gösterge olabilir. Nakit akış formülü dengeli bir işletme için oldukça iyi çalışabilir. Ancak, aktif yoğunluklu LBO durumunda oldukça pahalı olabilir. Örneğin, bir LBO da geliri muhafaza edebilmek için aktifler şişirilebilir. Bununla birlikte, şişirilmiş aktifler nakit akış hesaplarında yer almaz. Nakit akış rakamları vergi öncesi kardan çok daha yüksek

olacaktır. Katılım finansman şirketinin pozisyonu için ödeyeceği bedel, nakit akışı üzerine oturtulmuşsa yüksek olabilir.

- **Uzman raporu:** Risk sermayesi şirketinin hisse senedi pozisyonunu değerlendirmek için bir uzman veya yatırım firması bulmak güç değildir. Uzman, değer biçme kararını yukarıda anlatılan formülasyonların kombinasyonunu kullanmak suretiyle verecektir. Uzmanın kullanacağı iki temel formülasyon vardır. Birincisinde, işletmenin değeri, geçmiş dönemlerdeki kazançlar ve muhtemel kazançlara dayanarak hesaplanır. İkinci yöntemde, aktiflerin değeri tasfiyede hesaplandığı gibi hesaplanır. Uzman, bu iki gösterge arasında fark olduğunda büyük olanı seçer.

9.2.5.3. GİRİŞİMİ BAŞKA BİR İŞLETMENİN ALMASI

Bazı durumlarda girişimci ve katılım finansman şirketi, girişimin tamamını başka bir işletmeye satmaya karar verebilirler. Girişimin satışından dolayı alınacak paranın tahsilatı temel olarak üç şekilde yapılabilir.⁴⁷⁵

- Hisse senetlerinin nakit karşılığı satılması: Bütün yöntemler için de en basit olanı ve kullanılanıdır. Böylece sermaye kazancı serbest kalır.
- Borç senedi karşılığı hisse senedi almak. Girişim finansman uygulamalarında rastlanan bu yöntem katılım finansmanında kullanılamayacaktır.
- Hisse senedi karşılığı hisse senedi almak.

9.2.5.4. GİRİŞİM İÇİN YENİ BİR YATIRIMCI BULMAK

Bazen, katılım finansman şirketinin girişimdeki hisselerini almak isteyen başka bir yatırımcı bulunabilir. Bu yatırımcılar çeşitli alanlardan gelebilir.

Girişim olumlu bir şekilde gelişmeye devam ettiği ve belli bir büyüklüğe ulaştığında büyük bir şirket yatırım ortağı olmak isteyebilir. Bu büyük şirketin hedefi, ileride girişime tamamen sahip olmaktır. Büyük

475. Gladstone, David., a.g.e., s. 224-226.

şirket katılım finansman şirketine göre pazar yapısı ve üretim konusunda daha ayrıntılı bilgiye sahip olacağından daha iyi bir ortak olabilir. Ayrıca ileride girişimci de hisselerini satmak istediğinde, büyük şirket hazır müşteri durumunda olacaktır. Girişim kısmen halka açılmışsa ve katılım finansman şirketi elindeki hisseleri blok olarak satmak isterse bir sigorta şirketi veya emekli sandığına satabilir. Kurumsal yatırımcılar ise böyle bir alışı, cari piyasa fiyatından daha düşük bir fiyat önerecektir. Uzun vadeli düşünen kurumsal yatırımcılar çok sayıda girişimden küçük miktarlar almaktansa, az sayıda girişimden blok alış yapmak isteyeceklerdir.

Bazen bir katılım finansman şirketi, girişimde hissesi olan diğer bir katılım finansman şirketinden bu hisseleri satın almak isteyebilir. Bu durumda hisselerine sahip olan katılım finansman şirketi muhtemelen erken aşama girişimine yatırım yapmıştır ve öz sermaye yönlü çalışmaktadır. Böyle katılım finansman şirketleri orta vadeden daha uzun dönemli yatırım yapamazlar. Bu sebeple yatırımdan çıkmak isteyeceklerdir. Hisseleri almak isteyen katılım finansman şirketi ise muhtemelen genişleme ve likiditasyon aşamalarına yatırım yapmakta uzmanlaşmıştır. Hisseleri alan katılım finansman şirketi ile girişim arasındaki ilişkiler, eski katılım finansman şirketi ile ilişkilere benzer olacaktır. Yani finansman ve finansman dışı yardım alınabilecektir.

Bütün bu likiditasyon yöntemleri dışında, katılım finansman şirketinin başlangıçta temenni etmediği, fakat şartların zorlaması ile kaçınılmaz olan başka bir likiditasyon yöntemi girişimin tasfiyesidir. Gelişme dönemini tamamlamasına rağmen girişimin performansı zayıfsa, tasfiye etmek en akılcı yol olarak görülmelidir. Çünkü, girişimin yaşamını devam ettirmesi sahip olduğu varlıkları da tehlikeye atacaktır. Böyle bir durumda bir çok girişimin varlıkları (arazi, bina, makine, ekipman vb) yatırımın büyük bölümünü karşılayacaktır.⁴⁷⁶

476. Gladstone, David., a.g.e., s. 231.

ONUNCU BÖLÜM

KATILIM FİNANSMANINDA YATIRIM AŞAMALARI

10. KATILIM FİNANSMANINDA YATIRIM AŞAMALARI

10.1. GENEL AÇIKLAMA

Bir girişim, fikir toplanması aşamasından pazardan çekilene kadar sıralı aşamaları takip eder. Her girişimin bu aşamaları aynı sürede ve yoğunlukta yaşaması gerekmemekle birlikte, biçimsel olarak bu aşamaları geçirdiğini söylemek mümkündür. İşletme biliminde yeni ürün geliştirme ve ürün yaşam eğrisi kavramlarıyla tanımlanan bu aşamalar birbirinden ayrı gibi görünse de birbirleriyle ilgili ve ardışık olarak gerçekleşir. Biçimsel olarak bir ürünün geçirmesi gereken aşamalar bu şekilde tanımlansa da, her ürünün bu süreci tamamlaması mümkün olmaz. Kimi ürünler, yeni ürün fikrinin doğuşundan pazardan çekilinceye kadar sağlıklı bir süreç izlerken, kimi ürünler ise ticari olmadan yok olabilmektedir.

Katılım finansmanı sektörünü iyi anlayabilmek için katılım finansman şirketinin yatırım yapacağı girişimin yukarıda belirtilen sürecin neresinde olduğunun iyi anlaşılması gerekir. Ürün yaşam sürecinin her aşamasında ihtiyaç duyulan katılım finansmanının kapsamı ve yoğunluğu farklılık arz edecektir. Bu sebeple, katılım finansmanı için en uygun sermaye yapısının ne olduğunun anlaşılması hayati önem arz eder. Katılım finansmanı şirketleri yukarıda açıklanan süreci biçimsel olarak tanımlama ve girişiminin belirtilen bu sürecin neresinde olduğunu saptama çabası içerisinde olmalıdırlar.

İşletme bilimi literatüründe bir girişimin yaşam süreci farklı sayıda aşama ve detayla açıklanmaktadır. Katılım finansmanı piyasası için kullanılacak sınıflamada girişimin risk seviyesi esas alınacaktır. Buna göre; katılım finansmanı iki başlıkta ele alınabilir: Erken aşama yatırımları ve geç (ileri) aşama yatırımları. Bu iki yatırım türünün temel farkı erken aşama yatırımlarının nispeten yüksek risk içeren girişimleri hedef alması, geç aşama yatırımlarının ise nispeten düşük risk içeren girişimleri hedef almasıdır.

Katılım finansmanı sektörü için, söz konusu bütün girişimler bu süreci ardışık bir şekilde tamamlamaları gibi, her aşamada ayrı ayrı

katılım finansmanı talep etme zorunlulukları da olmayacaktır. Ayrıca, ne tür bir katılım finansmanı talep edileceği katılım finansmanını kullanacak girişimin (perakendeci/ toptancı/mal hizmet pazarlaması vb) niteliğine göre değişecektir. Hizmet girişimleri genellikle “çekirdek sermayesi” finansmanı talep etmezlerken, araştırma-geliştirme yönlü (örneğin yazılım şirketleri veya uzmanlık gerektiren (enformasyon hizmetleri veya imalat) girişimleri çekirdek (proje) sermayesi finansmanı talep edebileceklerdir.

10.2. ERKEN AŞAMA FİNANSMANI

Erken aşama yatırımları yüksek risk içeren girişimleri hedef almaktadır. Bununla birlikte erken aşama yatırımları belirli bir aşamayı değil belirli bir süreci hedef alır. Bu süreç, genellikle ilk girişim fikrinin ortaya çıkışından, girişim fikrinin yeni yeni ticari hale geldiği aşama arasındaki süreci içerir. Erken aşama finansmanında girişimci çekirdek sermayesi veya ilk gelişme finansmanı kullanma kararını vermeden önce şu sorunun cevaplanması gerekir. Bu girişim için borçlanma yoluyla mı, yoksa özsermaye kullanmak yoluyla mı katılım finansmanı talep edilmelidir.

Erken aşamaları finanse edebilecek karlılığa henüz erişmemiş genç bir girişimin borçlanma yoluyla finansman talep etmektense özsermaye şeklinde katılım finansmanı talep etmesi akla daha uygundur. Bu süreci üç alt aşamaya ayırmak mümkündür. Bunlar; çekirdek sermayesi aşaması, başlangıç sermayesi aşaması ve ilk gelişme aşamasıdır.

10.2.1. ÇEKİRDEK SERMAYESİ AŞAMASI

Çekirdek sermayesi finansmanı; bir girişimin geleceğine yatırım yapmanın gerekli ve faydalı olup olmadığını saptamak amacıyla sunulan ve küçük tutarları ifade eden sermayedir.⁴⁷⁷ Söz konusu girişim teknoloji temelli olabildiği gibi, yeni bir pazarlama tekniği de olabilir. Teknoloji temelli ürünlerde çekirdek sermayesi küçük bir prototip (esas model) geliştirmeyi hedef alabilir.

Şüphesiz ki katılım finansmanı sektöründe çekirdek sermayesi finansmanı, girişimcilerin finansman temin etmeleri en zor olan aşamadır. Çünkü, çok az insan oldukça soyut haldeki bir girişime inanma

477. Sahlman, William A., a.g.e., s.479.

eğilimindedir.⁴⁷⁸ Bir çok yeni girişim fikrinin ticari olmadan yok olduğu bilinmektedir.⁴⁷⁹

Dolayısıyla katılım finansman şirketlerini yeni bir girişimin başarılı olacağına inandırmak oldukça zor olacaktır. Çünkü; katılım finansmanı şirketlerindeki uzmanlar bu sektörde çok iyi girişim teklifleri ile karşılaşacakları gibi çok sayıda da komik, en azından katılım finansmanı şirketlerine göre tuhaf örneklerle de karşılaşacaklardır.

ABD’de fikir aşamasındaki girişim için risk sermayesi şirketlerinden finansman sağlamaktan ziyade kredi veya yakınlarından borç alarak finansman sağlanması önerilmektedir.⁴⁸⁰ Bu aşamada henüz bir prototip söz konusu olmadığı için, başabaş noktasına gelecek bir nakit akışının sağlanması belli bir süreyi gerektirir. Bu aşamadaki girişimcileri finanse edecek katılım finansman şirketleri çok yüksek risk alacaklardır ve buna bağlı olarak da yüksek getiri bekleyeceklerdir.

Çekirdek sermayesi finansmanı ABD’de 50.000 Dolardan az olabildiği gibi, 250.000 dolara kadar da çıkabilir.⁴⁸¹ Bu tür bir finansman girişimciye, girişim fikrini araştırması, bir iş planını hazırlaması, bir yönetici ekibi oluşturmaları ve pazar araştırması için verilir.

Çekirdek sermayesi, erken gelişim aşamasında bir girişimcinin elde edeceği en pahalı katılım finansmanı sermayesi olacaktır. Buna bağlı olarak, girişimin başarılı olması durumunda, önemli miktarda pay sahipliği önceden katılım finansmanı şirketine devredilmiş olacağından, girişimci bir dezavantaja sahip olacaktır. Bu durum, katılım finansmanı şirketinin yüklendiği riskin karşılığı olarak, uzun dönemde yüksek kar getirisi beklentisinin bir sonucudur. Girişimin başarılı olması durumunda, girişimcinin katılım finansmanı şirketine öz sermaye karşılığı devrettiği pay sahipliği çok büyük önem taşıyabilecektir. Bu sebeple, girişimci girişiminde kontrol ve pay sahipliğini korumak istiyorsa, katılım finansmanı için başvurmadan önce diğer alternatifleri düşünmeli ve girişimini mümkün olduğunca ilerletmelidir. Bu aşama için diğer alternatifler, kendi kaynaklarına başvurma ve hükümet bağışlarından yararlanmadır.

478. Gladstone, David, a.g.e., s.7.

479. Gladstone, David, a.g.e., s.7.

480. Gladstone, David, a.g.e., s.7.

481. Steven, Burrill G. and Craig, Norback T., a.g.e., s.19.

Ürün temelli bir girişim ticari hale getirilmeden önce, girişim fikrinin ilk ortaya çıkmasından itibaren oldukça uzun bir ar-ge süreci söz konusudur. Girişim fikri ar-ge projesinin temeli kabul edilebilir. Girişim fikrinin ilk defa ortaya çıkışı girişimcinin kendi yaratıcı düşüncesinden kaynaklanabileceği gibi, teknoloji transferinden de kaynaklanabilir.

Nispeten küçük bir girişim fikrini başlatmak için gerekli finansman ihtiyacı, ar-ge aşamasında oldukça düşüktür ve girişimci genellikle bu finansman ihtiyacını kendi kaynaklarından karşılayacaktır. Bu aşama girişimin yaşam süresi boyunca en çok belirsizlik içerdiği aşamadır. Finansal riskler, ar-ge süresi sonunda bir prototip ürünün elde edilmesinden sonra, prototipin test edildiği pazara giriş safhasında daha da artabilir.

Kendi kaynaklarından ar-ge sürecini başarıyla geçen girişimci genellikle bu aşamada (pazara giriş/kitle üretimi) finansmanı arayacaktır.

Bu aşamada girişimin başarılı olmasının temel kriteri, girişimcinin teknik veya ürün bilgisini pazar fırsatları ile karşılaştırmasıdır. En önemli risk pazarlamayla ilgilidir. Bu aşamada, genellikle girişimci ve ekibi tarafından önemi gereğince algılanmayan ve kabul edilmeyen, pazarlama yönetiminin kalitesi hayati bir önem taşıyacaktır.

Girişimcinin ticari konulardaki bilinci çekirdek veya başlangıç projelerinin başarısı için mutlak önem taşır. Şayet, girişimci ticari konulardaki planlamalarını başarıyla hazırlarsa, girişimin başarılı olma ihtimali oldukça yüksek olur. Bu konuda bir ihmâl söz konusu olduğunda, girişimci ve katılım finansman şirketi başarısızlığa birlikte katlanacaktır.

Çekirdek sermayesi safhasında girişimci ve katılım finansman şirketinin başarısızlığına sebep olabilecek bazı konular (traps) şunlardır⁴⁸²:

- Modern teknolojilerin çoğunda ürün hayat eğrisinin artan baskısı.
- Uluslararası rekabetten haberdar olamama.
- Yeterli patent imkanı sağlanamaması veya rekabet avantajı sağlayacak ürün, süreç ya da hizmet ortaya konamaması.
- Potansiyel tüketicilere yönelik ürün, süreç veya hizmet konusunda yeterli promosyon yapılmadan pazara girme.

482. Lorenz, Tony, a.g.e., s.51.

- Girişimcinin sürekli olarak girişimi konusunda en iyiyi araması, bu sebeple girişimi piyasaya sürmeyi sürekli ertelemesi.
- Girişimcinin, girişimin ticari hale gelmesi konusunda başarısızlığı kabul etmeyerek, finansman desteğini kaybetme kaygısıyla, girişimin başarıya ulaşacağı konusunda sözler vermesi.
- Girişimcinin teknik personeli yeterli düzeyde memnun edememesi sebebiyle personelin ayrılması.
- Girişimcinin kendine olan aşırı güveni sebebiyle, girişim sürecinin her hangi bir aşamasında eksik kalmış teknolojiyi temin etme konusunda isteksizlik.
- Girişimci üzerinde yeterli finansal kontrolün sağlanamaması.

Dünya uygulamalarına bakıldığında girişim finansman şirketlerinin, erken aşamada teknoloji yönlü çekirdek veya başlangıç projelerini nakit yiyen bataklıklar olarak kabul ettikleri görülmektedir. Bu nedenle bu tür bir finansman talep edildiğinde, katılım finansman şirketleri bataklıyı kurutacak zemini hazırlamalıdır.

Çekirdek sermayesi projelerinin değerlendirilmesi çok risklidir ve proje seçiminde görevli uzmanlar kararlarında subjektif olmak eğilimindedir. Projeler genellikle ticari bir girişim olarak sonuçlanmayacaktır. Girişim için uygun bir pazar olmayabilir veya diğerleri daha önce pazara girebilir. Girişimci, tüketicinin razı olabileceği bir fiyata ürün/hizmetini pazara süremeyebilir. Kısaca, girişimin başarılı olacağını gösteren somut göstergeler mevcut olmayabilir.

Çekirdek sermayesi projelerini değerlendirecek olan katılım finansman şirketleri, girişimcinin benzer ürün ve pazarlardaki performansına ilişkin göstergeler arayacaklardır. Bu tür finansman talebinde, girişimci iş yönetimi yanı sıra teknik yenilikler konusunda da niteliklere sahip olmalıdır. Girişimci aynı zamanda, gerçekçi bir iş planı hazırlamalıdır.

Girişimci, katılım finansmanından yararlanmak durumunda olduğunda, çekirdek veya başlangıç girişimi finansmanını biçimsel hale getirmekte güçlük çekecektir. Böyle bir durumda, nadiren aktif bir varlık mevcuttur ve hiç bir gelir olmadığı halde, boyutu belirsiz bir maliyet söz konusudur.

Girişimin ticari hale gelme (nakit akışı sağlaması) aşamasına kadar, tahmin edilen zaman aralığı ve maliyetleri ikiye veya üçe katlanabilir. Bu sebeple, finansman planlamasında bu durum dikkate alınmalıdır.

10.2.2. BAŞLANGIÇ AŞAMA YATIRIMI

Başlangıç aşama yatırım finansmanı genellikle bir yıldan daha az bir süre geçmişleri bulunan girişimleri hedef alır.⁴⁸³ Girişimci bu finansmanı ürün geliştirme, prototip testi, pazar testi vb. için kullanır. Bu aşamadaki bir girişim, pazara nüfuz potansiyelinin kullanılması için ilave çalışmalar, bir yönetim ekibinin bir araya getirilmesi ve iş planının yeniden gözden geçirilmesi gibi çalışmalarda bulunur.⁴⁸⁴ Başlangıç aşamasındaki bir girişim son ürün düzenlemelerini yapar. Bu aşamadaki bir girişim pazarlama planını uygulamaya hemen hemen hazır demektir.

ABD’de başlangıç aşamasında risk sermayesi finansmanı arayan bir girişimci bireysel yatırımcılara, hükümet bağışlarına, büyük sanayi kuruluşlarına ve risk sermayesi şirketlerine başvurabilir.

ABD’de başlangıç aşamasındaki yatırımlarda risk sermayesi finansmanı çok yaygın olarak kullanılır. Öyle ki, birçok kimse başlangıç aşaması finansmanı ile risk sermayesi finansmanını birbirinin yerine kullanmaktadır.⁴⁸⁵

Başlangıç aşamasında girişimcinin ürünü/hizmeti henüz denenmemiştir. Katılım finansmanının, uzun bir ar-ge sürecinden sonra en heyecanlı kısmı başlangıç aşamasıdır. Bu aşamada gerekli finansman, girişimcinin sahip olduğundan çok fazladır. Diğer taraftan, girişimcinin hedefine ulaşması için üstesinden gelmesi gereken problemler hem daha çok hem de daha karmaşıktır.

Bütün başlangıç aşaması girişimleri, ilk kez ortaya çıkan girişimcilik gayreti değildir. Birçok yeni girişim fikri, iyi bildikleri bir sektörde kendi işlerini başlatmak isteyen tecrübeli girişimciler/yöneticiler tarafından ortaya çıkartılır. Diğerleri, katılım finansman şirketinin tecrübesinden veya diğer yeteneklerinden faydalanmak için ortaklık kurduğu araştırma

483. Sahlman, William A., a.g.e., s. 479.

484. Sahlman, William A., a.g.e., s. 479.

485. Kotler, Phillip, **Marketing Management (Analysis, Planning, Impelementation, and Control)**. Prentice-Hall International Editions, 7th Edition, N.J. USA, 1991, s.54.

şirketlerinin geliştirdiği yenilik seviyesi az ürünler olacaktır (pazardaki ürünlerin yeni modeller vs).

Başlangıç aşaması projelerinde başka bir kaynak, mevcut fakat küçük bir girişimin büyütülmesi ve yurtdışından lisansa dayalı yeni teknoloji transferi söz konusu olduğunda da ortaya çıkar.

Başlangıç aşaması finansman yatırımlarıyla ilgili olarak, katılım finansman şirketi, mevcut girişime doğrudan yatırım yapabilir, büyük bir firmanın bir stratejik işletme birimine yatırım yapabilir ya da bir şirket evliliğine (joint ventur) yatırım yapabilir.

Çekirdek aşama yatırımının aksine, başlangıç aşaması projelerinde ürün/hizmetin pazar talebi olduğuna ilişkin açık göstergeler vardır. Bu nispi belirlilik, başlangıç aşaması projelerini daha cazip kılan bir özelliktir. Bu aşama, aynı zamanda çekirdek aşamasından başlamış birçok projenin mezarlığıdır. Bu aşamaya ilişkin riskler, yatırılan sermaye miktarının önemli derecede fazla olması sebebiyle çekirdek aşamasındaki projelerden daha önemlidir. Katılım finansman şirketleri katılım finansman girişimine bu yatırım aşamasında yönetsel boyutta önemli destek vereceklerdir. Katılım finansman girişiminin kısa vadeli hedeflerine ulaşmasına bağlı olarak, çekirdek aşama yatırımlarına göre daha yüksek tutarlarda finansman desteği sağlanabilir.

10.2.3. ERKEN GELİŞME AŞAMA YATIRIMI

Başlangıç aşamasında finanse edilen girişim pazar testinde başarılı bir sonuç aldıktan sonra, erken aşama finansmanına gelir. Bu aşamada, katılım finansman şirketi yönetimi finansman sağlamak için pazar testi sonuçlarının olumlu olmasını bekleyecektir. Böylece, girişim riski minimuma indirilmiş olur. Erken gelişme aşamasındaki girişimler muhtemelen kar oluşturmazlar. Ürün/hizmet pazara ilk sürüldükten sonra, pazarda tutunabilirse, üretim ve satış gücünü artırmak için erken gelişme finansmanına ihtiyaç duyulur.⁴⁸⁶

Girişimin büyüme eğilimi ortaya çıktığında, büyüme faaliyetleri için finansman talep edilir. Bu aşamada sağlanan finansman duran varlık inşa

486. Steven, Burrill G. and Craig, Norback T., a.g.e., s. 20.

etmek, satın almak, ekipman elde etmek ve büyüyen müşteri grubuna hitap edecek pazarlama kaynaklarını artırmak için kullanılır.⁴⁸⁷

Başlangıç aşamasından sonra, fakat işletme yerleşik bir düzene kavuşup kar etmeden önce, girişim başarılı bir durumda da olsa başarısız bir durumda da olsa, ilave finansman ihtiyacı çıkabilir.

Girişimin başarısız olduğu bir aşamada (kar'a geçemediği) kayıpların olduğu belirsiz bir dönem vardır. Böyle bir durumla karşılaşıldığında, katılım finansman şirketi ve girişimci birlikte zor bir karar almak durumundadır. Yatırıma ya devam edilecek ya da girişim tasfiye edilecektir. Devam kararı alındığında, girişim karlı duruma geçene kadar ya da yeni yatırımcıları ikna edene kadar öz sermaye türü finansman gereksinimi ortaya çıkacaktır. Bu finansman birkaç turda gerçekleştirilebilir. Bu durumda, girişimci kendi hissesinden önemli bir kısmını katılım finansman şirketine devretme durumunda kalacaktır. Çünkü, katılım finansman şirketi yüklendiği ilave riskleri karşılayacak hisse miktarına sahip olmak isteyecektir.

Girişimin başarıyla devam ettiği durumlarda da erken aşama finansmanına ihtiyaç duyulabilir. İşletme öyle büyüyor olabilir ki, küçük kârlar (şayet varsa) bile, yeni yatırımcıları ikna edebilir.

Girişimci ile katılım finansman şirketi arasındaki ilişkiye bağlı olarak, bu aşamadaki finansman ihtiyacını girişime ilk yatırımı yapan katılım finansman şirketi karşılayabilir. Bazı durumlarda girişime yatırım yapmış mevcut katılım finansman şirketine rağmen katılım finansmanı, yeni yatırımcılar gerektirebilir:⁴⁸⁸

- Halihazırda işbirliği içinde olunan katılım finansman şirketi girişime yatırım yapmaya hevesli olsa bile, gerekli finansman miktarı katılım finansman şirketinin yatırım limitini aşabilir.
- İşbirliğinde bulunulan katılım finansman şirketi girişimdeki payını yeterli görebilir ve ilave bir hisseye sahip olmak istemeyebilir.
- Katılım finansman şirketi girişimciye güvenini kaybetmiş olabilir.
- Girişimci mevcut katılım finansman şirketinin girişimin çoğunluk hissesine sahip olmasını istemeyebilir. Bu durum, girişimcinin katılım finansman şirketine güvenini kaybettiği anlamına gelir.

487. Steven, Burrill G. and Craig, Norback T., a.g.e., s. 20.

488. Lorenz, Tony, a.g.e., s. 57.

- Girişimci, girişimin borsaya kote edilmesinden önce yatırımcı tabanını genişletmek isteyebilir.
- İşletmenin daha fazla gelişmesi, ancak yeni bir yatırımcı tarafından sunulabilecek uzmanlık, teknik özellikler ve pazar bilgisini gerekli kılabilir.
- İlk katılım finansman şirketinin fon'u kalmamış ya da katılım finansmanı sektöründen çekilmiş olabilir.

Bu aşamada finansman imkanını şekillendirmek, özellikle yeni yatırımcılar girişime ilgi duyduğunda oldukça karmaşık olabilir.

10.3. GEÇ AŞAMA YATIRIMLARI

Geç aşama yatırımı, yaşam eğrisinin büyüme döneminden sonra başvurulmuş finansman türüdür. Geç aşama yatırımları çeşitli şekillerde olabilir. Bunlar; genişleme, köprü, likidite, turnaround ve buyout yatırım durumlarıdır.

10.3.1. GENİŞLEME AŞAMASI YATIRIMI

Bu aşamadaki bir girişim pazara nüfuz miktarını veya oranını tam olarak kestiremeye de, pazara nüfuz hızı veya limitlerini tahmin edebileceği kalitatif faktörlere sahiptir.⁴⁸⁹ Bu aşamadaki bir girişim ya henüz kâr etmiyor ya da marjinal bir kârlılığa ulaşmıştır. Ekipman satın alma, stok ve alacaklar için daha fazla finansman ihtiyacı vardır.

Genişleme döneminin başlangıcını geçen bir girişimin satışları muhtemelen hızlı büyür ve kâr marjındaki artış finansman risklerini önemli ölçüde azaltır. Ancak, hızlı büyüme girişimin elde ettiğinden daha fazla nakit ihtiyacı oluşturur. Talep edilen finansman, pazarın büyütülmesi, kapasite artırımı ve ürün iyileştirmeleri konusunda kullanılır. Orta hızlı bu büyüme devresinde, sabit varlık veya alacakların teminatı karşılığında çeşitli finansman kaynakları kredi kullandırmaya istekli olabilirler.

Girişimin büyümesini tamamladığı ve bol miktarda nakit akışı sağladığı aşamada (olgunluk aşamasının başı) dahi, finansman ihtiyacı

489. Sahlman, William A., a.g.e., s. 479.

içinde olabilir. Bu aşamadaki girişim, dış yatırımcılar açısından finansman riskini oldukça azaltmış ve istikrarlı bir duruma gelmiştir. Girişim, daha az hisse senedi dağıtmayı amaçladığında, katılım finansmanı yerine borç finansmanı kullanabilir. Kimi zaman ticari banka kredileri daha cazip olabilir.

10.3.2. KÖPRÜ AŞAMASI FİNANSMANI VE LİKİDİTASYONA HAZIRLAMA FİNANSMANI

Köprü finansmanı yatırım aşamasındaki girişim, olası likiditasyon için bazı düşüncelere sahip olur ve hatta likiditasyonun uygun zamanlamasını dahi bilebilir; ancak girişim hızlı büyümeyi devam ettirmek için hala sermayeye ihtiyaç duyabilir.⁴⁹⁰ Bir girişim için para toplamanın en başarılı yollarından biri ilk halka arz aracılığı ile sağlanır. Borsanın genel durumuna bağlı olarak ve hisse senedi piyasasında belirli tür hisselerin nasıl işlem gördüğüne bağlı olarak “halka ilk arz penceresi” umulmadık şekillerde açılabilir ve kapanabilir.⁴⁹¹ Benzer şekilde faiz oranları ve ticari banka kredilerinin kullanılabilir olması, kaldıraçlı satın almayı veya devralmayı etkileyebilir.⁴⁹²

Katılım finansman şirketleri bu aşamadaki girişimlere iki nedenden dolayı yatırım yapacaklardır:⁴⁹³

- **Önceki performansa bağlı olarak azalmış risk:** İşletmenin yönetimi ve operasyonları yerindedir. İşletmenin yönetimi başarılı bir sicil tesis etmiştir; böylece risk faktörü önemli derecede elimine edilmiştir.
- **Bir-iki yıl içinde çok hızlı genişleme ve büyüme potansiyeli:** Bu büyüme aşaması, katılım finansmanı şirketleri için caziptir; çünkü işletme şaha kalkmıştır ve ilk halka arzını yapmaya yakın olabilecektir. İşletmenin amacı, katılım finansmanının bu aşamaya dahil olmasını sağlayarak işletmeyi borsaya adım atacak şekilde hazırlamasıdır. Katılım finansmanı şirketleri için köprü finansmanı demek hızlı bir şekilde işletmeyle işe koyulmak ve

490. Sahlman, William A., a.g.e., s. 479.

491. Sahlman, William A., a.g.e., s. 479.

492. Sahlman, William A., a.g.e., s. 479.

493. Steven, Burrill G. and Craig, Norback T., a.g.e., s. 21.

hızlı bir şekilde işletmeden ayrılmaktır ve bu aşamaya yatırım katılım finansmanı şirketleri için diğer aşama yatırımlardakinden daha likit bir durum sunacaktır.

Katılım finansmanı şirketi için, yatırım yaptığı girişimin halka arzında sahip olduğu hisselerin menkul kıymetler piyasasında yeni statüler kazanması beklenmekte ise de bununla birlikte bu aşamada şayet koşullar hızlı değişirse, getiriler daha sınırlı kalabilir.⁴⁹⁴ Mesela ilk halka arz için pencere çok dar veya kapalı olabilir; böyle bir durum likiditeyi daha zor kılar veya borsadaki değerlendirmeler umulduğu kadar yüksek olmayabilir; dolayısı ile katılım finansmanı şirketi girişimin halka arzı sonucu likit hale gelmez. Bunlardan dolayı bazı katılım finansmanı şirketleri bu aşamadaki yatırımlarında yatırım hedeflerini tutturamama gibi bir durumla karşı karşıya kalabileceklerdir.⁴⁹⁵

Bu aşamadaki girişimler için katılım finansmanı dışında borçlanma finansmanı, kurumsal yatırımcılar, büyük sanayi kuruluşları ve joint venture gibi değişik kaynaklardan sermaye sağlanabilir.⁴⁹⁶

Girişimin amacı, katılım finansmanı şirketinden sağladığı finansmanla girişimin hisselerini borsada kote ettirmektir.⁴⁹⁷ Köprü finansmanında, katılım finansmanı şirketleri diğer aşamalara nispetle daha likit bir finansman sunduğu gibi, finansmanı çok hızlı bir şekilde sunar ve çok kısa sürede girişim ile ilişkilerini keser. Bu aşamadaki koşullar beklenmedik şekilde değiştiği takdirde, getiriler de sınırlı olabilir. Örneğin, girişim hisselerinin ilk defa halka arzı esnasında hisse senetleri beklendiği kadar yüksek bir fiyata alıcı bulamayabilir. Bu durumda, katılım finansmanı şirketi hedeflerine ulaşamadığını kabul edecektir. Bu aşamadaki girişimciler özel yatırımcı, büyük sanayi işletmeleri ve bazen de banka gibi finansman kurumlarından borç sermayesi elde edebilir.

10.3.3. LİKİDİTE AŞAMASI FİNANSMANI

Bir girişim için sermaye temin etmenin yollarından birisi de, halka arz yoluyla halkı girişime özsermaye karşılığı ortak etmektir.⁴⁹⁸ Hisselerini

494. Steven, Burrill G. and Craig, Norback T., a.g.e., s. 21.

495. Steven, Burrill G. and Craig, Norback T., a.g.e., s. 21.

496. Steven, Burrill G. and Craig, Norback T., a.g.e., s. 21.

497. Steven, Burrill G. and Craig, Norback T., a.g.e., s. 21.

498. Steven, Burrill G. and Craig, Norback T., a.g.e., s. 22.

borsaya kote ettiren bir girişim, hisse yoluyla topladığı öz sermayeyi, ilerdeki faaliyetleri için kullanabilir. Hisseler, halka arz edilirken başarılı olunabilirse, bu şekilde sağlanan finansman, girişimin büyümesi için gereken imkanları (devralma, ar-ge, v.b.) artırır.

Katılım finansmanı şirketi açısından girişimin hisselerinin halka arzı, hisselerin yeni bir statü kazanması anlamına gelecektir. Bu durum, girişimin likit hale geldiğini gösterir. Bu böyle ise de, katılım finansmanı şirketi sahip olduğu hisseleri hemen likit hale çevirmez. Çünkü; hisse senetlerinin değerlerini borsadaki yatırımcılar belirlediğinden istendiği anda hisse senedini satmak mümkün olmayabilir.

Her ne kadar halka arz yoluyla girişim hisselerini borsaya kote ettirmek ve satışa arz etmek popüler ise de, alternatifi olmayan bir yol değildir. Olgunluk aşamasındaki böyle bir girişim çok değişik kaynaklardan finansman sağlayabilir: Banka finansmanı, şirket ortaklıkları (joint ventures), kurumsal yatırımcılar ve büyük sanayi kuruluşlarına başvurmak bu yollardan sadece bir kaçıdır.⁴⁹⁹

Katılım finansmanı sektöründe, katılım finansmanı şirketlerinin girişimde sahip olduğu hisselerin likit hale gelmesi oldukça önemlidir.

10.3.4. TURNAROUND FİNANSMANI

Pazarda faaliyet gösteren bir girişim iflas halinde veya çok düşük nakit girişi sağlıyor olabilir. Bu durum teknolojik yeniliklerin baskısı sonucu olabileceği gibi, kötü yönetimden de kaynaklanabilir. Bu durumdaki girişim için katılım finansmanı şirketleri finansman sunabilir. Bu tip bir finansmana “turnaround finansmanı” adı verilir.

Turnaround türü bir finansmana ihtiyacı olan bir girişimi finanse etmek çok risklidir. Bu sebeple çok az sayıda katılım finansmanı şirketi bu tür bir finansmanı yüklenmeye hazırlıklı olacaktır.⁵⁰⁰

Müşteri ilişkileri muhtemelen zayıf olan, yatırımcıların ve kredi verenlerin çok istekli olmadığı bir girişime finansman desteği vermenin en önemli kriteri yeni yönetim takımının kabiliyeti ve iş yaşamındaki sicilleridir. Katılım finansmanı şirketleri, yeni yönetim takımı güven

499. Steven, Burrill G. and Craig, Norback T., a.g.e., s. 22.

500. Steven, Burrill G. and Craig, Norback T., a.g.e., s. 23.

verdiği, iyi bir sicile sahip olduğu ve radikal değişiklik önerilerini içeren bir iş planına sahip olduğunda, bu tür bir aşamayı finans etmeye ilgi göstereceklerdir. Hatta, kimi katılım finansmanı şirketleri “turnaround” finansman konusunda ihtisas sahibi olacaktır. Katılım finansmanı sektöründe, bu tür finansmandan kaçınılmasının veya gönülsüz olunmasının sebebi, başarısızlık ihtimalinin oldukça yüksek olmasıdır.⁵⁰¹

Borsaya kote ettirilmemiş bir girişim turnaround durumuna çeşitli sebeplerle gelebilir. Nakit akışının kontrol edilememesi, özsermayeden ziyade çok fazla borç yüklenilmesi, girişim programının çok riskli ve maliyetli olması, tüketicilerin girişimcinin ürün hizmetinin potansiyel avantajlarını algılamamış olması, girişimcinin iyi bir mucit veya teknoloji getiricisi olsa dahi yönetim yetenekleri ve bilgisinin yetersiz olması gibi durumlar bir girişimi turnaround durumuna sokabilir.

Erken aşamada bir turnaround söz konusu ise, daima girişime daha önce yatırım yapan mevcut katılım finansmanı şirketi finansman desteği sunacaktır.⁵⁰²

Geç aşamada bir turnaround, dışarıdan finansman dışı bir destek istenmediği durumlarda daha sık ortaya çıkar. Bir katılım finansmanı şirketinin girişime finansman dışı desteği olursa, genellikle böyle bir durumda turnaround ortaya çıkmaz; çünkü, problem olduğunda gerekli yönetim desteğini verecektir.

Turnaround gibi zor bir duruma düşen bir girişim, bir katılım finansmanı şirketi ile bağı olsun veya olmasın, finansmanın yanı sıra uzmanlığa ihtiyacı vardır. Bunun iki anlamı vardır. Birincisi, zor durumda olan girişim borç alma imkanlarını sıkı bir şekilde müzakere edecektir. İkincisi, mevcut yönetimin kesinlikle değişmesi gerekecektir. Turnaround durumlarında önemli miktarda yatırım gerekli olacaktır. Bu ise, girişimde çoğunluk kontrolünün katılım finansmanı şirketine geçmesi demektir.

Bir katılım finansmanı şirketi potansiyel bir turnaround durumuyla karşılaştığında, çok hızlı bir şekilde girişimin sadece sağlıklı bir yapıya tekrar kavuşturulması için değil, kârlı bir büyüme sürdürüp sürdüremeyeceğine karar vermek durumundadır.⁵⁰³

501. Gladstone, David, a.g.e., s. 9.

502. Lorenz, Tony, a.g.e., s. 63.

503. Lorenz, Tony, a.g.e., s. 64.

Geçiş girişim finansman uygulamaları, turnaround durumunun geleneksel sektörlerde olgunluk dönemini yaşayan bir ürünle ilgili girişimlerde görüldüğünü göstermektedir.⁵⁰⁴ Sektörde nispeten yeni teknolojiye dayalı bir girişimin, pazarını ve teknolojik avantajını kaybetmiş olması da o girişimi turnarounda götürebilir.⁵⁰⁵

10.3.5. BUY-OUT FİNANSMANI

Bazı durumlarda halihazırda var olan bir işletme bir girişimci takımı tarafından satın alınır. Girişimciler söz konusu bu tür bir işletmeyi satın alırken, ilave özsermaye için katılım finansmanı şirketine başvuracaklardır.⁵⁰⁶ Bazen büyük bir holdingin bir iş kolunu yöneten ve girişimcilik ruhuna sahip bir grup yönetici, katılım finansmanı fonlarını kullanarak bu bölümü satın almayı düşünebilir. Buy-out, bir girişimde ortaklığı (sahipliği) bulunmayan yönetici takımının, girişimi satın aldığı anda ortaya çıkar. Katılım finansmanı sektörünün buy-out sürecine katılması kaldırıcı buy-out'un ortaya çıkmasına neden olur. Birçok katılım finansmanı şirketi bu tür yatırımlara ilgi duyacak ve yatırım yapacaklardır.⁵⁰⁷

Katılım finansmanı şirketleri açısından böyle bir yatırımın finansmanı tamamen farklı özellikler gösterir. Böyle bir finansmanda katılım finansmanı şirketlerini başarılı kılacak faktör buy-out'a konu olan sektör, girişim ve yönetim konularındaki bilgi seviyeleridir.

Kaldırıcı buy-outlarda en kritik faktör yönetim takımıdır.⁵⁰⁸ Buy-out mevcut yönetici takımı tarafından gerçekleştirilirse, risk önemli derecede azalmış olur. Çünkü, girişim ve sektör hakkında mevcut yönetimin yeterli bilgisi olduğu düşünülür. Aksine, buy-out'u gerçekleştiren yönetici takımı dışarıdan gelirse risk önemli derecede artacaktır. Yönetici takımının işletmeyi tanımamasından ötürü, başarısızlık ihtimalleri ortaya çıkabilir. Diğer taraftan, bir yönetim değişikliği, getireceği yenilik sebebiyle motivasyonu artırabilir ve başarılı olma ihtimali ortaya çıkar.

Yönetim takımı dışında, bir katılım finansmanı şirketinin kaldırıcı buy-out finansmanına ilişkin kararını etkileyecek diğer faktörler ise

504. Lorenz, Tony, a.g.e., s. 64.

505. Lorenz, Tony, a.g.e., s. 64.

506. Gladstone, David, a.g.e., s. 9.

507. Steven, Burrill G. and Craig, Norback T., a.g.e., s. 22.

508. Steven, Burrill G. and Craig, Norback T., a.g.e., s. 23.

şunlardır:⁵⁰⁹

- Girişimin sahip olduğu sözleşmeler
- Girişimin müşteriler ve arz kaynakları karşısındaki itibarı
- Girişimin rekabet gücü
- Girişimin faaliyette bulunduğu sektörün cazibesi

Buy-out için katılım finansmanı şirketi finansmanının boyutu oldukça yüksek olacağından, belli bir risk ortaya çıkar. Katılım finansmanı şirketleri, birden fazla buy-out yatırımını desteklerken portföy yaklaşımını kullanacaklardır.

Aslında, buy-out finansmanı katılım finansmanı kapsamında yer alan risk sermayesi sektörü için oldukça yeni bir yatırım şeklidir. Bununla birlikte risk sermayesi yatırımları içinde çok hızlı bir şekilde en yüksek paya sahip olmuş bulunmaktadır. Özellikle Avrupa’da risk sermayesi yatırımlarında temel yatırım aşamasıdır. Gerçekte buy-out başarılı ya da başarısız şahıs şirketlerini mevcut sahiplerinden ayırarak, bağımsız işletmeler haline getirmeyi amaçlar. Bilhassa İngiltere’de özelleştirmelerdeki buy-out’ların finansmanında risk sermayesi sektörü önemli bir paya sahiptir.

Bazen, buy-out finansmanı tek bir bankadan alınacak kredi veya yönetimin kendi kaynaklarından karşılanırsa da, çoğu durumda birden fazla yatırımcının finansmanı söz konusu olur.⁵¹⁰ Dünya uygulamalarına bakıldığında risk sermayesi sektöründe buy-out finansmanının cazip hale gelmesinin nedenleri şunlardır:⁵¹¹

- **Daha küçük ölçekli işletmelerin ortaya çıkarılması:** Yeni teknoloji temelli girişimlerle karşılaştırınca buy-out KOBİ’lerin oluşturulmasında kesin bir mekanizmadır.
- **Son 30 yıllık sektörel eğilimin tersine çevrilmesi:** Bugünün büyük sanayi işletmelerinin ayrılmasının nedeni, stratejilerinin temelinde küçük işletmelerin ve daha esnek kâr merkezlerinin oluşturulması düşüncesinin bulunmasıdır. Günümüzdeki dev sanayi işletmeleri 1950’lerde hayata geçmiş ve günümüzdeki

509. Steven, Burrill G. and Craig, Norback T., a.g.e., s. 23.

510. Lorenz, Tony, a.g.e., s. 66.

511. Lorenz, Tony, a.g.e., s. 69-70.

ekonomi ve teknolojiideki bu hızlı değışime ayak uyduramaz hale gelmişlerdir.

- **Yöneticilik ve işletme sahipliğinin tekrar bir elde toplanması:** Yirminci yüzyıldaki eğilim işletme yöneticilerinin ve işletme sahiplerinin ayrı olmasıydı. İşletme sahipleri ve yöneticiler arasında en iyi hedeflerin saptanması konusundaki anlaşmazlıklar performansları zedelemiştir. Buy-out, yöneticilik ve sahipliğin tek elde toplanması dolayısıyla hedefleri daha açık ve cesur tespit etmeye imkan tanımaktadır.
- **Bankaların ve diğer yatırımcıların artan ilgisi:** Yirminci yüzyılda, işletme sahipliği ile yönetimin birbirinden ayrı olmasından başka, ekonomik gelişmedeki temel zayıflıklardan birisi banka gibi finansman kurumlarının emniyeti çok fazla (minimum risk/hatta “0” risk) dikkate almaları idi. Risk’i sevmedikleri için borç verme tekniği ile çalışan bankaların, buy- out sürecine ortak olmak suretiyle katılmaya başlaması, risk sermayesi şirketlerini harekete geçirdi.
- **Yeni girişimcilerin gelişimi:** Örgüt adamı ve sektörel bürokrat geliştirilmesi eğiliminden sonra, buy-out süreciyle yönetim kurulu ve potansiyel yöneticilerin arasındaki çekişme son bulmaktadır. Çünkü, daha önce yukardan gelen baskı sebebiyle potansiyel yöneticiler çoğu kere girişimcilik ruhlarını ortaya koyamamaktaydı.
- **Buy-out erken aşama yatırımlarından daha az risk taşır:** Satın alındığında girişimin geçmiş performans kayıtları, yeni yönetim oluşturulması ve belli miktarda aktif varlığın mevcudiyeti, girişimin pazarda daha güçlü olmasını sağlar.

ONBİRİNCİ BÖLÜM

KATILIM FİNANSMANINDA GİRİŞİM DEĞERLEMESİ:

DEĞERLEME METODOLOJİSİNİN BELİRLENMESİ

11. KATILIM FİNANSMANINDA GİRİŞİM DEĞERLEMESİ: DEĞERLEME METODOLOJİSİNİN BELİRLENMESİ

11.1. GENEL AÇIKLAMA

Katılım finansmanı çatısı altında yer alan finansman seçeneklerinin herhangi birisi ile desteklenmiş yatırım projelerinin ya da girişim tekliflerinin fiyatlandırılması iki konuya açıklık getirir. Bunlardan birincisi, katılım finansman şirketlerinin destek sağlanacak olan projelere ne kadar fiyat ödeyeceği konusudur. İkinci önemli konu ise, finansman desteği sağlanmış olan projenin başarılı olması durumunda gerçekleşecek muhtemel bir halka arz işleminde katılım finansman şirketlerinin girişimin hisselerinin ne kadarına sahip olacağı konusudur. Bu iki noktadan bakıldığında girişimin fiyatlandırılması aşaması, katılım finansman modelinin en hassas yanını oluşturur. Buna mukabil fiyatlandırma işlemi, katılım finansman şirketlerinin girişimciler ile yapacakları görüşmelerin en subjektif konusudur. Fiyat, yatırım kararı verilmeden önce yapılacak olan risk-getiri analizi çerçevesinde girişimin değerlendirilmesiyle belirlenir. Bu süreçte, katılım finansmanı talebinde bulunan yatırımcı girişiminin ne kadar değerli olduğunu anlatmaya çalışır. Doğaldır ki bunun sonucunda da girişimi için olası en yüksek fiyatı talep eder.

Yatırım kararı öncesi yapılacak olan risk-getiri analizinde girişimden beklenen getiri oranı, katılım finansman şirketi açısından bakıldığında, bu girişime finansman desteği sağlanması halinde alınacak risk ile bağlantılı olarak belirlenir. Durum katılım finansmanı talep eden yatırımcı açısından değerlendirildiğinde ise girişimden beklenen getiri oranı, yukarıda da ifade edildiği gibi, girişimcinin proje hakkındaki farklı beklentilerine bağlı olarak belirlenir. Ancak hangi taraf açısından bakılırsa bakılsın yatırımdan beklenen getiri oranı, girişime hangi aşamada destek sağlandığı ile doğrudan ilişkili bir durumdur. Henüz başlangıç veya kuruluş aşamasındaki girişimlerde risk ve buna bağlı olarak getiri daha yüksek iken daha ileriiki aşamalarda risk ve beklenen getiri azalır.

Girişimlerin fiyatlandırılması işleminde riski üstlenen taraf, finansmanı sağlayacak olan katılım finansman şirketleridir. Dolayısıyla fiyatlandırma süreci katılım finansman şirketleri açısından çok dikkatle izlenilmesi ve yönetilmesi gereken bir süreçtir. Bu süreçte katılım finansman şirketleri fiyatlandırmayı daha doğru yaparak riski azaltmaya özen göstermelidir. Fiyatlandırma sırasında katılım finansmanı şirketleri şu faktörleri dikkate almalıdır;⁵¹²

- Girişimin büyüme potansiyeli,
- Yapılan finansal projeksiyonların ve hazırlanan proforma tabloların doğruluğu,
- Ek finansman ihtiyacı,
- Girişim başarılı olup halka arz edildiğinde hisse senetlerinin borsada ne kadar yüksek fiyatta değerlendirilebileceği,
- Likiditasyon ve kâra geçişe kadar olan süre,
- Dönemsel gelirlerin varlığı ve sermaye kazancı.

Fiyatlandırma işlemi yapılırken, girişimin gelecekte ulaşabileceği muhtemel değer tahmin edilmeye çalışılır. Girişimin belirli bir zamandaki değeri ise, girişimin halka arz edilmesi, satılması veya başka herhangi bir şekilde likidasyonu durumunda sağlayacağı kar payı ödemelerinin beklenen değeri dikkate alınarak tahmin edilir. Diğer taraftan, girişimlerin fiyatlandırılmasına yönelik olarak yapılan hesaplamaların daha ziyade, söz konusu girişime sermaye girişleri veya girişimden sermaye çıkışları olduğu anda yapılacağı şeklinde yanlış bir anlayışın olduğunu da ifade etmekte yarar vardır. Oysa girişimin değerlendirilmesi yatırıma veya finansal desteğe karar vermeden önce yapılmalıdır. Çünkü fiyatlandırma yönetimler tarafından, girişimin yaşam süresi boyunca daha iyi kararlar alabilmeleri yönünde etkin bir işletme aracı olarak kullanılabilir.

512. Artukaslan, Ayşe, a.g.e., s. 86.

11.2. GERÇEĞE UYGUN DEĞER VE DEĞERLEME METODOLOJİLERİ

11.2.1. GERÇEĞE UYGUN DEĞER

Katılım finansmanı kapsamında yer alan finansman seçenekleri, yatırımcılar ve piyasa katılımcıları içerisinde giderek artan bir ilgi görmektedir. Bu finansman seçeneklerine olan ilgi beraberinde daha fazla bilimsel araştırmayı getirmiştir. Bu bilimsel araştırmalarda, finansal destek sağlanan girişimlerin performansı ve bilgi akışı gibi iki önemli başlık ön plana çıkmaktadır. Çünkü katılım finansmanı kapsamında destek almış herhangi bir girişimin başarısı gerek bu finansman seçeneklerine olan ilgiyi ve gerekse girişimcilik kültürünü doğrudan etkileyecektir. Bu açıdan bakıldığında, katılım finansmanı desteği sağlanmış girişimlerin fiyatlandırılmasındaki tutarlılığın, saydamlığın ve diğer finansman seçenekleri ile karşılaştırılabilirliğinin ortaya konması ve geliştirilmesi gereği ortaya çıkmaktadır.

Günümüz finansal sistemi içerisinde finansman ihtiyacı içerisindeki bir taraf farklı finansman seçeneklerine farklı vasıtalar ile sahip olabilme imkanına sahiptir. Bu aslında finansal sistemlerin hem gelişmişliğinin ve hem de bütünleşmişliğinin bir sonucu olarak değerlendirilebilir. Finansman seçeneklerinin farklılaşması fiyatlandırma açısından da farklılıklar ortaya çıkarabilmektedir. Farklı finansman seçenekleri için söz konusu olan bu durum bazen aynı finansman seçeneğinin kullanılması halinde de gündeme gelebilmektedir. Bu tamamen fiyatlandırmayı yapan taraflardan kaynaklanan bir sonuçtur. Nedeni ise, aynı finansman seçeneği için fiyatlandırma işlemi yapan farklı kişilerin çok farklı değerlendirme metodolojilerini kullanmalarıdır. Fiyatlandırma konusunda ortaya çıkan bu tür tutarsızlıkları ortadan kaldırmak için çeşitli kurumlar tarafından⁵¹³ risk sermayesi değerlendirme rehberleri, özel sermaye fonu değerlendirme rehberleri gibi değişik değerlendirme rehberleri yayınlanmaktadır. Ancak bununla birlikte yine de söz konusu değerlendirme rehberlerinin tek başına finansal destek sağlanan girişimlerin tam ve kesin değerlerini ortaya koyması beklenmemelidir.

513. Bunlar arasında en çok başvuruları AFIC (Australian Foundation Investment Company), BVCA ve EVCA öncülüğünde, dünyanın farklı bölgelerinde faaliyet gösteren 30 ayrı kuruluşun desteğinde hazırlanan uluslararası özel sermaye fonu ve risk sermayesi değerlendirme rehberi (International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines)'dir. KPGM tarafından hazırlanan özel sermaye fonu değerlendirme rehberi (Private Equity Valuation Guidelines) de başvuru olan diğer bir önemli değerlendirme rehberidir.

Uygun değerleme metodolojilerinin varlığı katılım finansmanı piyasası için de bir gerekliliktir. Nitekim katılım finansman şirketleri, finansal destek sağladıkları girişimleri fiyatlandırırken, gerçeğe uygun değer (fair value) ölçüsünü esas alan bu tür değerleme rehberlerine uygun hareket edeceklerdir. Zaten muhasebe uygulamacıları arasında gerçeğe uygun değer kavramına duyulan ilginin giderek artması, dünya genelinde uygun değerleme standartlarının kullanılmasını da zorunlu hale getirmiştir.

Gerçeğe uygun değer konseptini kullanan değerleme rehberleri, bir yatırımın değerinde meydana gelen artış ve azalışların her ikisini de içermek durumundadır. Katılım finansman şirketi yöneticileri yönetmekte oldukları fonlar konusunda yatırımcıları bilgilendirmek üzere hazırlayacakları raporlarda düzenli olarak yatırım değerlemelerine yer vereceklerdir.

Gerçeğe uygun değer, karşılıklı pazarlık ortamında ve herhangi bir durumdan etkilenmeyecek şartlar altında, bir varlığın el değiştirebileceği veya yükümlülüklerin karşılanmasında esas alınacak tutarın taraflar arasında belirlenmiş değeridir. Buradan gerçeğe uygun değerın zorunluluk halinde oluşan bir değer olduğu anlamı çıkarılmamalıdır.⁵¹⁴ Zira herhangi bir zorunluluk olmadan da gerçeğe uygun değer saptaması yapılabilir.

Gerek girişim sürecine aktif olarak katılan katılım finansman şirketleri ve girişimciler ve gerekse de birikimlerini katılım finansman piyasasında değerlendiren yatırımcılar, girişimden elde edecekleri getirilerin maksimum noktaya ulaştığını düşündükleri noktada yatırımdan çıkmak isteyeceklerdir. Bu noktada yapılacak bir değerleme işlemi ise, getirilerin maksimum olduğu bu noktada girişimden çıkış değerinin belirlenmesini sağlayacaktır. Girişimden çıkış aşamasında yapılacak değerleme işlemi genellikle girişimin maddi ve maddi olmayan varlıklarının tümünü içerir. Dolayısıyla girişim açısından maddi değer ve maddi olmayan değer şeklinde birbirini tamamlayan iki kavram karşımıza çıkar. Maddi değer, girişim açısından bilançoda yazılı olan defter değeri olarak ifade edilebilir. Maddi olmayan değer ise genellikle beşeri sermaye, marka ve müşteriler gibi maddi olmayan varlıklar üzerinden hesaplanan değerdir. Katılım finansmanı desteği almış olan girişimlerde daha önce de değinildiği üzere maddi olmayan varlıklar maddi varlıklara göre daha büyük bir

514. http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_13_art_63_att_820.pdf

ağırlığa sahiptir. Katılım finansmanı desteği almış girişimlerde görülen bu özellik, bu tür girişimleri değerlendirirken etkin bir girişim değerlendirme metodolojisinin geliştirilmesinin önemini artıran başka bir unsur olarak değerlendirilebilir.

11.2.2. DEĞERLEME PRENSİPLERİ

Katılım finansmanı piyasasında yatırımlar gerçeğe uygun değer ölçüsü kullanılarak değerlendirilir. Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde girişimcilik ve girişimcilerin finanse edildiği piyasalar çok fazla gelişme göstermediği için, gerçeğe uygun değer esasına göre hazırlanmış değerlendirme metodolojileri uygun bir değerlendirme rehberi olarak dikkate alınmalıdır. Zaten bir finansal araç için aktif bir piyasanın olmadığı durumda finansal aracı değerleyecek olan kişinin gerçeğe uygun değere değerlendirme metodolojilerini kullanarak ulaşabileceği hususu yaygın kabul gören bir görüştür.

Bu noktada dikkat edilmesi gereken başka bir husus söz konusudur. Yatırımların gerçek değerini belirlemeye çalışırken değerlendirme metodolojilerine göre hareket etmek tek başına yeterli değildir. Değerleme metodolojilerini kullanarak yatırımların gerçeğe uygun değerine ulaşmaya çalışırken aynı zamanda değerlendirilecek olan yatırımın gerçeklerine ve yapısına uygun bir değerlendirme metodolojisinin seçilmesi ve kullanılması gerekir. İşte bu hususu katılım finansmanı piyasası açısından irdelediğimizde, katılım finansmanı destekli yatırımları değerlendirirken gerek katılım finansmanı ve gerekse destek sağlanan girişimin özelliklerinin göz önüne alınması gerektiği sonucuna ulaşmaktayız.

Katılım finansmanı destekli girişimler değerlendirilirken genelde işletme bir bütün olarak düşünülür ve değerlendirme de buna göre yapılır. Sonuçta ortaya çıkan değer üzerinde taraflar sözleşmeye bağlı haklarını alırlar. Katılım finansmanı destekli girişimler değerlendirilirken daha ziyade girişim hakkında ileriye yönelik olarak yapılan hesaplamalar, hisse senedi piyasası koşulları ve benzeri faktörler dikkate alınır.⁵¹⁵ Değerlemeyi yaparken bu faktörlerin ve değerlemeyi etkileyecek her türlü bilginin kullanımına özen gösterilmesi gerekir. Gerçeğe uygun değer, önemli olan tüm faktör ve bilgilerin etkisini içeren hesaplamaları yansıtır.

515. http://www.peigg.org/images/Valuation_Guidelines___FAQ_4_19_04.pdf.

11.2.3. DEĞERLEME METODOLOJİLERİ

11.2.3.1. GENEL OLARAK DEĞERLEME METODOLOJİLERİ

Henüz borsada listelenmemiş finansal araçların gerçeğe uygun değerlerinin hesaplanmasında birçok değerlendirme metodolojisinden yararlanılabilir. Bu değerlendirme metodolojileri, gerçeğe uygun değeri hesaplanacak katılım finansmanı desteği sağlanmış girişimlerin özelliklerini de içine alacak şekilde düzenlenmelidir. Örneğin katılım finansmanı desteği sağlanmış girişimin nakit girişleri ve aktif durumu değerlemeyi etkileyecektir. Değerlemeyi yapacak olan kişi bu süreçte, gerçeğe uygun değeri etkileyebilecek yatırımla ilgili böylesi özel durumlar yanında kendi yargılarını da kullanmalıdır.

11.2.3.2. UYGUN DEĞERLEME METODOLOJİSİNİN SEÇİMİ

Değerleme yapılırken, yatırımın gerçeklerine uygun bir değerlendirme metodolojisinin kullanılması oldukça önem arz eder. Nitekim bazı araştırmalarda, seçilen değerlendirme metodolojisinin girişimlere finansal destek sağlayan kurumların performansları üzerinde istatistiksel ve ekonomik olarak anlamlı bir etkisinin olduğu ortaya konmuştur.⁵¹⁶ Bu nedenle, uygun bir değerlendirme metodolojisinin seçimi ve doğru olarak uygulanması makul bir değerlendirme açısından gerekli bir koşuldur.

Bir metodoloji seçmek için gerekli temel kriter, söz konusu metodolojinin değerlendirilecek olan girişimin yapısına, koşullarına ve gerçeklerine uygunluk göstermesidir. Uygun bir metodoloji ise, girişimin gerçeğe uygun değerini maddi olarak etkileyebilecek tüm faktörler hakkındaki mevcut bilgiyi içermelidir. Bu bağlamda, girişimin veya yatırımın içinde bulunduğu gelişim aşamasını ve yeterli miktarda kâr veya pozitif nakit akımı üretebilme özelliğinin de göz önüne alınması gerekmektedir. Bu şartlar altında değerlemeci yatırıma en uygun değerlemeyi seçerek bilgisel ve yargısal deneyimleri ışığında değerlemeyi gerçekleştirecektir. Bunu yaparken de ayrıca şu gibi faktörleri dikkate alması daha sağlıklı bir

516. Dittman, Ingolf, Erns G. Maug and Johannes Kemper, "How Fundamental are Fundamental Values? Valuation methods and their Impact on the Performance of German Venture Capitalists", **European Financial Management**, Vol.10, No. 4, 2004.

sonuca ulaşma açısından gereklidir.⁵¹⁷

- Verilen endüstrinin yapısına uygunluk ve mevcut piyasa koşullarında uygulanan metodolojilere ilişkin uygulanabilirlik,
- Her bir metodolojide uygulanan verilerin güvenilirliği ve kalitesi,
- Teşebbüs ve işlem verilerinin karşılaştırılabilirliği,
- Girişim konusuyla ilgili diğer ilave hususlar.

Değerlemeyi yapan açısından değerlemeyi yaptığı yatırım için birçok uygun metodoloji olduğu durumda, gerek her bir metodolojiye ait sonuçlar arasındaki çapraz denetimi sağlamak ve gerekse daha güvenilir bir gerçeğe uygun değere ulaşmak için birden fazla metodoloji aynı girişim için kullanılabilir.

11.2.3.2.1. SON YATIRIMIN FİYATI

Finansal destek sağlanacak olan girişim için katılan yatırım maliyeti gerçeğe uygun değer açısından uygun bir gösterge olarak alınabilir. Ancak bu şekilde elde edilecek değerlemenin geçerliliği zamanla azalabilir. Çünkü, yatırımın yapıldığı andaki fiyat, yatırım işlemini yapıldığı andaki var olan koşulların etkisini yansıtır. Dolayısıyla bu şekilde elde edilen değerlemenin bir geçerlilik süresi olması gerekir ki bu da o değerlendirme için periyot uzunluğunu verir. Katılım finansmanı destekli yatırımlar için bir yıllık bir periyot uzunluğu uygun bir geçerlilik süresidir. Şayet yöntemin uygulanışında bu şekilde bir hassasiyet göz önüne alınmaz ise, dinamik bir çevrede piyasa koşullarındaki değişikliklerin, değişikliklerin gerçekleştiği tarihten sonraki değerlemeleri etkileyeceği gerçeği göz ardı edilmiş olur. Bu da yöntemin geçerliliğini olumsuz olarak etkileyecektir.

Değerlemeyi yapan, son yatırımın fiyatı yöntemine başvurduğunda, yatırımın kendi maliyetini veya yatırımın gerçeğe uygun değerinin hesaplanması için, firmaya önemli miktarda yeni yatırım yapıldığı andaki fiyatını kullanmalıdır. İlgili işlemin yapıldığı tarihi takip eden sınırlı dönemde değerlemeci, sonradan ortaya çıkan olayların veya değişikliklerin, yatırımın gerçeğe uygun değerinde bir değişikliğe yol açıp açmayacağını değerlendirmesi gerekir. Örneğin, yatırımın

517. http://www.peigg.org/images/Valuation_Guidelines__FAQ_4_19_04.pdf

gerçeğe uygun değerindeki azalma, aşağıdaki gibi birçok nedenden kaynaklanabilir.⁵¹⁸

- İlgili girişimin performansının veya genel görünümünün yatırımın temelini oluşturan beklentilerden önemli oranda düşük olması,
- Girişimin iş veya faaliyette bulunduğu teknoloji, piyasa, ekonomik ve yasal çevrede karşıt değişikliklerin olması,
- Piyasa koşullarının kötüleşmesi: Bu durum, aynı veya benzer endüstride faaliyette bulunan, borsaya kayıtlı işletmelerin hisse senedi fiyatlarındaki bir düşüşle gösterilebilir.

11.2.3.2.2. KAZANÇLAR ÇARPANI

Bu metodoloji, işletmenin değerine ulaşmak amacıyla söz konusu işletmenin kazançlarına bir kazanç çarpanı uygulanmasını öngörür. Anlamlı kabul edilebilecek bir miktarda sürekli nakit akışına sahip firmaların değerlemesinde bu yöntemin kullanılması uygundur. Eğer zararları geçici ise zarar eden firmalar için de bu metodoloji uygulanabilir. Ancak bu durumda birçok döneme ait kazançların ortalaması kullanılması gerekmektedir.

Metodolojinin uygulanmasında birçok kazanç çarpanı yaygın olarak kullanılmaktadır. Bu çarpanlar arasında;

- Fiyat / Kazanç
- Teşebbüs değeri / Faiz ve Vergi Öncesi Kâr (FVÖK),
- Teşebbüs değeri / Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kâr (FVAÖK)

gibi oranlar sayılabilir. En sık kullanılan çarpan ise fiyat-kazanç oranıdır. Burada dikkat edilmesi gereken şey kullanılan çarpanın işletmeye uygun olmasıdır.

Katılım finansmanı modelinin uygulanmasındaki farklılıklardan dolayı çarpanlar, değerlemesi yapılan girişim ile ilgili bir teşebbüs değeri oluşturacak şekilde kullanılmalıdır. Bundan dolayı fiyat-kazanç oranının

518. http://www.peigg.org/images/Valuation_Guidelines__FAQ_4_19_04.pdf

kullanıldığı bir değerlendirme sürecinde genelde, kalan tutar finansman giderlerinden dolayı önemli ölçüde azaltılacağı için, vergi sonrası kârlardan ziyade vergilendirilmemiş FVÖK (finansman giderleri çalışma sermayesinden düşüldükten sonra) kullanılmalıdır.

Değerlemeyi yapan genelde, borsaya kayıtlı firmaların piyasa değerlerinden veya sahiplik yapısı değişen firmalarda oluşan fiyattan etkilenen piyasa temelli çarpanlardan hareketle çarpanlar üretir. Bu piyasa temelli yaklaşım, benzer özellikli firmaların piyasa tarafından doğru bir şekilde değerlendirildiğini varsayar.

Piyasa temelli çarpanların kullanıldığı yerde amaç, risk özellikleri ve kazanç büyüme ihtimalleri bakımından benzer olan firmaları, fiyatlandırılan firma nazarında belirlemek veya tanımlamaktır. Bu durum genelde firmaların, işletme faaliyetleri, piyasa hizmetleri, büyüklük, coğrafya ve uygulanan vergi oranı yönünden benzer firmalar olduğu durumda geçerlidir.⁵¹⁹

Fiyat-kazanç oranının kullanımında değerlemeyi yapan, benzer özellikli firmaların fiyat-kazanç oranlarının söz konusu firmaların kaldıraç seviyelerinden ve uygulanan vergi oranlarından etkilenebileceğini göz önünde bulundurmalıdır.

Katılım finansmanı destekli girişimler fiyatlandırılırken kullanılacak kazanç çarpanının, fiyatlandırılan girişimin farklılıkları noktasında düzenlenmesi önem arz etmektedir. Farklı bu noktalar risk ve kazançların büyüme ihtimali gibi iki temel noktadan kaynaklanmaktadır. Değerlenecek girişimin risk profili düşünüldüğünde fiyatlandırmayı yapan kişinin riskin, firma faaliyetlerinin yapısı, faaliyette bulunulan piyasa ve firmanın bu piyasadaki rekabet pozisyonu, yönetici ve çalışanların kalitesi, katılım finansman fonları başta olmak üzere sermaye yapısı gibi hususlara bağlı olarak ortaya çıkacağına dikkat etmelidir. Fiyatlandırılan girişimin değeri örneğin şu nedenlerle düşebilir;⁵²⁰

- Eğer girişim karşılaştırıldığı firmalara göre daha küçükse, ekonomik koşulların kötüleştiği durumda bu girişimin ayakta durması daha zor olacaktır,

519. Weitzel, Tim ve diğerleri, "IS Valuation Methods-Insights from Capital Markets Theory and Practice", **The Pasific Asia Conference on Information Systems**, 2003.

520. http://www.peigg.org/images/Valuation_Guidelines__FAQ_4_19_04.pdf

- Eğer girişimin başarısı çok az sayıda anahtar role sahip çalışana bağlıysa,
- Girişim bir ürüne veya bir müşteriye bağlıysa,
- Girişim yüksek kaldıraç derecesine sahipse veya,
- Başka herhangi bir nedenle düşük kazanç kalitesine sahipse.

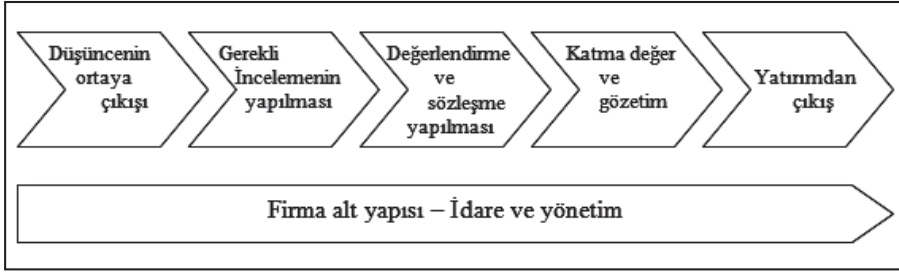
11.2.3.2.3. NET VARLIKLAR

Bu değerlendirme metodolojisi, bir girişimin değerinin belirlenmesinde, o girişimin net varlıklarının dikkate alınmasını öngörür. Değeri kazançlarından ziyade sahip olduğu varlıklara bağlı olan girişimlerin fiyatlandırılmasında bu metodolojinin kullanılması daha uygundur.

11.3. KATILIM FİNANSMANI DESTEKLİ GİRİŞİMLERİN FİYATLANDIRILMASI

Katılım finansmanı şirketinin, finanse ettiği girişime ya da firmaya ödeyeceği fiyatın ve de firma hisse senetlerinin ne kadarlık kısmına sahip olacağının belirlendiği fiyatlandırma aşaması, katılım finansman modelinin en önemli ve en karmaşık aşamasıdır. Katılım finansmanı şirketlerinin başarısı büyük ölçüde, finansman desteği sağladıkları girişimleri uygun şekilde fiyatlandırmalarına bağlıdır. Girişimciler, genelde iyimser düşüncelerine bağlı olarak girişimleri için olası en yüksek fiyatı talep ederlerken katılım finansman şirketleri ise yatırımın, girişimcilerin planladığı şekilde yürümeyebileceği düşüncesinden hareketle daha düşük fiyat vermek isteyeceklerdir. Bu durum, katılım finansmanı yatırımının değer zincirini gösteren Şekil 11.1’de de görüldüğü üzere, değerlendirme aşamasından önce yapılan ve fiyatlandırma konusunda temel verilerin olduğu yatırımın incelenmesi aşamasında girişimci ile katılım finansman şirketi arasında uzun tartışmalara neden olabilmektedir.

Dolayısıyla, katılım finansmanı yatırımlarının fiyatlandırılması konusunu incelemekten önce, fiyatlandırmadan bir önceki aşama olan yatırımın incelenmesi aşamasından da söz etmek yerinde olacaktır. Çünkü bu aşamada yapılan risk-getiri analizi ve ortaklık payının karara bağlanması konusu fiyatlandırmadaki en önemli konulardandır.

Şekil 11.1: Katılım Finansman Yatırımı Değer Zinciri

Kaynak: Nelson, 2004.

11.3.1. YATIRIMLARIN İNCELENMESİ AŞAMASI

Katılım finansmanı şirketleri her yıl birçok iş planı teklifleri alabilirler. Söz konusu şirketlerin, gelen bu yatırım tekliflerinin tümüne olumlu şekilde cevap vermeleri mümkün olmayacağından dolayı, başarılı olabilmeleri için bu şirketlerin gelen yatırım tekliflerini en iyi şekilde değerlendirmeleri gerekmektedir.

İnceleme aşaması, bir yatırım teklifinin değerlendirilmesi ile ilgili tüm faaliyetleri içine alan bir endüstri tekniği olarak düşünülebilir. Bu aşama rekabet avantajı sağlamaya yönelik bir araç olarak kullanılabilir.⁵²¹ Katılım finansman şirketleri bu aşamayı, kendileri açısından farklılık oluşturacak bir şekilde geliştirebilirler.

Girişim sürecinin bu aşamasında, yatırımın gelecekteki muhtemel kazançları ve yatırımcılara sağlayacağı muhtemel getirileri ortaya konarak firmanın güçlü ve zayıf yönleri tanımlanmaya çalışılır.⁵²² Katılım finansman şirketleri, finanse ettikleri girişimin sahip olduğu riskleri ortaya koymak amacı ile inceleme aşamasına katılırlar.

İnceleme aşamasının amacı, bir işleme ilişkin çekici yönleri, riskleri ve sorunları belirlemektir. Bu ise fon yöneticisinin etkin bir karar süreci yönetimiyle, düşüncelerin en iyi şekilde ifade edilmesiyle ve yatırım sonrası için etkin bir yönetimle mümkün olmaktadır.

521. Nelson, Hal, "Note on Due Diligence in Venture Capital, Tuck School of Business at Dartmouth", **Center for Private Equity and Entrepreneurship**, 2004.

522. Gerald A., Benjamin, **Angel Capital: How to Raise Early-Stage Private Equity Financing**, Jhon Wiley&Sons, 2005, s.225.

Etkin bir yatırım süreci için katılım finansman şirketi tamamıyla, fon arayışı içerisindeki girişimcinin ortaya koyduğu veya ifade ettiği bilgilere göre hareket etmemelidir. Katılım finansman şirketleri, bilgi kaynaklarını çok geniş ölçekli ve bağımsız olarak belirlemelidir. Bu durum daha önce de ifade edildiği gibi, girişimcinin olaya sürekli pozitif düşüncelerle yaklaşıp iyimser tahminlerde bulunması ve yatırımcı açısından önem taşıyan noktalara yoğunlaşmamasından dolayı önem arz etmektedir. Katılım finansman şirketleri açısından önemli bir katma değer, stratejik veya uzun dönemli yatırım fikirlerine yoğunlaşması ve en kötü durum senaryosu ekseninde duyarlılık analizlerine yer vermesidir. Bu ise yatırım üzerinde etkili kararlar alınmasına olanak sağlar⁵²³.

İnceleme süreci aşamasında elde edilen bilgiler katılım finansman şirketlerine; bir girişim fikrini yapılandırması imkânını verirken, girişimin sonuçlarını önemli ölçüde etkileyebilecek olan hissedar sözleşmesinin kapsamının belirlenmesi konusunda, genel kapsamın oluşmasına da katkı sağlar⁵²⁴.

Farklı katılım finansman şirketleri farklı konular üzerinde yoğunlaşabilirler. Bazı yatırımcılar girişimcilerin sermaye yapıları konusunda bilgi edinmeye çalışırken bazıları maddi olmayan varlıklar üzerinde yoğunlaşabilirler. Üzerinde yoğunlaştıkları konu ne olursa olsun katılım finansman şirketleri inceleme sürecinde destekleyecekleri girişimlerin zayıf yönlerini ortaya çıkarmaya çalışırlar. İnceleme süreci dört aşamada gerçekleştirilir⁵²⁵.

11.3.1.1. ÖN ELEME İNCELEMESİ

Ön eleme incelemesi yatırım fikrinin, fiyatlandırmanın yapıldığı bir sonraki aşamaya geçmeden önce uygulanabilirlik açısından bir ön değerlendirmeye tabi tutulduğu aşamadır. Ön eleme incelemesinin amacı, katılım finansman şirketlerinin yatırım kriterlerine uymayan veya başarıya ulaşmak adına gerekli varsayımlarla uygunluk göstermeyen yatırım fikirlerinin hızlıca elenmesidir. Bu amaca yönelik olarak katılım finansman şirketleri genelde değişik yöntemler kullanırlar. Her bir katılım

523. Bygrave, William D., ve diğerleri, **The Venture Capital Handbook**, Financial Times, Prentice Hall, England, 1999, s.145.

524. Bygrave, William D., ve diğerleri, a.g.e., s.145.

525. Nelson, Hal, a.g.e., s.3-8.

finansman şirketi, kendi fonları için neyin kritik öneme sahip olduğu ve ne tür fikirlerin yatırım stratejilerine uygunluk gösterdiği konusunda farklı düşüncelere ve önceliklere sahip olabileceği için, ön eleme açısından tek başına eksiksiz bir yaklaşımdan söz etmek mümkün değildir.

Katılım finansman şirketleri ön eleme incelemesini yaparken yatırım uyumu (investment fit) ve yatırım potansiyeli (investment potential) şeklinde iki strateji takip edebilirler. Yatırım uyumu, yatırım teklifinin katılım finansman şirketinin yatırım felsefesi ile uyumlu olduğu durumu ifade eder. Yatırım stratejilerine bağlı olarak katılım finansman şirketleri geneli veya özeli bir yaklaşım sergileyebilirler. Geneli olarak katılım finansman şirketleri, çeşitli endüstri sektörlerine, farklı coğrafi alanlara veya firmanın yaşam evresinin çeşitli aşamalarına yatırım yapabilirler. Özeli olarak ise katılım finansman şirketleri, bir veya iki endüstri sektörüne yatırım yapabilirler veya sadece bir bölge ile sınırlandırılmış yatırımları ararlar⁵²⁶. Buradan hareketle yatırım uyumu temelinde katılım finansman şirketlerinin finansman desteği sağlayacakları yatırımları, yatırımın bulunduğu aşama, coğrafi alan, yatırım miktarı ve bulunduğu sektör gibi çeşitli kriterlere göre değerlendirebileceğini söylemek mümkündür.

Yatırım potansiyeli yaklaşımında ise iki aşamalı bir süreç takip edilir. İlk olarak katılım finansman şirketi yine yatırım fikrinin yatırım felsefesi ile uyumlu olup olmadığını inceler. ikinci aşamada ise yapılan ön incelemenin, yatırım düşüncesinin yaşayabilirliğini ortaya koyması beklenir. Belirli bir katılım finansman şirketinin gereklerine göre ön inceleme farklılık göstermesine rağmen yine de girişimlerin değerlendirilmesine imkân sağlayacak şu gibi bazı genel ince çizgilerden söz etmek mümkündür⁵²⁷.

- **Yönetim:** katılım finansman şirketleri ön eleme sürecinin en önemli özelliklerinden ve yönetimin de kalite düzeyinin en önemli göstergelerinden biri olarak insan unsurunu ön plana çıkarırlar.
- **Piyasa:** katılım finansman şirketleri geniş ve yüksek büyüme hızına sahip piyasa arayışı içerisinde oldukları.
- **Ürün-hizmet:** ürün veya hizmet geliştirmede ilk olarak müşteri probleminin ne olduğu ortaya konmaya çalışılır daha sonra ise bu problemin kârlı bir şekilde çözülüp çözülemeyeceği sorgulanır.

526. Nelson, Hal, a.g.e., s.5.

527. Nelson, Hal, a.g.e., s.5-6.

- **İşletme modeli:** katılım finansman desteği sağlanmadan önce, girişimin gerekli finansman ihtiyacını nasıl elde edeceği ve zaman içerisinde elde edilen finansmanın nasıl kullanılacağı konusunda var olan işletme stratejisi sorgulanır.

11.3.1.2. İŞLETME İNCELEMESİ

İşletme inceleme aşamasını basitçe katılım finansman şirketlerinin hangi yatırım düşüncelerine finansman desteği sağlayacaklarına karar verdikleri bir süreç şeklinde tanımlamak mümkündür. İşletme incelemesinin amacı ise, ilk inceleme aşamasından geriye kalan yatırım fikirlerinin sorgulanmasıdır. Bu süreçte uygulanan kriterler ilk inceleme aşamasında uygulananlarla büyük ölçüde benzerlik taşımasına rağmen daha ayrıntılı bilgileri gerekli kılar. İşletme incelemesi, ilk inceleme aşamasında elde edilen bilgilerin doğruluğunu test eder nitelikte araştırmalara yer vermelidir. Bu aşamada, yönetim, piyasa, işletme modeli ve ortaya konacak ürün veya hizmetler konusunda ayrıntılı incelemelere yer verilir⁵²⁸.

11.3.1.3. YASAL İNCELEME

Katılım finansman şirketleri temsilcileri aracılığıyla yatırım yapacakları firma ya da finansman desteği sağlayacakları yatırım fikri konusunda yasal bir inceleme süreci yürütürler. Yürütülen bu süreç sonunda genelde girişimciler katılım finansman şirketlerinden, firmaları ya da yatırım fikirleri konusunda kapsamlı bilgiler içeren bir inceleme kontrol listesi alırlar⁵²⁹.

11.3.1.4. FİNANSAL İNCELEME

Özellikle başlangıç aşamasındaki yatırımlara ilişkin geçmişe ait finansal veriler olmadığından yatırımcılar girişimin finansal görünümünü veya proforma finansal tablolarını dikkatli bir şekilde analiz ederler. Bu aşamada yatırımcılar, başlangıç sermayesi oranı (burn rate), cari durum ve gelecekle ilgili olarak söz konusu olabilecek finansal riskler ve değerlendirme konusunda incelemeler yaparlar. Bununla birlikte öncelikle üzerinde durulan konu finansal tahminler veya proforma finansal tabloların oluşturulmasıdır⁵³⁰.

528. Nelson, Hal, a.g.e., s.6.

529. Gerald A., Benjamin, a.g.e., s.255-256.

530. Gerald A., Benjamin, a.g.e., s.259.

11.3.2. YATIRIMIN RİSK – GETİRİ ANALİZİ

Klasik finans teorisi, bir yatırımın riski ile yatırımcı tarafından beklenen getiri oranı arasında pozitif yönde bir ilişki olduğunu ortaya koyar⁵³¹. Risk, yatırımların çeşitlendirilmesi sayesinde azaltılabilir. Katılım finansmanı yatırımları ve çeşitlendirme birlikte değerlendirildiğinde, çeşitlendirilmiş katılım finansman portföyünün toplam riski bireysel yatırımların riski kadar yüksek olmayacaktır. Daha az çeşitlendirilmiş yatırım portföyünden beklenen getiri oranı da bu yüzden, diğer şartlar eşit olmak üzere, daha iyi çeşitlendirilmiş bir yatırım portföyünün beklenen getirisinden yüksek olacaktır. Katılım finansmanı yatırım portföylerinin çoğu belirli yatırım aşamalarına yoğunlaşabilirler ve yatırımların sonuçları birbirleri ile ilişkili olabilir. Bu yüzden belirli bir yatırım aşamasına odaklanmış katılım finansmanı yatırımlarının beklenen getirisi, diğer katılım finansmanı yatırımlarından beklenen getiri oranına göre yüksek olacaktır⁵³².

Etkin piyasalarda tek önemli risk boyutu, ekonominin veya piyasanın genişlemesi ile yatırım veya yatırım portföylerinin değişim ya da çeşitlenme derecesidir. Teknolojiye, piyasanın gelişmesine veya girişimin bulunduğu aşamadaki gelişmelere bağlı olarak ortaya çıkan belirli işletme riski faktörleri çeşitlendirmeye azaltılabileceği için önemsizdir. Bununla birlikte bazı katılım finansmanı şirketleri, erken aşama gibi firma gelişiminin belirli aşamalarındaki yatırımlara yoğunlaşacaklardır. Manigart ve diğerleri (1994) tarafından yapılan çalışma; Avrupa’da, belirli aşamalara odaklanmış girişim finansmanı destekli yatırımların diğer girişim finansmanı yatırımlarına göre daha yüksek sistematik risk derecesine sahip olduklarını ileri sürmektedir. Klasik finans teorisi, örneğin erken aşama yatırımları yapan girişim finansmanı şirketlerinin, bu tür yatırımlarda uzmanlaşmalarından dolayı daha yüksek beklenen getiri talep edeceklerini belirtmektedir. Diğer taraftan, erken aşama yatırımlarında uzmanlaşmamış girişim finansmanı şirketleri erken aşama firmasına yatırım yaptıklarında, bu yatırım türü portföy çeşitliliği sağlayacağından toplam portföy riskini azaltacaktır. Kısaca, bu yönde bir bakış açısı, yatırım portföyü ile uyumlu olmayan bir firmaya yatırım

531. Brealey, Richard A., Myers, Stewart C., **Principles of Corporate Finance**, McGraw-Hill, New York, 2003, s.153.

532. Manigart, Sophie ve diğerleri, “Determinants of Required Return in Venture Capital Investments: A Five Country Study”, <http://ungaro.u-bourgogne.fr/WP/1020701.pdf>, 2004, s.4.

yapmanın riski azaltacağını, portföyde var olan yatırımlara benzer yatırımlarda bulunmanın sistematik riski artıracığını ileri sürmektedir⁵³³.

Katılım finansmanı, sunmuş olduğu yüksek getiri olanakları nedeni ile yatırımcılar açısından oldukça çekici bir alan olarak görülecektir. Bununla birlikte yüksek getirinin yüksek risk düzeyi ile elde edilebileceğinin unutulmaması gerekmektedir. Söz konusu yüksek risk, bir yatırımcının faaliyete başlama aşamasında gerçekleştirdiği farklı yatırımların durumları ile açıklanabilir⁵³⁴.

Genel olarak katılım finansmanı destekli yatırımların risk ve getirileri, endüstri ve finansal yapı (piyasa değeri / defter değeri oranı...vb) gibi özelliklerin eşit olduğu durumda bile, halka arz edilmiş hisse senetlerinin risk ve getirilerinden farklılık göstereceklerdir. Bunun nedenlerini şu şekilde özetlemek mümkündür⁵³⁵.

- **Likidite:** Katılım finansmanı fonları halka arz edilmiş hisse senetlerine göre daha düşük likiditeye sahip olacaklarından dolayı yatırımcılar bu dezavantaja karşılık daha yüksek oranda getiri talep edeceklerdir.
- **Zayıf çeşitlendirme:** Katılım finansmanı fonları genelde geniş yatırım yelpazesine sahip olduklarından dolayı her bir yatırımcı, ortalama yatırımcı servetinin oldukça büyük bir kısmını ortaya koyabilmektedir. Dolayısıyla katılım finansmanı yatırımcıları bu dezavantajı ortadan kaldırmak adına daha yüksek bir getiri oranı talep edeceklerdir.
- **Bilgi ve gözlemler:** Katılım finansmanı fonları sadece finansal yatırım değildirler. Katılım finansmanı yatırımcıları firmaların yönetim kademesinde aktif rol oynayarak bilgi ve gözlem hizmeti de sunarlar. Bunun karşılığında da daha yüksek oranda getiri talep edeceklerdir.

Katılım finansmanı şirketleri üstlendikleri yüksek riski, girişimden alacakları hisse miktarı ve yatırımdan çıkıldığında bu hisselerin satışından

533. Manigart, Sophie ve diğerleri, a.g.e., s. 4.

534. Ceylan, Ali, a.g.e., s. 181.

535. Cochrane, Jhon H., "The Risk and Return of Venture Capital", *Journal of Financial Economics*, Vol.75, 2005, s. 4.

elde edecekleri yüksek getiri miktarı ile dengelemek isterler. Buna karşılık girişimciler ise aldıkları katılım finansmanı desteği karşılığında yatırımcılara daha düşük oranda hisse verme yönünde çaba sarf ederler. Yatırımcı ile girişimci arasında yapılan müzakerelerde, hisse sahipliğinin ne olacağı konusu en önemli tartışma konularından biridir. Bu konu yatırım öncesi yapılan risk-getiri analizinde karara bağlanır.

11.3.2.1. YATIRIMIN RISKİ

Katılım finansmanı yatırımları risk düzeyi yüksek yatırımlardır. Yatırımın risk düzeyi daha sonraki kısımlarda da değinileceği gibi, yatırım sürecinin en önemli aşaması olan değerlendirme sürecinde kullanılan iskonto oranının en temel belirleyicilerindendir.

Bir katılım finansmanı yatırımının içereceği riskler şu şekilde ifade etmek mümkündür⁵³⁶.

- **Teknolojik risk:** Girişimcilerin yeni teknolojiler geliştirmesi ve uygulayabilmesi ile ilgili olan risktir. Teknolojinin hızlı gelişmesi, mevcut teknolojilerin yeni kalma süresini kısaltacağı için bu teknolojilere bağlı olarak yürütülen yatırımların risk düzeyleri artar.
- **Yönetim riski:** Yatırımın başarısı yöneticilerin üretimi yapıp satışı gerçekleştirmeleriyle ilgilidir. Bu nedenle katılım finansman şirketleri girişimci yanında diğer üst düzey yöneticileri de yakından tanımak isterler.
- **Finansman riski:** Üretimin başarılı bir şekilde tamamlanması ve pazara sunulması için ilave fonlara gereksinim duyulur. Bu nedenle işletme aşama aşama finanse edilmelidir. Böylece finansman riski azaltılabilir.
- **Üretim riski:** İşletmenin üretim hattının pazarda ortaya çıkabilecek talep değişikliklerine göre değiştirilebilmesi ile ilgili risktir.
- **Pazarlama riski:** Mamulün başarılı bir şekilde pazarlanması ile ilgili risktir. Bu risk değerlendirilirken, mamüle olacak talep, pazarın büyüklüğü ve rekabet üzerinde durulmalıdır.

536. Ceylan, Ali, a.g.e., s. 177.

Bunun dışında girişim, hem içinde bulunduğu gelişme aşamalarından kaynaklanan hem de dış çevre faktörlerinin sebep olduğu risklere maruz kalmaktadır. Bu riskleri yatırım aşamalarına göre şu şekilde sıralamak mümkündür.

➤ **Çekirdek aşama;**

- Yatırım düşüncesinin henüz soyut olması,
- Yatırım düşüncesinin ticari hale dönüştürülememesi,
- Yeterli pazar potansiyeline sahip olmaması,
- Nispeten düşük maliyetle esas model üretememe,
- İleriki gelişme aşamaları için finansman elde edilmesindeki başarısızlıklar,
- Elde edilen fonların zamanından önce tüketilmesi sebebiyle ürün geliştirmede gecikmelerin ortaya çıkması.

➤ **Başlangıç aşama:** Bu aşamadaki en önemli risk, girişimin teknolojik veya ekonomik geçerliliğini doğrulamaya ilişkindir. Bununla birlikte ileriki aşamalara ilişkin potansiyel başarısızlıklarda önemli bir risk kaynağı olarak görülür.

➤ **Gelişme aşaması:** Bu aşamadaki riskler ağırlıkla ürün ve hizmetlerin pazara sunulması ve kitle üretimine ilişkin olup girişimin yönetimindeki başarısızlık daha önceki aşamalara göre daha önemli bir risk kaynağı olarak ortaya çıkar. Yönetimdeki başarısızlıklar şu faktörlerle ifade edilebilir;

- Ürünün rekabet pozisyonunun zayıflığı,
- Üretim maliyetlerinin yüksekliği,
- Kâr marjının düşük oluşu,
- Satışların yavaş artması,
- Pazar payının yetersizliği,
- Pazar ve dağıtım stratejilerindeki aksaklıklar.

➤ **Genişleme aşaması:** Bu aşamadaki riskler genellikle rekabetten

kaynaklanır. Genişleme aşamasındaki bir girişimin başarısızlık riski, hisse senetlerinin borsaya kote ettirilmesinde de sorun çıkarır ki bu kendi başına önemli bir risk oluşturur.

➤ **Ortaklığın nakit hale dönüştürülmesi:** Katılım finansmanı destekli girişimlerin son gelişme aşaması yatırımın nakit hale dönüştürüleceği aşamadır. Bu aşamaya ilişkin en belirgin risk, rekabet baskısının artması nedeniyle girişimin pazar payını artıramaması ya da koruyamamasıdır. Pazar koşullarında girişimin hisse senetlerinin ilk halka arz edilmesine izin vermeyecek şekilde bir olumsuzluk ve yatırımcıların ve/veya yönetimin yetersiz olması nedeniyle girişimin sekteye uğraması diğer bir risk kaynağı olarak ifade edilebilir.

Tüm bu aşamalar dikkate alındığında katılım finansmanı şirketi açısından en önemli riskin, şirketin, yatırımının karşılığını alacağı aşama olan yatırımın nakde dönüştürülmesi aşaması ile ilgili olan riskler olduğunu söylemek mümkündür.

11.3.2.2. YATIRIMIN GETİRİSİ

Geleneksel finans teorisi, etkin finansal piyasalarda yatırımcıların bir projeden bekledikleri getiri oranının, yatırım projesinin riski ve risksiz yatırım alternatiflerinin getirisi olmak üzere iki faktörden etkilendiğini öne sürmektedir⁵³⁷. Bununla birlikte yatırımcılar çeşitlendirilmiş yatırım portföyünü elinde bulundurarak risk pozisyonlarını çeşitlendirme ve böylece toplam portföy riskini azaltma imkânına kavuşurlar.

Katılım finansmanı yatırımlarının oluşturmuş olduğu piyasa ise mükemmellikten ya da etkinlikten uzaktır. Öncelikle tüm yatırımcılar aynı zaman diliminde aynı bilgiye sahip değildirler. Katılım finansmanı yatırımları genellikle özel, borsada listelenmemiş şirketlere yapılan yatırımlardır ve potansiyel yatırımcılar borsada listelenmiş şirketlere göre bu tür firmalar hakkında daha az bilgi sahibidirler. Diğer taraftan katılım finansmanı yöneticileri hisse senedi piyasalarındaki pasif yatırımcılara nazaran firmaya daha aktif bir katılım göstermektedirler. İkinci olarak ise, katılım finansmanı yatırımları herhangi bir zaman diliminde satılmaları kolay olmadıklarından dolayı likiditesi oldukça düşük yatırımlardır. Dahası

537. Brealey, Richard A., Myers, Stewart C., a.g.e., s. 194-195.

katılım finansmanı yatırımları uzun dönemli yatırımlardır. Örneğin bir erken aşama katılım finansmanı yatırımı beş yılın üzerinde bir zaman almaktadır. Üçüncü olarak ise borsada listelenmemiş yatırımların tamamıyla çeşitlendirilmesi, borsada listelenmiş yatırımların çeşitlendirmesine göre daha zordur. Yüksek bilgi ve işlem maliyetleri sadece yatırımlardan elde edilecek potansiyel getiriler yeterli olduğu durumda ekonomik olacaktır. Son olarak ise katılım finansmanı yatırımları halka açılmış şirketlere yapılan yatırımlara göre daha riskli yatırımlardır. Katılım finansmanı yatırımlarındaki bilgisel zorluklar, likitsizlik, geniş yatırım büyüklükleri ve yüksek işletme riski hisse senedi piyasasından elde edilen getirilere göre katılım finansmanı şirketlerinin daha yüksek oranda getiri beklentisi içerisinde olacakları anlamına gelmektedir⁵³⁸.

Yatırımcıların ve girişimcilerin katılım finansmanına ilgi duymalarının sebebi, halka açık firmalara yatırım yaptıklarında elde ettikleri kazançla göre finansal ve beşeri sermayeleri üzerinden daha yüksek oranda getiri elde etme olasılıkları olacaktır. Konu ile ilgili olarak verilere ulaşılmasının çok güç olmasına karşın girişim finansmanı ve girişimcilik konusunda yapılan çalışmalar, girişim finansmanı yatırımcıları tarafından gerçekleştirilen getirilerin halka arz edilmiş hisse senedi getirileri ile benzer olduğunu ve girişimciler açısından finansal getirilerin düşük olduğunu ortaya koymaktadır. Bazı araştırmalar, girişimcilerin parasal olmayan bazı kazançlar da elde etmelerinden dolayı düşük finansal getirileri kabul ettiklerini öne sürmektedir⁵³⁹.

Yatırımın getirisi, yüksek riskli girişimlere finansman desteği sağlanması konusunda katılım finansmanı şirketlerini motive eden en önemli unsurdur. Katılım finansmanı şirketi girişimin risk düzeyine göre bir getiri talep edecektir.

Katılım finansmanı şirketlerinin temel stratejisi, katılım finansmanı yatırımcılarının hedeflerini ve beklenen risk faktörünü dikkate alarak, alternatif yatırım fikirleri arasından en yüksek getiriyi vadeden projeyi seçip finanse etmektir. Her katılım finansmanı şirketi beklenen getiriler konusunda kendi yatırım stratejisi ve finansman yapısına göre farklı standartlara sahip olabilir. Bununla birlikte katılım finansmanı şirketleri,

538. Manigart, Sophie ve diğerleri, a.g.e., s. 2.

539. Kerins, Frank ve diğerleri, "Opportunity Cost of Capital for Venture Capital Investors and Entrepreneurs", **Claremont Colleges Working Papers in Economics**, 2003, s. 2.

standartlarına uygun beklenen getirileri vadeden projeleri seçerken şu faktörleri göz önünde bulunduracaklardır;

- Girişimin içinde bulunduğu büyüme aşaması,
- Girişime finansman sağlanacak zaman süreci,
- Yatırım yapılan sektör,
- Sektördeki girişimlerin büyüme oranları,
- Pazarın büyüme fırsatlarına ilişkin gelişimi.

Çekirdek aşama ve başlangıç aşamasındaki yatırımların finansmanı diğer aşama yatırımlarına göre daha yüksek risk taşıdığı için katılım finansmanı şirketleri bu aşamalardaki yatırımları finanse etmek için daha yüksek oranda getiri talep edeceklerdir. Bu aşamalardaki yatırımlar için katılım finansmanı şirketlerinin ortalama olarak %50 oranında bir getiri taleplerinin söz konusu olabileceği söylenebilir. Gelişme aşamasındaki yatırımlar ise daha düzenli nakit akımlarına sahip olmasından ötürü daha düşük bir getiri karşılığında katılım finansmanı şirketleri tarafından finanse edilebileceklerdir. Katılım finansmanı şirketleri tarafından talep edilecek getiri miktarı, projenin özellikleri ve kullanılan finansal araca bağlıdır⁵⁴⁰.

Katılım finansmanı şirketleri hem yatırım riski hem de beklenen getiri oranlarını dikkate alarak, kendilerine ulaşan alternatif yatırım projelerinden en uygun olanına yatırım yapma düşüncesinde olacaklardır. Dolayısıyla katılım finansmanı şirketlerinin risk ve getiri faktörleri konusunda gerekli bilgiye ve karar sürecini yönetecek gerekli tecrübe ve yeteneğe sahip olmaları bir gereklilik haline gelmektedir.

11.3.3. ORTAKLIK PAYININ BELİRLENMESİ

Katılım finansmanı şirketleri, finansman desteği sağlayacakları girişimlerdeki sahiplik oranlarını ön inceleme aşamasının çok önemli bir parçası olarak kabul ederler⁵⁴¹. Katılım finansmanı şirketi, yatırım kararı öncesi girişimcilerle yapılan görüşmelerde, yatırımdan çıkışta elde edeceği kâra esas teşkil edecek olan ortaklık payını girişimin risk ve getiri özelliklerine göre belirler. Yatırım öncesi yapılan görüşmelerde katılım finansmanı şirketi girişimin başarılı olma ihtimalinin düşük olduğunu ileri sürerek yüksek pay sahipliği almak, girişimci ise yatırımın başarılı olma ihtimalinin yüksek olduğunu savunarak katılım finansmanı şirketine düşük pay sahipliği vermek ister. Ortak bir pay sahipliği yüzdesi üzerinde anlaşma sağlandığı anda yatırım kararı alınır.

540. Koomagi, Margus, Sander, Priit, "Venture Capital Investments and Financing in Estonia: A Case Study Approach", **Tartu University Pres**, No.112, 2006, s. 15.

541. Koomagi, Margus, Sander, Priit, a.g.e., s. 29.

ONİKİNCİ BÖLÜM
KATILIM FİNANSMANINDA GİRİŞİM DEĞERLEMESİ:
FİYATLANDIRMA

12. KATILIM FİNANSMANINDA GİRİŞİM DEĞERLEMESİ: FİYATLANDIRMA

12.1. YATIRIMLARIN FİYATLANDIRILMASI VE FİYATLANDIRMADA KULLANILAN YÖNTEMLER

Değerleme birçok nedenden dolayı şirket finansmanında merkezi bir rol oynamaktadır. İlk olarak, düşmanca ele geçirmeler (hostile takeovers) ve yönetsel satın almalar gibi şirket kontrol işlemleri öz sermaye değerlemesini gerekli kılar. İkinci olarak, halka arzları için fiyat belirlemek durumunda olan özel firmalar veya daha fazla öz sermaye ihtiyacı içerisinde olan halka açık firmalar öncelikle kendi öz sermayelerini değerlemek durumundadırlar. Son olarak ise, ihraççı firmaların sermaye yapılarının ayarlanmasında öz sermaye değerinin hesaplanması önem arz etmektedir.⁵⁴²

Bir firmanın tam olarak nasıl değerlendirileceği, finansal ekonominin en temel başlıklarından olup halihazırda var olan değerlendirme yöntemlerinin çoğumuhasebe bilgisine dayanmaktadır. Finans teorisine göre, herhangi bir yatırımın ekonomik değeri, o yatırıma ait gelecek nakit akımlarının iskonto edilmiş toplam değeri ile hesaplanır⁵⁴³. Bu gibi ekonomik değerlemeler, girişimin gelecekteki nakit akımı üretme kabiliyetine ve yatırımcının bu nakit akımlarının riskine karşı aldığı davranışa bağlıdır. Girişim projeleri konusundaki yatırım kararları değerlemenin iki yönü açısından genellikle güç olmaktadır. Bunlardan ilki, değer temeli bir belirleyicisi olmasına rağmen muhtemel bir yeni girişimin gelecek nakit akımlarının tahmininin oldukça zor olmasıdır. İkincisi ise, yüksek risk derecesi ışığında, gelecek nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanmasında kullanılabilecek uygun bir iskonto oranının belirlenmesinin zor olmasıdır⁵⁴⁴.

İşletme finansmanı literatürü, başlangıç değerlemesi konusunda

542. Koop, Garry, and Li, Kai, "The Valuation of IPO and SEO Firms", *Journal of Empirical Finance*, Vol.8, 2001, ss. 375-401.

543. Brealey, Richard A., Myers, Stewart C., a.g.e., s. 119.

544. Smith, Richard L. and Smith, Janet K., *Entrepreneurial Finance*, Jhon Wily&Sons, USA, 2000, s. 228.

yaygın olarak kullanılan; benzer özellikler, net bugünkü değer, düzeltilmiş bugünkü değer, risk sermayesi gibi çeşitli değerlendirme yöntemlerini karşımıza çıkarmaktadır. Bölümün ilerleyen kısımlarında ifade edileceği üzere bu yöntemlerin hiçbiri tam anlamıyla yeni girişim firmaları için yeterli değildir.

Bu finansal değerlendirme yöntemlerinin altında yatan temel varsayım, firmanın sahipliği açısından etkin bir sermaye piyasasının var olmasıdır. Ancak bilgiye ulaşmanın daha kolay olduğu ve yasal kuralların geçerli olduğu halka açık sermaye piyasalarında bu varsayım geçerli olabilir⁵⁴⁵.

Etkin sermaye piyasası varsayımı halka açık firmalar için geçerli olsa da yeni girişim firmalarının faaliyette bulunduğu sermaye piyasaları için geçerli olmayabilir. Katılım finansmanı piyasası tartışmalı olarak etkin olmayan bir piyasadır ve birçok yönden halka açık sermaye piyasalarından farklılık gösterir. İlk olarak katılım finansmanı şirketleri özel ve yeni girişimlere yatırım yaparlar. Yeni girişimler kısa bir faaliyet geçmişine sahip olduklarından dolayı muhasebe bilgileri çok sınırlıdır. Bu da girişimin gelecek nakit akımlarının tahminini güçleştirmektedir. İkinci olarak, mevcut kanunlar özel firmaların finansal veya yönetsel herhangi bir bilgiyi raporlamalarını zorunlu kılmamaktadır. Bu tür bilgilerin toplanması ve kanıtlanması ya da doğrulanması zordur. Bu yüzden girişimci ve potansiyel yatırımcı arasındaki bilgi asimetrisi genellikle yüksektir. Üçüncü olarak, düzenlemelerden dolayı bu tür firmaların hisse sahipliğinin el değiştirmesi zordur. Bu yüzden bu tür girişimsel firmalar için hazır bir piyasa söz konusu değildir. Son olarak ise, bu tür girişimsel firmaların varlıklarının çoğunun maddi olmayan duran varlıklardan oluşması da bir başka neden olarak gösterilebilir⁵⁴⁶.

Özel yani halka açık olmayan şirketlerin değerlendirilmesi, özellikle yaşam döneminin henüz kuruluş aşamasında olanları için zor ve subjektif bir süreçtir. Kuruluş aşamasındaki işletmelerde, belirli bir dönemde, sürekli olmayan fakat umut verici negatif nakit akımları tahmin edilir. Bu nakit akımı profili yapılan değerlemede çok hassas bir durumu ortaya koyar⁵⁴⁷.

545. Ge, Dingkun ve diğerleri, "New Venture Valuation by Venture Capitalists: An Integrative Approach", http://www.business.uiuc.edu/Working_Papers/papers/05-0124.pdf, s. 9.

546. Ge, Dingkun ve diğerleri, a.g.e., s. 9-10.

547. Willinge, John, "A Note on Valuation in Private Equity Settings", **Harvard Business School**, No.9-297-050, 1998, s. 1.

Girişim firmasının ekonomik değerinin belirlenmesi bilimden öte bir sanat ve ilgi çekici bir görevdir⁵⁴⁸. Bununla birlikte değerlendirme birçok faktörün etkisi altında yapılır. Değerlemeyi etkileyen faktörler konusunda yapılan çalışmalardan en çok ilgi görenlerinden biri Hill ve Power (2001) tarafından yapılmıştır. Araştırmacılar, risk sermayesi şirketlerine, bir düşüncenin veya fikrin değerinin belirlenmesinde en önemlisi 5 ve en önemsizi ise 1 olmak üzere 1- 5 aralığında uzanan çeşitli faktörlerin etkisini sormuşlardır. Söz konusu risk sermayesi şirketlerinin değerlemeyi yaparken göz önüne aldıkları faktörlerin araştırmanın sonuçlarına göre en önemlileri ise şu şekilde belirlenmiştir⁵⁴⁹.

<u>Anahtar faktör</u>	<u>Puan</u>
1.Yönetimin kalitesi	4,5
2.Piyanın büyüklüğü	3,8
3.Ürün kalitesi	3,7
4.Piyasa büyüme oranı	3,5
5.Rekabet	3,5
6.Girişteki engeller	3,4
7.Şirketin içinde bulunduğu gelişme aşaması	3,2
8.Firmanın içinde bulunduğu endüstri	3,0

Bu bölümde katılım finansmanı destekli girişimlerde kullanılabilecek ve yukarıda bahsedilen çeşitli değerlendirme tekniklerinin yanında; Opsiyon değerlendirme, Monte Carlo simülasyonu ve First Chicago yöntemi gibi çok fazla kullanımına rastlanmayan yöntemlerden de kısaca bahsedilecektir.

12.1.1. BENZER ÖZELLİKLER YAKLAŞIMI

Girişimin değerinin belirlenmesinde kullanılabilecek çok değişik sayıda yöntem vardır. En yaygın olarak kullanılan yöntemlerden bir tanesi, benzer özellikli firmalar ve rakipler konusundaki bilgilerin kullanıldığı

548. Quindlen, Ruthann, **Confessions of a Venture Capitalist: Inside the High-Stakes World of New Venture Financing**, New York, NY: Warner Boks, 2000, s. 169.

549. Hill, Brian and Power, Dee, **Inside Secrets to Venture Capital**, John Wiley&Sons Inc., 2001.

benzer özellikliler yöntemidir. Ekonomi teorisi ve yaygın görüşler benzer varlıkların benzer fiyatlarla satılması gerekliliği üzerinde görüş birliği içerisindedirler⁵⁵⁰. Bu düşünce, uygun derecede bilgili satıcı ve alıcı tarafları arasında değiştirilen varlığın değerini öğrenmenin, hemen hemen aynı veya büyük ölçüde benzer özellik gösteren varlığın değerini bilmeye bağlı olduğu görüşüne dayanmaktadır. Benzer özellikli firmaları kullanarak yapılan değerlendirme, firmaları benzer firmaların piyasa değerlerini esas alarak değerlemeyi amaçlar⁵⁵¹. Gayrimenkul değerlemesine benzer şekilde, firmanın değeri benzer firmalarla karşılaştırılarak tahmin edilebilir.

Bu yöntemde değerlemeyi yapan; firmayı, piyasa kapitalizasyonu veya toplam piyasa değeri ve halka açılmış benzer özellikli firmaların net gelir, tahmini net gelir, faiz ve vergi öncesi kar, amortisman öncesi kar, amortisman, faiz ve vergiler gibi belirli finansal ölçütleri ile karşılaştırarak değerlemeyi yapar. Toplam piyasa değeri ise hisse senedinin halka arz fiyatı ile çıkarılan hisselerin sayısının çarpılması ile bulunur.

Benzer özellikler veya çarpanlara dayalı olarak değerlendirme iki temel varsayıma dayanır. Bunlardan birincisi, benzer özellikli firmaların değerlemesi yapılacak olan firma ile orantılı şekilde beklenen gelecek nakit akımlarına ve benzer risklere sahip olduğudur. İkincisi ise, performans ölçüsünün (örneğin faiz, vergi ve amortisman öncesi kâr) aslında değer ile orantılı olmasıdır. Eğer bu varsayımlar geçerli ise, benzer özellikli firmaların karşılaştırılması yöntemi, herhangi bir iskonto edilmiş nakit akımları yönteminden daha kesin sonuçlar ortaya çıkaracaktır. Çünkü bu yöntem, gelecek nakit akımları ile ilgili eş anlı piyasa beklentilerini ve iskonto oranlarını bir çarpanda birleştirir. Fakat uygulamada, benzer özellikli firmalar, nakit akımlarındaki orantı ve riskler bakımından birbirleriyle tam bir uyumluluk göstermemektedirler. Ayrıca karşılaştırma için yukarıda bahsedilen performans ölçülerinden hangisinin kullanılacağı konusu da açık değildir. Bu noktalara dayanarak bazı araştırmacılar, söz konusu bu yöntemin özellikle ilk halka arzlarda kullanılabilecek uygun bir değerlendirme yöntemi olmadığını ileri sürmektedirler⁵⁵². Onlara göre özellikle muhasebe tabanlı karşılaştırmalar özel sermaye fonu destekli

550. Cornell, Bradford, **Corporate Valuation: Tools for Effective Appraisal and Decision Making**, Homewood, Ill. Business One Irwin, 1993, s. 56

551. Damodaran, Aswath, **The Dark Site of Valuation**, Prentice Hall, 2001, s. 251-273.

552. Kaplan, Steven N. and Ruback, Richard S., "The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Ampirical Analysis", **The Journal of Finance**, Vol.50, No.4, 1995, s. 1067.

girişimler için uygun değildir. Bu yüzden söz konusu firmalar için başka değerlendirme ölçüleri aranması gerektiğini savunurlar⁵⁵³. Yöntem dört aşamalı bir süreç olarak uygulanır. Bu aşamalar aşağıda ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

12.1.1.1. BENZER ÖZELLİKLİ FİRMALARIN SEÇİLMESİ

Benzer özellikler yaklaşımının kullanımında, değerlemesi yapılacak olan firma ile benzer değer özelliklerine sahip başka firmalar araştırılır. Bu özellikler risk, büyüme oranı, büyüklük, nakit akımlarının zamanlaması, ürün, faaliyet gösterilen coğrafi alan ve sermaye yapısı gibi unsurları içerir. Yöntemin kalitesi emsal grubu olarak adlandırılabilen benzer özellikli firmaların seçimine bağlıdır⁵⁵⁴.

Benzer özellikli firma seçilirken azami dikkat gösterilmelidir. Dikkat edilmesi gereken en önemli nokta ise, değerlendirilecek olan ve karşılaştırılacak olan firmanın yukarıda açıklanan değer özellikleri yönünden benzer özellik gösterse de, halka açıklık yönünden benzerlik gösterip göstermediğidir. Halka açık bir firma ile halka açılmamış bir firmanın karşılaştırılması zordur. Halka açık firmaların hisse senetleri hisse sahipleri açısından elde edilebilir likiditasyonu yansıtan bir fiyatla ihraç edilir. Bu durum halka açılmamış firmalar için söz konusu değildir. Sonuçta halka açık firmaların benzer özellikli halka kapalı firmalar ile karşılaştırıldığında iskontolu satış yapma eğiliminde oldukları görülmektedir⁵⁵⁵. Dolayısıyla, halka açılmanın sağlamış olduğu likiditeden dolayı halka açılmış firmanın daha yüksek değere ulaşacağı konusu benzer özellikli firma seçiminde göz önüne alınmalıdır. Eğer benzer özellikli firma halka açılmamış bir firma ise söz konusu firma konusunda gerekli verilere ulaşmanın kolay olmayacağı, göz önüne alınması gereken diğer önemli bir konudur.

Halka açık olsun veya olmasın, benzer özellikli firmaların satışları konusundaki bilgilerin elde edilebilir olduğu durumda bu bilgi, değerlendirilecek olan firmanın değerinin takdir edilmesi konusunda önemli olmaktadır. Bu yüzden söz konusu bilginin kullanılması konusunda azami

553. Willinge, John, a.g.e., s. 2.

554. Weitzel, Tim ve diğerleri, a.g.e., s. 1-19.

555. Lipman, Frederick D., **Financing Your Business with Venture Capital**, Prima Publishing, USA, 1998, s. 67.

özen gösterilmelidir. Çünkü her firma eşsizdir ve değerlendirilecek firma ile benzer özellikli firma arasında çok önemli farklılıklar olabilir⁵⁵⁶.

Benzer özellikler yaklaşımında, hangi firmaların seçileceği konusunda kullanılan diğer bir yöntem ise finansal rasyolardır. Rasyo analizleri genelde finansal performans ölçümü bağlamında ortaya konmasına rağmen, benzer özellikli iki firmanın benzer finansal rasyolara sahip olması beklenmelidir. Finansal rasyolar genelde dört başlık altında toplanırlar⁵⁵⁷.

- **Likidite rasyoları:** Cari varlıkların vadesi gelmiş cari yükümlülükleri karşılama yeterliliğini ve niteliğini ölçer. Likidite rasyolarına örnek olarak cari oran (Dönen varlıklar / Kısa vadeli borçlar) ve asit-test oranı [(Dönen varlıklar-Stoklar) / (Kısa vadeli borçlar)] gösterilebilir.
- **Faaliyet rasyoları:** Firmanın sahip olduğu iktisadi varlıklarını ne ölçüde etkin kullandığını ölçmeye yarayan rasyolardır. Faaliyet rasyolarına örnek olarak alacak devir hızı (Kredili net satışlar/ Ortalama ticari alacaklar) ve stok devir hızı (Satılan malların maliyeti / stoklar) gösterilebilir.
- **Kaldıraç rasyoları (sermaye yapısı rasyoları):** Firmanın uzun süreli yükümlülüklerini yerine getirmedeki kabiliyetini veya genel olarak borç ödeme kabiliyetini ortaya koymaya çalışır. En çok kullanılan temel kaldıraç rasyoları faiz karşılama rasyosu (Faiz ve vergi öncesi kâr / Yıllık faiz giderleri) ve borç-öz sermaye rasyosu (Toplam borç / Öz sermaye piyasa değeri)' dur.
- **Kârlılık rasyoları:** Firmanın satışlarından ya da yatırımlarından ne kadar kazanç elde ettiğini belirlemeye çalışan rasyolardır. Yaygın olarak kullanılan kârlılık rasyoları, brüt kâr marjı (Brüt kâr / Net satışlar) ve faaliyet kâr marjı (Faiz ve vergi öncesi kâr / Net satışlar) rasyolarıdır.

Benzer özellikli firmaların seçiminde ise, piyasa değeri / defter değeri, fiyat / satışlar, teşebbüs değeri / satışlar, teşebbüs değeri / faaliyet nakit akışı gibi oranlar kullanılır. Buradaki teşebbüs değeri, öz sermaye piyasa değeri ile borç defter değerinin toplamından nakitlerin

556. Lipman, Frederick D., a.g.e., s. 68.

557. Cornell, Bradford, a.g.e., s. 64.

çıkarılması ile hesaplanır. Yapılacak hesaplamalar, benzer özellikli firmalar ile değerlendirilecek firmanın büyüme oranları ve kârlılıkları arasındaki farklılıklardan etkileniyorsa bu durumda geçmişe ait kazançların yerine bu tür oranların kullanımı daha sağlıklı sonuçlar ortaya çıkaracaktır⁵⁵⁸.

Benzer özellikli firmanın seçiminde önemli bir sorun ortaya çıkmaktadır. Benzer özellikler yönünden birbirine çok uyumlu firmalar araştırıldığında geriye karşılaştırılabilir nitelikte az sayıda firma kalabilmektedir. Eğer geriye kalan bu firmalardan biri aşırı değere sahipse ortalama katsayı çok fazla etkileneceğinden dolayı bulunan katsayı o grubu temsil etme özelliğini kaybedecektir. Benzer özellikli firmaların seçiminde bu durum göz önünde bulundurularak bir denge oluşturulması gerekmektedir. Bu sorunun ortadan kaldırılması açısından ideal çözüm, aşırı değerlerin sonucu fazla etkilemeyeceği kadar firmayı değerlemede kullanırken, aynı zamanda karşılaştırılabilir olmaktan çıkacak kadar çok sayıda firmanın da seçilmemesidir⁵⁵⁹.

12.1.1.2. KULLANILACAK ÇARPANIN SEÇİMİ

Benzer özellikler yaklaşımının kullanımında değerlemeyi yapanlar firmaları genelde ticari veya işlem çarpanlarını kullanarak değerlerler. Bu amaçla benzer özellikli firmalar için performans ölçüsü ile ilişkili bir değer rasyosu veya çarpanı hesaplanır. Faiz öncesi kâr (FÖK), Faiz ve vergi öncesi kâr (FVÖK), faiz, vergi ve amortisman öncesi kar (FVAÖK), net gelir ve gelir, yaygın şekilde performans ölçüsü olarak kullanılır. Firma değeri, örnek alınan firmadan elde edilen oran veya çarpanın değerlendirme işlemi yapılacak olan firmanın performans ölçüsü ile çarpılması ile hesaplanır⁵⁶⁰.

İstatistiksel olarak önemli bir örneklem için hesaplanmış ortalama rasyolar, firmanın satışları veya kazançları ile çarpıldığında potansiyel değeri konusunda bir yaklaşım sunacak olan benzer özellikli bir oran göstergesini ortaya koyar. Örneğin; bir XYZ firmasının 2010 yılı için beklenen satışları 10 milyon dolar ve kazancı 1 milyon dolar olsun. 2010

558. Kim, Moonchul and Ritter, Jay R., "Valuings IPOs", *Journal of Financial Economics*, Vol.53, 1999, s. 409-437.

559. Üreten, Aykan, ve Ercan, Metin K., *Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi*, Gazi Kitabevi, Ankara, 2000, s. 123.

560. Kaplan, Steven N. and Ruback, Richard S., a.g.e., s. 1066.

yılındaki benzer özellikli firmalar için hesaplanmış göstergelerin fiyat/satışlar oranı için 2 ve fiyat/kazanç oranı için ise 16 olduğu varsayılın. Bu durumda fiyat-satışlar oranına bağlı değer 20 milyon dolar, fiyat-kazanç oranına bağlı değer ise 16 milyon dolar olur. Böylece söz konusu XYZ firmasının potansiyel değerinin 16-20 milyon dolar aralığında olacağı söylenebilir.

Bu yaklaşıma göre firma değeri belirlenirken genelde şu oranlar kullanılır.

12.1.1.2.1. FİYAT-KAZANÇ ORANI

Benzer özellikli firmaların karşılaştırılmasında kullanılan en yaygın oran olan fiyat-kazanç oranı, firmanın hisse senedi cari fiyatı ile hisse başına kazancının karşılaştırılmasıyla elde edilir. Bu oranın kullanımının temelinde yatan düşünce, yüksek fiyat-kazanç oranının yatırımcının ortalama büyüme fırsatları ile ilişkili olarak güvenli kazanç konusundaki inancına işaret etmesidir. Bununla birlikte firmaların yüksek hisse senedi fiyatına sahip olmamalarına rağmen, kazançlarının düşük olmasından dolayı da yüksek fiyat-kazanç oranına sahip olabilecekleri daima göz önünde bulundurulmalıdır⁵⁶¹.

Fiyat-Kazanç Oranı=Hisse Başına Piyasa Fiyatı/Hisse Başına Kazanç

Fiyat-kazanç oranının, bir firmanın gelecekteki değerini tahmin etmede yararlı olabilmesi için kârların doğru biçimde tahmin edilmesi ve uygun fiyat-kazanç oranının uygulanması gerekmektedir. Bununla birlikte yaklaşımla ilgili olarak, halka açılmamış özel firmalarda uygulanmasının zorluğu gibi temel bir problemten söz edilebilir⁵⁶².

12.1.1.2.2. GELİR ÇARPANLARI

Genç firmalar genelde değere temel oluşturacak düzeyde gelire sahip olmadıkları veya negatif gelire sahip olduklarından dolayı bu firmalar için fiyat-kazanç oranı çarpanlarına dayalı değerlemeler belirlenemez. Bu

561. Brealey, Richard A., Myers, Stewart C., a.g.e., s. 71-72.

562. Kuratko, Donald F., and Hodgetts, Richard M., **Entrepreneurship: A Contemporary Approach**, The Dryden Press, Harcourt Brace College Publishers, Fourth Edition, USA, 1998, s. 575.

nedenle gelir çarpanları alternatif bir yaklaşım olarak karşımıza çıkar. Buradan, düşük gelir çarpanlarıyla çalışan firmaların ucuz firmalar olarak görüldüğünü anlamaktayız. Gelirler, kazançlardan daha az değişken olduğu ve muhasebe kararlarından etkilenmediği için gelir çarpanları daha güvenilirdir. Teşebbüs değerinin gelirlere oranı gelirler çarpanı açısından en yaygın olarak kullanılan orandır. Bu oran ise şu şekilde hesaplanır;

$$\text{Teş.Değ./Gelirler} = \frac{(\text{Öz Sermaye Piy. Değ.} + \text{Borç Piy. Değ.} - \text{Nakit})}{\text{Gelirler}}$$

12.1.1.2.3. KAZANÇ ÇARPANLARI

Teşebbüs değerinin faiz ve vergi öncesi karlara (TD/FVÖK) oranı ve teşebbüs değerinin faiz, vergi ve amortisman öncesi karlara (TD/FVAÖK) oranı benzer özellikli firma yaklaşımında yaygın olarak kullanılan diğer çarpanlardır. Bu çarpanlar ise şu şekilde hesaplanır⁵⁶³

$$\text{Teş.Değ./FV (A)ÖK} = \frac{(\text{Öz Sermaye Piy. Değ.} + \text{Borç Piy. Değ.} - \text{Nakit})}{\text{FV (A)ÖK}}$$

Yukarıda açıklanan çarpanlara ilişkin uygulamada karşılaşılan avantaj ve dezavantajlar Tablo 12.1'de özetlenmiştir.

Finansal rasyolar analizi, özellikle karşılaştırılabilirliği kontrol etmesi açısından kullanışlıdır. Değerlemeyi yapan kişinin, endüstri temelli olarak bir grup benzer özellikli firma seçtiği ve yönetimle görüşme halinde olduğu düşünülün. Muhtemelen bu firmalar birbirleriyle benzer finansal rasyolara ve benzer değer takdir hedefine sahiptir. Eğer bir veya iki firmanın önemli derecede farklı finansal rasyolara sahip olduğu görülürse bu firmalar örneklemeden çıkarılabilir. Eğer bu firmalar grup olarak çok farklı finansal rasyolara sahipse o zaman değerlemeyi yapanın hedef ile uyumluluk gösterecek başka potansiyel benzer özellikli firmalar araması gerekir⁵⁶⁴.

Bazı durumlarda finansal rasyolar yanıltıcı olabilirler. Örneğin fiyat-kazanç oranı göz önüne alınsın. Burada, vergiden sonraki karlar şirketin

563. Weitzel, Tim ve diğerleri, a.g.e., s. 7.

564. Cornell, Bradford, a.g.e., s. 65.

sermaye yapısını yansıtır. Çünkü bu karlar faiz giderleri ve vergiden sonraki karlardır. İki şirket çok farklı sermaye yapıları hariç benzer özellikleri açısından karşılaştırıldıklarında, faiz ve vergiden önceki karların kullanımının daha uygun olacağı şeklinde yaygın bir görüş vardır. İkinci karşılaştırmanın kullanılmasıyla aslında, iki firmaya ait farklı sermaye yapıları karşılaştırılmaktadır. Bundan dolayı faiz ve vergi öncesi kâr, iki firma tarafından maruz kalınan faiz harcamalarının farklı seviyelerini göz ardı eder.

Yukarıda bahsedilen yanıltıcı özelliğine rağmen benzer özellikler yaklaşımında en çok kullanılan değerlendirme ölçütü fiyat-kazanç oranı temeline dayalı firma öz sermaye değerlemesidir⁵⁶⁵.

Tablo 12.1: Benzer Özellikler Yaklaşımında Yaygın Olarak Kullanılan Çarpanların Avantaj ve Dezavantajları

Çarpanlar	Avantajları	Dezavantajları
Fiyat/Kazanç	<ul style="list-style-type: none"> - Kullanımı kolaydır - En çok başvurulmuş çarpanıdır. 	<ul style="list-style-type: none"> - Kurumlar vergisi oranına karşı duyarlıdır. - Sermaye yapısına karşı duyarlıdır.
TD/Satışlar	<ul style="list-style-type: none"> - Kullanımı kolaydır - Herhangi bir kazancın olmadığı veya negatif kazançların olduğu durumda uygulanabilir - Sınır ötesi karşılaştırmalarda kolaylık sağlar. 	<ul style="list-style-type: none"> - Finansal yapıları dikkate almaz - Kârlılığı dikkate almaz.
TD/FV(A)ÖK	<ul style="list-style-type: none"> - Farklı vergilendirme oranlarının ve sermaye yapılarının sebep olduğu önyargılardan kaçınır. - Sınır ötesi karşılaştırmalarda kolaylık sağlar. 	<ul style="list-style-type: none"> - Yüksek kaldıraç düzeyine sahip firmalarda öz sermaye değeri net borçlara karşı çok hassastır.

Kaynak: Weitzel ve diğerleri, 2003.

Çok sık olmamakla birlikte değerlemeyi yapanlar bazen performans ölçüsünü bir rasyo ile çarpmaktan ziyade bir kapitalizasyon oranına

565. Cornell, Bradford, a.g.e., s. 66.

bölmeyi tercih ederler. Örneğin, benzer özellikli firma yöntemini uygulamanın bir yolu, benzer özellikli firma için fiyat-kazanç oranının hesaplanması ve bu oranın değerlendirilmesi yapılacak firmanın performans ölçüsü ile çarpılmasıdır. Buna denk bir yöntemde ise değerlemeyi yapanın performans ölçüsünü (hedef takdir değeri kazançları) benzer özellikli firmanın kazanç-fiyat oranına bölmektedir. İkinci yöntemde kazanç-fiyat oranı kapitalizasyon oranına işaret eder. Bu iki yöntem arasındaki tek fark, diğer yöntemde ölçülebilir değişkenle çarpılan oranın kapitalizasyon yönteminde ölçülebilir değişkene bölünmesidir.

12.1.1.3. SEKTÖRDEKİ BENZER ÖZELLİKLİ FİRMALARIN ORTALAMASININ BULUNMASI

Benzer özellikler yaklaşımının kullanılabilir olması için, her firma ile ilgili olarak detaylı bir nakit akım tahminini gerekli kılmayacak şekilde benzer özellikli firmaların belirlenebileceği bir yol olmalıdır. Bu sorunun genel bir çözümü endüstri sınıflandırmalarına dayanmaktadır. Bu yöntemin arkasında yatan temel varsayım şudur: Eğer iki firma aynı endüstride faaliyet gösteriyor ise, bu firmaların nakit akımları benzer piyasa baskılarına maruz kalacağı için bu nakit akımları birbirleri ile oldukça yüksek korelasyona sahip olacaktır⁵⁶⁶. Bir işletmenin bulunduğu sektör, işletmenin tipi ve işin yürütülmesine göre değişmektedir. Ancak değerleyicinin bunlardan hangisinin daha önemli olduğu konusunda karar vermesi gerekmektedir. Endüstriyel sınıflandırmanın haricinde karşılaştırılabilirlik şu faktörler ekseninde de ölçülebilir⁵⁶⁷;

- Ürünler
- Sermaye yapısı
- Yönetimin derinliği
- Personel deneyimi
- Rekabet yapısı
- Kazançlar

566. Cornell, Bradford, a.g.e., s. 61.

567. Cornell, Bradford, a.g.e., s. 62.

- Defter değeri
- Kredi durumu

Yapılan tüm bu sınıflamalarda amaç, değerlendirilecek olan firma ile benzer özellik gösteren firmalardan bir grup oluşturmaktır. Bu yapıldıktan sonra, yukarıda açıklanan değerlendirme çarpanlarından her biri veya değerlendirilecek firmaya en uygun olanları için grup ortalaması bulunur. Daha sonra hesaplanan grup ortalaması belirlenen değer ölçüsü ile çarpılarak firmanın değeri belirlenir.

12.1.1.4. DEĞERLENECEK FIRMANIN PERFORMANSININ TAHMİN EDİLMESİ

Benzer özellikli firmalardan elde edilen ortalama çarpan, değerlendirilecek olan firmanın tahmin edilen performansına uygulanarak o firmanın değeri belirlenir. Ancak bu işlemin yapılabilmesi için öncelikle, değerlemede kullanılacak olan değer ölçüsünün ve bu değer ölçüsünün büyüklüğünün belirlenmesi veya tahmin edilmesi gerekmektedir. Örneğin, firmanın değerinin belirlenmesi için ölçü olarak net kâr alınacaksa o zaman firmanın net kârının tahmin edilmesi gerekmektedir.

Çarpanlar ile değerlemede geçerli olan en basit uygulama, gelecek bir yıl için değerlemede kullanılacak olan değer ölçüsünün büyüklüğünü tahmin etmek ve bu tahmini benzer özellikli firmalardan elde edilen ortalama çarpana uygulamaktır⁵⁶⁸. Gelecek yıl tahminlerine ortalama çarpanı uygulamakla aslında, firmanın değer ölçüsüne esas olacak, yakın gelecekteki performansına aşırı derecede ağırlık verilmiş olup daha sonraki yıllardaki performansı bir bakıma ihmal edilmiş olur. Bir yıllık tahminlerden hareketle firma değerini bulmanın sakıncalarını ortadan kaldırmak amacıyla daha uzun vadeli bir yaklaşımın uygulanması gerekli olabilmektedir⁵⁶⁹.

Bu noktada şunu da belirtmekte fayda vardır. Çarpanların hesaplanmasında, firmanın değer ölçüsünü belirlerken gelecekte beklenen performansın yanında geçmiş performansları da kullanılabilir. Burada hangisinin kullanılacağı önemli olmakla birlikte, fiyatların

568. Üreten, Aykan, ve Ercan, Metin K., a.g.e., s. 125.

569. Üreten, Aykan, ve Ercan, Metin K., s.126.

gelecekte beklenen performanslara göre oluşmasından dolayı çarpanların hesaplanmasında gelecekteki beklenen performansa dayalı verilerin kullanılması daha uygun olmaktadır. Bu nedenle çarpanların hesaplanmasında geçmiş verilerin kullanılması, bu verileri geleceğin bir göstergesi olarak kabul etmekle mümkündür. Ayrıca geleceğe yönelik güçlü ve güvenilir tahminlerin olduğu durumda da yine çarpanların hesaplanmasında gelecekle ilgili veriler kullanılabilir. Bu ise daha çok büyük firmalar için söz konusu olmaktadır⁵⁷⁰.

12.1.1.5. FIRMA DEĞERİNİN BULUNMASI

Daha önceden hesaplanan benzer özellikli firmaların ortalama çarpan değerini değer ölçüsüne uygulayarak firmanın değeri belirlenir. Burada dikkat edilmesi gereken, değişik çarpanlara göre farklı sonuçların elde edilebileceğidir. Değişik çarpanlara göre hesaplanan firma değerleri genellikle birbirinden oldukça farklı olurlar. Bu nedenle firmanın yapısına en uygun çarpan ve değer ölçüsünün seçilmesi gerekmektedir.

Firmanın ürünlerinin yapısına değer biçmek, personelinin liyakatını ölçmek ve yönetimin görüş, karar ve deneyimlerinin derinliğini ölçmek büyük ölçüde finans biliminden bağımsızdır.

Benzer özellikler yaklaşımının özel firmalarda kullanımı ile ilgili olarak muhtemel birçok problem vardır. İlk olarak, diğer özel firmalar için takdir edilecek değer belirlenmesi genellikle zordur. Bu durum değerlendirilecek olan firmanın, en çok benzer özellik gösteren firma ile karşılaştırılmasını zorlaştırmaktadır. İkinci olarak, özel firmalar ile ilgili olarak muhasebe ve diğer performans bilgilerinin elde edilmesi zor olduğundan anahtar rasyolar hesaplanılamayabilir veya değerlemedeki diğer önemli etkiler kaçırılabilir. Son olarak ise, benzer özellikli firmalar için takdir edilen değerlemelerde yanlışlıklar yapılabilir. Periyodik olarak tüm firma sınıfları kabul edilemeyen bir nakit akımı temeli üzerine değerlendirilmiş olur⁵⁷¹.

Cornell (1993), benzer özellikler yaklaşımı ile ilgili olarak başlıca iki engelden söz etmiştir. Bunlardan birincisi benzer özellikli firma bulunmasındaki zorluk, ikincisi ise benzer özellik kavramındaki

570. Üreten, Aykan, ve Ercan, Metin K., s. 126.

571. Willinge, John, a.g.e., s. 2.

belirsizliklerdir. Ona göre firmalar çok değişik özelliklere sahip olan karmaşık kuruluşlardır. Buna bağlı olarak da firmaların hangi özelliklerinin karşılaştırma konusu edileceği belirsizdir. Cornell, ilk problemin çözümünü halka açık firmaların verilerinin kullanılması olarak açıklamaktadır. Daha önemli olarak kabul ettiği ikinci problemin çözümü olarak ise tüm firmaların değerlendirme bakımından aynı ürün-nakit profiline sahip olduğunun kabul edilmesini göstermektedir. Eğer firma bir çelik, biyoteknoloji veya bilgisayar firması ise bu firmanın muhtemel değeri üretmesi beklenen nakit akımlarına göre belirlenir. Bu yüzden karşılaştırılabilirlik, beklenen nakit akım profilinin istatistiksel özellikleri ekseninde tanımlanmalıdır. Bu tanımlamaya ilave olarak, eğer bu iki firmanın beklenen gelecek nakit akımları arasındaki korelasyon yüksek ise bu firmalar benzer özellikli firmalardır denebilir.

Karşılaştırılabilirliğin Cornell tarafından ortaya konan yukarıdaki tanımı, gelecekteki birçok yıl için nakit akımlarının tahmin edilmesini gerekli kılar. Eğer nakit akım tahminleri benzer özellikli firmaların seçiminde gerekli ise bu benzer özellikler yaklaşımının rasyonelliğini sarsacaktır. Bunun dışında, eğer nakit akımı tahminleri değerin belirlenmesi açısından elde edilebilir ise firmanın değeri, benzer özellikli firmalar için araştırmanın gerekli olmaması açısından nakit akımlarının bugünkü değere iskonto edilmesi ile hesaplanır⁵⁷²

12.1.2. NET BUGÜNKÜ DEĞER YÖNTEMİ

Net bugünkü değer (NBD) yöntemi, nakit akımları değerlemesinde kullanılan en yaygın yöntemlerden biridir.⁵⁷³ Bu yöntem, işletmenin belirlenmiş bir zaman döneminde ya da işleyiş döneminde elde etmesi beklenen tahmini nakit akımlarının hesaplanmasını ve çalışma döneminin sonundaki firmanın nihai değerinin bugünkü değerinin tahminini içerir⁵⁷⁴. Dört aşamalı bir yol takip edilerek firmanın net bugünkü değeri hesaplanır.

572. Cornell, Bradford, a.g.e., s. 61.

573. Diğer yöntemler ise öz sermaye nakit akımları ve düzeltilmiş bugünkü değer yöntemini ihtiva eden sermaye nakit akımları yöntemleridir.

574. http://www.unb.ca/jhsc/resourcectr/TME_courses/FIN320_content/Valuations/valuation05.htm tio ns

12.1.2.1. SERBEST NAKİT AKIŞLARININ BELİRLENMESİ

Serbest nakit akışlarının bugünkü değeri, optimal sermaye yapısındaki firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılarak hesaplanır. Bu yöntem, vergiden düşürülebilir faiz ödemelerinden oluşan vergi kalkanı kazancını iskonto oranına dahil eder. Dolayısıyla vergi kalkanının çifte hesaplamasından kaçınmak için faiz ödemeleri nakit akımlarından çıkarılmamalıdır⁵⁷⁵. Faiz ve vergi öncesi kâr (FVÖK) kullanılarak faiz harcamaları nakit akımı formülünün dışında bırakılmaktadır. Bu, nakit akımlarının bugünkü değerini bulmada kullanılan iskonto oranının ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) olmasından kaynaklanmaktadır⁵⁷⁶. AOSM, faizin vergiden düşürülmesinden kaynaklanan vergi kalkanını hesaba katan borcun vergi sonrası maliyetini kullanır. Nakit akımı hesaplamasında FVÖK kullanılarak vergi kalkanının çifte hesaplamasından kaçınılmış olunur. Aşağıdaki denklem nakit akımlarının nasıl hesaplandığını göstermektedir.

$$NA_t = FVÖK_t (1-v) + Amort._t - SH_t - \Delta NÇS_t + Diğer_t$$

Burada;

NA : Nakit akımı

FVÖK : Faiz ve vergi öncesi kâr

v : Kurumlar vergisi oranı

Amort. : Amortisman

SH : Sermaye harcamaları

$\Delta NÇS$: Net çalışma sermayesindeki değişim (negatif olabilir)

Diğer : Ödenecek vergi ve ücretlerdeki artışlar...vb

575. Willinge, John, a.g.e., s. 3.

576. http://www.unb.ca/jhsc/resourcectr/TME_courses/FIN320_content/Valuations/valuation05.htm

Örneğin X firmasına ait 2010 ve 2011 yılı verileri şu şekilde olsun.

<u>Faaliyet kalemleri (...bin \$)</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>
Satışlar	1000	1200
Satışların maliyeti	700	850
Amortisman	30	35
Faiz harcamaları	40	50
Vergiler (%38)	80	90
Vergi sonrası kâr	150	175
Sermaye harcamaları	40	40
Alacak hesabı	50	60
Stoklar	50	60
Ödenecek hesaplar	20	25

2011 yılında firmanın serbest nakit akımı

$$NA = FVÖK (1-v) + \text{Amortisman} - SH - \Delta NÇS$$

$$FVÖK = 1.200 - 850 - 35 = 315$$

$$v = \%38$$

$$\Delta NÇS = (60 + 60 - 25) - (50 + 50 - 20) = 15$$

$$NA = 315(1-0,38) + 35 - 40 - 15 = 175,3 \text{ olarak hesaplanır.}$$

Yukarıda açıklanan nakit akımı şekli dışında çeşitli çıkar gruplarına yönelik nakit akım hesaplamaları da yapılabilir. Bu, özellikle katılım finansmanı destekli yatırımlar açısından önemlidir. Çünkü gerek borç verenler ve gerekse hissedarların farklı getiri beklentileri söz konusu olabilmektedir.

Tablo 12.2: Farklı Çıkar Gruplarına Göre Nakit Akımı Tanımlamaları

Beklenen Nakit Akımı Ölçümleri
Beklenen Esas Nakit Akımı
<i>Faaliyet Nakit Akımı (FNA)</i>
$FNA = FVÖK + \text{Amortisman} - \text{Yatırım harcamaları} - \text{Net çalışma sermayesinde değişim} - \text{Vergi}$
<i>Tüm Yatırımcılar İçin Nakit Akımı</i>
$\text{Toplam Sermaye Nakit Akımı} = FV(A)ÖK = FNA - \text{Gerçek vergiler}$
<i>Kredi verenler için nakit akımı</i>
$\text{Borç nakit akımı} = \text{Beklenen faiz ödemeleri} + \text{Beklenen borç anapara tahsilatı}$
<i>Hissedarlar için nakit akımı</i>
$\text{Öz sermaye nakit akımı} = FNA - \text{Beklenen faiz ödemeleri} - \text{Beklenen borç anapara Tahsilatı} - \text{Beklenen gerçek vergiler}$
Nakit Akımının Diğer Ölçümleri
<i>Kredi verenler için sözleşmeden doğan nakit akımı (KVSDNA)</i>
$KVSDNA = \text{Sözleşmeden doğan faiz ödemeleri} + \text{Sözleşmeye bağlı borç anapara tahsilatı}$
<i>Kaldıraçsız serbest nakit akımı (KSNA)</i>
$KSNA = FNA - \text{Kaldıraçsız olarak teorik vergiler}$

Kaynak: Smith ve Smith, 2000

Bu şekilde bakıldığında Tablo 12.2'deki nakit akımı hesaplamaları da ayrıca yapılabilir⁵⁷⁷.

12.1.2.2. FİRMANIN NİHAİ DEĞERİNİN BELİRLENMESİ

Nakit akımları hesaplandıktan sonra diğer aşamada nihai değer hesaplanır. Nihai değer hesaplanması özellikle kuruluş aşamasındaki firmaların değerlemesi için oldukça önem arz etmektedir. Burada firma nakit akımlarının nihai yıl ötesinde sabit bir oranda büyüyeceği

577. Smith, Richard L. and Smith, Janet K., a.g.e., s.237.

varsayılmaktadır. Bu değerin hesaplanmasında yaygın olarak kullanılan bir yöntem sürekli nakit akışı yöntemidir.⁵⁷⁸

Aşağıdaki denklem sürekli nakit akışı yöntemi kullanılarak t zamanında nihai değerin nasıl hesaplandığını göstermektedir. Formülde, sürekli nakit akışlarındaki büyüme oranı “g” ve iskonto oranı ise “r” olarak dikkate alınmıştır. NBD yönteminde kullanılan nakit akımları ve iskonto oranı genelde enflasyon etkisinden arındırılmamış yani nominal değerlerdir. Eğer tahminler nakit akımlarının enflasyon oranında sabit kalacağını gösteriyorsa bu durumda öz sermaye nihai büyüme oranı olarak enflasyon oranı kullanılmalıdır.⁵⁷⁹

$$ND_t = [NA_t (1+g)] / (r-g)$$

Formülde;

ND : Nihai değer

NA : Nakit akımı

g : Sürekli nakit akışlarındaki büyüme oranı

r : İskonto oranı

12.1.2.3. İSKONTO ORANININ BELİRLENMESİ

Tahmini nakit akımlarının iskonto edilmesi, bir anlamda katlanılan riski ifade eder. Bir iskonto oranı, herhangi bir öz sermaye yatırımcısının bir firmanın varlıklarını satın alarak veya firmaya sermaye desteği sağlayarak üstlenmiş olduğu fırsat maliyetlerini açıklar. Başka bir anlatımla, yatırımcının risk ve diğer özellikler bakımından benzerlik gösteren alternatif yatırımlar yerine yatırımda bulunduğu proje ya da firmalardan beklenen getiri oranını ifade eder. Fırsat maliyeti, firmanın toplam sermayesine katılım oranı açısından ağırlıklandırıldığında ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olarak isimlendirilir⁵⁸⁰. İskonto oranı “r” ise şu

578. Uygulamada nihai değerin hesaplanmasında kullanılan diğer yöntemler ise, sürekli nakit akışı yöntemine göre daha az güvenilir olan fiyat / kazanç oranı ve piyasa değeri / defter değeri oranı çarpanlarıdır.

579. Bapat, Amit, “How to Value Startups and Emerging Companies”, <http://cpd.ogi.edu/MSTcapstone/StartUpValuation.pdf>

580. Copeland, Tom, ve diğerleri, **Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies**, Jhon Wiley&Sons Inc., New York, 1995, s. 134.

formül kullanılarak hesaplanır.

$$r = [D / (E+D)] r_d (1-v) + [E / (E+D)] r_e$$

Formülde;

r_d	: Borç (debt) iskonto oranı
r_e	: Öz sermaye(equity) maliyeti
v	: Kurumlar vergisi oranı
D	: Borç piyasa değeri
E	: Öz sermaye piyasa değeri
V	: $D + E$

Eğer firma hedeflediği sermaye yapısında değilse o zaman D/E ve D/V oranları için hedef değerler kullanılmalıdır.

Farklı çıkar grupları açısından farklı nakit akım tanımlamaları veya hesaplamaları yanında farklı iskonto hesaplamaları da söz konusu olabilmektedir⁵⁸¹

Öz sermaye iskonto oranı veya öz sermaye maliyeti r_e , finansal varlık fiyatlandırma yöntemi kullanılarak şu şekilde hesaplanır.

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Formülde;

r_e	: Öz sermaye iskonto oranı (öz sermaye maliyeti)
r_f	: Risksiz (risk-free) faiz oranı
β	: Beta veya piyasa duyarlılık katsayısı
r_m	: Hisse senedi piyasa getiri oranı
$(r_m - r_f)$: Piyasa risk primi

Formülde de görüldüğü gibi öz sermaye maliyeti başlıca üç değişkene bağlıdır.

581. Smith, Richard L. ve Smith, Janet K., a.g.e., s.245.

- **Risksiz oran:** Geri ödememe veya başarısızlık riski bulunmayan menkul kıymetlerden elde edilecek getiri oranıdır⁵⁸². Uygulamada genelde hazine bonusu getiri oranları en uygun risksiz getiri oranı grubu olarak kabul edilir. Uygun bir risksiz oran belirlendiğinde ilk olarak yatırım projesinin vadesi risksiz oranla karşılaştırılmalıdır. Yatırım ile risksiz getiri sunan menkul kıymet vade bakımından uyumlu olmalıdır.
- **Risk primi:** Bir yatırımcının parasını risksiz bir yatırım yerine ortalama bir risk düzeyine sahip yatırımlara yatırdığında talep edeceği getiri oranıdır⁵⁸³. Finansal varlık fiyatlandırma modeli, tarihi (historical) ve örtülü (implied) risk primi şeklinde iki tür risk primini öne sürmektedir. Her iki risk primi arasındaki farklılık piyasaların etkin olup olmadığından kaynaklanmaktadır. Eğer piyasalar etkinse, fiyatlar makuldür ve bu durumda bir örtülü prim uygulanmalıdır. Eğer piyasalar etkin değilse, piyasaların aşırı veya düşük değerlendirildiği varsayılır ve geleceğin de geçmiş gibi olacağına inanılır. Bu durumda da tarihi risk primi uygulanır.
- **Beta (β) katsayısı:** Riskin nispi olarak ölçümüdür. Toplam riskten ziyade çeşitlendirilmiş bir portföye katılan riski ölçer. Örneğin beta katsayısının 1.5 olması, ilgili endekste %1 oranında bir değişim olduğunda, değerinde %1.5 oranında bir değişim olacağı anlamına gelmektedir.

Halka açık şirketler veya bir bölümü elden çıkarılmış halka açık şirketler için beta değerleri benzer özellikli halka açık şirketler ile karşılaştırılarak bulunabilir. Fakat genellikle aynı endüstride faaliyet gösteren, benzer gelişim aşamasına sahip firmaların bulunması oldukça zordur.

Bu noktada şunu da belirtmek gerekir ki, araştırma-geliştirme gibi harcamaların daha yoğunlukta ve belirli düzeyin üzerinde olduğu erken aşama yatırımlarında betalar geç aşama yatırımlarına göre daha yüksektir⁵⁸⁴.

582. Copeland, Tom, ve diğerleri, a.g.e., s. 134.

583. Weitzel, Tim ve diğerleri, a.g.e., s. 4.

584. http://ocw.mit.edu/NR/rdonlyres/Sloan-School-of-Management/15_431Entrepreneurial-FinanceSpring2002/C1500D4D-AA61-4558-95060299_E11FA4A7_0/lec3_newventure.pdf

Eğer değerlendirilecek olan firma hedef sermaye yapısında değilse o zaman beta'nın “kaldıraçlı” ve “kaldıraçsız” şekilde düzenlenmesi gerekir. Bu işlem ise şu denklem kullanılarak yapılabilir.⁵⁸⁵

$$\beta_u = \beta_L (E / V) = \beta_L (E / E+D)$$

Formülde;

- β_u : Kaldıraçsız (unlevered) beta
 β_L : Kaldıraçlı (levered) beta
 D : Borç piyasa değeri
 E : Öz sermaye piyasa değeri
 V : D + E

Benzer özellikli firmaların olmadığı uygulamalarda ise farklı bir durum söz konusudur. Bu genelde girişimsel yatırımlarda ortaya çıkar. Bu durumda yaygın düşünce en iyi rehberdir. Belirli bir firmanın konjoktürel yapısı ve riskin sistematik veya çeşitlendirilebilir olup olmadığı birlikte düşünüldüğünde; eğer muhasebe verilerine ulaşılabilir ise beta'yı hesaplamanın diğer bir yolu öz sermaye betaları ile bir miktar korelasyona sahip “gelir betaları” nı hesaplamaktır. Gelir betası, halka açık bir firmanın gelirinin bir hisse senedi piyasası endeksi ile karşılaştırılmasıyla hesaplanır.⁵⁸⁶

Bununla birlikte finansal varlık fiyatlandırma modelinin katılım finansmanı ve özellikle risk sermayesi piyasasında kullanılması şu nedenlerden dolayı zorluk arz etmektedir⁵⁸⁷;

- Yatırımlar halka açık olmayan şirketlere yapıldıklarından dolayı likidite riski söz konusudur.
- Toplam riskin sistematik olmayan kısmı teknolojik riskten dolayı çok daha fazladır.
- Girişimciler çoğunlukla servetlerini tek bir projeye yatırmaya zorlandıklarından dolayı riski çeşitlendirme imkânları

585. Willinge, John, a.g.e., s. 4.

586. Willinge, John, a.g.e., s. 4.

587. Koomagi, Margus and Sander, Priit, a.g.e., s. 15-16.

kalmamaktadır. Bu durumda, girişimci toplam riski azaltabilmek için sadece sistematik kısmına değil sistematik olmayan kısmına da önem vermektedir.

Tablo 12.3: Farklı Çıkar Gruplarına Göre İskonto Oranı Hesaplamaları

Finansal hak iddiaları	Nakit akımı	İskonto oranı	Yorum
Tüm yatırımcılar için nakit akımları	Gerçek finansmanla elde edilen toplam sermaye nakit akımı	$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$	Varlıklar üzerinden gerekli getiri oranı, belirlenen hedef sermaye yapısında aslında tüm alacaklılarca elde edilmesi beklenen nakit akımlarını değerlemede kullanılır. Faiz harcamalarının vergiden düşürülebilirliğinin etkisi nakit akımlarına yansıtılır.
Tüm yatırımcılar için kaldıraçsız serbest nakit akımı	Tüm öz sermaye finansmanı ile elde edilen toplam sermaye nakit akımı	$AOSM = (D / V) r_d (1-v) + (E / V) r_e$	Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM), girişimin tamamen öz sermaye ile finanse edilmesi gibi varsayımlara dayalı nakit akımlarını değerlemede kullanılır. E ve D öz sermaye ve borcun piyasa değerlerini ifade etmektedir ($V = D + E$). Borç finansmanındaki vergi kazancı, borç sermayesi maliyeti için bir düzeltmedir. Doğru vergi düzeltmesi kurumlar vergisi oranı değildir fakat, borç finansmanının net avantajı personel vergilerinin denkleştirme etkilerinde dikkate alınmaktadır.
Kredi verenler için nakit akımı	Borç nakit akımı	$r_d = r_f + \beta_d(r_m - r_f)$	Borç için sermaye maliyeti, borç hizmeti ödemelerinin piyasa riskine duyarlılık derecesine bağlıdır.
Hissedarlar için nakit akımı	Öz sermaye nakit akımı	$r_e = r_f + \beta_e(r_m - r_f)$	Öz sermaye için sermaye maliyeti, öz sermayenin toplam riskine değil. Riskin piyasa bileşenlerine bağlıdır.

Kaynak: Smith ve Smith, 2000

- Teknolojik belirsizlik projenin hayat döngüsünün ileriki aşamalarına doğru azalır. Bu nedenle risk ve dolayısıyla gerekli getiri oranının projenin aşamasına bağlı olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.
- Bir defada finansman yerine aşamalı finansmanın kullanılması risklerin girişimciler ve katılım finansmanı şirketleri arasında dağılmasına imkân verir ve böylece de dışarıdan sağlanan öz sermayenin maliyeti etkilenebilir.

Tablo 12.4: Sektörlerde Faaliyet Gösteren Firmaların Beta (β) Katsayısı Ortalamaları

Sektör	Beta (β)	Sektör	Beta (β)
Komisyonculuk	1,55	Emlakçılık	1,14
Restorant	1,41	Eczacılık	1,09
Otelcilik	1,36	Gıdacılık	1,04
İnşaat	1,32	Bankacılık	1,01
Elektrik makineleri	1,26	Kağıt ve benzeri üretim	0,98
Bilimsel aletler	1,25	Gıda marketleri	0,96
Hava taşımacılığı	1,24	Metal madencilik	0,88
Makineler (elektrikliler hariç)	1,18	Petrol rafinericiliği	0,86
Film	1,16	Elektrik ve gaz işletmeciliği	0,73
Parakende satış	1,16	Demiryolu taşımacılığı	0,71
Tekstil	1,14		

Kaynak: Copeland ve diğerleri, 1995

Bilim adamları, sermaye varlıkları fiyatlandırma modelinin öz sermayeyi esas alan finansman modellerine uyumu konusunda çaba göstermelerine rağmen, uygulamacılar tarafından tümüyle farklı bir

yaklaşım kullanılmaya başlanmıştır. Katılım finansmanı yöneticileri yatırımcılardan fon sağlanması konusunda birbirleri ile tam bir rekabet içerisinde olmalıdır. Bu yüzden, rekabet üstünlüklerine sahip oldukları ilişkili performanslı fonlara çoğunlukla ilgi göstermek durumunda kalacaklardır. AIMR (Association of Investment Management Research), iç getiri oranının (IRR-Internal Rate of Return), risk ve diğer girişim finansmanı yatırımcılarının yatırımları açısından en uygun getiri göstergesi ölçüsü olduğunu düşünmektedir. EVCA ve BVCA da en iyi performans göstergesi olarak iç getiri oranının üzerinde durmaktadır⁵⁸⁸.

12.1.2.4. FİRMANIN BUGÜNKÜ DEĞERİNİN HESAPLANMASI

Firma nakit akışları ve nihai değeri hesaplanıp uygun iskonto oranı belirlendikten sonra aşağıdaki formül kullanılarak firmanın net bugünkü değeri hesaplanır.

$$NBD = [NA_1/(1+r)^1] + [NA_2/(1+r)^2] + [NA_3/(1+r)^3] + \dots [(NA_T + ND_T)/(1+r)^T]$$

formül genelleştirilmek suretiyle;

$$\sum_{t=1}^{t=T} \frac{NA_t}{(1+r)^t} + \frac{ND}{(1+r)^T}$$

şeklinde yazılabilir.

12.1.3. DÜZELTİLMİŞ BUGÜNKÜ DEĞER YÖNTEMİ

Düzeltilmiş bugünkü değer yaklaşımı net bugünkü değer (NBD) yaklaşımın değişik bir biçimidir. Bu yöntem, vergilendirilebilir geliri dengelemek adına net faaliyet zararının olmadığı veya firmanın sermaye yapısının değiştiği durumlarda net bugünkü değere göre tercih edilen bir yöntemdir.

DBD yöntemi, bir firmanın değerinin, faaliyetlerin baz değeri ile tüm finansal yan etkilerin(dışsallık) değerlerinin toplamına eşit olduğunu ifade etmektedir.⁵⁸⁹

588. Koomagi, Margus and Sander, Priit, a.g.e., s. 16.

589. Luehrman, Timothy A., "Using APV: A Better Tool for Valuing Operations", **Harvard Business Review**, 1997, s. 145-154.

Firma değeri = Faaliyetlerin baz değeri + Finansal yan etkilerin değeri

Faaliyetlerin baz değeri, serbest faaliyet nakit akışlarının aşağıda da açıklanan firmanın tamamıyla öz sermaye ile finanse edildiği varsayımı altında öz sermaye maliyeti ile iskonto edilmesi ile elde edilen değer olarak ifade edilir. Bu ise öz sermaye maliyetinin, sadece faaliyetlerin riskini yansıtan varlık betasına dayanmasından dolayıdır.⁵⁹⁰

Finansal yan etkilerin değeri ise, faiz yükü üzerindeki vergi kalkanı, muhtemel bağışlar, finansal garantiler, potansiyel iflas maliyetleri, spesifik risk yönetim politikaları ve ihraç maliyetleri gibi tüm etkilerin net olarak tahminini veya hesaplamasını içerir. Bu finansal yan etkilerin değeri, ilgili nakit akımlarının tahmini ve bu nakit akımlarının her biri ile ilişkili riskleri yansıtan bir oranda iskonto edilmesi ile elde edilir. Örneğin vergiden düşülebilir faiz yükünün değeri, ilgili nakit akımlarının ve tahmini yıllık vergi kazançlarının hemen hemen borçla ilgili faiz yükleri ve borç geri ödemeleri kadar riskli olduğunu varsayan vergiden önceki borç maliyetine eşit bir iskonto oranı temelinde belirlenir⁵⁹¹. Eğer ilgili nakit akımları yüksek derecede riske sahipse bu durumda daha yüksek bir iskonto oranı kullanılmalıdır. Bununla birlikte literatürde finansal yan etkilerle ilgili olarak kullanılacak doğru iskonto oranı hakkında çokça tartışma yapılmıştır. Bu tartışmaların merkezinde, DBD yönteminin finansal yan etkilerin değerini, onları nakit akım projeksiyonlarında ayrı ayrı sunarak, doğru şekilde iskonto ederek ve onları faaliyetlerin değerine ekleyerek daha belirgin yapması yatmaktadır.⁵⁹²

Düzeltilmiş bugünkü değer yöntemi, firmanın sermaye yapısının hedeflenmiş seviyesinde sabit kalacağını varsayar. Bu varsayım, başlangıçtaki sermaye yapısının büyük oranda borçlanarak oluşturulduğu, fakat borç seviyesinin geri ödemeler yapılarak azaltıldığı kaldıraçlı satın almalar (LBO-leveraged buyout) için uygun değildir. Bu durumda hedef sermaye yapısı zamanla değişir⁵⁹³. Bu durumu daha iyi açıklayabilmek için, en iyi hedef sermaye yapısı sıfır olan bir LBO firması düşünülün.

590. Keuleneer, Luc and Verhoog, Willem, **Recent Trends in Valuation: From Strategy to Value**, Jhon Wiley&Sons Ltd., England, 2003, s. 19.

591. Keuleneer, Luc and Verhoog, Willem, a.g.e., s. 19.

592. Keuleneer, Luc and Verhoog, Willem, a.g.e., s. 19.

593. Willinge, John, a.g.e., s. 6.

NBD yönteminde, iskonto oranı tümü öz sermayeden oluşan bir sermaye yapısı kullanılarak hesaplanır. Bu ise firmanın önemsenmeyen gerçek kaldıraç derecesini artırır. DBD yöntemi, sermaye yapısını dikkate almaksızın, firma varlıklarınca oluşturulan nakit akımlarını dikkate alarak bu dezavantajı ortadan kaldırmaktadır. Bu durumda ise vergiden düşürülebilir faiz ödemeleri ayrı olarak değerlendirilir.

NBD yöntemi ayrıca, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine dahil edilmiş fiili vergi oranının sabit kalacağını varsayar. Bu varsayım, firmanın fiili vergi oranının zamanla değiştiği durumlara uygun bir varsayım değildir. Örneğin, başlangıç aşamasındaki bir firmanın kârlılığa ulaşmadan önce net faaliyet zararlarına maruz kaldığı koşullar altında, söz konusu faaliyet zararları vergiden düşürülebilmek amacıyla ileriye taşınabilir ve vergilendirilebilir gelirden bir anlamda kazanç elde edilir. DBD yöntemi, net faaliyet zararlarını ayrı şekilde değerlendirerek firmanın değişen vergi koşullarının etkisini ortaya koyar.

Teoride, DBD yöntemi kullanarak firmayı değerleyebilmek için şu hesaplamaların yapılması gerekliliği üzerinde durulmaktadır;⁵⁹⁴

- Beklenen gelecek serbest nakit akımları (Vergi sonrası net faaliyet kârlarından net faaliyet çalışma sermayesi, fabrika, arazi ve teçhizat için yapılan gerekli yatırımların çıkarılması ile hesaplanır),
- Öz sermayenin kaldıraçsız maliyeti,
- Beklenen gelecek sermaye yapısı,
- Vergi kalkanı için başvuru iskonto oranı,
- Serbest nakit akımlarının ve borcun sabit ve uzun dönemli büyüme oranı.

Literatürde, DBD yönteminin bahsedilen bu içeriği ile ilgili olarak iki problemten söz edilmektedir. İlk olarak öz sermayenin kaldıraçsız maliyetinin ölçülebilir olmamasıdır. Bu nedenle, firmaların kaldıraçlı öz sermaye maliyetine veya benzer özellikli firmaların kaldıraçlı öz sermaye

594. Ehrhardt, Michael and C.Daves, Phillip R., “ The Adjusted Present Value: The Combined Impact of Growth and the Tax Shield of Debt on the Cost of Capital and Systematic Risk”, <http://bus.utk.edu/finance/ WP/apva. pdf>.

maliyetine bakılarak firmanın kaldıraçsız öz sermaye maliyeti hakkında karar verilir. İkinci olarak ise, vergi kalkanı için uygun iskonto oranının ölçülememesidir. Bu durumda ise genelde, borcun maliyetine eşit veya daha yüksek bir oran ve öz sermayenin kaldıraçsız maliyetine eşit veya daha küçük bir oran seçilir.

Ancak, teorideki bu karmaşıklığı gidermeye yönelik olarak uygulamada DBD yöntemini kullanarak değerlendirme yapılırken genelde üç aşamalı bir yol takip edilmektedir. İlk olarak, sermaye yapısı dikkate alınmaksızın nakit akımları değerlendirilir. Firmanın nakit akımları farklı iskonto oranlarının kullanılması dışında NBD yönteminde olduğu şekliyle iskonto edilir. Burada aslında firmanın tamamıyla öz sermaye ile finanse edildiği varsayılmış olur. Firma tamamıyla öz sermaye ile finanse edildiğinde varlık toplamı ve öz sermaye betaları birbirine eşit olur⁵⁹⁵. Bu ise, NBD yönteminde kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini hesaplamada kullanılan kaldıraçlı beta'dan ziyade iskonto oranının kaldıraçsız beta kullanılarak hesaplanması gerektiği anlamına gelmektedir⁵⁹⁶. Daha önce de belirtildiği gibi iskonto oranı finansal varlık fiyatlandırma modeli kullanılarak şu şekilde hesaplanıyordu.

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Beta katsayısı ise yukarıda da bahsedilen, firmanın tümüyle öz sermaye ile finanse edildiği varsayımı altında;

$$\beta_u = \beta_L (E / V) = \beta_L (E / E+D)$$

şeklinde hesaplanıyordu.

Sermaye yapısı dikkate alınmaksızın nakit akımları değerlendirildikten sonra, sermaye yapısı ile ilgili olarak vergi kazançları tahmin edilir. Vergiden düşürülebilir faiz ödemelerinden elde edilen vergi kazançlarının net bugünkü değeri firma açısından bir değere sahip olduğu için ölçülmelidir. Söz konusu faiz ödemeleri, borç seviyesine göre zamanla değişebilecektir. Klasik yaklaşımlara göre, vergi kazançlarının net bugünkü değerini hesaplamak için kullanılan iskonto oranı, borç üzerindeki vergi

595. Keuleneer, Luc and Verhoog, Willem, a.g.e., s. 19.

596. Willinge, John, a.g.e., s. 6.

öncesi getiri oranıdır. Bu öz sermaye maliyetinden daha düşük olacaktır. Kavramsal olarak bu mantıklıdır. Çünkü borç verenlerin talepleri sıradan hisse sahiplerinin taleplerine göre çok daha yüksektir ve bu yüzden de nakit akımları daha güvenilirdir.

Son olarak, net faaliyet zararlarının varlığı firma açısından ölçülmesi gereken bir değere sahiptir. Net faaliyet zararları vergi öncesi gelire karşı dengelenebilir ve ilk kârlı faaliyet yıllarında firma için kullanılabilir bir nakit kaynağı haline gelir. Örneğin bir firmanın 5 milyon dolar faaliyet zararı varsa ve geçerli vergi oranı %30 ise firma bu durumda 1,5 milyon dolar vergi tasarrufu, bir anlamda kazanç sağlayacaktır.⁵⁹⁷

Net faaliyet zararlarının değerlemesinde kullanılan iskonto oranı genellikle borçların vergi öncesi oranıdır. Eğer net faaliyet zararlarından elde edilen vergi kazançlarının kesin olarak gerçekleşeceği düşünülüyorsa bu durumda risksiz oran kullanılır (firma bu durumda harcama için yeterli kazancı üretecektir). Eğer firmanın net faaliyet zararlarını tüketmek için yeteri miktarda kâr elde edemeyeceği konusunda riskler söz konusu ise bu durumda borcun vergi öncesi birleşik oranı iskonto oranı olarak kullanılır.⁵⁹⁸

12.1.4. RISK SERMAYESİ YÖNTEMİ

Birçok risk sermayesi yatırım senaryosu, genelde büyük umut vadeden fakat uzun dönemli izleme kayıtları olmayan ve kazanç olasılıkları değişken ve yüksek derecede belirsizliğe sahip olan erken aşama firmalardaki yatırımları kapsar⁵⁹⁹

Risk sermayesi yöntemi, katılım finansmanı sektöründe yaygın olarak kullanılacak değerlendirme yöntemlerinden biridir. Daha önce de belirtildiği gibi katılım finansmanı yatırımları, negatif nakit akımları düzenli olmamakla birlikte önemli miktarda gelecek kazançları ile nitelendirilirler.⁶⁰⁰

597. Burada paranın zaman değeri dikkate alınmamaktadır. Net faaliyet zararlarının net bugünkü değeri, eğer firma ilk yıllarında 5 milyon dolar tutarında vergilendirilebilir gelire sahip ise sadece 1,5 milyon dolar olacaktır. Eğer net faaliyet zararı bir yıldan daha fazla kullanılırsa o zaman iskonto miktarı 1,5 milyon dolardan daha az olacaktır.

598. Willinge, John, a.g.e., s. 7.

599. http://www.unb.ca/jhsc/resourcectr/TME_courses/FIN320_content/Vluations/valuation_05.htm

600. Bulut, Halil İ., "Risk Sermayesi Yatırımlarının Fiyatlandırılması", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı. 213, 2003, s. 89.

Katılım finansmanı yatırımlarını takip eden ilk yıllarda zararlar olabilmektedir. Risk sermayesi değerlendirme yöntemi bu gerçekleri dikkate alarak, katılım finansmanı şirketinin planlanan çıkış anındaki firmanın öne sürülen değeri üzerinde yoğunlaşır. Bu yöntem, firmanın gelecekte beklenen nakit akımlarına ulaşıldığı bir zamanda genelde bir çarpan kullanarak firmayı değerlemek sureti ile bu nakit akımı profilini hesaplar.⁶⁰¹

Elde edilen nihai değer daha sonra yüksek bir iskonto oranı kullanılarak cari döneme indirgenir. Risk sermayesi fiyatlandırma yönteminin altında yatan temel mekanizma başlıca dört aşamada özetlenebilir.

12.1.4.1. NİHAİ DEĞERİN HESAPLANMASI

Yöntem, katılım finansman şirketinin kısa bir süre sonrasında firmayı halka arz etmeyi düşündüğü zamana kadarki firmanın değerinin tahmin edilmesiyle başlar. Firmanın nihai değeri, belirlenmiş gelecekteki zaman için hesaplanır. Bu ise, firmaya yatırım yapıldıktan sonra genelde 4-7 yıl arası bir süre olan risk sermayedarının planlanmış olan yatırımdan çıkış zamanıdır.

Nihai değer, benzer özellikler yaklaşımında bahsedilen çarpanlardan biri kullanılarak hesaplanabilir. Değerleme için seçilecek olan çarpan katılım finansmanı görüşmelerinde en çok tartışılacak konulardan biridir. Örneğin, tahmini çıkış yılındaki firmanın tahmini net geliri fiyat-kazanç oranı ile çarpılmak suretiyle firmanın nihai değeri;

$$\text{Toplam Nihai Değer} = \text{Fiyat-Kazanç Oranı} \times \text{Nihai Net Gelir}$$

şeklinde hesaplanır.⁶⁰²

Bunun dışında nihai değer, iskonto edilmiş nakit akımları yöntemi de dahil olmak üzere başka yöntemler kullanılarak da hesaplanabilir.

601. http://www.unb.ca/jhsc/resourcectr/TME_courses/FIN320_content/Vluations/valuation05.htm

602. Scherlis, Daniel and R.Shalman, William A., "A Method for Valuing High-Risk, Long-Term Investments", **Harvard Business School**, Note.9-288-006, 1989, s. 39.

12.1.4.2. NİHAİ DEĞERİN BUGÜNKÜ DEĞERE İNDİRGENMESİ

İskonto edilmiş nihai değer, diğer iskonto işlemlerinde olduğu gibi nihai değerün uygun bir iskonto oranı kullanılarak cari döneme indirgenmesi ile hesaplanır. Bugünkü değer yönteminde, nihai değer ve yıllık nakit akışlarının bugünkü değerinin hesaplanmasında firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılır. Yapılan iskonto işleminde, yöntemin uygulanışı bakımından bir farklılık olmamakla birlikte, diğer yöntemlerde yapılan iskonto işleminde kullanılan söz konusu geleneksel sermaye maliyeti gibi iskonto oranı yerine risk sermayesi yönteminde katılım finansmanı şirketleri genelde “*Hedef Getiri Oranı*” nı kullanacaklardır. Hedef getiri oranı geleneksel finansman alternatifleri ile ilişkilendirildiğinde %30-70 gibi genelde yüksek bir orandır. Bu oran, katılım finansmanı şirketinin belirli bir yatırıma sermaye sağlamakla üstlendiği risk ve gösterdiği çabanın karşılığı olarak beklediği kazancı ifade eder. Aşağıdaki formülde iskonto edilmiş nihai değerün hesaplanması gösterilmektedir.⁶⁰³

$$\text{İskonto Edilmiş Nihai Değer} = \text{Nihai Değer} / (1 + \text{Hedef Getiri Oranı})^{\text{yıllar}}$$

Katılım finansmanı şirketleri iskonto edilmiş bugünkü değeri ve önerilen yatırımın büyüklüğünü, firmalardan talep ettikleri sahiplik yüzdesinin hesaplanmasında kullanacaklardır. Örneğin, eğer firmanın iskonto edilmiş nihai değeri 10 milyon dolar ise ve katılım finansman şirketi bu firmaya 5 milyon dolar tutarında yatırım yapma niyetinde ise yaptığı bu yatırım karşılığında firma hisse senetlerinin %50’sini talep edecektir. Bu durum, ileriki finansman aşamalarında katılım finansmanı şirketinin katılımında herhangi bir sulandırma etkisinin olmayacağı varsayımı altında geçerlidir. Ancak bu varsayım, en başarılı katılım finansmanı destekli firmaların halka arz yoluyla hisselerini satmaları halinde gerçek dışı bir varsayım olmaktadır.

12.1.4.3. GEREKLİ SAHİPLİK YÜZDESİNİN HESAPLANMASI

Üçüncü olarak katılım finansmanı şirketi gerekli nihai sahiplik yüzdesini hesaplar. Önerilen toplam yatırım teklifinin iskonto edilmiş nihai

603. http://www.unb.ca/jhsc/resourcectr/TME_courses/FIN320_content/Vluations/valuation_05.htm

değere bölünmesiyle katılım finansman şirketi tarafından istenen getiriye sağlayacak olan sahiplik yüzdesi hesaplanır. Burada katılım finansman şirketinin yatırımında ileriki aşamalarda herhangi bir sulandırma etkisinin söz konusu olmayacağı varsayılmaktadır.⁶⁰⁴

$$\text{Gerekli Nihai Sahiplik Yüzdesi} = \frac{\text{Yatırım Tutarı} / \text{İskonto Edilmiş Nihai Değer}}$$

12.1.4.4. SULANDIRMA ETKİSİNİN HESAPLANMASI

Son olarak ise katılım finansmanı şirketi gelecekteki sulandırma etkisini tahmin eder ve gerekli cari sahiplik yüzdesini hesaplar. Aşama 3'teki hesaplamada, katılım finansmanı şirketinin yatırımdan çıkışından önce diğer taraflarca ilave bir hisse senedi ihracının olmayacağı varsayılmaktadır. Birçok girişim firması, çok aşamalı finansmanı denemekte ve hisse senetleri de ayrıca etkin ve motive olmuş bir yönetim takımı oluşturma aracı olarak anahtar yöneticiler için ihraç edilmektedir. Katılım finansmanı şirketi genellikle gelecek hisse senedi ihracı faktörünü yatırım analizinde göz önünde bulunduracaktır. Verilen hedef getiri oranı ve çıkış anında öne sürülen nihai değerde katılım finansman şirketi, beklenen sulandırma etkisini karşılamak için gelecekteki hisse senedi ihracının sahiplik yüzdesini artırmalıdır.

Beklenen sulandırma etkisini içine alacak şekilde gerekli cari sahiplik yüzdesi şu şekilde hesaplanır.⁶⁰⁵

$$\text{Gerekli Cari Sahiplik Yüzdesi} = \frac{\text{Gerekli Nihai Sahiplik Yüzdesi}}{\text{Sulanma Oranı}}$$

Katılım finansman şirketinin firmadaki yatırımını sulandıracak şekilde sonradan ortaya çıkan herhangi bir finansman olmadığı durumda yukarıdaki eşitlik doğru olacaktır. Ancak uygulamada katılım finansmanı kapsamında yer alan risk sermayesi destekli girişimlerin bir halka arzla sonuçlanan finansman aşamalarından geçtiği görülmektedir. Bu yüzden sözü edilen varsayım pek de gerçekçi değildir. Katılım finansman şirketlerinin finansmanın gelecek aşamalarındaki sulandırma etkisini telafi

604. Willinge, John, a.g.e., s. 7.

605. Scherlis, Daniel and R.Shalman, William A., a.g.e., s. 20.

edebilmesi için “sulanma oranı” nı hesaplaması gerekmektedir. Sulanma oranı, gelecek finansman aşamalarının katılım finansman şirketinin sahipliği üzerindeki beklenen sulandırma etkisini ölçer. Bir yatırımcının girişimde sahip olacağı nihai yıldaki pay sahipliğinin yatırım anında elde edeceği cari pay sahipliğine oranlanması ile katılım finansmanı şirketi için sulanma oranı hesaplanır.

$$\text{Sulanma Oranı} = \frac{\text{Gerekli Nihai Sahiplik Yüzdesi}}{\text{Gerekli Cari Sahiplik Yüzdesi}}$$

Sulanma oranını ayrıca, katılım finansmanı şirketinin yatırımda beklenen getiriyi sağlayacak şekilde elde etmesi gereken nihai yüzdeyi yatırım anında girişimden elde etmesi halinde pay sahipliğine dönüştüren bir anahtar olarak da tanımlamak mümkündür.⁶⁰⁶ Bu durumda sulanma oranı;

Sulanma oranı = 1 – Gelecek Nihai Sahiplik Yüzdesi Toplamı
şeklinde de hesaplanabilir.

Uygulamaya geçirilmiş yatırımlar dikkate alındığında, hisse sahiplerinin hisselerindeki azalmanın sulanma problemlerini ortaya çıkarttığı görülmektedir. Girişimin umulan değeri gelecekte daha yüksek olabilir ve o zaman katılım finansman şirketi daha iyi bir pozisyonda olacaktır. Katılım finansman şirketi gerekli getiri oranlarına uygunluk gösterecek yatırımları bulmaya çalışır. Eğer katılım finansman şirketi, yatırımın başlangıcındaki beklentilerine göre hisse elde ederse bu, umulandan çok daha yüksek bir getiri ile sonuçlanabilir. Bu yüzden girişimci, sulandırmaya karşı kendini korumak için katılım finansman şirketine daha düşük bir hisse vermek isteyecektir.⁶⁰⁷

12.1.5. GERÇEK OPSİYONLAR

Gerçek opsiyon yöntemi, finansal opsiyonların gerçek veya bir başka ifade ile finansal olmayan varlıklara doğru genişletilmiş halidir. Bilindiği gibi bir finansal opsiyon sahibine, bir malı belirli bir fiyattan alma ya da belirli bir fiyattan satma hakkı verir. Benzer şekilde gerçek opsiyonları kullanan bir firma ise potansiyel değer oluşturacak bir yatırımı yapma

606. Scherlis, Daniel and R. Shalman, William A., a.g.e., s. 20.

607. Koomagi, Margus and Sander, Priit, a.g.e., s. 32.

hakkına sahip olur.

Bazı durumlarda yatırım fırsatlarını değerlemek üzere opsiyon fiyatlandırma yönteminin kullanılması daha doğru olmaktadır. Net bugünkü değer ve düzeltilmiş bugünkü değer gibi iskonto edilmiş nakit akımı yöntemleri, yatırımcıların veya yöneticilerin bir esneklik içerisinde olduğu durumlarda yetersiz kalır. Esneklik, üretim oranını artırabilme ya da azaltabilme, gelişmeyi ya da büyümeyi ertelemek veya projeden vazgeçmek gibi birçok seçeneği içinde barındırır. Bu değişikliklerin her biri firma değerini iskonto edilmiş nakit akımı yöntemler kullanılarak doğru bir şekilde ölçülmesine engel olmaktadır.⁶⁰⁸

Katılım finansmanı destekli girişimler/firmalar genellikle finansmanın çok aşamalı oluşu ile karakterize edilirler. Katılım finansman şirketleri bu çok aşamalı finansman yaklaşımını, girişimcilerin finansmanın gelecek aşamalarını kazanması ve belirli bir portföy şirketinin fon çıkışını sınırlandırmak amacıyla kullanırlar. Genellikle, sonraki aşamaların finansmanından vazgeçme hakkı yapılan yatırım anlaşmasına ilave edilir.

Takip eden yatırımları yapma hakkı şirket hisse senetleri üzerindeki alış opsiyonu ile benzer özelliklere sahiptir. İkisi de bir zorunluluğu değil belirli bir hakkı ifade eder. Bu şekilde bir esneklik iskonto edilmiş nakit akımı yöntemleri ile kolayca hesaplanamaz. Bunun yanı sıra opsiyon fiyatlama teorisi ileriki bir tarihte yöneticinin “bekleme ve sonrasında yatırım yapıp yapmama konusunda karar verme” kabiliyetini ölçer.⁶⁰⁹

Opsiyonun teorik değerini bulmak için farklı modeller geliştirilmiştir. Bunlar içerisinde en çok bilineni ve de kullanılanı Nobel ödüllü bilim adamları Fisher Black ve Myron Scholes tarafından 1973'te yayınlanan kâr payı dağıtmayan hisse senedine dayalı Avrupa satın alma opsiyonu fiyatlandırma modelidir⁶¹⁰.

608. Willinge, John, a.g.e., s. 8-9.

609. Willinge, John, a.g.e., s. 9.

610. Söz konusu yazarlar hazırladıkları çalışmada opsiyon değerini günümüzde Black-Scholes formülü olarak bilinen tek bir eşitlik ile belirlemişlerdir. Onların ulaştığı aşamaya Robert Metron adlı araştırmacı son halka olan arbitraj konusunu eklemiştir. Metron, model ile ortaya konan opsiyon değerinin, bir malı belirli bir fiyattan satın alırken aynı anda daha yüksek bir fiyattan satma imkânı olarak bilinen arbitraj fırsatından yoksun olması gerektiğini ortaya koymuştur. Black'in 1995 yılında ölmesinin ardından Metron ve Scholes 1997 yılında Nobel ekonomi ödülüne layık görülmüşlerdir.

Modelin temel varsayımları şunlardır;⁶¹¹

- Kısa vadeli faiz oranı bilinmektedir ve zaman içerisinde sabit kalmaktadır.
- Hisse senedi fiyatı, bu fiyatın karesi ile orantılı bir varyans oranı ile zaman içerisinde kesintisiz rastsal bir seyir izler. Bundan dolayı hisse senedinin getirisinin varyans oranı sabittir.
- Hisse senedi kâr payı veya başka dağıtımlar ödemez.
- Opsiyon Avrupa tipi opsiyondur, yani sadece itfa tarihinde kullanılabilir.
- Hisse senedi veya opsiyon alınıp satılırken hiçbir alım-satım ücreti ödenmemektedir.
- Menkul kıymetin fiyatının herhangi bir parçasını satın almak veya elde tutmak üzere kısa vadeli faiz oranlarından ödünç almak mümkündür.
- Kısa satışa (açığa satışa) hiçbir faiz oranı uygulanmamaktadır. Elinde menkul değer bulunmayan satıcı, sadece alıcıdan menkul değerın fiyatını kabul edecek ve onunla gelecekteki bir tarihte, menkul değerın o tarihteki fiyatına eşit bir miktarı ona ödeyeceği üzerine anlaşmaya varacaktır.

Black-Scholes modeline göre Avrupa tipi satın alma opsiyonunun fiyatı şu şekilde hesaplanır.⁶¹²

$$d1 = \frac{\ln(S / X) + (r_f + 0,5 \sigma^2) t}{\sigma \sqrt{t}} \quad \text{ve}$$

$$d2 = d1 - \sigma \sqrt{t} \quad \text{olmak üzere}$$

$$C = SN(d1) - Xe^{-rt} N(d2) \quad ^{613}$$

611. Kocaman, Berna, **Finansal Piyasalar: Kurumlar, Teknikler ve Araçlar**, Siyasal Kitabevi, Ankara, 2004, s. 142-143.

612. Kocaman, Berna, a.g.e., s. 143.

613. Satım opsiyonunu değeri (V) ise $V = Xe^{-rt} N(-d2) - SN(-d1)$ şeklinde farklılaşmaktadır.

Burada;

- C : Avrupa tipi satın alma opsiyonunun fiyatı
 S : Opsiyonun yazıldığı hisse senedinin cari değeri
 X : Opsiyonun kullanım ya da uygulama fiyatı
 R_f : Risksiz faiz oranı
 t : Vadeye kalan süre
 σ : Hisse senedinin getirilerinin standart sapması
 $N(d1)$: $d1$ 'in kümülatif normal dağılımı
 $N(d2)$: $d2$ 'nin kümülatif normal dağılımı
 ln : Logaritma
 Xe^{-rt} : Yatırımın maliyetinin bugünkü değerini göstermektedir
 ($e=2,71828$ -doğal logaritma).

Tablo 12.5: Finansal ve Firma Opsiyonu Değişkenleri

Değişkenler	Finansal opsiyon	Firma opsiyonu
X	Opsiyonun kullanım ya da uygulama fiyatı	Katılım finansmanı desteği sağlanacak olan projenin gerektirdiği harcamaların bugünkü değeri
S	Opsiyonun yazıldığı hisse senedinin cari değeri	Katılım finansmanı desteği sağlanacak olan projenin üretmesi beklenen nakit akımlarının bugünkü değeri
t	Vadeye kalan süre	Yatırım kararının ertelenebileceği zaman uzunluğu
σ	Hisse senedi getirilerinin standart sapması	Sözleşmeye konu olan varlıkların risksizliği
r_f	Risksiz faiz oranı	Risksiz getiri oranı

Kaynak: Luehram, 1998; Willinge, 1998

Black-Scholes modeli kullanılarak yapılan değerlendirme süreci ise şu dört aşamadan oluşmaktadır;⁶¹⁴

- Black-Scholes eşitliği için sağlanan değerlerle d_1 ve d_2 değerleri hesaplanır.
- Standardize normal değişkenlerin karşılığı olarak $N(d_1)$ ve $N(d_2)$ kümülatif normal dağılım fonksiyonları tahmin edilir.
- Kullanım fiyatının bugünkü değeri belirlenir (Bunun için, yatırım maliyetinin bugünkü değerini veren formülde yatırım maliyeti yerine firma varlıklarının değeri yazılmalıdır).
- Black-Scholes modeli ile opsiyon değeri hesaplanır.

Black-Scholes modeli kullanılarak firma değerlemesi yapılırken ve dolayısıyla firma opsiyonu belirlenirken Avrupa tipi opsiyonlarının değeri hesaplanmasında girdi olarak kullanılan beş değişkenin yerine Tablo 12.5'de verilen karşılıkları kullanılır.

12.1.6. FIRST CHICAGO YÖNTEMİ

Bu yöntem, yüksek iskonto oranlarının kullanımını gerektiren risk sermayesi yöntemine alternatif bir yöntem olarak First Chicago şirketi risk sermayesi grubu tarafından geliştirilmiştir. Risk sermayesi yöntemi birçok olayda başarı ile uygulanmasına rağmen, gelecekle ilgili olarak yapılan nakit akım tahminlerinin tam olarak gerçekleşeceği gibi her zaman gerçekçi olmayan bir varsayım içermektedir. Dolayısıyla risk sermayesi yöntemini kullanacak katılım finansman şirketleri de bu varsayıma dayanarak yüksek iskonto oranları kullanmış olacaklardır. First Chicago yöntemi ise, daha düşük bir iskonto oranı ancak bunun yanında, her birinin gerçekleşme ihtimaline göre ağırlıklandırılmış olarak hazırlanan üç ayrı senaryonun ortalaması alınarak hesaplanan beklenen nakit akımını kullanır.⁶¹⁵

Sözü edilen üç ayrı senaryodan ilki başarı senaryosudur. Bu senaryo altında katılım finansman şirketleri, destek sağlanan firmanın 4 ile 5. yıllardaki halka arz aşamasında başarılı olacağını varsayarlar. Bu durumda

614. Damodaran, Aswath, a.g.e., s. 16.

615. Bapat, Amit, a.g.e., s. 7.

yatırımın son yılı olan halka arz yılındaki nakit akımı şu şekilde hesaplanır;⁶¹⁶

$$[\text{Tahakkuk eden temettüler}^{617} + (\text{Son sahiplik yüzdesi (\%)} \times \text{Nihai değer})]$$

İkinci senaryo ise düz ya da yatay senaryodur. Bu senaryo, firmanın ilk birkaç yıl için kâr payları ödeyebilecek kadar kârlılığa sahip olduğu ancak ilk halka arz aşamasına ulaşamayacağı durumu ifade eder.

Son senaryo ise başarısızlık senaryosudur. Bu durumda firma başarısızdır ve varlıklarını likit hale döndürerek iyileşme sermayesi elde etme durumundadır. Bu yüzden başarısızlık senaryosu altında nakit akımları büyük ölçüde fonların nasıl kullanıldığına bağlı olacaktır.

Senaryolar tanımlandıktan sonra her bir senaryonun gerçekleşme ihtimali hesaplanır. Her bir yıla ait tahmini nakit akışları, hesaplanan bu ihtimallerle çarpılır ve her bir yıl için ağırlıklı ortalama bir nakit akımı hesaplanır. Beklenen nakit akımı, ilk halka arzdan beklenen nakit akımı ve geri kalan nakit akımı şeklinde düzenlenir. Böylece;

$$[(p \times \text{Son sahiplik} \times \text{Nihai değer}) + \text{Gelecek değer}^{618}] = \text{Yatırımın gelecek değeri}$$

Formüldeki p, ilk halka arz ihtimalini ifade etmektedir. Formülden hareketle gerekli nihai sahiplik yüzdesi;

$$\text{Nihai sahiplik} = (\text{Yatırımın gelecek değeri} - \text{Gelecek değer}) / (p \times \text{Nihai değer})$$

şeklinde hesaplanır.⁶¹⁹

First Chicago yönteminin bazı avantajlı yönleri şu şekilde sıralanabilir;⁶²⁰

- Ayrık senaryoların kullanımı bir girişimini risk ve beklenen getirisinin belirlenmesine yönelik uygulaması kolay ve basit bir yöntemdir.
- Amacı beklenen nakit akımlarını değerlemektir.

616. Bapat, Amit, a.g.e., s. 8.

617. Buradaki tahakkuk eden temettüler, önceki yıllarda imtiyazlı hisse senetleri üzerinden sağlanan toplam temettülerdir.

618. İlk halka arz dışında kalan nakit akımını ifade etmektedir.

619. Timmons, Jeffy A., a.g.e., s. 141.

620. http://files.embedit.in/embeditin/files/AuivfFNeXY/1/page_27.swf

- Bu yöntem, şirketin başarısını farklı düzeylerde temsil eden birkaç senaryo ortaya koyarak tek bir serbest piyasa değerinin belirlenmesi ile ilgili belirsizliği azaltır.
- Toplam risk hakkında bilgi türetilmiş olduğundan, yöntem karmaşık finansal iddiaların değerlemesi için bir temel oluşturur.

Yöntemin dezavantajları arasında ise;⁶²¹

- Ayrık senaryoların kullanımı, girişimin riski hakkında, özellikle karmaşık iddiaların değerlemesinde yararlı olabilecek bilgilerin elenmesine neden olabilmesi.
- Yöntem, değerlemede kullanılacak iskonto oranının nasıl belirleneceği konusunda bilgi içermez. Bu da farklı kullanıcıların farklı iskonto oranlarını kullanmalarına ve dolayısıyla da farklı sonuçlara ulaşmalarına neden olabilmesi.

gibi konular sayılabilir.

12.1.7. MONTE CARLO SİMÜLASYONU

Gelecekle ilgili planlama yapılırken bir kesinlikten ziyade belirsizlik ortamıyla karşı karşıya kalınmaktadır. Monte Carlo simülasyonu bu belirsizliği yani riski modellemede kullanılır.⁶²² Finans alanında ise daha çok yatırım projelerinin değerlemesinde ve riske maruz değer hesaplanmasında kullanılır.⁶²³ Bu hesaplamalarda değerlemeci, gelecekle ilgili belirsizlik ortamında karar verebilmek için olasılık dağılımlarını kullanır. Bu olasılıklar, uzman görüşleri, denemeler, subjektif yargılarla, tarihi verilerle veya bunların bir kombinasyonu ile oluşturulabilir.⁶²⁴

Monte Carlo simülasyonu basit hassas analizlerin bir gelişimidir. Çünkü olası tüm girdi değişkeni kombinasyonlarını dikkate alır. Kullanıcılar her bir girdi değişken için olasılık dağılımları tanımlar ve program muhtemel sonuçları anlatan bir ihtimal dağılımlarını oluşturur.

621. http://files.embedit.in/embedit.in/files/AuivfFNeXY/1/page_27.swf

622. Kablay, M. Kelami, **Firma Değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Tekniği ve Monte Carlo Simülasyonunun Karşılaştırılması: Örnek Bir Uygulama**, Kara Harb Okulu Savunma Bilimleri Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2003, s. 51.

623. Kullanım alanına bağlı olarak metodun kullanım şekli de farklılık göstermektedir. Finans alanında kullanılan simülasyon yöntemi bilgisayar destekli matematiksel simülasyondur.

624. Kablay, M. Kelami, a.g.e., s. 51.

Monte Carlo terimi, II.Dünya savaşı sırasında, Nicholas Metropolis ve çalışma arkadaşları tarafından, atom bombası ile ilgili “Manhattan Projesi” esnasında Los Alamos’ta poker oynarken bulunmuştur. Monte Carlo aslen Monaco’nun başkentidir ve özellikle rulet gibi aletlerin kullanıldığı kumarhaneleriyle meşhurdur. Buradaki oyunların en büyük özelliği, rasgelelik üzerine kurulmuş olmalarıdır. Teknik, Metropolis ve diğerleri tarafından, stokastik nöron difüzyonunun istatistik tabanlı örnekleme problemlerini çözerken bulunmuştur. Neticede, atom bombasının fizibilite çalışmalarında bu simülasyonu kullanmışlar ve kod olarak da “Monte Carlo” yu seçmişlerdir. Monte Carlo ile ilgili ilk yazı, “The Monte Carlo Method” adı altında yine Metropolis tarafından 1949 yılında “Journal of American Statistical Association”de yayınlanmıştır. 1970’li yıllardan itibaren bilgisayarların yaygınlaşması ile beraber Monte Carlo simülasyonunun uygulamaları kolaylaşmış ve artmıştır.⁶²⁵

Proje değerlendirmede riski dikkate alan yöntemler ile ilgili olarak çeşitli simülasyon modelleri önerilmiştir. Bunlardan en önemlilerinden birisi David Hertz tarafından önerilen simülasyon modelidir. Hertz öne sürmüş olduğu modelinde, bir yatırım projesinin değerlendirilmesinde belirtilen dokuz önemli faktörün göz önünde tutulması gerektiğini ifade etmektedir. Bu faktörler;⁶²⁶

- Piyasa analizi
 - Pazarın büyüklüğü
 - Satış fiyatı
 - Pazarın büyüme hızı
 - Pazar payı
- Yatırım tutarı analizi
 - Yatırım tutarı
 - Yatırımın hurda değeri
- Faaliyet giderleri ve sabit giderler
 - Faaliyet giderleri
 - Sabit giderler
 - Faydalı ömür

625. Kablay, M. Kelami, a.g.e., s. 52-53.

626. <http://www.hebilakan.net/simulasyon.htm>

Bu model ile ilgili olarak iki önemli noktanın belirtilmesinde fayda vardır. İlk olarak simülasyon modeli ile yatırımın ortalama verimliliği hesaplanmakla birlikte bu modelde değişiklikler yapılarak NBD, kârlılık endeksi v.s. gibi değişik yatırım kararı ölçütleri de hesaplanabilir. İkinci olarak bu modelde yer alan dokuz faktörün birbirinden bağımsız olduğu varsayımı söz konusudur. Gerçekte bu dokuz faktör birbirinden tamamıyla bağımsız değildir, aralarında değişen ölçülerde olmakla beraber bağımlılık söz konusudur. Bu karşılıklı ilişkiler, tahminlerde oldukça büyük zorluklar çıkarabilirler.⁶²⁷

Elektronik tablolar kullanılarak değerlendirme yapıldığında belirli bir noktaya kadar tahmin yapılabilir. Hassas analizler söz konusu olduğunda bile belirli bir zamanda değişkenler değiştirilerek değerlemedeki değişiklikler belirlenebilir.⁶²⁸

12.2. KATILIM FİNANSMAN ŞİRKETLERİ TARAFINDAN

KULLANILACAK İSKONTO ORANININ HESAPLANMASI

Katılım finansmanı desteği sağlanan yatırımların fiyatlandırılmasını diğer yatırım fiyatlandırmalarından ayıran en belirgin özellik, katılım finansman şirketlerinin bu tür yatırım fiyatlandırmalarında kullanacakları, ortalama olarak %30-70 arasında değişen yüksek iskonto oranlarıdır. Bu getiri oranlarının, hisse senedi getirileri ile karşılaştırıldıklarında çok yüksek oranlar olduğu görülmektedir.⁶²⁹

Katılım finansman şirketleri yüksek riskin karşılığı olarak yüksek getirinin gerektiğine inanırlar. Genelde getiri oranı firmanın içinde bulunduğu yatırım aşamasına göre seçilir. Gelişim aşamaları açısından bakıldığında bir firmanın yıllık gerekli getiri oranının genelde, çekirdek finansmanı için %80'in üzerinde, başlangıç aşama yatırımları için %50-70 arasında, ilk aşama finansmanı için %40-60 arasında, ikinci aşama finansmanı için %30-50 arasında ve köprü finansmanı için ise %20-35 arasında olduğu söylenebilir.⁶³⁰

627. <http://www.hebilakan.net/simulasyon.htm>

628. Willinge, John, a.g.e., s. 5.

629. Bhagat, Sanjai, "Why Do Venture Capitalists Use Such Discount Rates?", **University of Colorado at Boulder Press**, 2005, s. 1-6.

630. Gustafsson, Janne ve diğerleri, a.g.e., s. 11.

Eğer yatırımcılar ardışık aşamalarda finansman sağarlarsa yüksek getiri oranlarına erken aşama kısımları için başvurulmalıdır. Bu şekilde bir uygulama göz önüne alındığında finansman uygun bir maliyette elde edilebilir. Eğer tüm yatırımlar riskin ve dolayısıyla sermaye maliyetinin en yüksek olduğu çekirdek aşamasında yapılırsa kurucular daha büyük oranda hisse kaybına uğrar ve bu nedenle de finansmanın maliyeti çok yüksek olabilir.⁶³¹

Katılım finansman şirketlerinin kullanacakları iskonto oranlarını nasıl hesapladıkları anlamak amacıyla; A ve B şeklinde iki aşamaya sahip bir katılım finansmanı yatırım örneğinden hareket edilecektir. A aşamasında girişimci ve katılım finansman şirketleri bir projedeki yatırıma (Y_A) iştirak etmektedir. Yeni bir teknoloji ya da pazarlama yaklaşımına yönelik olarak hazırlanabilecek olan bu projede, girişimci ve katılım finansman şirketlerinin her ikisi de projede öz sermaye sahibi iken katılım finansman şirketi finansman desteği sağlar. Projenin bu aşamasında, projenin teknik ve ekonomik yönden uygunluğu ortaya konmaya çalışılır ve eğer uygun olduğuna karar verilirse proje sürdürülür, aksi durumda ise projeden vazgeçilir. Projenin sürdürülmesine veya sona erdirilmesine bakmaksızın bu aşamada herhangi bir nakit akışı söz konusu değildir. Projenin A aşamasındaki muhtemel başarı ihtimali P_A olarak ifade edilecektir. Buradaki başarıdan kasıt, girişimci ve katılım finansman şirketinin proje üzerindeki ikinci derece alacak haklarını başarılı bir halka arz ile bir X değeri şeklinde elde etmeleri olarak değerlendirilecektir.

Eğer A aşamasında proje uygun bulunursa, projenin devamı için B aşamasına geçilir. B aşamasında üretim ve pazarlama kararları alınır. Bu aşamada da herhangi bir nakit girişi yoktur ve projenin muhtemel başarı ihtimali P_B 'dir. Bu noktada; her bir başarılı aşamadan sonra muhtemel başarı ihtimali artacağından dolayı P_B 'nin P_A 'dan daha büyük olduğunu vurgulamak gerekmektedir. Eğer ürün pazarda kabul görürse üretim ölçeği, dağıtım ve pazarlamaya yönelik planlar uygulamaya konur. Bu genişleme için gerekli olan fon ise hisse senetlerinin halka arz edilmesi yoluyla elde edilir. Tersisi durumda eğer, ürün piyasada kabul görmezse bu durumda proje herhangi bir nakit akışı içermeksizin sona erdirilir.

631. Gustafsson, Janne ve diğerleri, a.g.e., s.11.

$$Y_A = \frac{P_A X + (1 - P_A)0}{(1 + R_A)(1 + R_F)}$$

Yukarıdaki eşitlikte, diğer endüstrilerde olduğu gibi katılım finansmanı endüstrisinde sıfır kâr koşulu elde edilir.⁶³²

Bu eşitlikte;

Y_A : A aşamasındaki yatırım

P_A : A aşamasındaki projenin başarılı olma olasılığı

X : Başarı durumunda halka arz sonucunda elde edilecek değer

R_A : A aşamasındaki sistematik risk derecesi

R_F : Risksiz iskonto oranı'dır.

A aşamasında projeye yatırılan katılım finansmanı fonundan elde edilecek getiri oranı ise şu şekilde hesaplanır.⁶³³

$$\frac{(1 + R_A)(1 + R_F)}{P_A}$$

Bu eşitliğe göre A aşamasında katılım finansman şirketleri tarafından kullanılacak iskonto oranı ise;

$$(1 + R_A^*)^2 = \frac{(1 + R_A)(1 + R_F)}{P_A}$$

şeklinde hesaplanır.⁶³⁴ Burada R_A^* , katılım finansman şirketleri tarafından kullanılacak iskonto oranını göstermektedir.

A aşamasında projenin başarılı olma olasılığına bağlı olarak katılım finansman şirketleri tarafından kullanılacak iskonto oranları R_A^* Tablo 12.6'da da görüldüğü gibi başarılı olma durumunda sistematik riske

632. Bhagat, Sanjai, a.g.e., s. 2.

633. Bhagat, Sanjai, a.g.e., s. 3.

634. Bhagat, Sanjai, a.g.e., s. 3.

bağlı proje iskonto oranından (R_A) önemli ölçüde yüksek olabilmektedir. R_A , projenin başarılı olması durumunda, projeden elde edilecek nakit akımlarının sistematik riskine bağlı iskonto oranıdır. Örneğin; projenin %55-30 arasında bir ihtimalle başarılı olacağı beklentisindeki katılım finansman şirketleri %25 oranındaki A aşamasındaki iskonto oranına (R_A) karşılık %54-109 oranları arasında bir getiri beklentisi içerisinde olacaktır. Dolayısıyla yatırımın fiyatlandırılmasında bu aralıkta bir iskonto oranı kullanılacaktır.

Tablo 12.6: A Aşamasında Kullanılacak İskonto Oranları⁶³⁵

$P_A \backslash R_A$	0,30	0,35	0,40	0,45	0,50	0,55	0,60	0,65	0,70
0,05	0,92	0,77	0,66	0,56	0,48	0,42	0,36	0,30	0,25
0,10	0,96	0,82	0,70	0,60	0,52	0,45	0,39	0,33	0,28
0,15	1,00	0,86	0,74	0,64	0,55	0,48	0,42	0,36	0,31
0,20	1,05	0,90	0,77	0,67	0,59	0,51	0,45	0,39	0,34
0,25	1,09	0,94	0,81	0,71	0,62	0,54	0,48	0,42	0,37
0,30	1,13	0,97	0,85	0,74	0,65	0,58	0,51	0,45	0,40

Tablo 12.6’da; projenin başarılı olma olasılığı P_A ve başarılı olması durumunda projenin sistematik risk derecesini ifade eden R_A ’ya bağlı olarak hesaplanan R_A^* değerleri, katılım finansman şirketleri tarafından kullanılan iskonto oranlarıdır. R_A^* ile ilgili olarak hesaplanan bu oranlar, katılım finansman şirketleri tarafından başlangıç ve ilk aşama finansmanlarında talep edilen iskonto oranları ile büyük ölçüde benzerlik göstermektedir.

Başlamasında, katılım finansman şirketleri tarafından katılım finansmanı projesine yatırılan fondan beklenen getiri oranı ise şu şekilde hesaplanır;

$$\frac{(1 + R_B)}{P_B}$$

Burada R_B , B projesinin sistematik risk düzeyini, P_B ise B projesinin başarılı olma olasılığını ifade etmektedir.

635. Hesaplamalarda, risksiz iskonto oranı (R_f) 0,05 olarak alınmıştır.

Bu eşitliğe göre, B aşamasında katılım finansman şirketleri tarafından kullanılacak iskonto oranı ise;

$$1 + R_B^* = \frac{(1 + R_B)}{P_B}$$

şeklinde hesaplanır.⁶³⁶

Yine burada da P_B 'ye bağlı olarak hesaplanan R_B^* değerleri aşağıdaki tablodan da görüleceği gibi R_B 'den önemli ölçüde yüksek çıkabilmektedir. Örneğin; R_B 'nin %25 alındığı durumda, projenin %65-90 arasında bir oranda başarılı olma olasılığına karşılık katılım finansman şirketleri %92-39 aralığında bir iskonto oranı kullanacaklardır. R_B^* ile ilgili olarak hesaplanan bu oranlar ise, katılım finansman şirketleri tarafında katılım finansmanı finansman sürecinin son aşamasında kullanılan iskonto oranları ile büyük ölçüde benzerlik göstermektedir.

Tablo 12.7'de; projenin başarılı olma olasılığı P_B ve başarılı olması durumunda projenin sistematik riskini ifade eden R_B 'ye bağlı olarak hesaplanan R_B^* değerleri, katılım finansman şirketleri tarafından kullanılan iskonto oranlarıdır.

Bu noktada, katılım finansman şirketleri tarafından kullanılan iskonto oranının temel belirleyicilerinden olan projeye ait sistematik risk ve buna bağlı olarak ortaya çıkan proje iskonto oranından söz etmek gerekmektedir. Örnekleme de bahsedildiği gibi R_A^* ve R_B^* , projenin başarılı olması durumunda elde edilecek nakit akımlarının sistematik risk derecelerine bağlı olarak ortaya çıkan projenin A ve B aşamalarındaki iskonto oranlarıdır.

636. Bhagat, Sanjai, a.g.e., s. 5.

Tablo 12.7: B Aşamasında Kullanılacak İskonto Oranları⁶³⁷

$P_B \backslash R_B$	0,60	0,65	0,70	0,75	0,80	0,85	0,90	0,95
0,05	0,75	0,62	0,50	0,40	0,31	0,24	0,17	0,11
0,10	0,83	0,69	0,57	0,47	0,38	0,29	0,22	0,16
0,15	0,92	0,77	0,64	0,53	0,44	0,35	0,28	0,21
0,20	1,00	0,85	0,71	0,60	0,50	0,41	0,33	0,26
0,25	1,08	0,92	0,79	0,67	0,56	0,47	0,39	0,32
0,30	1,17	1,00	0,86	0,73	0,63	0,53	0,44	0,37

Projenin sistematik risk derecesi, diğer projelerde olduğu gibi;

- Firmanın içinde bulunduğu endüstrinin konjonktürel yapısına ve
- Faaliyet kaldırıcına bağlıdır.

Firmanın, katılım finansmanı finansman sürecinin herhangi bir aşamasında faaliyette bulunduğu endüstride değişiklik yapması pek mümkün değildir. Faaliyet kaldırıcı, firmanın sermaye donatımı ediniminden dolayı başlangıçta artmasına rağmen üretim ve dağıtım faaliyetlerine başlanması ile birlikte sabit bir pozisyon almaktadır. Bu nedenle projenin sistematik riskinin başlangıçta bir miktar arttığını daha sonraki süreçte ise sabitlendiğini söylemek mümkündür.⁶³⁸

12.3. FİYATLANDIRMA YÖNTEMLERİNİN ELEŞTİRİSİ

Katılım finansmanı destekli girişimlerin fiyatlandırılmasında kullanılan ve yukarıda açıklanmaya çalışılan yöntemlerle ilgili olarak uygulamaya yönelik bazı avantajlardan ve dezavantajlardan söz etmek mümkündür. Daha önce de değinildiği gibi bu yöntemlerden herhangi birinin tek başına bir girişimin tam ve kesin değerini ortaya koyması beklenemez. Bu nedenle değerlemeci fiyatlandırmayı yaparken yatırımın ya da destek sağlanan firmanın yapısına en uygun fiyatlandırma yöntemini araştırmalı

637. Hesaplamalarda, risksiz iskonto oranı (R_f) 0,05 olarak alınmıştır.

638. Bhagat, Sanjai, a.g.e., s. 6.

ve bu şekilde tam ve kesin sonuca en yakın değere ulaşmaya çalışmalıdır. Bununla birlikte değerlemeci daha doğru bir sonuca ulaşmak adına açıklanan yöntemlerden bir veya birkaçını aynı anda uygulayabilir. Böyle bir uygulama hem katılım finansmanı şirketi ve hem de girişimci açısından daha güvenilir neticeler ortaya çıkarabilir.

Benzer özellikler yaklaşımının kullanıcılara sağlamış olduğu en büyük avantaj basit anlaşılır ve uygulamasının kolay olmasıdır. Yöntem halka açık bilgiler üzerine oturtulduğu için gerekli hesaplamaların yapılması kolaylaşmakta ve bu nedenle de yöntemin piyasada kullanımı yaygınlaşmaktadır. Ayrıca, iskonto edilmiş nakit akımları gibi yöntemlerin gerektirdiğinden daha az varsayım ile benzer sonuçlara ulaşılabilir.⁶³⁹

Diğer taraftan yöntemin en büyük eksikliği halka kapalı özel firmalar açısından uygulanmasındaki zorluklardır. Daha önce de değinildiği gibi özel firmalar açısından, hesaplamalarda kullanılan çarpanlar için gerekli verilerin elde edilmesi ve dolayısıyla benzer çarpanlara sahip firmaların bulunması zordur. Bu yüzden yöntem daha çok halka açık firmalar açısından uygulanabilir görünmektedir. Buna rağmen yine de halka açık bir firma ile özel bir firma karşılaştırılmak istenirse o zaman özel firmanın likidite düzeyinin de ayrıca değerlemeye katılması gerekmektedir. Bunun yanında Benninga ve Sarig (1997)⁶⁴⁰ gibi bazı araştırmacılara göre yöntemin, çarpanlara dayalı olmasından kaynaklanan basitliği aslında yöntemin bir eksikliğidir. Çünkü hiçbir değer faktörü veya belirleyicisi analiz edilmediği için benzer özellikli firmaların dikkatlice seçilmesi önemli bir konu haline gelmektedir. Gerçekten de, örneğin firmanın faaliyette bulunduğu sektördeki firma birleşme ve satın alma eylemleri gibi dış faktörlerin firmanın hisse senedi fiyatlarını etkilemesi gibi dışsal değişkenler, yöntemin uygulanması sırasında kullanılacak çarpanların seçiminde dikkate alınmamaktadır. Böyle bir eksiklik benzer özellikli firma olarak yanlış firmaların seçilmesine ve sonuçta da fiyatlandırmanın yanlış yapılmasına neden olabilmektedir.

Net Bugünkü Değer (NBD) yöntemi gibi nakit akımlarını iskonto ederek firmanın değerinin belirlenmesini gerektiren yöntemler teknik yönden güvenilir yöntemler olarak kabul edilirler. Bu tür yöntemlerle

639. Weitzel, Tim ve diğerleri, a.g.e., s. 7.

640. Benninga, Simon Z. And Sarig, Oded H., **Corporate Finance: A Valuation Approach**, McGraw- Hill Inc., New York, 1997.

ilgili birçok hesaplama ve varsayıma yer verilmesine rağmen firma değeri için tek bir noktaya varmak gerçekçi olmayacaktır. Bununla birlikte nakit akımları en iyi, orta ve en kötü durum senaryoları altında tahmin edilmelidir. Daha sonra bu nakit akımları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ve muhtemel bir değerlendirme aralığı veren nihai büyüme oranı (g) kullanılarak iskonto edilmelidir. Şayet her bir durum senaryosu için ihtimaller verilebilirse bu durumda firmanın beklenen değeri için bir ortalama ağırlık belirlenecektir.

Bütün bunlara rağmen NBD yönteminin bazı dezavantajları da söz konusudur. NBD yönteminde kullanılacak iskonto oranını hesaplamak için beta katsayısına ihtiyaç vardır. Beta katsayısı ise genelde benzer özellikli firmalara bakılarak belirlenir.⁶⁴¹ Piyasadaki benzer özellikli firmaların benzer finansal performanslara, büyüme beklentilerine ve faaliyet özelliklerine sahip olması beklenir. Oysa piyasada değerlendirilecek firma ile bu yönde benzer özelliklere sahip halka açık bir firma bulunmayabilir. Benzer şekilde hedef sermaye yapısı da yine benzer özellikler kullanılarak hesaplanır. Sermaye yapısını hesaplamak için benzer özellikli firmaların kullanılması benzer özellikli beta katsayısının belirlenmesinde söz konusu olan çoğu dezavantaja sahiptir. Ayrıca, iskonto oranını hesaplanmasında kullanılan beta katsayısının risk açısından uygun bir ölçü olup olmadığı konusunda araştırmalar yapılmaktadır. Bu konuya yönelik araştırmaların birinde Fama ve French (1992), firma büyüklüğünün ya da öz sermaye defter değeri-piyasa değeri oranlarının daha uygun bir risk ölçümü olacağını öne sürmektedirler.⁶⁴² NBD yönteminin diğer bir eksikliği ise yöntemin firma değerlemesinde değişen sermaye yapılarını veya fiili vergi oranlarını kullanmasıdır. Değişen sermaye yapıları genelde kaldıraçlı satın almalar gibi borç kullanarak yapılan işlemlerle ilgilidir. Fiili vergi oranlarındaki değişimler, net faaliyet zararları veya tecrübesiz firmalara sağlanan vergi sübvansiyonları gibi vergi kredilerinden kaynaklanır.⁶⁴³ NBD yönteminde sermaye yapısı ve fiili vergi oranı iskonto oranında birleştirilmiştir ve sabit olarak kabul edilir. Bu nedenden dolayı böyle bir durumda Düzeltilmiş Bugünkü Değer (DBD) yöntemi tavsiye edilir. DBD yöntemi de diğer iskonto edilmiş nakit akımı yöntemleri gibi teorik olarak

641. Weitzel, Tim ve diğerleri, a.g.e., s. 6.

642. Fama, Eugene and F.French, Kenneth R., "The-Cross Section of Expected Stock Returns", **Journal of Finance**, Vol.47, 1992, pp.427-465.

643. Willinge, John, a.g.e., s. 5.

sağlam ve güvenilirdir. NBD yönteminin değişen sermaye yapısı ve fiili vergi oranlarının olduğu durumlardaki yetersizliği karşısında kullanımı daha uygun bir yöntemdir. Çünkü bu yöntemde değerlemede etkili olabilecek tüm finansal yan etkiler hesaba katılır.⁶⁴⁴

Katılım finansmanı destekli yatırımların fiyatlandırılmasında en yaygın olarak kullanılacak yöntemlerden bir de risk sermayesi fiyatlandırma yöntemidir. Bu yöntem üzerinde yapılan tartışmaların hemen hemen tamamı, katılım finansmanı şirketlerinin hesaplamalarda kullanacakları %70'lere varan yüksek düzeyde iskonto oranları üzerine odaklanmıştır. Yöntemde kullanılan iskonto oranının nasıl hesaplandığı daha önce açıklanmıştı. Katılım finansmanı şirketlerinin neden bu denli yüksek miktarlarda iskonto oranları kullandıkları ise konunun önemi açısından ayrı bir kısım olarak aşağıda incelenecektir.

Yapılan bu genel değerlendirmeler ışığında, katılım finansmanı destekli girişimlerde yaygın olarak kullanılan fiyatlandırma yöntemlerinin güçlü ve zayıf yönlerini Tablo 12.8'deki şekliyle özetlemek mümkündür.

644. Keuleneer, Luc and Verhoog., s. 21

Tablo 12.8: Özel Sermaye Fonu Destekli Girişimlerin Fiyatlandırılmasında Yaygın Olarak Kullanılan Yöntemlerin Güçlü ve Zayıf Yönleri

Yöntem	Güçlü Yönleri	Zayıf Yönleri
Benzer Özellikler	<ul style="list-style-type: none"> Kullanımı kolaydır. Anlaşılması basittir. Piyasada yaygın olarak kullanılır. Piyasa temelli bir yaklaşımdır. 	<ul style="list-style-type: none"> Benzer özellikli özel ya da halka açılmamış bir firmanın bulunması ve değerlendirilmesi zordur. Halka açılmamış bir firma ile halka açık bir firma karşılaştırıldığında ise halka açılmamış firmanın likitsizliğinin de hesaba katılması gerekmektedir.
Net Bugünkü Değer (NBD)	<ul style="list-style-type: none"> Teorik olarak güvenilirirdir. 	<ul style="list-style-type: none"> Nakit akımlarının hesaplanması zor olabilir. Benzer özellikli özel ya da halka açılmamış bir firmanın bulunması ve değerlendirilmesi zordur (Özellikle beta katsayısı ve sermaye yapısı açısından). Yöntemde kullanılan AOSM sabit bir sermaye yapısı öngörür. Yöntemde kullanılan AOSM sabit bir fiili vergi oranı öngörür. Dışarıya karşı nakit akışları uzaktan ilgisizce takip edilir, buna karşın firmaya gelen nakit akımları ise iskonto ve nihai büyüme oranlarına karşı çok hassastır.
Düzeltilmiş Bugünkü Değer (DBD)	<ul style="list-style-type: none"> Teorik olarak güvenilirirdir. Sermaye yapısının değişiklik gösterdiği durumlar için uygun bir yöntemdir. Fiili vergi oranının değişiklik gösterdiği durumlar için uygun bir yöntemdir. 	<ul style="list-style-type: none"> Hesaplanması NBD yöntemine göre daha karmaşıktır. AOSM yaklaşımının eksikliklerini gidermesi hariç olmak üzere NBD yöntemi ile aynı zayıf yönleri sahiptir.
Risk Sermayesi	<ul style="list-style-type: none"> Anlaşılması basittir. Kullanımı kolaydır. Piyasada yaygın olarak kullanılır. 	<ul style="list-style-type: none"> Diğer yöntemlerden elde edilen nihai değerler üzerinden şekillenir. Çok yüksek miktarlarda iskonto oranı kullanılır.

Kaynak: Willinge, 1998; Bapat, 2004

12.4. Risk SERMAYESİ FİYATLANDIRMA YÖNTEMİNİN ELEŞTİRİSİ

Daha önce de değinildiği gibi risk sermayesi fiyatlandırma yöntemi, katılım finansmanı destekli girişimlerin fiyatlandırılmasında kullanılacak olan en yaygın yöntemlerden biridir. Yöntemin kolay, anlaşılır ve hızlı olması gibi çeşitli avantajları yanında, yüksek iskonto oranları öngörmesi gibi çokça tartışılan bir dezavantajı söz konusudur.

Firmanın değerinin belirlenmesi, yatırımcı ve girişimci arasındaki görüşmelerde en çok tartışılan konudur. Ancak değer belirlenmesi konusunda rehberlik edecek araştırmalar yetersiz durumdadır. Bununla birlikte yapılan sınırlı çalışmalardan hareketle ekonomik değerin belirlenmesi konusunda yapılan bazı sistemli çalışmalara da rastlamak mümkündür. Örneğin Ge ve diğerleri (2005) yapmış oldukları çalışmada, firma performansı konusunda önem arz eden ve çeşitli literatür araştırmalarında ortaya konan faktörlerin, girişimcilerin risk sermayedarlarından öz sermaye finansmanı arayışı içerisinde oldukları durumlarda, yeni girişimin ekonomik değerini nasıl etkileyebileceği konusunda bir araştırma yapmışlardır. Söz konusu araştırmanın sonuçlarına göre; risk sermayedarları şu dört durumda yeni girişimin değerini yüksek belirlerler.⁶⁴⁵

- Eğer yeni girişim, daha yüksek ürün farklılaştırma ve daha hızlı büyüme oranına sahip bir endüstride bulunuyorsa,
- Kurucular, yeni girişimi kurmadan önce yönetim ve kuruluş aşaması konusunda deneyime sahip iseler,
- Yeni girişim, tek bir kurucudan ziyade bir kurucu takımı tarafından kuruluyorsa ve temel yönetim fonksiyonları bütün bir yönetim takımı tarafından yerine getiriliyorsa,
- Yeni girişim dışarıdan ortak edinerek kurulmuşsa.

Buna bağlı olarak katılım finansmanı şirketleri finansman sağladıkları yatırımları fiyatlandırırken oldukça yüksek oranlarda iskonto oranları kullanırlar.

⁶⁴⁵. Ge, Dingkun ve diğerleri, a.g.e.

Katılım finansmanı şirketleri tarafından, beklenen gelecek nakit akımlarının yatırımın yapıldığı zamana indirgenmesi amacıyla kullanılacak olan iskonto oranı, yatırımın fiyatlandırılmasında ve böylece de katılım finansmanı şirketlerinin beklenen sahiplik oranı ile hisse fiyatı üzerinde önemli bir etkiye sahiptir.⁶⁴⁶

Katılım finansmanı şirketleri tarafından kullanılacak iskonto oranları yatırımın yapıldığı aşamaya göre de farklılık göstermektedir. Daha olgun firmaların başarılı bir yatırımdan çıkış ihtimalleri daha fazla olacağından ve dolayısıyla katılım finansmanı şirketlerinin kârlarını realize etme ihtimalleri daha yüksek olacağından bu tür girişimlere yapılan yatırımların fiyatlandırılmasında daha düşük iskonto oranları kullanacaklardır. Buna göre, katılım finansmanı şirketlerinin yatırımın aşamasına göre talep ettikleri getiri oranları ve buna bağlı olarak da kullandıkları iskonto oranları genelde şu şekilde olacaktır.

İskonto oranı, temel (risksiz) getiri oranı ve sistematik risk primi olmak üzere iki kısımdan oluşmaktadır. Risksiz getiri oranı, hükümetlerce ihraç edilen hazine bonoları gibi geri ödememe riski bulunmayan finansal enstrümanlardan elde edilen getiri oranıdır. Katılım finansmanı yatırımları bu tür finansal enstrümanlara göre çok daha fazla riskli yatırımlardır. Burada önemli olan yatırımın ne oranda daha riskli olduğu ve yüklenilen bu fazladan risk karşısında ne kadar getiri talebinde bulunulacağıdır. İlave olarak yüklenilen bu risk miktarı ise sistematik risk primi olarak tanımlanır.

Katılım finansman şirketleri tarafından kullanılacak iskonto oranı ise sistematik ve sistematik olmayan risk şeklinde iki kısımdan oluşur. Sistematik risk piyasa ile ilgili olan riski, sistematik olmayan risk ise piyasa ile ilgili olmayan, firmalardan kaynaklanan riski ifade etmektedir. Katılım finansmanı yatırımları yüksek oranda sistematik olmayan risk içerir. Yapılan katılım finansmanı yatırımının başarıya ulaşp ulaşmayacağı şeklindeki belirsizlik büyük ölçüde piyasadan bağımsızdır. Bununla birlikte sistematik olmayan risk çeşitlendirmeyeyle azaltılabileceğinden dolayı yatırımcılar ilave olarak sistematik olmayan riske maruz kaldıklarından dolayı ek getiri talebinde bulunamayabilirler. Özellikle gelişmiş piyasalardaki risk sermayesi şirketlerinin portföylerinde farklı birçok menkul kıymet tutmaları, çeşitlendirmenin gerekliliğinin bir

646. Scherlis, Daniel and R. Shalman, William A., a.g.e., s. 7.

göstergesi şeklinde değerlendirilebilir. Dahası büyük kurumsal yatırımcılar gibi katılım finansmanı fonlarının dolaylı sahipleri, çeşitlendirmenin riski azaltıcı yönündeki etkisini fazlasıyla hissederler.

Sistematiik olmayan risk ilave bir getiri oranı gerektirmeyecek şekilde çeşitlendirildiği için katılım finansmanı yatırımlarında temel risk olarak geriye sistematiik risk düzeyi kalmaktadır.⁶⁴⁷

Elbette ki, katılım finansman şirketleri tarafından kullanılacak yüksek iskonto oranlarını sadece sistematiik risk düzeyinin yüksek olmasının bir gereği olarak düşünmek yanlış olacaktır.⁶⁴⁸ Sistematiik risk düzeyi dışında diğeri bazı etkenler de iskonto oranını artırıcı yönde faktörler olarak ortaya çıkmaktadır. Söz konusu faktörleri şu şekilde sıralamak mümkündür;

- Yatırımların düşük likidite düzeyine sahip olması,
- Katılım Finansmanının katma değeri oluşturmaması,
- Katılım finansman şirketlerinin iyimser tahminlerde bulunmaları,
- Katılım finansman şirketinin belirli bir piyasa gücüne sahip olması.

Tablo 12.9: Yatırım Aşamalarına Göre Risk Sermayesi Şirketleri Tarafından Talep Edilen Getiri Oranları

Aşama	Yıllık getiri oranı (%)	Yatırımda kalma süresi
Çekirdek ve Başlangıç	50-100	10 yıl +
İlk aşama	40-60	5-10 yıl
İkinci aşama	30-40	4-7 yıl
Genişleme	20-30	3-5 yıl
Köprü ve Ara finansman	20-30	1-3 yıl
Kaldıraçlı satın alma	30-50	3-5 yıl
Kurtarma	50 +	3-5 yıl

Kaynak: Timmons, 2004

647. Scherlis, Daniel and R. Shalman, William A., a.g.e., s. 7.

648. http://ocw.mit.edu/NR/rdonlyres/Sloan-School-of-Management/15_431Entrepreneurial-FinanceSpring2002/C1500D4D-AA61-4558-9506_0299E11FA4A7/0/lec3_newventure.pdf

Burada, yüksek iskonto oranlarını sistematik riski telafi etmeye yönelik bir ödül gibi değerlendirmek yanlış olacaktır.⁶⁴⁹ Çoğu uygulamalarda, sermaye varlıkları fiyatlandırma modelinin %25'in altında bir iskonto oranını kullandığı görülmektedir. Katılım finansman şirketleri neden yüksek iskonto oranları kullanacaklarını ortaya koyan dört ayrı mantıksal açıklamadan söz edilebilir.⁶⁵⁰

12.4.1. YATIRIMLARIN DÜŞÜK LİKİT DÜZEYİNE SAHİP OLMASI

Genel olarak katılım finansmanı destekli yatırımlar düşük likidite özelliğine sahiptirler. Buna bağlı olarak katılım finansman şirketleri özel bir firmadaki yatırımını halka açık bir firmanın hisse senedini satabileceği kadar kolay satamaz. Diğer tüm şartların eşit olduğu durumda likidite düzeyinin düşüklüğüne bağlı olarak ortaya çıkan pazarlanabilme eksikliği katılım finansmanı yatırımlarını kolayca alınıp satılabilen halka açık yatırımlardan daha az değerli olmasına neden olacaktır. Buradaki temel sorun söz konusu bu düşük değerliliğin ne kadar olduğudur. Risk sermayesi yatırımlarındaki uygulamacılar genelde %20-30 civarında bir likidite iskontosu kullanırlar. Bu yatırımcılar yatırımın değerini, halka açık bir firmadaki denk bir pozisyonun değerinden %20-30 daha az olarak hesaplarlar.

Likidite düzeyinin düşük olması, katılım finansman şirketleri tarafından kullanılan iskonto oranı yanında sermaye maliyetini de üç sebepten dolayı etkileyebilir. İlk olarak, geniş ölçüde likit olmayan bir yatırım etkin olmayan bir çeşitlendirme ile sonuçlanabilir. İkinci olarak, likit olmayan bir varlığa yatırım yaparak bir yatırımcı ticari bilgi açısından getiri elde edebilir. Üçüncü olarak ise, likit olmayan yatırım portföyün önemsiz bir kısmını temsil etse de, diğer likit olmayan varlıklarla birlikte yatırımcı açısından maliyetli olabilecek şekilde toplam portföyün likitsiz bir hale gelmesine neden olabilir.⁶⁵¹

649. http://ocw.mit.edu/NR/rdonlyres/Sloan-School-of-Management/15_431Entrepreneurial-FinanceSpring2002/C1500D4D-AA61-4558-9506_0299E11FA4A7/0/lec3_newventure.pdf

650. http://ocw.mit.edu/NR/rdonlyres/Sloan-School-of-Management/15_431Entrepreneurial-FinanceSpring2002/C1500D4D-AA61-4558-9506_0299E11FA4A7/0/lec3_newventure.pdf

651. Kerins, Frank ve diğerleri, a.g.e., s. 9.

12.4.2. KATILIM FİNANSMANININ KATMA DEĞER OLUŞTURMASI

Katılım finansman şirketleri finansman sağladıkları yatırımlara aktif birer yönetici olarak katılacaklarından dolayı sadece parasal değil uzmanlık gerektiren inceleme, gözlem ve denetim gibi diğer bazı konularda da destek sağlarlar. Bu da destek sağlanan firma ya da yatırıma ilave bir katma değer sağlamaktadır. Katılım finansmanı söz konusu katma değeri;

- Risksiz yatırımlara harcanandan çok daha fazla zaman harcayarak,
- Sahip olduğu itibar sermayesi (reputation capital)'ni kullanarak,
- Başarılı yöneticileri istihdam edip onlarla çalışarak,
- Endüstri ile ilgili güçlü ilişkiler kurarak

gerçekleştireceklerdir.⁶⁵²

Katılım finansman şirketlerinin, destek sağlayacakları yatırımlar için harcayacakları fazla zaman ve diğer bazı kaynakları karşılamak üzere yüksek iskonto oranları kullanmaları, katma değerın katılım finansman şirketlerine getiri olarak döndürölmesi açısından kolay bir yöntemdir. Bunun dışında örneğin fiyatlandırmada sermaye maliyetinin iskonto oranı olarak kullanılması ve sağlanan katma değerin karşılanması amacıyla fiyatlandırma dışında ilave bir getiri oranının talep edilmesi uygulamada çeşitli sıkıntılara neden olabilir.

12.4.3. KATILIM FİNANSMAN ŞİRKETLERİNİN İYİMSER TAHMİNLERDE BULUNMALARI

Katılım finansman şirketleri, finansman desteği sağlanan yatırımların ya da firmaların hedeflerine ulaşacaklarını varsayar. Buna bağılı olarak ise yapılan nakit akım tahminlerinin tam olarak gerçekleşmesi beklenir. Bu iyimser varsayım altında katılım finansman şirketleri daha yüksek iskonto oranı kullanarak başarının karşılığını almak isterler. Daha yüksek bir iskonto oranının kullanılması katılım finansman şirketlerinin iyimser yargılarını doğrulamak adına kolay bir yöntemdir. Bu noktada belirsizlik durumunun da nakit akım tahminlerinde dikkate alınması gerekmektedir.⁶⁵³

652. http://ocw.mit.edu/NR/rdonlyres/Sloan-School-of-Management/15431Entrepreneurial-FinanceSpring2002/C1500D4D-AA61-4558-9506_0299E11FA4A7_0/lec3_newventure.pdf

653. http://ocw.mit.edu/NR/rdonlyres/Sloan-School-of-Management/15431Entrepreneurial-FinanceSpring2002/C1500D4D-AA61-4558-9506_0299E11FA4A7_0/lec3_newventure.pdf

12.4.4. KATILIM FİNANSMAN ŞİRKETLERİNİN BELİRLİ BİR PİYASA GÜCÜNE SAHİP OLMASI

Değerleme, katılım finansman şirketi ile girişimci arasındaki pazarlık gücünden etkilenecektir. Pazarlık gücü ise şu faktörlerden etkilenir;

- Sermaye talebi ve arzı: Katılım finansmanı sektörüne ne kadar çok sermaye akımı olursa değerlemeler o kadar yüksek olur.
- Piyasadaki aktif katılım finansman şirketi arttıkça değerlemeler de artar.

Açıklanan tüm bu nedenlere bağlı olarak katılım finansman şirketleri, sermaye maliyetinin oldukça üzerinde bir iskonto oranı belirleyerek finansman desteği sağladıkları girişimleri fiyatlandıracaklardır. Böylece üstlendikleri yüksek riskin karşılığını almaya çalışacaklardır.

ONÜÇÜNCÜ BÖLÜM
KATILIM FİNANSMAN PİYASASINDA RİSK YÖNETİMİ

13. KATILIM FİNANSMAN PİYASASINDA RİSK YÖNETİMİ

13.1. PİYASASININ RİSK ÖZELLİKLERİ

Risk, yatırımların gelecekteki getirileri ile ilgili belirsizliktir. Bu anlamda, belirsizlik arttıkça risk artacak, belirsizlik azaldıkça risk azalacaktır. Katılım finansman piyasası, konvansiyonel finansman piyasaları ile karşılaştırıldığında, çok daha fazla risklidir. Katılım finansman piyasasının riskini artıran faktörleri dört grupta toplamak mümkündür.⁶⁵⁴

- Girişim işletmesinin yeni oluşuyla ilgili riskler
- Girişim işletmesinin küçük oluşuyla ilgili riskler
- Katılım finansmanı yatırımları için likidite yetersizliği
- Katılım finansmanı piyasasında olası aracı yetersizliği

13.1.1. GİRİŞİMİN YENİ OLUŞU

Örgüt teorisyenleri, yeni bir örgütün başarısız olma ihtimalinin yüksek olduğuna inanırlar.⁶⁵⁵ Kurulu organizasyonlarla karşılaştırıldığında, yeni organizasyonların daha fazla başarısız olmaları normal karşılanabilir. Organizasyon teorisyenleri bu durumu “yeni oluşun hassasiyeti” olarak tanımlamaktadır.⁶⁵⁶ Yapılan araştırmalar organizasyonel başarısızlık riskinin organizasyon yaşına ters orantılı olarak azaldığını göstermiştir.⁶⁵⁷ Josef Brüder (1995) araştırmasında “yeni oluşun hassasiyeti” hipotezini sınamıştır. Bu hipoteze göre, organizasyon yaşam eğrisinin erken aşaması iki farklı bölümde incelenebilir: Erken aşamalar ve geç aşamalar.

Erken aşamalarda başarısızlık oranları düşüktür. Çünkü, karar vericiler organizasyon performansını henüz izlemekte ve başarı/başarısızlık konularında kesin yargıya sahip değildir.⁶⁵⁸

654. Poindexter, John B., **The Efficiency of Financial Markets: The Venture Capital Case.** Yayınlanmamış Doktora Tezi, New York University, 1976, New York, NY. USA.

655. Brüderl, Josef and Schüssler, Rudolf, a.g.e., s. 531.

656. Brüderl, Josef and Schüssler, Rudolf, a.g.e., s. 531.

657. Brüderl, Josef and Schüssler, Rudolf, a.g.e., s. 531.

658. Brüderl, Josef and Schüssler, Rudolf, a.g.e., s. 531.

Geç aşamanın başlangıcında girişimin riski yükselir. Geç aşamanın ilerilerine doğru risk gittikçe azalır. Geç aşamanın ileri aşamalarında büyümeye kaynak aktarılması, finansman ihtiyacını artırır. Bu durum, riski artırır. Büyüme belli bir aşamaya ulaştığında risk gittikçe azalır. Yani iş bağlantıları, teknik ve yönetsel süreçlerin daha iyi işlemesi ve girişim performansının istikrara kavuşması riski azaltan faktörlerdir. Bir organizasyonun ilk yaşam devresinin ilk döneminde düşük risk taşımasının iki nedeni vardır.⁶⁵⁹

- Organizasyonun belli bir süre yaşamasını sağlayacak kaynakları mevcuttur.
- Organizasyonu idare eden girişimciler başarısızlık konusunda kesin göstergeler olmadıkça, organizasyonu terk etmeyecektir.

Yeni organizasyonların yüksek risk taşımasının 4 nedeni vardır:⁶⁶⁰

- Yeni organizasyonlardaki görevler, belirli bir mahiyette yeni öğrenilmiştir (tecrübe eksikliği).
- Yeni bir organizasyonda, bazen yeni yöntem ve teknikler geliştirmek gerekir. Bu ise, yaratıcılık ve sermaye gerektiren bir eylemdir.
- Yeni bir organizasyonda, yeni kişilerle çalışılacağından personel arasında uyumsuzluk olabilir. Bu da girişime yansiyabilir.
- Yeni bir organizasyon, pazarda tutunamadığı (devamlı bir müşteri kitlesine sahip olmadığı) sürece riski yüksek olacaktır.

Yeni bir ürün/hizmet'e dayanan yeni bir girişim, katılım finansmanı temin etmede ve dolayısı ile yaşamını sürdürmede çok ciddi problemlerle karşılaşabilir.⁶⁶¹ Araştırma-geliştirme süreci çok maliyetli olabilir. Pazarlanabilir bir girişim oluşturan kadar yatırımcılar girişime yatırım yapmaktan çekinebilir. Pazarlama faaliyetleri öncesinde, ürün geliştirmek için finansmana ihtiyaç duyan girişimcinin teminat olarak ya az bir şeyi vardır ya da hiç yoktur. Bu sebeple, bankacılık hizmetlerinden

659. Brüderl, Josef and Schüssler, Rudolf, a.g.e., s. 532.

660. Brüderl, Josef and Schüssler, Rudolf, a.g.e., s. 530.

661. Poindexter, John B., a.g.e., s. 102.

yararlanmak, hemen hemen imkansızdır. Böyle bir durumda, katılım finansmanı tek alternatif olacaktır.⁶⁶² Bazı yollarla finansman sağlansa ve pazarlama faaliyetlerine başlansa dahi, yönetim kontrolünün eksikliği yüksek maliyetlere sebep olabilir. Diğer taraftan, ürün çok hızlı teknolojik değişimin yaşandığı bir sektörde ise, girişim rekabette geri kalabilir. Yavaş değişen bir teknolojiye üretilen ürünler başarılı olduklarında, başka girişimciler tarafından taklit edilip, daha iyi bir pazarlama programıyla rekabette öne geçebilir.

Yeni bir girişimin varolma problemi tamamen yetersiz sermayeden kaynaklanmıyorsa da, kısmen ilgilidir. Yeni girişimin ürün maliyetlerine ilaveten, ar-ge, pazarlama harcamaları ve diğer örgütsel harcamaları, firmanın mali kaynakları tarafından karşılanmayabilir. Bu durumda, bir başarısızlık ortaya çıkmış olacaktır.

Yeni girişimin riskli oluşu kredi imkanlarına da yansımaktadır. Girişim finansmanı konusuna ilişkin literatür gözden geçirildiğinde bir girişimin yaşı ile kredi riski arasında ters yönlü güçlü bir ilişki olduğu görülmektedir.⁶⁶³

Yeni olma ve riskli olma arasındaki ilişkiye ait veriler gerek küçük işletmeler, gerekse girişim finansman literatüründe mevcuttur. Küçük girişimler ve risk sermayesi ile ilgili en kapsamlı çalışma olan ABD Merkez Bankası yayını “Küçük İşletme Finansmanı” nda bu konuda kanıtlar vardır. Bu çalışma risk sermayesi piyasasında, risk sermayesi yatırımlarının riskinin subjektif değerlendirilmesi, risk sermayesi yatırımlarının uzun dönemli getiri oranları ve risk sermayesi piyasasının kurumsal durumu gibi konulara ışık tutulmaktadır. Bu çalışmada ayrıca, işletmenin yaşı ile başarısızlık oranları (risk) ciddi şekilde ters orantılı bir ilişki olduğu belirtilmektedir.⁶⁶⁴

13.1.2. GİRİŞİMİN KÜÇÜK OLUŞU

Girişim işletmesinin yeni oluşu, diğer risk faktörü olan girişimin küçüklüğü ile çok ilgilidir. İşletmenin yeni oluşu genellikle küçük olmayı da gerekli kılar. Ancak, küçük bir girişim olmak her zaman yeni olmayı gerektirmeyebilir. Küçük ve eski bir girişim için eskilik sıfatından dolayı az

662. Poindexter, John B., a.g.e., s. 102.

663. Poindexter, John B., a.g.e., s. 104.

664. Poindexter, John B., a.g.e., s. 105.

riskli demek mümkün müdür. Girişimin büyüklüğüne bağlı risk özelliğini inceledikten sonra, bu soruya cevap vermek mümkün olur.

Büyük kurumsal işletmeler ticari yenilikleri geliştirmek veya uygulamakta isteksiz ya da başarısız olabilirler.⁶⁶⁵ Büyük işletmelerin bu konuda bıraktığı boşluk girişimci tarafından doldurulduğunda ihtiyaç duyacağı finansmanın karşılanması gerekir.

II. Dünya Savaşı sonrası dönem, küçük girişimciler için fırsatları önemli derecede artırmıştır. Yeni hammaddelerin, yeni üretim süreçlerinin, yeni pazarlama tekniklerinin ve yeni sektörlerin ortaya çıkışı küçük işletmelerin büyüme oranını keskin bir şekilde artırmıştır.⁶⁶⁶

Bir küçük işletmede girişimci veya yönetici üretim, pazarlama, finans, halkla ilişkiler v.b. fonksiyonları ya tek başına ya da 1-2 kişiyle yerine getirir. Ticari bankaların kredi kayıpları ve küçük işletmelerin kapanmalarına ilişkin kayıtlar, küçük işletmelerin büyük işletmelere nispetle daha fazla finansman sıkıntısı çektiklerini ortaya koymaktadır.⁶⁶⁷ Bu da küçük girişimlerin büyük girişimlere göre yönetim teknikleri, pazarlama imkanları v.b konularda değil, özellikle finansman konusunda çok fazla sıkıntı çektiklerini göstermektedir.

Küçük ve büyük işletmelerin finansal oranlarına dayanarak yapılan çalışmalarda, büyük işletmelerin finansal oranları (cari oran, özvarlık/borç oranı v.b.) daha tatmin edici çıkmaktadır.⁶⁶⁸ Ayrıca ekonomik konjonktüre bağlı olarak büyük işletmelerin küçük işletmelerden daha dayanıklı olduğu ortaya çıkmıştır.

Tüm bu sonuçlar, küçük girişimin büyük girişime nispetle daha riskli olduğunu ortaya koymaktadır.

13.1.3. LİKİDİTE NOKSANLIĞI

Katılım finansman şirketlerinin yatırım yapacakları girişim işletmelerinin menkul kıymetlerini satıp yatırımı likit hale getirmedeki olası başarısızlık likidite noksanlığını ortaya çıkaracaktır. Likidite noksanlığı, girişim işletmesinin yaşı ve büyüklüğü faktörlerinin aksine, tek bir girişim

665. Poindexter, John B., a.g.e., s. 108.

666. Poindexter, John B., a.g.e., s. 109.

667. Poindexter, John B., a.g.e., s. 110.

668. Poindexter, John B., a.g.e., s. 111.

için değil, katılım finansman sektöründe menkul değer ihraç eden tüm işletmelere ilişkin bir sorundur.⁶⁶⁹

Katılım finansmanı girişimi piyasaya çıkmadan önce yatırım kararları uzun bir dönemi kapsayacak şekilde verilecektir. Katılım finansman şirketi yatırım yaparken sadece girişimin yaşı ve büyüklüğü ile ilgili değil, gelecek yıllardaki ekonominin genel durumu, hisse senedi piyasasının durumu, yeni senetler için ihraç potansiyeli ve diğer makroekonomik faktörlerle ilgili projeksiyon yapacaklardır.⁶⁷⁰ Katılım finansmanı yatırımcısı, finanse ettiği girişimin hisselerine sahip olmasına rağmen en az iki yıl, bu hisseleri piyasada satamaz. Katılım finansman şirketinin borsada hisselerini satmasını kısıtlayacak ikinci unsur, hisse ihracı imkanlarının kısıtlı olmasıdır.⁶⁷¹ Hisse senedi piyasası iyi imkanlar sunsa dahi, yeni hisse senedi sunma imkanları cazip olmayabilir. Bu durumda, katılım finansman şirketi kendisini sıkıntılı hissedebilir.

Girişimin küçük olması da katılım finansman yatırımcısı açısından likidite problemi doğuracaktır. Küçük bir girişimde, katılım finansman şirketi genellikle hisselerin çoğunluğuna sahip olacaktır. Bu sonucun pratikteki anlamı, katılım finansman şirketinin hisselerin ilk defa borsaya kote ettirme hakkından yoksun olmasıdır. Bu durum “boil-out” olarak adlandırılır. Katılım finansman şirketi, belli bir süre sonra satış imkanı bulsa dahi, piyasadaki talebin yetersiz olması nedeniyle, senetlerin önemli bir bölümünü satamayabilecektir.

Özetlemek gerekirse, katılım finansman piyasasındaki yatırımcı, yatırım kararını verirken şuna dikkat etmelidir. Yatırımın getirisi uzun dönemde sağlanabilir ve muhtemelen de böyle olacaktır. Bu tür yatırımlar kısa vadede likit değildir.

Katılım finansmanı piyasasının riskli oluşu ve geri dönüşlerin uzun dönemlere yayılması, katılım finansman şirketlerinin sermaye ve portföy yapısının bu tür problemlere dayanacak şekilde olmasını gerekli kılar.

ABD’de 1970’li yıllarda hisse senetleri için mali piyasaların depresyon yaşamasına bağlı olarak, yeni hisse senedi ihracı konusunda risk sermayesi şirketlerinin elleri kolları bağlanmıştır. Bu durum aşağıdaki

669. Poindexter, John B., a.g.e., s. 113.

670. Poindexter, John B., a.g.e., s. 116.

671. Poindexter, John B., a.g.e., s. 115.

sonuçları doğurmuştur:⁶⁷²

- Risk sermayesi şirketlerinin çoğu, risk sermayesi sektöründeki yatırımların en risklisi ve en uzun dönemli getiriye sahip başlangıç aşaması girişimlerine ilgi göstermemeye başlamıştır.
- Risk sermayesi şirketleri devam etmekte olan yatırımlarını daha güvenli kılmak için ilave finansman desteği sunmuşlardır.
- Risk sermayesi şirketleri, bankalar gibi girişimi desteklerken güven unsurunu (yani, daha az riskli) ön plana almışlardır. Bunun için, gücü nispeten daha yüksek, kendini ispatlamış girişimleri desteklemişlerdir.
- Risk sermayesi şirketleri, yatırımın riskini azaltmak için yatırım yaptıkları girişimle büyük sanayi şirketleri arasında girişim ortaklığı kurmuştur. Bu ortaklıklardan elde edilen getiri riski az olmasına karşın nispeten daha düşüktü.
- Risk sermayesi piyasasındaki yatırımların likidasyonu azalınca, risk sermayesi şirketlerinin, daha az sayıda destek vermesi sebebiyle, girişimlere akan fonlarda bir yavaşlama olmuştur.

Bu deneysel sonuçlardan da, risk sermayesini de içeren katılım finansman piyasasında likidite noksanlığının önemli bir faktör olduğu görülmektedir. Bu piyasada likidite noksanlığı, diğer konvansiyonel piyasalardaki riskten daha yüksek bir risk doğurur.

13.1.4. KATILIM FİNANSMAN PİYASASINDA OLASI ARACI YETERSİZLİĞİ

ABD’de organize olmuş hisse senedi piyasaları ile karşılaştırıldığında, risk sermayesi piyasasında aracılık hizmetleri oldukça yetersizdir. Herhangi bir piyasada, bir aracı kurumun varlığını sürdürebilmesi için faaliyet harcamalarını düzenli karşılayacak yeterli bir gelire sahip olmayı gerekli kılar. Yeni girişim işletmelerine yönelik, katılım finansman şirketlerinin isteklerinde bir sapma olması, katılım finansman piyasası

672. Poindexter, John B., a.g.e., s. 118.

aracıların uzun dönemde varolabilme güçlerini zayıflatacaktır.⁶⁷³ Katılım finansman piyasasında aracılardan nispeten eksik (az sayıda) olması ise, bilgi akışını azaltarak girişimlerin riskinin artmasına sebep olacaktır.

Konvansiyonel hisse senedi piyasalarında, yatırım faaliyetleri ile ilgili önemli boyutta bilgi ortaya çıkmaktadır. Aracıların yetersiz kalması, tüm yatırımcılara sürekli bilgi sağlanmasına ilişkin bu ortamı zedeleyecektir.

Katılım finansman piyasasında bilgi temelli iki ana sorunla karşı karşıya kalınabilir. Birincisi, katılım finansman piyasasının işlemsel verimliliğine ilişkindir. İkincisi ise, katılım finansman şirketlerinin faaliyet harcama oranlarına ilişkindir. Bu iki sorunda da, ana sebep aynıdır: Bilgi eksikliği. Girişim finansman piyasalarındaki olası bilgi eksikliği, işlemsel verimliliği zedeleyebilir ve bu durumda da katılım finansman şirketlerinin faaliyet maliyetleri artabilir.

Gerek katılım finansman piyasasına ilişkin bilgi eksikliğinin giderilmesi için, gerekse işlemsel verimsizliğe bağlı olarak, belirsizliği azaltmak amacıyla daha fazla harcama yapılması, yatırımın geri dönüşüne direk bir etkide bulunacaktır.⁶⁷⁴

Katılım finansman piyasasında işlemsel verimliliği hesaplamak için, hem hisse senedi piyasasının hem de katılım finansman piyasasının işlemsel maliyetlerini hesaplamak ve karşılaştırmak gerekir.⁶⁷⁵ İşlemsel olarak verimli bir sermaye piyasasında aracılık hizmetleri, bu piyasanın bütün alt bölümlerinde benzer maliyetlere sahip olacaktır. Bu nedenle, katılım finansman piyasasını konvansiyonel hisse senedi piyasası ile kıyaslamak mantıklı kabul edilebilir.⁶⁷⁶

13.2. KATILIM FİNANSMAN PİYASASINDA RİSKTEN KORUNMA STRATEJİLERİ

Katılım finansman yatırımının belirsizliği ve risklerinin tam olarak ölçülememesi özellikleri vardır. Katılım finansman yatırımcıları bu riskleri tanımlamak ve sınırlı kılmak, yatırım yaptıkları girişimlerin getiri/risk

673. Poindexter, John B., a.g.e., s. 121.

674. Poindexter, John B., a.g.e., s. 124.

675. Poindexter, John B., a.g.e., s. 127.

676. Poindexter, John B., a.g.e., s. 130.

oranını iyileştirmek için bir takım stratejiler kullanabilirler.⁶⁷⁷ Katılım finansman şirketlerinin finansman yapısı ve yatırım stratejisi, risk yönetimi ve risk kontrolünde bazı araçlar sunar.⁶⁷⁸

13.2.1. YATIRIMLARDA ÇEŞİTLENDİRME

Toplam risk, sistematik veya piyasa riski ve sistematik olmayan riskten oluşur. Sistematik risk, her bir girişimin piyasa ve ekonomideki dalgalanmalar sonucunda yaşayacağı değişimden kaynaklanır. Sistematik olmayan risk, katılım finansman şirketi, sektör ve diğer girişimlerin, girişim üzerindeki etkilerinden kaynaklanır. Uygun bir şekilde oluşturulmuş girişim portföyü sistematik olmayan riski kontrol edilebilir seviyeye indirir. Portföy iyi yönetildiği takdirde, kimi girişimlerde uğranılan zararlar diğer girişimlerden elde edilen karlarla kapatılır.

Sermaye Varlıkları Değerlendirme Modeli, mali piyasaların yüksek getiri beklentisi nedeniyle sadece sistematik riskin önemsendiğini, sistematik olmayan riskin ise önemsenmediğini belirtmektedir.⁶⁷⁹ Finans teorisi de, yatırımcıların yatırımlarında çeşitlendirmeye gittiklerini söyler. Diğer tüm riskler iyi bir yönetim sayesinde kaçınılabilir risklerdir.⁶⁸⁰

Katılım finansman şirketleri, yatırım yapacakları her bir girişimde önemli boyutta sistematik olmayan riske katlanacaklardır. Sistematik olmayan riski en aza indirmek için, sektörel ve işletme bazında çeşitlendirmeye gideceklerdir.

Normal olarak sistematik olmayan risk ile ilgili olarak katılım finansman şirketleri, konu erken aşama yatırımları olduğunda çeşitlendirmeye daha da önem verebilirler. Diğer bir deyişle, erken aşama yatırımlarına nispeten daha fazla yatırım yapan katılım finansman şirketleri daha yoğun bir şekilde çeşitlendirmeye gideceklerdir.⁶⁸¹

Girişimlere özgü diğer bir risk kaynağı likidite riskidir. Katılım finansman şirketleri nihai olarak yatırımlarını likit hale dönüştürmeyi arzular. Likidite riski, katılım finansman şirketinin girişimdeki ortaklığından

677. Ruhnka, John C. ve Young, John E., a.g.e.

678. Norton, Edgar ve Tenenbaum, Bernard H., a.g.e., s. 432.

679. Aktaran, Norton, Edgar ve Tenenbaum, Bernard H., a.g.e., s. 433.

680. Norton, Edgar ve Tenenbaum, Bernard H., a.g.e., s. 433.

681. Norton, Edgar ve Tenenbaum, Bernard H., a.g.e., s. 435.

çıkarmak istediğinde ortaya çıkacak zorluklara ilişkindir. Örneğin, yatırımın getirisi olarak normal piyasa değeri üzerinden, sahip olunan senetler elden çıkarılmaya çalışıldığında ortaya bir güçlük çıkması olasılığı, likidite riskidir.

Katılım finansman piyasasında likidite riski iki durumda ortaya çıkabilir:⁶⁸²

- Girişimin başarılı ya da başarısız olduğu konusunda ortada kesin bir sonuç olmadığı durumda, girişimden ayrılmak istendiğinde likidite riski ortaya çıkabilir. Bu duruma ilişkin likidite riski girişimin iç ve dış çevresindeki birçok faktörden etkilenir. Bu tür bir risk, oldukça iyi bir şekilde çeşitlendirilmiş bir girişim portföyü oluşturarak en aza indirilebilir.
- Girişimin başarılı olması ve katılım finansman şirketi ortaklıktan çıkmak istemesi durumunda da bir risk ortaya çıkabilecektir. Ortaklıktan çıkmayı düşünen katılım finansman şirketi en çok fiyatın verildiği zamanı tahmin etmeye çalışacaktır. Burada uygun zamanın tahmini ile ilgili bir risk ortaya çıkacaktır. Katılım finansman şirketi, hisse senedi piyasasının daha az likit olduğu bir zamanda ortaklıktan çıkmak isterse, nispeten daha az getiri elde edecektir.

Bu tür bir risk, katılım finansman şirketlerinin sadece girişim ve sektör bazında değil, girişimin yaşam devresini de dikkate alarak portföy çeşitlendirmesine gitmeleri gerektiğini göstermektedir. Buna göre, katılım finansman şirketinin portföy çeşitlendirmesinin gerekçesi uygun zamanda yatırımdan ayrılmayı düşünmesi olacaktır.

Kısaca, katılım finansman şirketinin girişimlerdeki ortaklığını likit hale dönüştürmedeki zamanlama tahmini problemi, girişimlerin gelişme aşamalarını da esas alarak bir portföy oluşturma gereğini ortaya çıkarabilecektir.

13.2.2. YATIRIMLARDA İHTİSASLAŞMA

Sermaye Varlıkları Değerleme Modeli, yatırımcıların bilgiye ulaşma, aynı şartlara sahip olduğu hiç bir işlem maliyetinin olmadığı ve tüm

682. Norton, Edgar ve Tenenbaum, Bernard H., a.g.e., s. 434.

yatırımcıların beklentilerinin aynı olduğu varsayımına dayanır. Bu varsayımlar katılım finansman piyasası için gerçekçi değildir.⁶⁸³ Sahlman (1990), risk sermayesi şirketlerinin ihtisaslaşması sonucu “öğrenme eğrisi” etkilerinin ortaya çıkacağını belirtmiştir. Buradan hareketle katılım finansman şirketlerinin, kurumsal bilgi üretilmesi, bu bilginin diğer katılım finansman şirketleri ile paylaşımından uzmanlık ve tecrübelerinden kaynaklanan itibarları sayesinde önemli fayda sağlayacaklarını ifade etmek mümkündür. Katılım finansman şirketi, piyasadaki ilişkiler ağına dayanarak, girişimcilerden gelecek teklifleri yönetmeye çalışacaktır.⁶⁸⁴

Finans teorisi de ihtisaslaşmış yatırım faaliyetleri için modeller geliştirmiştir.⁶⁸⁵ Levy ve Merton, Sermaye Varlıklarını Değerlendirme modelini bölümlendirilmiş sermaye piyasalarının varlığı ve birliği sağlamaya ilişkin sabit maliyetleri de hesaba katarak genelleştirmişlerdir.⁶⁸⁶ Bölümlendirilmiş sermaye piyasalarının varlığı hariç tutulursa, yeni model klasik Sermaye Varlıkları Değerleme Modeline oldukça benzeyecektir.

Levy’ye göre, yatırımcının portföyündeki spesifik girişimlere ilişkin bilgi sağlama, etkileri ölçmenin ve yorumlamanın sabit maliyetlerinin bir bölümüdür.⁶⁸⁷ Levy’nin modelinde sabit maliyetlerin hesaba katılması, yatırımcının portföyündeki hisse senetlerinin sayısını sınırlandırır. Bu sebeple, tam bir çeşitlendirmeden söz edilemez. Merton yatırımcıların özel alanlardaki hisse senetlerini satın almalarında kullanacakları uzmanlık bilgisine sahip olduklarını ileri sürer. Merton’a göre, yatırımcıların uzmanlık alanı dışındaki girişimler hakkında bilgi toplamalarının maliyeti oldukça yüksektir. Bu sebeple, yatırımcılar uzmanlık alanlarındaki hisse senetlerine yatırım yapacaklardır.⁶⁸⁸ Katılım finansman şirketleri de, sahip oldukları kaynakları, belirli teknolojik ürün/hizmet alanında uzmanlaşmaya ayıracaktır. Uzmanlıkları dışındaki sahalara yatırım yapmak katılım finansman şirketleri için yüksek maliyetli olacağından portföy çeşitlendirmesi stratejisi ekonomik bir rasyonellik sağlamayacaktır. Buna göre, oluşturulan portföy uzmanlık alanını kapsayacaktır.

683. Norton, Edgar ve Tenenbaum, Bernard H., a.g.e., s. 435.

684. Norton, Edgar ve Tenenbaum, Bernard H., a.g.e., s. 436.

685. Norton, Edgar ve Tenenbaum, Bernard H., a.g.e., s. 435.

686. Aktaran, Norton, Edgar ve Tenenbaum, Bernard H., a.g.e., s. 433.

687. Aktaran, Norton, Edgar ve Tenenbaum, Bernard H., a.g.e., s. 436.

688. Aktaran, Norton, Edgar ve Tenenbaum, Bernard H., a.g.e. 435.

Katılım finansman şirketleri riski kontrol etmek için teknik konularda ve ürün konusundaki uzmanlığını kullanmak suretiyle uzmanlaşmaya gidebilirler. Bu anlamda Bygrave (1989) risk sermayesi şirketleri için öneriler sunmuştur. Katılım finansman şirketleri uzmanlaşma yoluna gittikleri takdirde, portföyleri daha az sayıdaki sektörde daha az sayıdaki girişime, daha az aşamada destek vereceklerdir. Bu çeşitlendirme seviyesinin daha az olacağı anlamına gelir.

Katılım finansman şirketinin riski kontrol etmek amacıyla uzmanlaşmaya gitmesi, değişik aşamalarındaki finansal çeşitlendirmeyi daha önemsiz kılacaktır. Çünkü, bu durumda katılım finansman şirketi belirli aşamalara yatırım yapacaktır.⁶⁸⁹

Zaman içinde, katılım finansman şirketinin gelişme aşamalarına ilişkin yatırım profili, mevcut yatırımları devamı şeklinde görülecektir. Bununla birlikte, katılım finansman şirketi yatırımlarında belirli aşamalarda uzmanlaşmaya gidecektir. Uzmanlaşmaya dayalı portföy oluşturma, katılım finansman şirketini şu sonuca götürecektir:⁶⁹⁰ Katılım finansman şirketinin bilgi akışı konusunda uzmanlaşması bu şirketleri, gelişme aşamasına yahut ardışık bir kaç aşamalı gelişme sürecindeki girişimlere yatırım yapmaya yöneltecektir.

13.2.3. AŞAMALI OLARAK KATILIM FİNANSMANI SUNMAK

Diğer bir riskten korunma stratejisi, katılım finansman şirketinin girişimlere aşamalı finansman sunmasıdır.⁶⁹¹ Bu stratejiye göre verilecek finansman desteğinin yapısı, girişimin gelişimi sürecinde hedeflere ulaşılması halinde ardışık olarak verilmesi şeklinde olacaktır.⁶⁹² Finansman aşamalarının her birinde ölçülebilir hedefler konusunda hem fikir olunması, her bir aşamaya ilişkin objektif ölçümler yapılması ve girişimin sağlıklı bir şekilde hedeflerin rehberliğinde gelişmesi sağlanabilir. Finansmanın aşamalı sağlanması halinde, belirlenen hedeflerin başarılamaması durumunda, katılım finansman şirketinin muhtemel kayıpları önlenmiş olacaktır.⁶⁹³ Aşamalı şekilde finansman sunma yaklaşımı, hedefleri

689. Bygrave, William D., a.g.e., s. 88.

690. Bygrave, William D., a.g.e., s. 60.

691. Ruhnka, John C. ve Young, John E., a.g.e., s. 119.

692. Ruhnka, John C. ve Young, John E., a.g.e., s. 119.

693. Ruhnka, John C. ve Young, John E., a.g.e., s. 119.

tutturma konusunda başarı kazanmış girişimleri hedef alacağından, katılım finansman şirketinin portföyü nispeten başarılı girişimlerden oluşacaktır.⁶⁹⁴

Sahlman (1990), risk sermayesi şirketinin yatırım stratejisi ve girişime aktif katılımını tartıştığı makalesinde de, riski kontrol etmede girişime finansman desteğini bir defa da vermektense, aşamalar halinde verilmesinin daha rasyonel olacağını belirtmektedir.⁶⁹⁵ Finansmanın aşamalar halinde verilmesi, her aşamada finansmanı iptal etme /devam etme karar mekanizmasını kullanmasını sağlar. Bu her aşamada pozisyonu tekrar değerlendirmesini sağlar. Diğer taraftan, aşamalı finansman girişimin kendini disipline etmesine ve iş planına sadık kalmasına sebep olur.⁶⁹⁶

Risk sermayesi uygulamaları konusundaki tecrübeler, finansman desteğinin aşamalı sunulmasının, katılım finansman şirketine bilgi toplama, girişimin ilerlemesini gözleme, aşamalı olarak projeyi iptal etme seçeneği gibi imkanlar sunabileceğini göstermektedir.⁶⁹⁷

Katılım finansman şirketlerinin kullanabileceği en güçlü kontrol mekanizmalarından birisi, girişime aşamalı finansman imkanı sunulmasıdır. Girişim işletmesi ile ilgili öngörüler periyodik olarak tekrar değerlendirilir. Finansman aşamalarının kısa olması, katılım finansman şirketinin girişimin ilerlemesini daha sık gözlemesini ve girişim hakkında daha fazla bilgi toplamasını sağlar.⁶⁹⁸

Katılım finansman şirketi açısından önemli olan girişimlerin hangi sıklıkla tekrar değerlendirmeye tabi tutulacağı, potansiyel acente ve izleme maliyetlerinin ne olacağı konusunda karar vermektir.⁶⁹⁹ Katılım finansman şirketi, periyodik olarak girişimi kontrol eder ve finansmanı durdurma seçimini her zaman elinde bulundurur. Finansman dönemlerinin kısa olması, acente maliyetleri ve izleme yoğunluğu nedeniyle bilgi ihtiyacının artması ters yönlü bir ilişki içindedir.

Erken aşama girişimleri her bir turda nispeten daha az finansman desteğine ihtiyaç duyarlar. Aktif varlıklardaki artış, finansman aralığını

694. Ruhnka, John C. ve Young, John E., a.g.e., s. 119.

695. Sahlman, William A., a.g.e., s.475.

696. Ruhnka, John C. ve Young, John E., a.g.e., s. 110.

697. Gompers, Paul A., Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital, **The Journal of Finance**, 1995, Vol. 50, No. 5, p. 1463.

698. Gompers, Paul A., a.g.e., s. 1464.

699. Gompers, Paul A., a.g.e., s. 1463.

genişletir ve izleme yoğunluğunu azaltır. Girişim işletmesinin gelecekteki değerinin artmasına paralel olarak kontrol aşamalarının süresi kısılır. Ar-ge çalışmalarının yoğunlaşması da, kontrol ve finansman aşamaları süresinin azalmasına sebep olur. Katılım finansman şirketlerinin daha fazla sermaye toplayabildikleri dönemlerde, her bir aşamada daha fazla finansman desteği sunacaklardır. Ya da, daha sıklıkla finansman sunacaklardır; yani, finansman aşamalarının süresi azalacaktır.

Girişimcilerin girişimleri yönetirken kendileri için söz konusu özel faydalar, bu girişimlerin yatırımcılar açısından beklenen getirilerle uyumlu olmayabilir.⁷⁰⁰ Girişimciler, girişimlerinin net bugünkü değerlerinin düşük olduğunu bilmelerine rağmen, girişimi sürdürmek isteyebilirler.⁷⁰¹

Benzer şekilde, katılım finansman şirketleri kendileri için yüksek kişisel faydalar taşıyan, ancak yatırımcılar için düşük getiriler taşıyan projelere yatırım yapabilirler.⁷⁰² Katılım finansman şirketleri, girişimin gelişimini düşük maliyetle izleyebileceklerine inanırlarsa, sürekli bir şekilde finansman desteği sunabileceklerdir. Girişimin net bugünkü değeri, girişimi durdurmaya sebep olacak noktanın altına düşmesi halinde, projenin (girişimin) finansmanını durdurabileceklerdir.⁷⁰³

Her ne kadar katılım finansman şirketleri periyodik olarak girişimler hakkında kontrol amacıyla bilgi toplayacaklarsa da, girişimciler girişimleri hakkında hala özel bilgiye sahip olacaklardır.⁷⁰⁴

Girişimin ilerlemesi ve finansmana devam kararıyla ilgili görüşmeler, genellikle yeni bir finansman aşaması öncesinde yapılacaktır. Katılım finansman şirketleri, girişimleri değerlendirme dönemlerinde girişimcilerin fırsatçı davranacağı kaygısını taşıyacaklardır.⁷⁰⁵

İyi tanınmış iki şirket, risk sermayesi şirketlerinin bir girişimin periyodik olarak değerlendirilmesine ilişkin yatırımlarına aşamalı olarak nasıl finansman sunduklarını gösteren örnekleri sunmaktadır.⁷⁰⁶ Bu örnekler katılım finansmanı piyasası için de yol gösterici örneklerdir.

700. Sapienza, Harry S., and Gupta, Anil K., "Impact of Agency Risks and Task Uncertainty on Venture Capitalist-CEO Interaction", *Academy of Management Journal*, 1994, Vol. 37, No. 6, p. 1620.

701. Sapienza, Harry S., and Gupta, Anil K., a.g.e., s. 1620.

702. Gompers, Paul A., a.g.e., s. 1463.

703. Gompers, Paul A., a.g.e., s. 1463.

704. Gompers, Paul A., a.g.e., s. 1465.

705. Gompers, Paul A., a.g.e., s. 1467.

706. Gompers, Paul A., a.g.e., s. 1464.

Apple bilgisayarları, üç aşamalı bir risk sermayesi finansmanı sağlamıştır. Risk sermayesi şirketi Ocak 1978'de ilk aşamada, hissesi 0.09 dolardan 518.000 dolarlık yatırım yapmıştır. İşletme iyi bir performans göstermiş ve ikinci aşama finansmanında (aynı yılın eylül ayında) hissesi 0.28 dolardan 704.000 dolarlık bir risk sermayesi yatırımı yapılmıştır. Aralık 1980'de üçüncü aşama finansmanı olarak hissesi 0.97 den 2.331.000 dolarlık yatırım gerçekleştirilmiştir. Her bir aşamada gerek hisse başına fiyat, gerekse yatırım miktarının artması, girişimin riskinin azaldığının bir göstergesidir.⁷⁰⁷

Bu konuda ikinci örnek Federal Express ile ilgilidir. Federal Express'de üç aşamada risk sermayesi finansmanı kullanmış; fakat, girişimin gelişimi farklı bir çizgi izlemiştir. İlk aşama risk sermayesi finansmanı Eylül 1973'te hissesi 204.17 dolardan 12.25 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. İşletmenin performansı beklenenin çok altında kalmış ve Mart 1974'de ek finansman ihtiyacı olmuştur. İkinci aşamada hissesi 7.34 dolardan 6.4 milyon dolarlık bir finansman sağlanmıştır. Bu aşamada, hem hisse başına tutar hem de toplam finansman tutarında büyük bir düşüş olmuştur. İkinci aşama performansı da başarılı olmadığından üçüncü aşama için ek bir finansman ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Üçüncü aşamada risk sermayesi şirketi Federal Express'in stratejisine müdahalede bulunarak, hissesi 0.63 dolardan 3.88 milyon dolarlık bir finansman sağlamıştır. Üçüncü aşamada, risk sermayesi şirketi girişimin stratejisine müdahalede bulunması performansın yüksek olmasını sağlamıştır. Bunun sonucunda, Federal Express hisseleri 1978 yılında hissesi 6 dolardan halka arz edilmiştir.

Bu son örnekte, risk sermayesi şirketinin aşamalı olarak finansman sunma stratejisi, işler kötü gittiğinde girişimin stratejisine müdahale etme imkanı tanımış ve bu sayede, risk sermayesi şirketi yatırımından makul bir getiri elde edebilmiştir.⁷⁰⁸

Girişimler açısından iki türlü acente maliyeti söz konusudur. Birincisi, girişimciler kendileri için yüksek kişisel getiriler taşıyan, ancak girişimlerin yatırımcıları için düşük getiri sağlayan stratejilere, araştırmalara veya projelere yatırım yapabilirler. Örneğin, biyo-teknoloji konusunda bir girişimci kendisine bilimsel topluluklarda önemli bir ün sağlayacak, fakat

707. Gompers, Paul A., a.g.e., s. 1465.

708. Gompers, Paul A., a.g.e., s. 1466.

katılım finansman şirketine diğer projelerden daha az getiri sağlayacak araştırmalara yatırım yapmayı seçebilir.

İkincisi, girişimciler katılım finansman şirketinin sahip olmadığı özel bilgilere sahip olduklarında, projenin negatif bir net bugünkü değer taşıması durumunda bile, projeyi devam ettirmeyi seçebilirler.⁷⁰⁹ Örneğin, yöneticilerin yeni bir ürünün pazar testlerinden elde ettikleri bulgular talebin düşük olduğunu gösterebilir. Girişimciler, buna rağmen yeni ürün projesinin devam etmesini isteyebilirler. Çünkü, girişimciler kendi işletmelerini yönetmekten özel faydalar sağlarlar.

Girişimlerin aktiflerinin yapısının, beklenen acente maliyetleri ve katılım finansman yatırımlarının yapısına önemli etkileri olur. Kaldıraç'ı azaltan faktörler, finansman aşamasının süresini kısaltır. Katılım finansman yatırımlarında maddi olmayan aktifler, acente maliyetinin daha yüksek olmasına sebep olabilir. Aktiflerin maddeselliği arttıkça, girişimin likit hale gelmesinde, katılım finansman şirketleri daha fazla pay alacak ve olası kayıplar önlenmiş olacaktır (veya azaltılacaktır). Bu ise, katılım finansman şirketinin girişimi çok sık izlemesini ve fonlama aşamalarındaki sürenin azaltılmasını gerektirir.⁷¹⁰

Girişimin sahip olduğu aktiflerin özelliği de katılım finansman yatırımların aşama yapısını etkileyecektir.⁷¹¹ Ar-ge yoğunluklu yüksek teknoloji sektörleri, girişim ve sektöre özgü aktiflerin risklerini artırır. Bu faktörler, beklenen acente maliyetlerini yükseltir ve fonlama aşamalarının süresini kısaltır.⁷¹²

Girişimciler girişim değerinin büyük ölçüde gelecekteki büyüme fırsatlarına bağlı olduğu sektörlerde, yatırımcıların zararına da olsa, kişisel fayda sağlayacakları stratejilere yatırım yapma eğilimindedir. Piyasa değeri yüksek olan girişimler, acente maliyetlerine karşı daha hassastırlar. Bu sebeple, katılım finansman şirketinin girişimi izlemesinin önemi ve fonlama aşamasının süresi kısalmır.⁷¹³

709. Gompers, Paul A., a.g.e., s. 1464.

710. Gompers, Paul A., a.g.e., s. 1475.

711. Gompers, Paul A., a.g.e., s. 1416.

712. Gompers, Paul A., a.g.e., s. 1477.

713. Gompers, Paul A., a.g.e., s. 1478.

13.2.4. YATIRIM KONSORSİYUMLARI

Birçok katılım finansman yatırımı için gereken finansman miktarı o derece yüksek olacaktır ki, bir katılım finansman şirketi ancak birincil bir paya sahip olabilecektir. Bu durum, hem girişimciler hem de diğer katılım finansman şirketleri için kaldırılabilir bir durum değildir.⁷¹⁴

Katılım finansman piyasasında bu tür bir finansman söz konusu olduğunda, azınlık hisselerine sahip birden fazla katılım finansman şirketinin, projeyi konsorsiyum şeklinde idare etmeleri gündeme gelebilecektir.⁷¹⁵

Konsorsiyum oluşturma'nın diğer bir gerekçesi de, katılım finansman şirketlerinin yatırımlarını geniş bir alana yaymaları, çeşitlendirme stratejisinin bir gereği olarak görülmesidir. Böylece, katılım finansman şirketleri tüm finansman riskini sadece bir girişime değil, bir çok girişime paylaştırmak suretiyle bir çeşit portföy oluşturacaklardır. Konsorsiyumların oluşması, her bir katılım finansman şirketinin uzmanlıklarını konsorsiyuma taşıması durumunda da bir sinerji ortaya çıkacaktır. Bu konsorsiyumu oluşturan katılım finansman şirketlerinin maksimum performans beklentisine uygun bir durumdur.

Büyük konsorsiyumlarda, piyasa lideri bir katılım finansman şirketinin varlığı yatırımların etkinliğini artırabilir. Lider katılım finansman şirketi, yatırım projesinde ticari bir banka gibi ana yatırımcı ve mali konularda danışmanlık rolünü yerine getirebilir.⁷¹⁶

Konsorsiyumun bir lidere sahip olmasının çeşitli avantajları söz konusudur.⁷¹⁷

- Lider katılım finansman şirketi, girişimci ile yatırımcı arasındaki bağlantının sorumluluğunu taşır; bu ise, konsorsiyumdaki her bir katılım finansman şirketi ile uzun uzadıya görüşme ihtiyacını ortadan kaldıracaktır.
- Lider katılım finansman şirketi, girişimci ile konsorsiyumdaki katılım finansman şirketleri arasında bir tampon vazifesi

714. Lorenz, Tony, a.g.e., s. 113.

715. Lorenz, Tony, a.g.e., s. 113.

716. Lorenz, Tony, a.g.e., s. 114.

717. Lorenz, Tony, a.g.e., s. 114.

görerek ilk aşamada girişimcinin proje teklifini daha geniş bir şekilde müzakere edecektir. Ardından konsorsiyumdaki diğer yatırımcıların görüşleri alınacaktır.

- Lider, konsorsiyumdaki diğer yatırımcılarla görüştüktan sonra, tek bir katılım finansman şirketinin tek başına bir girişim ile ilgili yaptığı çalışmaları yapacaktır. Böylece diğer yatırımcılar zaman ve çaba gerektiren pahalıya mal olacak incelemeler yapmayacaklardır.
- Lider, girişime yatırımlar başladıktan sonra da öncülük edecektir. Lider girişimin yönetim kurulunda temsil yetkisini kullanacak ve hands-on sorumluluğunu taşıyacaktır. Bu durum, girişimcinin konsorsiyumdaki katılım finansman şirketleri ile ayrı ayrı diyalog kurma ihtiyacını önlemiş olacaktır.
- Lider, yatırımdan çıkışta aracılık faaliyetlerini üstlenecek ve mali denetim yapacaktır.

Özellikle orijinal yenilik içeren girişimlere yapılan yatırımlar çok fazla belirsizlik içerir. Tecrübe ve bilgiye sahip girişimcilerin bilgece alacakları kararlar başarı getirecektir.⁷¹⁸ Konsorsiyum kurmanın bir diğer temel gerekçesi, yüklenilen riski diğer şirketlere yaymaktır.

Düşük teknoloji/yüksek teknoloji, erken aşama/geç aşama ve dayanıksız tüketim ürünleri/dayanıklı tüketim ürünleri boyutları itibarıyla, risk dağıtımı ve bilgi paylaşımına ilişkin konsorsiyumların önemi hakkında bir takım saptamalar yapmak mümkündür.⁷¹⁹

- Girişimcinin proje teklifi ne kadar belirsizlik içeriyorsa, bilgi paylaşımı ihtiyacı o derece yüksektir.
- Yüksek teknoloji girişimlerinde düşük teknoloji girişimlerine nispetle, erken aşama girişimlerinde geç aşama girişimlerin nispetle, dayanıklı tüketim ürünlerinde dayanıksız tüketim ürünlerine nispetle daha fazla belirsizlik söz konusudur.

718. Bygrave, William D., a.g.e., s. 14.

719. Lerner, Josh, "The Syndication of Venture Capital Investing", **Journal of Business Venturing**, 1994, Vol. 6, p. 17.

- Belirsizliğin aynı olması durumunda, yatırım tutarı arttıkça konsorsiyumdaki katılım finansman şirketlerinin sayısı da artacaktır.

Konsorsiyum oluşturmak en uygun girişimi seçmeyi de kolaylaştırır.⁷²⁰ Sah ve Stiglitz karar vermede hiyerarşi kullanma ve kullanmama durumlarının zıtlık içerdiğini belirtir.⁷²¹ Hiyerarşi kullanıldığında söz konusu projeler iki ayrı katılım finansman şirketi tarafından incelenecektir. Hiyerarşik olunmayan durumda ise, proje sadece bir katılım finansman şirketi tarafından incelenecektir. Buna göre, iki ayrı eleştiri gördüğü halde onaylanan projeler daha güçlü olacaktır.

Katılım finansman şirketleri bir girişim teklifine muhatap olduklarında, hemen finansman sunmayı vaat eden bir bağlayıcılığın içine girmeyeceklerdir. Daha ziyade, eleştiri yapmaları için diğer katılım finansman şirketlerine göndereceklerdir.⁷²² Başka bir katılım finansman şirketinin girişime yatırım yapma istekliliği, lider yatırımcının yatırım kararında önemli bir faktör olacaktır.

Konsorsiyum için önemli faktörlerden birisi de motivasyondur. Katılım finansman şirketleri birçok girişimde, kendi bilgi ve uzmanlıklarını diğer katılım finansman şirketlerinin bilgi ve uzmanlıklarıyla karşılaştırmak ve gözden geçirmek amacıyla konsorsiyuma gideceklerdir. Konsorsiyum daha fazla bilgi ve uzmanlığı bir arada tutacağından riski minimize eder. Bu avantajlar daha çok, başlangıç aşamasındaki bir girişimin finansmanı için konsorsiyum oluşturulmasında ortaya çıkacaktır. Geç aşama girişimlerinin finansmanında oluşturulacak konsorsiyumların motivasyon ve stratejileri daha farklıdır.⁷²³

Erken ve geç aşama girişimlerine muhatap olan konsorsiyumların motivasyonlarından başka, konsorsiyuma ortak seçimi de farklılık arz edecektir.⁷²⁴ Ortak seçiminde, erken aşama yatırımları için ortak seçimi kararı, geç aşama yatırımlarına nispeten daha az kritiktir.

720. Lerner, Josh, a.g.e., s. 16.

721. Aktaran Lerner, Josh, a.g.e., s. 16.

722. Lerner, Josh, a.g.e., s. 17.

723. Lerner, Josh, a.g.e., s. 17.

724. Lerner, Josh, a.g.e., s. 18.

ONDÖRDÜNCÜ BÖLÜM
KATILIM FİNANSMANI PİYASASINDA TEMSİL İLİŞKİSİ

14. KATILIM FİNANSMANI PİYASASINDA TEMSİL İLİŞKİSİ

14.1. GENEL BİLGİLER

Katılım finansman şirketlerinin yatırım yapacakları girişimlerin yönetiminde bir rol taşıyacak olmaları dolayısıyla, katılım finansmanı diğer geleneksel finansman türlerinden ayrılık gösterir. Katılım finansman şirketleri, yatırım yaptıkları girişimler üzerinde önemli etkiler gösterebilirler.⁷²⁵ Katılım finansman şirketleri finansman desteği yanında operasyon hizmetleri, networklar, moral destek gibi bir takım girdileri girişime katarlar.⁷²⁶ Bu girdilerin değeri, girişimin ihtiyaç duyduğu kaynaklarla halihazırda sahip olduğu kaynaklar arasındaki farkı kapatacak olan girdilere bağlı olarak girişimden girişime değişecektir.⁷²⁷ Diğer taraftan katılım finansman şirketinin sunduğu girdilerin etkinliği aynı zamanda katılım finansman şirketinin girişim üzerinde sahip olduğu güce bağlı olarak değişecektir. Böylece katılım finansman şirketinin girdileri, girişimin performansı üzerinde etki taşıyacaktır. Katılım finansmanı, girişim için yapıcı bir kuvvet olabilir veya hatta bazen tahrip edici bir kuvvet olabilir.⁷²⁸ Katılım finansman şirketlerinin finansman yanında girişime sunacağı temel girdiler operasyon hizmetleri, networklar, imaj, moral destek, genel iş bilgisi ve disiplindir.

- **Operasyon hizmetleri:** Katılım finansman şirketleri yatırım yaptıkları girişimlere bir takım operasyon hizmetleri sunacaklardır. Bazı katılım finansman şirketleri, kendilerini yatırım yaptıkları girişimde finansal ilgileri olan danışmanlar olarak görecektirler.⁷²⁹ Bununla birlikte hem katılım finansman şirketleri ve hem de girişimciler tarafından dile getirilir ki katılım finansman şirketleri işi tamamen yürütecek derecede operasyonlara karışmamalıdır. Katılım finansman şirketinin operasyonlara ilişkin teması,

725. Fried. Vance H., The Venture Capitalist: A Relationship Investor, **California Management Review**, 1995, Vol. 37, No. 2, p. 101.

726. Fried. Vance H., a.g.e., s. 102.

727. Fried. Vance H., a.g.e., s. 102.

728. Fried. Vance H., a.g.e., s. 102.

729. Fried. Vance H., a.g.e., s. 103.

normal günlük faaliyetlerden ziyade genelde özel projelere doğru yönelimli olacaktır.

- **Networklar:** Her ne kadar girişimcinin sahip olduğu networklar girişimin başarısı için önemli ise de, katılım finansman şirketinin sahip olduğu networklar da girişimin kullanımına sunulacaktır. Özellikle girişime konsorsiyum şeklinde yatırım yapılmasını gerekli kılan durumlarda katılım finansman networkları önemli olacaktır.
- **İmaj:** Özellikle geçmişinde başarılı girişimlere yatırım yapmış katılım finansmanı şirketleri, portföylerindeki girişimlere transfer edecekleri pozitif imaja sahip olacaklardır.⁷³⁰ Katılım finansman şirketinin imajı ve networkları konsept olarak birbirleriyle çok yakın ilişkili iken; katılım finansman şirketinin imajı katılım finansman şirketinin network dışında kalanlar için önemli bir gösterge olacaktır.
- **Moral destek:** Katılım finansman şirketi girişime bir arkadaş ve dert ortağı olarak davranarak, girişimci ve ekibinin içsel konuları tartışacağı bir yol sağlamış olacaktır.⁷³¹ İlave olarak, bir kriz anında moral destek sağlayacaktır. Birçok girişimci, özellikle risk sermayesi finansman şirketleri ile olan ilişkisini tanımlarken “destekleyici”, “açık” ve “arkadaşça” terimlerini kullanırlar.⁷³²
- **Genel iş bilgisi:** Genel iş bilgisi ve tecrübe konsepti, genellikle hem katılım finansman şirketleri ve hem de girişimciler tarafından ifade edilecektir. Her iki taraf bunu katılım finansman şirketinin girişime sunduğu önemli bir girdi olduğunu düşünür.⁷³³
- **Disiplin:** Girişimciler, bunu temel bir katılım finansman girdisi olarak alacaklardır.⁷³⁴ Disiplinin icra edileceği iki özel yol vardır.⁷³⁵ Bunlardan biri, katılım finansman şirketi girişimci ve ekibine iş planında belirtilen hedeflere uygun olarak performans göstermeleri için bir tür baskı uygulayacaktır. Disiplin için ikinci yol, girişimci ekibinin değerlendirilmesi ve gerektiğinde değiştirilmesi aracılığıyla yerine getirilecektir. Katılım finansman

730. Fried. Vance H., a.g.e., s. 104.

731. Fried. Vance H., a.g.e., s. 104.

732. Fried. Vance H., a.g.e., s. 104.

733. Fried. Vance H., a.g.e., s. 104.

734. Fried. Vance H., a.g.e., s. 104.

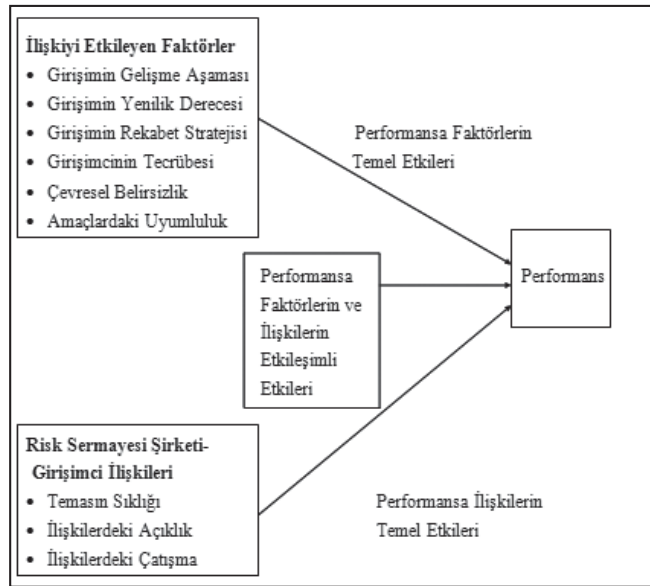
735. Fried. Vance H., a.g.e., s. 105.

şirketleri, girişimlerinin iyi idare edildiğinden emin olmak, iyi idare edilmedikleri zaman bunu düzene sokmak bilincinde olmalıdırlar.

Katılım finansman şirketleri yatırım yaptıkları girişimlere önemli ölçüde finansman dışı destekler sunacaktır. Finansman dışı destekler girişimin performansına katma değer ekleyecektir. Bu sebeple, katılım finansman şirketinin yatırım yaptığı girişimi izlemeye katma değeri etkileyen faktörler hakkında bilgi sahibi olması gerekir. Bu faktörler konusunda bilgi sahibi olunması, stratejik planlar hazırlamaktan sorumlu yöneticilere fayda sağlar.

Timmons ve Sapienza, sadece yatırım yaptıkları girişimlere finansman dışı destek sunan risk sermayesi şirketlerinin bir süre sonra uzmanlık kazanacaklarını belirtmektedir.⁷³⁶ Uzun vadede ise risk sermayesi sektöründe bu tip uzmanlığa sahip risk sermayesi şirketlerinin ayakta kalabileceğini belirtmiştir.⁷³⁷

Şekil 14.1: Risk Sermayesi Şirketi-Girişimci İlişkileri ve Performans



Kaynak: Sapienza, 1992

736. Sapienza, Harry J., When do Venture Capitalists Add Value, **Journal of Business Venturing**, 1992, Vol. 7, p. 10.

737. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 10.

Risk sermayesi şirketlerinin girişimlere nasıl katma değer kattıkları veya ne ölçüde katma değer katıldığına ilişkin çok az sayıda deneysel çalışma yapılmıştır.⁷³⁸ Risk sermayesi piyasalarından bu bilgilerin elde edilmesi sadece katılım finansman şirketi için değil, katılım finansman sektörünün tüm tarafları için (katılım finansman şirketi, girişimci, sermayedar ve siyasetçiler) önemlidir.⁷³⁹

Sapienza (1992), risk sermayesi şirketlerinin girişimlere finansman dışı destek sunmasını etkileyecek faktörleri biçimsel bir modelle belirlemiştir. Söz konusu model şekil 14.1'de görülmektedir.

Buna göre girişimin performansını etkileyen üç temel unsur, risk sermayesi şirketi girişimci ilişkisinin sıklığı, açıklığı ve ilişkideki çatışma derecesidir. Ayrıca bu faktörleri direk etkileyen alt faktörler (girişimin aşaması, tecrübesi v.b) performans üzerinde de direk bir etkiye sahiptir. Bu faktörleri, katılım finansmanı desteği kullanan girişimlerin performansını etkileyen faktörler olarak değerlendirmek, katılım finansmanı ve risk sermayesinin işlevsel benzerliklerinden hareketle mümkün olur.

14.2. KATILIM FINANSMAN ŞİRKETİ-GİRİŞİMCİ İLİŞKİSİ VE KATMA DEĞER

Katılım finansmanı şirketi-girişimci ilişkisinde katma değeri etkileyen, ilişkinin sıklığı, ilişkinin açıklığı ve ilişkilerdeki çatışmalar şeklinde üç temel unsurun olabileceği yukarıda ifade edilmişti.

14.2.1. İLİŞKİNİN SIKLIĞI

Katılım finansman şirketinin girişime finansman dışı destek vermesinde temel koşul, belirli zaman aralıklarında bilgi değiş-tokuşu yapılmasıdır.⁷⁴⁰ Katılım finansman şirketi ile girişim arasındaki ilişki ne kadar sık olursa, problemlerin tanımlanması ve olası çözümlerin üretilmesi o kadar kolaylaşacaktır.⁷⁴¹

738. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 10.

739. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 10.

740. Lorenz, Tony, a.g.e., s. 59.

741. Sapienza, Harry J., **Variations In Venture Capitalist- Entrepreneur Relations: Antecedents and Consequences**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, University of Maryland, 1989, College Park, MD, USA, p. 290.

Bilgi değişimi ve ilişki kurmanın zamansal ve personel açısından bir maliyeti vardır. Bu maliyetlerin sağlayacağı faydalar hesaba katıldığında ilişkiyi sıklaştırmak maliyetlere rağmen tercih edilebilir. Buna göre katılım finansman şirketi ile girişimci arasındaki ilişki ne kadar sıklaşırsa, oluşturulan değer o derece artacaktır.⁷⁴²

14.2.2. İLİŞKİNİN AÇIKLIĞI

Karmaşık yapılarla ve belirsizliklerle yüz yüze bulunan yüksek büyüme potansiyeline sahip yeni girişimlerin faaliyette bulunduğu çevre oldukça değişken bir yapı arz eder. Bu tür ortamlarda, bilgi değiş-tokuşuna ilişkin sürecin formel kanallardakinden daha açık olması gerekir. Zira, bu derece sofistike çevrelerde bilgi değiş-tokuşu yapmak durumunda olan tarafların açık olunmadığı takdirde eksik veya yanlış bilgi transferi söz konusu olabilir. Sapienza ve Grupta (1994), sofistike çevrelerde bulunan birimler arası ilişkilerin daha açık olması gerektiğini belirtmişlerdir.⁷⁴³ İlişkiler ne kadar açık olursa oluşturulacak katma değer o derece yüksek olacaktır.

14.2.3. İLİŞKİLERDEKİ ÇATIŞMA

Katılım finansman şirketi ile girişimci arasındaki ilişkide yaşanabilecek çatışmaların oluşturulacak katma değere etkisini kestirmek oldukça güç olacaktır.⁷⁴⁴ Yönetim kurullarında tarafların farklı düşünceleri grup kararı çıkmasını engelleyebilir ve orijinal stratejilerin ortaya çıkmasını sağlayabilir. Girişim faaliyetlerinde etkin ve yenilikçi çözümler gerektiğinden, yenilik içeren stratejiler faydalı olabilir. Diğer taraftan, uzlaşmazlıktan orijinal fikirler veya stratejiler çıkmazsa, çalışmaların tıkanması ihtimali de vardır. Buna göre, katılım finansman şirketi ile girişimci arasındaki ilişkide yaşanan çatışma katma değere olumlu da olumsuz da fayda sağlayabilir. Etkilerin sonucu açık olmasa da, bu faktörün önemli olduğu belirtilmektedir.⁷⁴⁵

Bu üç temel faktörün yanı sıra hem bu üç ilişki faktörünü hem de girişime sağlanan katma değeri etkileyecek başka faktörler de söz konusudur.

742. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 291.

743. Sapienza, Harry S., and Gupta, Anil K., a.g.e., s. 1618.

744. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 62.

745. Sapienza, Harry S., and Gupta, Anil K., a.g.e., s. 1620.

14.3. KATILIM FINANSMAN ŞİRKETİ GİRİŞİMCİ İLİŞKİSİNİ BELİRLEYECEK FAKTÖRLER

Katma değere etkide bulunacak faktörlerin çoğu girişim özellikleriyle ilgilidir. Bunlar; girişimin gelişme aşaması, yenilik derecesi, rekabet stratejisi, girişimci ve ekibinin tecrübesi, çevresel belirsizlik ve amaçlardaki uyumluluktur.⁷⁴⁶

14.3.1. GİRİŞİM GELİŞME AŞAMASI

Girişimin gelişme aşaması çok uzun zamandır, girişimin başarısını etkileyen en kritik faktörlerden birisi olarak görülmüştür. Örneğin, girişimin yaşama kabiliyetinin girişimin gelişme aşamasına bağlı olarak değişkenlik gösterdiği tespit edilmiştir.⁷⁴⁷ Churchill ve Lewis, girişim gelişme aşamasına bağlı olarak girişim ihtiyaçları, hedefleri ve yönetim stillerinin değişmesi gerektiğini belirtmişlerdir.⁷⁴⁸ Bygrave ise, risk sermayesi şirketinin erken aşama yatırımlarına, özellikle bir kaç risk sermayesi şirketi ile ortak girdiğini, bunun sebebinin de bu tür girişimlerin taşıdıkları yüksek risk olduğunu ifade etmiştir.⁷⁴⁹ Erken aşamadaki bir girişim muhtemelen arz kaynakları, dağıtım kanalı üyeleri, alıcılar ve iş hayatındaki diğer profesyonellerle ilişkiye geçemezler. Timmons ve Bygrave, risk sermayesi şirketlerinin erken aşama girişimlerine finansal destekten çok finansman dışı destek vermeyi önemsediklerini ifade etmişlerdir.⁷⁵⁰ Bu noktadan bakıldığında katılım finansmanı şirketlerinin finansman dışı destekleri geç aşama girişimlerinden ziyade, erken aşama girişimleri için daha önemli olacağı söylenebilir. Bu sebeplerle, erken aşama girişimlerinde katılım finansman şirketi ile girişimci arasındaki ilişki daha sık ve daha açık olacaktır.⁷⁵¹ Bu aşamadaki bir girişim için taraflar arasındaki ilişkide çatışma da yüksek olacaktır.⁷⁵²

746. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 11-15.

747. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 13.

748. Aktaran Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 13.

749. Bygrave, William D., a.g.e., s. 105.

750. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 13.

751. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 76.

752. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 76.

14.3.2. GİRİŞİMİN YENİLİK DERECESESİ

Rakiplere göre daha yenilikçi ürünlerle pazara girmek ve rakiplerini geçmek isteyen girişimcilerin bilgi toplama ihtiyaçları artar ve bu konuda birçok engelle karşılaşılır. Bu girişimcilerin hedefi rakipleri geçmek olduğundan, rakiplerin faaliyetlerini izlemek ve pazar ihtiyaçlarını tespit etmek durumundadır. Yenilik yapılmak istenen boyutlar (teknoloji, pazarlama, satış sonrası hizmetler v.b) ne kadar fazla ise bilgi talebi o derece fazla olacaktır.

Porter, eş zamanlı olarak değer zincirinin bir kaç boyutuna ilişkin yenilik yapmanın girişimi sürdürülebilir bir üstünlüğe taşıyacağını belirtmektedir.⁷⁵³ Ancak bunu başarmak için gerekli kaynak, personel ve bilgiye sahip olmak gerekir. Aksi halde, uygulamada problem yaşanabilir.

Gomez ve arkadaşları, girişimin yenilik yapmak istediğı boyutların artması durumunda, risk sermayesi şirketinin bilgi ve diğer katkıları sunma durumunun artacağını belirtmişlerdir.⁷⁵⁴

Finansman dışı katkıyı en fazla kullanacak girişimlerin oldukça yenilikçi olması durumunda, katılım finansman şirketlerinin bu tür girişimlere sağladığı finansman dışı destek daha çok olacaktır. Girişimin peşinde koştuğı yenilikçilik derecesi ne derece yüksekse, katılım finansman şirketinin finansman dışı desteğı de o derece yüksek olacaktır. Diğer taraftan, girişimin peşinde koştuğı yenilik derecesi ne kadar yüksekse, katılım finansman şirketi ile girişimci arasındaki ilişkinin sıklığı o kadar fazla, açıklığı ise o kadar net olacaktır.⁷⁵⁵ Yenilikçilik arttıkça, ilişkideki çatışma o derece yüksek olacaktır.⁷⁵⁶

14.3.3. GİRİŞİMİN REKABET STRATEJİSİ

Katılım finansman şirketleri yönetim kuruluna aktif katılım ve danışmanlık hizmetleri sağlayarak pazar şartları konusunda ilave bilgiler ve öngörüler sunacaklardır. Sapienza ve Gupta, rekabete yönelik farklılaştırma stratejisinin düşük maliyetli bir stratejiye göre daha fazla

753. Aktaran Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 13.

754. Aktaran Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 13.

755. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 71.

756. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 71.

dış kaynaklı veriye ihtiyaç duyduğunu ifade etmişlerdir.⁷⁵⁷ Farklılaştırma stratejisinin başarısı, arz kaynağı ve müşterilerin özel ihtiyaçları, potansiyel ikame ürünler, rakiplerin stratejileri konusunda ilave bilgiye bağlıdır.⁷⁵⁸

Buna göre, girişim ne kadar çok farklılaştırma stratejisi uygularsa katılım finansman şirketinin finansman dışı desteğine o kadar çok ihtiyaç duyacak, katılım finansman şirketi ile girişimci arasındaki ilişkinin sıklığı o kadar artacak, ilişkinin açıklığı daha fazla olması gerekecektir.⁷⁵⁹ Diğer taraftan girişimin rekabet stratejisinin çatışma yoğunluğuna etkide bulunmadığı saptanmıştır.⁷⁶⁰

14.3.4. GİRİŞİMCİNİN TECRÜBESİ

Girişimci ya da girişimci ekibinin kalitesi, katılım finansman şirketlerinin yatırım kararlarında anahtar öge olarak tanımlanabilir.⁷⁶¹ Tecrübesiz girişimciler, katılım finansman şirketlerinin başlangıç aşamasındaki girişimlere ilişkin sahip oldukları tecrübelerden önemli ölçüde faydalanacaklardır. Tecrübesiz girişimciler, girişimin büyüme sürecindeki değişik aşamalar, tedirginlik veren gelişmeler ve nasıl ilerleme sağlanacağına ilişkin daha iyi bilgileneceklerdir.⁷⁶² Katılım finansman şirketleri, tecrübeli girişimcilerin tecrübelerini geliştirmeye de katkıda bulunabilirler. Böylece, girişimcilerde, katılım finansman şirketlerinden ne zaman ve nasıl finansman dışı yardım alabilecekleri konusunda daha da bilinçlenebilirler.⁷⁶³

Girişimcinin yeni girişim tecrübesi ne kadar az ise, katılım finansman şirketi girişimci arasındaki ilişkiler daha sık ve ilişkiler daha açık olacaktır.⁷⁶⁴ Diğer taraftan, girişimcinin yeni girişim tecrübesi ne kadar fazlaysa, ilişkide yaşanacak çatışma daha fazla olacaktır.⁷⁶⁵

757. Sapienza, Harry S., and Gupta, Anil K., a.g.e., s. 1620.

758. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 14.

759. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 74.

760. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 74.

761. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 82.

762. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 14.

763. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 14.

764. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 86.

765. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 86.

14.3.5. ÇEVRESEL BELİRSİZLİK

Bir girişimcinin çevresel değişimlere ilişkin tahmin yapabilmesi, çevresel değişimler konusunda sahip olduğu bilgi, bu bilgiyi analiz etme yeteneği ve çevresel değişimlerin şiddetine bağlı olacaktır.⁷⁶⁶ Girişimci yapmış olduğu tahminler, bu tahminleri kabullenebilir bir hata payında yapmadığı sürece yüksek olacaktır. Belirsizlik bilgi eksikliğinden veya yanlış uygulamalardan kaynaklandığında, katılım finansman şirketin girişime yardımcı olabilir. Talep, arz, fiyatlar ve müşteri tercihleri önemli ölçüde belirgin ise, dış kaynaktan gelen girdinin değeri en azıdır. Bundan dolayı, katılım finansman şirketinin sunduğu finansman dışı desteğin değeri, çevresel belirsizlikler yüksek olduğunda maksimum seviyede olacaktır.⁷⁶⁷

Çevresel belirsizlik arttıkça, katılım finansman şirketi ile girişim arasındaki ilişkinin sıklığı artacak, ilişkiler daha açık olacaktır.⁷⁶⁸ Çevresel belirsizliğin yüksek olması ilişkide yaşanan çatışmanın da yüksek olmasına sebep olacaktır.⁷⁶⁹

14.3.6. AMAÇLARDAKİ UYGUNLUK

Katılım finansman şirketi ve girişimin stratejik hedeflerinde farklılıklar olması, taraflar arasında güçlü bir informal ilişki geliştirme güdüsü oluşturacaktır.⁷⁷⁰ Genellikle farklı stratejik performans kriteri kullanılmasından kaynaklanan görüş farklılığı, taraflarda birbirlerinde güven oluşturma arzusu ortaya çıkaracaktır.⁷⁷¹ Stratejik hedeflerdeki uyumluluk derecesi çatışma ile de ilgilidir. Taraflar arasında uyumluluk artması demek, çatışmanın azalması demektir.

Katılım finansman şirketi ile girişimci arasındaki hedeflerdeki uyumluluk ne kadar az ise, ilişki sıklığı artacak ve ilişkiler de daha açık kurulacaktır.⁷⁷² Hedeflerdeki uyumluluk ne kadar az ise ilişkideki çatışmanın seviyesi o derece yüksek olacaktır.⁷⁷³

766. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 14.

767. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 14.

768. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 61.

769. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 69.

770. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 79.

771. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 80.

772. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 81.

773. Sapienza, Harry J., a.g.e., s. 81.

ONBEŞİNCİ BÖLÜM
KATILIM FİNANSMANI PİYASASINDA
ŞİRKET KÂRLILIĞI

15. KATILIM FİNANSMANI PİYASASINDA ŞİRKET KÂRLILIĞI

15.1. GENEL BİLGİLER

Katılım finansman sektörünü başarılı kılacak özellikler, katılım finansman sektöründeki tarafların ayrı ayrı özelliklerine ve yönelimlerine bağlı olacaktır. Başarılı bir katılım finansman sektörünün olabilmesi için her şeyden önce girişimcilik faaliyetinin varlığı bir zorunluluktur. Katılım finansman sektörü bütün özellikleriyle kendi girişimci tipolojisini oluşturacaktır. Katılım finansman sektörü için gerekli girişimci tipolojisi, diğer girişimci tipolojilerinden farklılık gösterir.

Katılım finansman sektörünün başarılı olmasında, katılım finansman şirketlerinden kaynaklanan faktörler çok önemli olacaktır. Bu faktörler aynı zamanda katılım finansman şirketlerinin yapısal boyutlarını belirleyecektir. Katılım finansman şirketlerinin yapısalığını etkileyecek en önemli faktör, katılım finansman şirketinin fon büyüklüğüdür. Çünkü katılım finansman şirketinin fon büyüklüğü her türlü yatırım politika ve stratejilerini etkileyecek ve bunun sonucu olarak da katılım finansman şirketlerinin performansı ortaya çıkacaktır.

Katılım finansman sektöründe devlet bir taraftan sektördeki bir taraf iken, diğer taraftan sektörün bütün taraflarını içine alacak şekilde bir etkileşime sahip olacaktır. Katılım finansman sektöründe devlet girişimciler, katılım finansman şirketleri, katılım finansman şirketlerine fon aktaran yatırımcılar gibi sektörün bütün yapılarının yönelimlerini etkileyecektir.

15.2. GİRİŞİMCİLİK FAALİYETİNİN VARLIĞI

15.2.1. GİRİŞİMLERLE İLGİLİ ÖZELLİKLER

Yeni bir girişimin başarısını etkileyebilecek konular yenilikçilik, büyüme arzusu, öğrenme yeteneği ve ekonomik sonuçlara ilgi olarak belirlenebilir.⁷⁷⁴ Bu dört alanda da girişimin uygun özellikleri taşıması

774. Dubini, P., *Assessing New Ventures Success. Building European Ventures*, Proceedings of the Second Annual EFER Forum Held at INSEAD, France, Elsevier Science Pub, Amsterdam, The Netherlands, 1990, s. 182.

gerekir. Çünkü, bu dört alanın bir tanesinde yetersizlik olması girişimin performansını etkileyecektir.⁷⁷⁵

- **Yenilikçilik:** Yeni bir girişimin rekabet avantajına sahip olabilmesi için yenilikçilik ön şarttır. Girişim, pazardaki rakiplerden farkını ortaya koymadığı sürece tutunması oldukça güçtür. Bu anlamda yenilikçilik özelliği girişimin temeli olup, girişimin misyonu açısından çok önemlidir. Yenilikçi bir girişime sahip girişimci pazardaki rekabet dengesini bozabilir. Özellikle olgun sektörlerdeki yenilikçi girişimler daha önemlidir. Diğer taraftan yenilikçilik sadece köklü bir icad anlamına gelmez. Ürün/hizmetin tipi, fiyatı, dağıtım kanalı, tutundurma çabaları, yönetim biçimi vs. konularda yapılacak bir değiştirme yenilik özelliği taşıyacaktır. Bu anlamda, yenilikçilik çok yüzeysel olabileceği gibi çok köklü de olabilir. Köklü yenilikler daha seyrek olarak ortaya çıkar. Nispeten, yüzeysel yenilikler ürün yaşam eğrisi süresince rekabetin seyrine göre yapılabilir. Yenilik derecesi arttıkça girişimin riski de artacaktır.
- **Öğrenme yeteneği:** Yenilik içeren girişimler önemli derecede öğrenme yeteneği ile karakterize edilir.⁷⁷⁶ Yeniliğin ortaya çıkması, girişimcinin çevreden gelen uyarıları dikkate alması ve çevresel değişimleri sezinlemesine önemli ölçüde bağlıdır. Bu anlamda, öğrenme yeteneği sadece verimliliği artıran bir yol değil, rekabette temel faktörlerdendir. Girişime çevresinden sürekli bilgi akışı, yenilik yaratma da en önemli faktör olarak ortaya çıkmaktadır. Sürekli bir öğrenme süreci, yeni girişimin büyümesini sağlayacak, çevresel değişimlere karşı daha başka yeniliklerin uygulanmasını sağlayacaktır. Böylece, girişim pazarda sürekli kalabilecektir.
- **Büyüme arzusu:** Girişimin sürekliliği, girişimin başlangıcından itibaren büyüme arzusu ortaya konmuşsa söz konusu olur. Bir girişimin misyonu sadece kısa dönemde var olmak değil, uzun dönemde de rekabetçi bir ortamda ayakta kalmayı başarabilmektir. Bu anlamda, kurucusundan özerk olan bir

⁷⁷⁵. Dubini, P., a.g.e., s. 183.

⁷⁷⁶. Dubini, P., a.g.e., s. 185.

kurum, kendi hedefleriyle karakterize edilir. Girişim fikrinin başlarında girişimcinin büyüme arzusunu belirtmesi, girişimcinin şevki olarak kabul edilir. Girişimcinin sahip olduğu motivasyonu girişim ekibine aktarabilmesi, girişimin büyümesinde anahtar faktörlerden birisi kabul edilir.

- **Ekonomik sonuçlara ilgi:** Yeni girişimin gelişmesi önemli ölçüde risk ile ilişkilidir. Yenilikçilik ve büyüme arzusu, başarılı bir girişim olabilmenin temel şartıdır. Güçlü bir öğrenme yetisinin desteği olsa dahi, yenilikçilik ve büyüme arzusu, önemli miktarda risk de içerir. Sadece bu faktörler dikkate alınacak olsaydı, bir çok çılgın ve iyimser mucit başarılı kabul edilebilirdi. Yenilik içeren girişimlerin kabul edilmesi nispeten uzun bir zaman gerektirecektir.⁷⁷⁷ Yeni girişimin hayata geçirilmesinde umulmadık gelişmeler veya gecikmeler olduğunda, başlangıç sermayesi ihtiyacı ortaya çıkabilir. Başlangıç sermayesini bulamayan bir girişim başarısız olabilir. Sadece büyüme arzusu, girişimcinin bazı göstergeleri göz ardı etmesine sebep olabilir. Sonuç hem zaman hem de çok pahalıya mal olan bir başarısızlık olabilir. Girişimin finansal göstergeler konusundaki hedefleri, yukarıda bahsedilen riskleri kontrol etme imkanı verir. Girişimin finansal sonuçları konusunda başka bir durum, yoğun rekabet nedeniyle yatırımların en kısa sürede geri alınması endişesiyle ilgilidir. Çünkü, artan rekabet girişimi, yatırımların geri dönüşü sağlanamadan pazar dışına itebilir. Bu sebeple, finansal sonuçlara ilişkin hedefler zaman eksenli yapılmak zorundadır.

Yukarıda bahsedilen girişimin başarısını etkileyen girişim özellikleri, aynı zamanda girişimcilere nasıl bir girişime sahip olmaları gerektiği konusunda da fikir verecektir.

15.2.2. GİRİŞİMCİLERLE İLGİLİ OLANLAR

İşletme literatüründe girişimci tiplerinin sınıflandırılmasına ilişkin bir çaba söz konusudur.⁷⁷⁸ Sınıflama yapılan girişimcilerden aynı gruptan

777. Kotler, Philip, a.g.e.

778. Woo, Carolyn Y., ve diğerleri, "The Development and Interpretation of Entrepreneurial Typologies", *Journl of Business Venturing*, 1991, Vol. 6, No. 2, p. 93.

olanlar homojen, farklı gruptan olanlar ise heterojen bir yapı sergilerler. Bu sınıflama çabaları, birçok konuda farklılık arz eden girişimcilerin birbirlerinden ayrılmasında anahtar faktörlerin tespiti açısından önemli kabul edilir. Sınıflamanın diğer bir faydası ise, belirli bir sınıfa giren girişiminin davranışının nasıl değişkenlik göstereceğinin tahmin edilebilmesi imkanındır. Ayrıca, girişiminin katılım finansman şirketi ile ortaklık sözleşmesi öncesi değerlendirilmesinde önemli bir kriter oluşturur.⁷⁷⁹

Yapılan tanımlama çabalarında zanaatçı girişimciler ve fırsatçı girişimciler şeklinde iki grup girişimci olduğu üzerinde hemen hemen bir konsensüs vardır.⁷⁸⁰

Zanaatçı girişimciler genellikle sınırlı eğitim ve yönetim tecrübesine sahiptir. Bunlar, teknik işleri idari işlere tercih ederler. Genellikle, örgütsel ve finansal başarıdan ziyade ferdi özerkliğe duydukları ihtiyaçlar tarafından güdülenirler. Fırsatçılar ise yoğun tecrübeye ve yüksek seviyeli eğitime sahiptir. Fırsatçı girişimciler finansal kazançlar ve örgütsel başarılar tarafından güdülenirler.

Bu iki grup girişimci birçok özellik bakımından farklılık arz etmektedir. Örneğin girişim teklifi sunmadan önce farklı seviyelerde planlama ve bilgi toplama yöntemi kullanırlar. Sahip olunan girişimin büyüklüğü, sermayesi, ortakların sayısı ve niteliği, sahip olunan tecrübe, yönetsel süreçlerin biçimselliği, değişik fonksiyonlara ayrılan zaman, kontrol dönemlerinin süreci, otorite seviyeleri vb. konularda iki girişimci tipolojisi arasında bariz farklılık vardır.⁷⁸¹ Risk, değişime adapte olma, fırsatları yakalama, büyüme potansiyeli vb. konularda da iki girişimci grubu birbirinden ayırt edilebilir.

Girişimcilik konusunda yapılan araştırmaların büyük çoğunluğu, girişimcilerin hangi özelliklerinin girişimin başarısı ile ilgili olduğu konusundadır. Bu çalışmaların bir bölümü de, girişimci grupların birbirlerinden ayırt edici özellikleri üzerinedir.⁷⁸²

Zanaatçı girişimci risk almaktan kaçınır, çok yönlü ortaklar arama ve ortaklık kurma güdülerini zayıftır. Fırsatçı girişimci ise, yönetim alanında

779. Hall, John and Hofer, Charles W., a.g.e., s. 25.

780. Woo, Carolyn Y., ve diğerleri, a.g.e., s. 93.

781. Woo, Carolyn Y., ve diğerleri, a.g.e., s. 97.

782. Low, Murray B. ve MacMillan Ian C., "Entrepreneurship: Past Research and Future Challenges", **Journal of Management**, 1988, Vol. 14, No. 2, p. 142.

yenilik arama, zaman içinde sürekli değişim gösterme gibi güdülere sahiptir. Çevresel değişikliklere tepki verme de daha yeteneklidirler. Fırsatçı girişimci organizasyonu, dış sermaye kaynaklarını kullanarak, çeşitlilik ve yenilikçilik arz eden stratejileri uygulayarak hızlı büyüme gösterirler. Braden'in girişimcileri sınıflandırırken kullandığı teknikler ve yöneticiler şeklindeki sıfatlar, aslında zanaatkarlar ve fırsatçı girişimcilerle aynı şeyi ifade etmektedir⁷⁸³

Uygulamada girişimcileri sınıflandırmanın etkileri finansman arayan girişimcinin kendisi ve projesini değerlendirecek katılım finansman şirketi yönetici ve uzmanlarına rehberlik ederek, projenin muhtemel risklerini minimize etmesini sağlama noktasında kendisini gösterecektir.⁷⁸⁴ Katılım finansman sektörü zanaatkar girişimciden ziyade fırsatçı girişimcileri önemseyecektir; diğer bir deyişle, katılım finansman sektöründeki şirketler zanaatçı girişimciden ziyade fırsatçı girişimciye yatırım yapmayı isteyeceklerdir. Buna bağlı olarak zanaatçı girişimciyi fırsatçı girişimciden ayıran özelliklerin ortaya konması gerekir.

Teorik olarak, fırsatçı girişimcinin ne tür özelliklere sahip olması gerektiğine ilişkin çalışmalara literatürde rastlanmaktadır.⁷⁸⁵ Hoad ve diğerleri, başarılı bir girişimcinin içerik, vasıflar ve davranışlar, düşünsel üretkenlik ve kişilik şeklinde dört temel alanda bazı özelliklere sahip olması gerektiğini savunmaktadır.⁷⁸⁶

- **İçerik:** Girişimcinin işletme ve yönetimi konusunda formel bir eğitim alması anlamına gelir. Girişimci işletme kökenli okullardan, olmasa dahi, diğer mesleki bilgilerin üzerine işletme bilgisine sahip olmalıdır. Zira, girişimci erken aşama dönemlerinde geleceğe yönelik iş analizleri ve planları yapmak durumundadır.
- **Vasıflar ve davranışlar:** Sözlü iletişim, iş planı hazırlama ve sunma, kişiler arası ilişkileri içerir. Bu vasıflara ve davranışlara sahip olmayan bir girişimci, çoğu kere girişimini yatırımcılara fark ettiremeyecek veya yeteri kadar cazibesini anlatamayacaktır.

783. Aktaran, Woo, Carolyn Y., ve diğerleri, a.g.e., s. 96.

784. Hall, John and Hofer, Charles W., a.g.e., s. 25.

785. Low, Murray B. ve MacMillan Ian C., a.g.e., s. 140.

786. Hoad, Jacqueline N. ve Young, John E., "Entrepreneurship's Reguise areas of Development: A survey of Top Executives in Successful Entrepreneurial Firms", 1993, **Journal of Business Venturing**, Vol. 8, p. 119-121.

- **Düşünsel üretkenlik:** Üretken girişimler ortaya çıkarmanın temelinde üretken düşünce yatar. Üretken düşünce, mevcut bir çözümü daha farklı ve kolay yollarla gerçekleştirme, çevresel değişimleri çok çabuk algılayıp fırsatları görme, bu fırsatlara hitap edecek çözümler sunma gibi sıradışı bir olgudur. Üretken düşünme, bir genel değil istisnadır.

Bu üç alan üretken bilgi tabanı olarak tanımlanmaktadır. Yani, üretken bilgiyi bu üç alanın kombinezonu sağlayabilecektir. Bunlardan birinin yetersiz olması yenilikçi bir girişimin oluşmasını engelleyebilir.⁷⁸⁷

- **Kişilik özellikleri:** Başarılı girişimin ortaya çıkmasında dördüncü temel olan girişimcinin kişilik özellikleridir. Girişimcinin şu kişisel özelliklere sahip olması gerekir: Yüksek başarıma arzusu, özgür, atak ve bağımsız olma isteği, kendine hakim olabilme...vb. Kişisel özellikler çocukluğun ilk dönemlerinde başlar ve zamanla gelişir.

Bu dört gelişme aşaması, başarılı bir girişim için belirli derecede girişimcide bulunması gereken özelliklerdir. Bu özellikler şu şekilde özetlenebilir.

➤ **İçerik**

- Fonksiyonel işletme alanları
- Girişim yaratma
- Erken aşamada kar/büyüme hesaplama
- Ahlaki değer vb.

➤ **Düşünsellik**

- Fırsat arama
- Kaynak bolluğu
- Farklılıkları düşünme
- Benzerlikleri düşünme vb

787. Hoad, Jacqueline N. ve Young, John E., a.g.e., s. 132.

➤ **Yetenek ve davranış**

- Ağızdan sunum yeteneği
- Kişilerarası ilişkiler
- İşletme planlama yetenekleri

➤ **Kişilik karakteristikleri**

- Başarma arzusu
- Kendine hakim olma
- Belirsizliklere kolay tepki
- Özgürlük ve ataklık vb.

Diğer taraftan, Dubini girişimci ile ilgili etik, motivasyon, yetenek ve yeterlilik, finansal sonuçlara ilgi duyma şeklinde 4 parametrenin çok önemli olduğunu belirtmektedir.⁷⁸⁸

- **Etik kaygı:** Girişimcinin etik konusundaki sicili, girişimci imajının oluşması açısından çok önemlidir. Girişimcinin yatırımcısına sunacağı en önemli özelliği ahlaki sicilidir. Daha önce verilen sözleri tutmuş mu, kamu sağlığını tehdit eden projelere sahip mi kısaca, girişimcilik konusundaki ahlaki sicili ile ilgili yapı önem taşır.
- **Motivasyon:** Girişimcinin girişimine ne ölçüde inandığını, zamanını, parasını ve enerjisinin girişime harcama arzusunu saptama için motivasyonların dikkate alınması gerekir. Böylece, beklenmeyen bir durumda girişimcinin yeteri derecede girişime motive olup olmadığı da belirlenir. Girişimciler birden fazla ise ortak motivasyonun ölçülmesi önemlidir.
- **Yetenek ve yeterlilik:** Girişimin yerine getirilmesinde girişimcinin yetenek ve yeterliliği de oldukça önem taşır. Girişimcinin girişimi devam ettirecek yönetim bilgisi, tecrübesi, sektörü tanıma, gelişme potansiyeli, gelişmelere tepkisi vb, faktörler girişimcinin yetenek ve yeterliliğinin göstergeleridir.

788. Dubini, P., a.g.e., s. 188-189.

- **Finansal sonuçlara ilgi duyma:** Girişimciyi değerlendirmede son boyut, girişimcinin finansal sonuçlara ilgisidir. Bu özellik, zanaatkar girişimciyle, fırsatçı girişimciyi ayırmada önemli bir faktördür. Girişimci, girişimin hangi sürede başa baş noktasına ulaşacağı, zamanla hangi sabit maliyetlerin değişken maliyetlere dönüşebileceği, girişimden beklenen pazar payı, satış hedefi, toplam kar vb. finansal sonuçlarla da ilgili olmalı ve bunları girişim projesinde belirtmelidir. Bu durum, katılım finansman şirketi açısından oldukça olumlu olacaktır.

Teorik düzeyde, girişimcinin başarısını etkileyen faktörler bu şekilde tartışılırken, uygulamada katılım finansman şirketleri daha pratik yaklaşımlar kullanabileceklerdir. Katılım finansman sektöründe, katılım finansman şirketi girişimciyi seçerken bazı kriterleri ölçü olarak kullanabilir. Bu kriterlerin kullanılması, mükemmel girişimci arandığı anlamına gelmez. Ancak, katılım finansman şirketi bu kriterlerin en azından bir kaçını girişimcide görmek isteyecektir. Bu kriterler şunlardır:⁷⁸⁹ Dürüstlük, başarma arzusu, enerji, entellektüel seviye, bilgi düzeyi, yönetme kabiliyeti, düşünsel zeka.

Dürüstlük

Katılım finansman sektörü dürüst girişimcilere yatırım yapmak isteyecektir. Çünkü; dürüst olmayan girişimci günün birinde katılım finansman şirketine sırtını dönebilir. Dürüstlük kavramı aşağıdaki üç unsur da içerir.

- **Doğruluk:** Girişimcinin doğru söylemesidir. Girişime yatırım yapılması için gerçek olmayan şeyleri beyan etmez. Bu girişimcinin geçmiş dönemlerde yaptıklarından çıkartılabilir. Doğruluk, girişimci ile katılım finansman şirketi arasındaki güvenin de esasıdır. Katılım finansman şirketi ile girişimci arasındaki görüşmeler boyunca girişimcinin doğruluğuna ilişkin bir karara varılmaya çalışılacaktır.

⁷⁸⁹. Gladstone, a.g.e., s. 101-104.

- **Sadakat:** Girişimcinin sorumluluklarını yerine getirmesidir. Anlaşmalara ve sözleşmeye sadık kalan girişimci, katılım finansman şirketi tarafından tercih edilecektir.
- **Hakkaniyet:** Girişimcinin adalete inanmasıdır. Adalete inanmayan bir girişimci subjektif değerleri uğruna katılım finansman şirketini zor durumda bırakabilir.

Dürüstlük konusunda girişimcinin sicili katılım finansman şirketi için önemlidir. Dürüstlük konusunda, girişimcinin geçmişle ilgili referansları katılım finansman şirketleri için oldukça etkilidir.

Başarma Arzusu

Katılım finansman sektörü girişimcinin başarmaya ilişkin güçlü bir arzusunun olmasını ister. Katılım finansman şirketi, girişimcinin kullandığı parayı performansın ölçümü olarak kullandığından emin olmak isteyecektir. Dünyadaki en iyi bilgisayar yapmak takdir edilir, fakat bilgisayar karlı bir şekilde pazarlanamazsa bu yenilik katılım finansman şirketi için bir anlam ifade etmeyecektir.

Yeni bir işe başlamak, çok zor bir yola girmek demektir. Girişimcinin hedefe varma ve girişimi devam ettirme güdüsü içinde olması beklenir. Bu, başarma arzusunun bir göstergesidir.

Girişimcinin hedefe varmak konusunda sergileyeceği tutum da başarma arzusunun bir göstergesidir. Bu anlamda, katılım finansman sektörü kendini işletmeye ve işletmenin geleceğine adanmış girişimcileri arar. Girişimcinin tutumu hem zihinsel hem de davranışsal açıdan önemlidir. Hem zihinsel hem de davranışsal tutumu olumlu olan bir girişimci oldukça caziptir.

Başarma arzusuna sahip bir girişimci risk de yüklenecektir. Bir girişimde kazanmayı veya kaybetmeyi göze almak risk almak demektir. Riski yüklenen girişimci zamanını ve kaynaklarını girişime yatırarak, kendini bu yola adar. Girişimcinin yüklendiği riskler olmasaydı, ekonomiye yeni ürünler ve hizmetler kazandırmak mümkün olmazdı. Bu sebeple, girişimci iş dünyasının en özel kişisidir.

Girişimcinin direnci, gerek finansman sağlama sürecinde gerekse girişimi yönetme sürecinde, başarıma arzusunun en temel göstergelerindendir. Girişimcinin hedeflerine ulaşmasında dirençli olması demek, inat olması demek değildir. Katılım finansman sektörü dik başlı (inatçı) girişimcileri desteklemek istemeyecektir.

Enerji

Yeni bir girişime başlamak uzun zamanı ve yoğun çalışmayı gerektirdiğinden, girişimcinin enerjisinin yüksek seviyelerde olması gerekir. Başarılı girişimciler, enerjilerini verimliliklerini sağlamaya dönük nasıl kullanacaklarını bilir. Enerji hem zihinsel hem de fiziksel açıdan önemlidir. Girişimin başlatılması ve yürütülmesi sürecinde gerekli zihinsel ve fiziksel enerjiye sahip olmayan bir girişimci, girişimi yarım bırakma riskini taşır.

Entellektüel Seviye

Katılım finansman sektörü, girişimcinin entellektüel yapısı olmasını da bekler. Entellektüellik birçok faktörün bileşkesidir. İyi bir üniversite derecesi entellektüel olmanın bir göstergesi olmakla birlikte, üniversiteye gidemediği halde entellektüel olan birçok insan olduğu unutulmamalıdır. Katılım finansman sektörü için entellektüelliğin özellikleri; düşüncede mantıklı olmak, karmaşık durumları anlayabilmek, muhakeme yeteneğine sahip olmak ve rasyonel olmaktır. Katılım finansman şirketi girişimcinin entellektüel seviyesi ile ilgili ilk ipuçlarını girişim teklifinde değerlendirecektir.

Bilgi Düzeyi

Günümüz girişimcileri genelde iyi bir eğitim görmüş ve bir üniversite bitirmiş oluyorlar. Katılım finansman sektörü girişimcinin eğitimi ile ilgili alanda uzmanlık kazanmış olmasını ister. Bunun sebebi, girişimcinin eğitim sürecindeki performansın iş hayatındaki performansına ilişkin bir gösterge kabul edilmesidir. Bunun yanında girişim projesinin değerlendirilmesi sürecinde girişimcinin mesleki alt yapısı da tam bir incelemeye tabi olur.

Girişimcinin sahip olduğu bilgi sadece üniversite eğitiminden değil, başka yollardan da gelir. Katılım finansman sektörü, bilgi düzeyi kapsamında biçimsel bilgi dışında en çok tecrübeyi önemseyecektir. Geçmişteki başarısızlıklardan ne tür dersler alındığı, içinde olunmak istenen sektör hakkında ne tür bir tecrübeye sahip olunduğu ve ilgili sektörde başarıyı yakalayacak düzeyde bilgi düzeyine sahip olup olmadığı konularında katılım finansman şirketleri bazı belirtiler yakalamaya çalışacaktır.

Girişimcinin tecrübesi ile ilgili en fazla geçmiş iş hayatına ilişkin biçimsel deliller aranır. Bu deliller, bilim adamlarının yaptığı önemli akademik çalışmalar değildir. Katılım finansman şirketinin girişimciden beklentisi, girişimi kurup, personeli ve firmayı yürütecek şekilde organize etmesidir.

Yönetme Kabiliyeti

Girişimci, yeni girişimleri ortaya çıkaran, bununla güdülenen yenilikçi insanlardır. Fakat, bir çok girişimci tecrübeli birer yönetici olamamaktadır.

Katılım finansman şirketleri için girişimci, işletmenin geleceği ve çalışanları için sorumluluk duymalıdır. Girişimcinin yönetme kabiliyetine sahip olabilmesi için liderlik özellikleri taşıması gerekir. Çalışanları ve yönetim takımını motive etmeli, girişimin vizyonunu çalışanlara anlatabilmeli ve vereceği direktiflerin yerine getirileceğinden emin olacağı bir örgüt yapısı oluşturmalıdır.

Liderlik, işletme okullarında geniş bir şekilde anlatılmakla birlikte, girişimcilik açısından önemine çok az değinilmektedir. Lider bir girişimci, küçük bir girişimi hedeflerine taşıyacak liderlik vasıflarına sahip olur. Girişimin tümü için kişisel sorumluluk ve risk alma, beklenmedik bir durumla karşılaşıldığında riski tolere etme cesaretine de sahip olmalıdır. Bir anlamda liderlik, bir işi bizzat yaparak veya başkalarına yaptırmak suretiyle hedefe varmaktır.

Girişimcinin sadece işletmeyi yönetmesi yetmez. Bulunduğu sektörde rekabet durumu, piyasa yapısı, sektörün geleceği, makro ekonomik gelişmeler vb. makro çevre hakkında da tespitler yapması ve bu tespitleri kararlarında kullanması gerekir. Çevresel değişimlerden kaynaklanan

fırsatların ve tehditlerin tespiti girişimcinin güçlü bir sezgiye ve anlama yeteneğine sahip olmasını gerektirir.

Düşünsel Zeka

İyi bir girişimci, eski problemlere etkin çözümler sunar. Yenilikçi bir girişimin değeri, ihtiyaçlara cevap verme derecesi ile ölçülür. Katılım finansman şirketleri, iş dünyasında yeni girişimler ortaya çıkarmada girişimciyi katalizör olarak göreceklidir.

Girişimcinin düşünsel zekaya sahip olması becerikli ve problem çözücü olması sonucunu doğurur. Herhangi bir konuda daha önce denenmemiş çözümleri keşfedebilmelidir. Düşünsel zeka, doğuştan var olan bir özellik olmakla birlikte, çevresel şartların etkisiyle gelişebilir.

Düşünsel zekaya sahip olmak demek hayalperest olmak demek de değildir. Düşünsel zekaya sahip girişimci gerçekçi de olmalıdır. Aksi halde, üretime dönük fikirler iş hayatına ulaşamaz. Düşünsel zekaya sahip girişimciler doğaları gereği pozitif düşünürler. Ne istediklerini ve istemediklerini gerçekleştirmek için ne yapmak gerektiğini de bilirler.

Sayılan bu yedi faktör, katılım finansman şirketinin girişimciyi değerlendirmede önemseyecekleri faktörlerdir. Ancak, katılım finansman şirketi yöneticileri hiç bir zaman bir girişimcinin bu yedi özellik alanında da iyi olmasını beklememeleri gerekir. Çünkü, bu derece iddialı girişimci ya bulunamaz ya da sayıları çok az olur. Bu sebeple, bu faktörlerden daha önemli olanların değerlendirmek suretiyle bir karara varılabilir. Örneğin, bir katılım finansman şirketi için dürüst olduğu ve yönetme kabiliyeti olduğu sicilinden belgelenmiş bir girişimcinin, başarma arzusuna da sahip olduğunu tespit etmesi durumunda diğer faktörleri çok fazla önemsemesinde fayda olmayabilir. Zira bu yedi faktörden bir kaçına sahip girişimci sayısı bile oldukça azdır.

15.2.3. KATILIM FİNANSMAN ŞİRKETLERİ İLE İLGİLİ OLAN ÖZELLİKLER

Katılım finansman sektöründe bir girişimin başarısını (dolayısıyla katılım finansman sektörünün karlılığını) etkileyecek faktörlerden bir

tanisi de katılım finansman şirketlerinin yapısıdır.⁷⁹⁰ Bu sebeple, katılım finansman şirketlerinin girişimin başarısını etkileyecek yapısal faktörler incelenmelidir.⁷⁹¹ Böyle bir yaklaşım, katılım finansman şirketlerinin de daha iyi anlaşılmasını sağlayacaktır. Katılım finansman şirketlerinin karlılığını organizasyonel yapı ve yatırım politikaları da etkileyebilir. Bunun yanında, büyük sermayeye sahip bir katılım finansman şirketinin sahip olduğu “ölçek ekonomisi” avantajı sayesinde yatırım yaptığı girişimin büyüklüğü, girişim sayısı ve katılım finansman şirketinin istihdam ettiği personele bağlı olarak, katılım finansman şirketi karlılığı değişebilecektir.⁷⁹²

Buna göre, katılım finansman şirketlerinin iki temel boyutu karlılığı önemli derecede etkileyecektir: Stratejik yaklaşımlar ve şirket büyüklüğü ve şirket büyüklüğüne bağlı olarak personel politikası, yatırımların çeşitlendirilmesi, girişime finansman dışı destekler ve girişimlerin değerlendirilmesidir.

15.2.3.1. KATILIM FİNANSMAN ŞİRKETLERİNİN STRATEJİLERİ

Katılım finansman şirketlerinin yatırımlarının ve sektördeki profesyonellerin artması sektörün olgunlaştığı anlamına gelecektir.⁷⁹³ Bu durum, rekabetin artmasına sebep olur. Bu sebeple katılım finansman sektöründeki her şirket kendine özgü stratejilerini tasarlamak ve uygulamak durumundadır. Artan rekabet ortamında strateji geliştirmek isteyen bir şirket rekabet üstünlüğü içeren hassas öğeleri ortaya koymalıdır.

Rekabetçi stratejiler geliştirirken, bir taraftan sektördeki fırsat ve tehdit unsurlarının, diğer taraftan şirketin güçlü ve zayıf yanlarının saptanması gereklidir. Uzun vadede nispeten genç bir katılım finansman sektöründe faaliyet gösteren katılım finansman şirketlerinin şu rolleri yerine getirmeleri gerekir.⁷⁹⁴

790. Dorsey, Terry K., The Measurement and Assessment of Capital Requirements, Investment Liquidity and Risk for the Management of Venture Capital Fund, 1977, Yayınlanmamış Doktora Tezi, The University of Texas at Austin, Austin. TX. USA, s. 43.

791. Dorsey, Terry K., a.g.e., s. 43.

792. Dorsey, Terry K., a.g.e., s. 44.

793. Schröder, C., a.g.e., s. 108.

794. Schröder, C., a.g.e., s. 108.

- Yatırımın getirisine ilişkin standartları, yatırım sözleşmeleri ve katılım finansman şirket yatırımcılarının haklarını koruma altına almaları,
- Katılım finansman şirketlerinin üretici faaliyetlerinin etkinliğini artırmak için değişik stratejiler geliştirilmesi,
- Şayet var ise, uluslararası katılım finansman şirketleri de dahil olmak üzere, potansiyel rakiplerin sektöre giriş imkanları hakkında karar verebilmek için sürekli ve dikkatli piyasa gözlemleri yapılması.

Sektörün değişim potansiyeline ilişkin dinamikleri saptayabilmek için, stratejik bakılması gerekir. Katılım finansman şirketlerinin uzun dönemli karakterinden dolayı, hem katılım finansman şirketleri hem de girişim işletmeleri maliyetleri birbirlerinin üzerine yıkmaya çalışabilirler. Bu sebeple, katılım finansman sektörü sınırlı kaynaklara sahipse kısa ve orta vadede etkileyici değişimler yaşayabilirler.⁷⁹⁵

Strateji geliştirmek çabasında olacak olan katılım finansman şirketi, rakiplerin analizi yanı sıra, yatırımcı ve girişimcileri de hedef alan bakış açısına sahip olması gerekir. İhtisaslaşma derecesi, dikey bütünleşme, ürün/yöntem anlamında teknoloji avantajı, öğrenme eğrisi, ölçek ekonomisi, sunulan diğer hizmetler gibi farklı stratejiler, parametreler setinin birer fonksiyonudur.⁷⁹⁶

Genç bir katılım finansman sektöründe biçimsel olmayan ilişkiler ağı oluşturmak oldukça güçtür. Bu nedenle, katılım finansman profesyonelleri yeni bir girişimin ön incelemesine oldukça zaman ayıracaklardır. Katılım finansman sektörü gelişmiş olsa, bu aşamada daha az zaman harcanacak ve ilişkiler ağı kullanılacaktır.

Diğer taraftan, genç katılım finansman sektörlerinde konsorsiyum şeklindeki yatırımlar oldukça az olacaktır. Gelişmiş bir katılım finansman sektöründe çok sayıda konsorsiyum yatırımı olabilir. Bunun sebebi, gelişmiş katılım finansman sektörlerinde konsorsiyum liderine yatırımcılar güven duyarken, yeni (genç) katılım finansman sektörlerinde bu güveni oluşturmak oldukça zordur.⁷⁹⁷

795. Schröder, C., a.g.e., s. 108.

796. Schröder, C., a.g.e., s. 110.

797. Lorenz, Tony, a.g.e., s. 115.

Katılım finansman şirketlerinin stratejik düşüncesinin temelinde farklılaşarak rekabet üstünlüğü sağlama güdüsü yer alır. Risk sermayesi sektörünün geliştiği ABD’de bu farklılaşma nispeten sağlanmıştır.⁷⁹⁸ Bir uçta çok amaçlı büyük risk sermayesi şirketleri, diğer uçta küçük pazar dilimlerini (niche-market) hedefleyen butik türü küçük risk sermayesi şirketleri vardır.

Katılım finansman sektörünün gelişmişliğini karakterize edecek unsurlardan ikisi, iş standardı ve sektör kültürünün geliştirilmiş olmasıdır. Katılım finansmanı proje tekliflerinin bulunması ve seçiminden oluşan değerlendirme süreci, katılım finansman sürecinin omurgası olarak kabul edilebilir. Katılım finansman sektörünün yaşam sürecinin konumuna göre izlenecek stratejiler farklı olacaktır. Risk sermayesi sektörün geliştiği ABD’de yatırım süreci oldukça standardize edilmiştir. Buna göre, katılım finansman şirketleri açık bir şekilde yatırım kriterlerini ortaya koymalıdır. Genç bir katılım finansman sektöründe ise yatırım stratejileri ve kriterleri açık olarak belirtilmediği için, katılım finansman şirketlerinin kalitesi konusunda da bir standart olmayacaktır.⁷⁹⁹

15.2.3.2. KATILIM FİNANSMAN ŞİRKETİNİN BÜYÜKLÜĞÜ

Katılım finansman şirketinin sahip olduğu sermaye miktarı, nihai başarı için çok hassas bir belirleyicidir.⁸⁰⁰ Mevcut sermaye kaynaklarının seviyesi hem direk karlılığın hem de karlılığı etkileyen diğer faktörlerin belirleyicisidir.⁸⁰¹ İşinin ehli personel istihdamı, yatırımlardaki kayıpları karşılama, satılabilir büyüklüğe gelene dek yatırımları finanse etmek için katılım finansman şirketleri büyük miktarda sermayeye ihtiyaç duyacaklardır.

Katılım finansman şirketinin yeterli sermayeye sahip olması, girişim tekliflerini değerlendirmek ve girişime finansman dışı destek vermek için yeteri kadar personel istihdam etme, girişime finansman desteği sunma imkanı verecektir.⁸⁰²

ABD’de risk sermayesi şirketlerinin operasyonlarına ilişkin

798. Bygrave, William D. and Timmons Jeffry A, a.g.e., s. 52.

799. Lorenz, Tony, a.g.e., s. 125.

800. Dorsey, Terry K., a.g.e., s. 47.

801. Dorsey, Terry K., a.g.e., s. 48.

802. Dorsey, Terry K., a.g.e., s. 48.

yapılmış bir çalışma, şirket büyüklüğünün karlılık açısından önemli olduğu sonucuna varmıştır.⁸⁰³ Bu çalışmaya göre, yatırım portföyünde çeşitlendirmeye gitme, yatırımların likit hale dönüştürülmesi süreçlerinde büyük miktarda sermayeye ihtiyaç vardır. Dorsey (1977) ise yaptığı çalışmada, daha büyük girişim portföylerine sahip risk sermayesi şirketlerinin, daha fazla başarı gösterdiğini saptamıştır. Bu çalışmada, başarılı girişimlere yatırım yapılmasıyla, yatırılan risk sermayesi miktarı arasında ilgi bulunmuştur.

Katılım finansman şirketlerinin yatırım yapacağı girişimler her ne kadar farklı miktarlarda finansmana ihtiyaç göstereceklerse de yüksek büyüme eğilimi sergileyen girişimler, daha düşük büyüme sergileyen girişimlere göre daha fazla finansmana ihtiyaç duyacaklardır. Yeni bir ürünü/hizmeti geliştirmek, üretmek ve pazarlamak önemli miktarda sermayeye ihtiyaç gösterir. Büyümeye eşlik eden yüksek miktarlardaki alacak hesabı da, finansman için önemlidir.

Katılım finansman şirketlerinin yapacağı ortalama yatırım büyüklüğü ile girişim portföyünün büyüklüğünün pozitif bir ilişkiye sahip olması beklenebilir. Buna göre, sermaye olarak daha büyük katılım finansman şirketleri, daha küçük katılım finansman şirketlerine göre, daha büyük bir ortalama yatırım miktarına sahip olacaklardır.⁸⁰⁴

Katılım finansman şirketinin büyüklüğü ile personel politikası, finansman dışı hizmeti verme, yatırımların çeşitlendirilmesi arasında da bir ilişki beklenebilir.

15.2.3.2.1. KATILIM FİNANSMAN ŞİRKETİNİN

BÜYÜKLÜĞÜ-PERSONEL POLİTİKASI İLİŞKİSİ

Katılım finansman şirketinin büyüklüğüne bağlı olarak değişecek önemli bir ölçü personel yoğunluğudur.⁸⁰⁵ Personel yoğunluğu, profesyonel personel sayısının girişimlere yatırılan sermaye miktarına bölünmesi ile elde edilir. Personel sayısı, girişimleri gözden geçirecek ve finansman dışı hizmet sunmayı düşünen katılım finansman şirketi için en

803. Dorsey, Terry K., a.g.e., s. 48.

804. Dorsey, Terry K., a.g.e., s. 177.

805. Dorsey, Terry K., a.g.e., s. 53.

önemli faktörlerden birisidir. Toplam sermayeleşme ile personel sayısı arasındaki ilişki yönünden şu saptamalar yapılabilir:⁸⁰⁶

- Daha fazla sermayeli katılım finansman şirketleri, daha az olanlara göre daha büyük personel yoğunluğuna sahip olacaktır.
- Bir katılım finansman şirketinin portföyündeki başarılı yatırım oranı, personel yoğunluğu ile doğrudan ilişkili olacaktır.

Girişimlerin faaliyette bulunduğu sektörler ve içinde bulunulan gelişim aşamaları personel temini açısından önem arz eder. Bu hususta Avrupa ve EBD'deki risk sermayesi uygulamaları yol göstericidir. Risk sermayesi sektörünün çok genç olduğu Avrupa'da yetenekli yönetici yetersizliği söz konusudur.⁸⁰⁷ Gelişmiş Amerikan risk sermayesi piyasasında, iyi üniversitelerden derece almış, kurumsal finans analizinde tecrübeli personel, şirket içi eğitime tabi tutulur.⁸⁰⁸

Avrupa risk sermayesi piyasasındaki profesyonellerin büyük bölümü, ticari bankaların kredi bölümlerinden transfer edilmiştir. Bu elemanlar, bankacılık ortamında kredi finansmanı düzenlemelerinde kullandıkları kuralları kullanarak risk sermayesi finansmanını düzenlerler.⁸⁰⁹ Bu durum, doğal olarak girişimcilerin değerlendirilmesinde etkinliği düşürmektedir.

Katılım finansman şirketlerinin personel politikaları, finansman mühendisi olarak uluslararası eğitim görmüş insanların, iş sürecinde eğitimi yoluyla istihdam edilmesi ve sektörel tecrübeye, genel yönetim yeteneklerine sahip orta seviye yöneticilerle entegre edilmesini gerekli kılar. Böylece, girişim teklifi ve gelecekteki finansal beklentiler entegre edilir. Bu tür bir güvence, uzun dönemde katılım finansman sektörüne kendini adanmış girişimci yönetici, ortak danışman olarak davranacak personelin oluşması demektir.⁸¹⁰

Katılım finansman şirketlerinin performansı önemli derecede yöneticilerin yeteneklerine bağlı olacaktır.⁸¹¹ Bu yetenekler, özellikle yeni bir girişimin büyüme potansiyelini değerlendirmek ve yatırım yapılan

806. Dorsey, Terry K., a.g.e., s. 53.

807. Schröder, C., a.g.e., s. 111.

808. Schröder, C., a.g.e., s. 111.

809. Schröder, C., a.g.e., s. 112.

810. Schröder, C., a.g.e., s. 117.

811. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 7.

girişimin başarılı olmasını sağlamada ortaya konur. Bu ise, sadece finansal uzmanlık değil, sektör yönetimi, piyasa araştırması, satış ve benzeri konularda tecrübeyi gerektirir.⁸¹²

Gelecekte, gelişmiş katılım finansman piyasalarında yatırımcılar ve parlak girişimlerin cezbedilmesi zorlu bir faaliyet olacaktır. Başarılı olacak katılım finansman şirketleri, farklı sektörlerde parlak proje tekliflerini cezbeden, özel alanlarda tecrübe ve bilgi sahibi olanlar olacaktır.⁸¹³

15.2.3.2.2. ŞİRKET BÜYÜKLÜĞÜ, PERSONEL POLİTİKASI VE FİNANSMAN DIŞI DESTEK SUNMA İLİŞKİSİ

Katılım finansman şirketlerinin girişimlere sağladığı sermaye dışı destek hands-on olarak ifade edilir. Hands-on yardımı, katılım finansman personelinin ve dolayısıyla şirket büyüklüğünün bir fonksiyonudur. Finansman dışı yardımlar, katılım finansman sektörünü diğer finansal sektörlerden ayıran temel bir özelliktir.⁸¹⁴

Finansman dışı destek hesaba katıldığında üç temel katılım finansman şirketi kategorisi olacağını belirtmek gerekir.⁸¹⁵ Birinci kategoride, girişime finansman dışı herhangi bir destek sunmayan katılım finansman şirketleri yer alır. İkinci kategoride, finansman desteği dışında, girişimle ara sıra temasa geçen ve kısıtlı olarak finansman dışı destek sunan katılım finansman şirketleri yer alır. Bunlara yarı aktif katılım finansman şirketleri de denir. Üçüncü kategoride, aktif katılım finansman şirketleri vardır. Bu gruba giren katılım finansman şirketleri girişimin bütün aşamalarına finansman dışı destek verecek kaynaklara sahiptir. Bu tip katılım finansman şirketleri girişimin performansında bir düşüş gördüklerinde hemen yönetimi ele alabilirler. Finansman dışı politikaların temelinde değer oluşturmak endişesi yer alır. Böylece, girişimin başarı şansını artırmak mümkün olur.

Katılım finansman şirketleri, yeni girişimlerin doğasında var olan tipik problemlere aşına olacaklarından, çözüm yolları konusunda uzmanlaşacaklardır. Finansman dışı desteği sadece büyük katılım

812. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 8.

813. Schröder, C., a.g.e., s. 125.

814. Dorsey, Terry K., a.g.e., s. 57.

815. Dorsey, Terry K., a.g.e., s. 57.

finansman şirketleri sunabilecektir. Çünkü, aktif destek sunabilecek personele sadece büyük katılım finansman şirketleri sahip olabilir.

Portföyü oldukça geniş olan bir katılım finansman şirketi, girişimcinin talep ettiği finansman dışı desteği sunabilecek yetenekli yöneticilere de sahip olmalıdır.

15.2.3.2.3. KATILIM FİNANSMAN ŞİRKETİNİN BÜYÜKLÜĞÜ VE YATIRIMLARIN ÇEŞİTLENDİRİLMESİ İLİŞKİSİ

Katılım finansman şirketi karlılığını katılım finansman şirketinin büyüklüğüne bağlı olarak belirleyen faktörlerden bir tanesi de, belirli bir dönemde değerlendirilen proje teklifi ve finanse edilen girişim sayısıdır.⁸¹⁶

Katılım finansman şirketinin çok sayıda girişim teklifini incelemesi, başarı potansiyeline sahip girişimlerin daha sağlıklı ve ayrıntılı incelemesine imkan verir. Çok sayıda girişim teklifinin değerlendirilmesi ve birbirleri ile karşılaştırma imkanı, başarılı projelerin seçimi sürecinde alternatif sayısının çok olmasını da sağlar.

Yatırım için birçok girişimin/girişimcinin değerlendirilmesi yanı sıra, finanse edilen girişim sayısının artması da karlılığı artırabilir. Bu şekilde, başarısızlık riskini diğer yatırımlar üzerine dağıtarak toplam karlılığa olumsuz etki minimize edilmiş olur. Çok sayıda yatırımı değerlendirmek ve finanse etmenin şu yararlarından söz edilebilir.⁸¹⁷

- Yatırım portföyü daha geniş olan katılım finansman şirketleri, daha dar olanlara göre daha yüksek oranda başarılı girişime sahip olurlar.
- Daha fazla sermayeye sahip katılım finansman şirketleri, daha az sermayeye sahip olanlara göre daha fazla sayıda girişime destek sağlarlar.

816. Dorsey, Terry K., a.g.e., s. 55.

817. Dorsey, Terry K., a.g.e., s. 56.

15.3. KATILIM FİNANSMAN SEKTÖRÜNDE KAMU POLİTİKALARININ ETKİLERİ

Katılım finansman sektörünün gelişimini etkileyecek faktörlerden bir tanesi de kamu politikalarıdır. Kamu politikalarının girişimlerin likidasyonu, vergi düzenlemeleri ve düzenleyici yapı ile ilgili alanlardaki düzenlemeleri katılım sektörünün gelişimini etkileyecektir.

15.3.1. GİRİŞİMİN LİKİDİTASYONUNA İLİŞKİN DÜZENLEMELER

Katılım finansmanının bir aşaması da katılım finansman şirketlerinin girişimlerdeki katılım paylarının satış dönemidir. Bu dönemde, katılım finansman fonlarının beklenen karı katılım belgelerinin satışıyla gerçekleşecektir. Katılım finansman şirketlerinin girişimleri finanse etmelerindeki amacı, ileride katılım belgelerini satmaktır. Sahip olunan fonlar bu doğrultuda kullanılacaktır. Katılım finansman şirketine katılan sermayedarlar uzun bir süre dağıtılacak kar paylarından vazgeçmek isteyebilir. Bu durumda, katılım finansman şirketi girişim işletmesindeki katılım paylarını satacaklardır. İki nedenden dolayı, girişimlerdeki katılım payları satılmak istenebilir.⁸¹⁸

- Bu işlemin katılım finansman şirketinin sermayedarları için bir gelir oluşturması ve başka girişimlerdeki kayıpları karşılaması.
- Bu işlemin katılım finansman şirketinde sermayenin tekrar oluşması ve başka girişimlerin desteklenmesini sağlaması.

Katılım finansman şirketi girişimlerdeki paylarını başlıca iki gruba satabilir.⁸¹⁹ Birinci grup büyük sanayi işletmeleridir. İkinci grup ise, geniş halk kitlesidir. Birinci gruba satışın temel güdüsü rekabet olacaktır. Ancak, katılım finansman şirketleri genelde ikinci yolu tercih edeceklerdir. Bu yolla, girişim işletmesinin payları geniş halk kitlelerine satılabilmektedir. Bunun sağlanabilmesi gelişmiş bir sermaye piyasasının varlığını gerekli kılar.⁸²⁰

818. Fettahoğlu, Abdurrahman, a.g.e., s. 29.

819. Fettahoğlu, Abdurrahman, a.g.e., s. 29.

820. Fettahoğlu, Abdurrahman, a.g.e., s. 29.

Katılım finansmanının genelde, fazla emisyoncu olmayan küçük ve orta ölçekli ve/veya yeni kurulan girişimler için söz konusu olduğu hesaba katılırsa, katılma paylarının (hisse) alınıp satılabilmesi gerekir. O halde, borsaya kayıtlı olmayan girişimlerdeki katılım paylarının da rahatça alınıp satılabileceği yan bir piyasanın ve gelişmiş bir sermaye piyasasının olması gerekir.⁸²¹

Girişimlerdeki katılım finansmanı olarak katılım paylarının satışının borsa üzerinden yapılması daha verimli olabilir. Risk sermayesi uygulamaları incelendiğinde, katılım paylarının büyük işletmelere satışıyla kıyaslandığında, borsadaki satışların en yüksek karı sağladığı görülmektedir. Katılım belgelerindeki değer artışı, yüksek getirilerin elde edilmesini sağlar. Borsa, katılım finansman şirketinin paylarının tamamının veya bir kısmının satılabileceği şekilde düzenlenmelidir. Katılım belgelerinin halk tarafından satın alınması katılım finansman şirketi açısından güç ve prestij unsurudur.⁸²²

Bir sermaye piyasası üç durumda katılım finansman şirketlerinin yatırım yaptığı girişimlerin hisse senetlerinin satışını olanaklı kılar:⁸²³

- Girişim açısından borsaya giriş koşullarının çekici olması
- Genç girişimlerin borsaya girişlerinde sınırlamalar olmaması
- Sermaye piyasasının yeni satış tekliflerini karşılayacak birikime sahip bulunması

Bu üç koşul sağlanmadığında sermaye piyasasında girişimin hisse senetlerinin satışı güçleşir.

15.3.1.1. GİRİŞİMİN BORSAYA GİRİŞE HAZIR OLMASI

Bazı koşullar girişimin borsaya kote olmasını çekici kılmayabilir.⁸²⁴ Çünkü, borsaya giriş girişime bazı avantajlar yanında dezavantajlarda getirir. Girişimin paylarının satışı, girişimcinin karar almadaki serbestisini kısıtlayabilir. Bir yandan, yeni ortaklar bilgi edinme ve denetim hakkına sahip olurken, diğer yandan kamuoyunu bilgilendirme yükümlülüğü altına girilmektedir. Borsaya girişin neden olacağı diğer bir olumsuzluk,

821. Fettahoğlu, Abdurrahman, a.g.e., s. 29.

822. Fettahoğlu, Abdurrahman, a.g.e., s. 30.

823. Fettahoğlu, Abdurrahman, a.g.e., s. 30.

824. Fettahoğlu, Abdurrahman, a.g.e., s. 30.

doğrudan ve dolaylı emisyon, yayınlama ve diğer giderlerin sürekli karşılanması zorunluluğudur. Dolaylı emisyon gideri, ortaklığın hukuki şeklini değiştirmesinden kaynaklanır.

15.3.1.1.1. GENÇ VE BÜYÜME POTANSİYELİNE SAHİP İŞLETME- LERİN BORSAYA GİRİŞİNE İLİŞKİN SINIRLAMALAR

Katılım finansmanı girişiminin borsaya girişini engelleyebilecek diğer bir faktör, borsaya girişi engelleyen kısıtlamalardır.⁸²⁵ Katılım finansman girişiminin kurulmasından sonra bir kaç yıl içinde borsaya girmesi planlanır. Ancak, çoğunlukla bu gerçekleşmeyecektir. Bu durumdaki girişimlerin likit hale dönüşebilmesini sağlayacak yan piyasalara ihtiyaç vardır. Risk sermayesi sektörünün gelişmiş olduğu bir çok ülkede, bu durumdaki girişimlerin likit hale dönüştürüldüğü 2. ve 3. piyasalar oluşmuştur.⁸²⁶ Bu piyasalar sayesinde; genç, başarılı ancak küçük ve orta ölçekli girişimler borsaya girebilmektedir. ABD’de “tezgah üstü” (Over-the counter market) piyasası buna örnek gösterilebilir.

Ana borsayla karşılaştırıldığında yan borsalarda küçük ölçekli ve büyüme potansiyeline sahip girişimler daha kısa sürede borsaya girebilmektedir.⁸²⁷ İşletme bağımsızlığının korunması için sahip olunması gereken sermaye payının düşük olması, kamuyu aydınlatma koşulu yan piyasaların önemli niteliklerindendir.

Katılım finansman sektörünün gelişmesi için oluşturulacak özendirici düzenlemelerin başında, girişimin hisse senetlerinin sermaye piyasasına girişini kolaylaştırıcı şekilde olması gelir.

Katılım finansman sektörünün işlerliği ve etkinliği kurumsal yapı ve koşulların gelişmesine bağlıdır. Yeterli ölçüde kurum ve kuruluşun varlığı, sektörün etkin çalışması açısından önemlidir. Örgütlenmiş piyasadan katılım finansmanı sağlamak birçok engellerle karşı karşıya olabilir. Piyasa koşulları konusundaki engelleri iki grupta toplamak mümkündür:⁸²⁸

825. Fettahoğlu, Abdurrahman, a.g.e., s. 31.

826. Fettahoğlu, Abdurrahman, a.g.e., s. 31.

827. Fettahoğlu, Abdurrahman, a.g.e., s. 32.

828. Fettahoğlu, Abdurrahman, a.g.e., s. 36.

- **Ortaklık türü ve piyasa giriş koşulları:** Girişimin ölçek ve hukuki yapısı borsaya kaydolacak girişimin sayısını sınırlandırmaktadır.
- **Piyasa bölümlendirmesinin yetersizliği:** Sermaye piyasalarındaki diğer bir kısıtlama ise piyasaların yeterince bölümlendirilmemesidir. Piyasa bölümlendirilmesi düşüncesinin temeli, çeşitli tür ve kalitede menkul kıymet için farklı piyasaların ve ticari yöntemlerin olması gerektiğidir.

Bölümlendirme ve kademeleştirmenin yapılmadığı bir borsa gerçekçi sayılmaz.⁸²⁹ Schmidt'e göre, homojen bir borsa hem gerçekçi hem de ekonomik olmaz.⁸³⁰

Diğer taraftan bir piyasanın kademeleştirilmesinin üç nedeni vardır:⁸³¹

- Küçük ve büyük ortaklıklarının pay senetleri farklı satış özelliklerine sahiptir.
- Kamuyu bilgilendirme ve diğer kaydolma koşullarının satış özelliklerine göre kademeleştirilmesi gerekmektedir. Çünkü, düşük düzeydeki hisse senedi satışları az hissedar sayısına dayanmaktadır.
- Küçük girişimlerin hisselerinin alınıp satılması ortalamanın üzerinde kur dalgalanmasını gerektirmektedir. Ticarete özgü bulunan bu risk, genç işletmelerin yüksek işletme riskinden kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla yatırımları yönlendirme amaçlı yüksek riskli küçük ortaklık payları, diğer gelişmiş büyük işletmelerin pay senetlerinden daha farklı bir yerde alınıp satılmasıdır.

Ülkemizde riskli sermaye sağlama aracı olan hisse senetlerinin alım ve satımı birinci ve ikinci piyasada yapılmaktadır. Gelişmiş ülkelerde hisse senedi ticareti, farklı hükümlerin geçerli olduğu iki ayrı bölümde yapılmaktadır.

Katılım finansman girişimlerinin kolayca elden çıkarılmasını sağlayan kanalların mevcudiyeti, sektörün gelişmesini etkileyecek önemli bir

829. Fettahoğlu, Abdurrahman, a.g.e., s. 37.

830. Aktaran, Fettahoğlu, Abdurrahman, a.g.e., s. 37.

831. Fettahoğlu, Abdurrahman, a.g.e., s. 37.

faktördür. İkinci el pazar (second tier markets) ve kot dışı pazar'ın teşviki ve tesis edilmesi katılım finansman faaliyetlerini teşvik edecek yollar olarak kullanılabilir. Bu tür piyasalar kotasyon kriterleri açısından daha az kısıtlama içerir. Örneğin, minimum şirket faaliyet süreci, diğer piyasaların aradığından daha kısa olabilir. Ayrıca bu tür piyasalarda kotasyon ücreti daha düşük olabilir.

1980 yılında, İngiltere'de ikincil bir piyasa oluşturulmaya çalışılmıştır. Küçük Anonim Ortaklık (Public Limited Companies) hisselerinin ticaretinin yapılabilmesi için ayrı bir piyasa, "Kot Dışı Menkul Kıymetler Piyasası" (Unlisted Securities Market) oluşturularak risk sermayesi sektörünün gelişimine önemli bir katkı sağlanmıştır.⁸³² 1983 yılında Fransa da aynı amaçla bir ikincil piyasa kurulmuştur.⁸³³

Tezgahüstü piyasaların doğaları gereği daha özel niteliğe sahiptir. Dünyadaki en büyük tezgahüstü piyasası ABD deki NASDAQ (National Association for Security Dealers Automated Quotations) dir. NASDAQ da işlem gören firmaların sayısı New York borsasında işlem görenden fazladır. Bygrave ve Timmons (1985) tezgahüstü piyasa faaliyetlerinin risk sermayesi şirketlerine fon akışına olan etkisini araştırmışlardır.⁸³⁴ Bu araştırmaya göre, yeni senet ihracı ve NASDAQ endeksi ile ölçülen tezgahüstü piyasanın sağlık durumunun, risk sermayesi şirketlerine fon akışında çok olumlu bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. New York borsasında ise, böyle bir etki olmadığı belirlenmiştir. Diğer taraftan, 1991 yılında Japonya tezgahüstü piyasalarda görülen büyüme, yeni risk sermayesi şirketlerinin kurulmasını teşvik etmiştir.⁸³⁵

Tezgahüstü piyasalarının gelişmekte olan ülkelerdeki örneklerinden bir tanesi, Singapur tezgahüstü piyasası SESDAQ (Stok Exchange Of Singapore Dealing and Automated Quotation System)'dir. SESDAQ, ana borsaya göre daha hafif kotasyon koşulları arar.⁸³⁶

Dünyadaki tezgahüstü piyasalar arasında performans açısından farklılıklar vardır. Örneğin İngiltere tezgahüstü piyasası küçüktür. Ayrıca,

832. Clark, Rodney, a.g.e., s. 76.

833. Schilit, W. Keith, "The Globalization of Venture Capital", **Business Horizon**, 1992, Vol. 35, No. 1, p. 19.

834. Aktaran, Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 35.

835. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 35.

836. Schilit, W. Keith, a.g.e., s.22.

bu piyasanın bazı piyasa düzenleyici teşvik ve faaliyetleri tartışılmaktadır.⁸³⁷

Japonya’da borsa kanununda yapılan düzenlemeyle Tokyo borsasının ikincil piyasasında ve tezgahüstü piyasada yeni girişimlerin kotasyon koşulları hafifletilmiştir.⁸³⁸ Tokyo borsasının ikincil piyasasında henüz kar dağıtımını yapmamış girişimler yer almaktadır. Tezgahüstü piyasasında ise, yeni ihraç menkul kıymetlerin işlemi mümkün kılınmıştır. Ancak, tezgahüstü piyasada önceki 2 yıla ait rapor istenmesi koşulu yürürlüktedir.⁸³⁹

Risk sermayesi yatırımlarının likit hale dönüştürülmesini kolaylaştırmak amacıyla, 1981 ve 1982 yıllarında İngiltere şirketler yasasına ilave kolaylıklar eklenmiştir. Bu kolaylıklar:⁸⁴⁰

- Finansal spekülasyonu önlemek amacıyla yasaklanmış olan, kote edilmemiş girişimlere kendi hisselerini geri satın alma hakkı verilmesini ve,
- Girişim sahiplerinden hisse satın almayı isteyen yöneticilere girişimin varlıklarını teminat göstererek kredi sağlanması imkanını içermektedir.

15.3.1.1.2. SERMAYE PİYASASININ YENİ SATIŞ TEKLİFLERİNİ KARŞILAYACAK TALEBE SAHİP OLMASI

Katılım finansman şirketinin girişim ortaklığına ilişkin hisselerini satabilmesi için sermaye piyasasının bu arzı karşılayacak talebe sahip olması gerekir. Bu ise, o andaki yeni emisyonlara, sermaye artışlarına, diğer ortaklık pay senetlerinin kur gelişimine, genel ekonomik ve sektörel duruma bağlıdır.

Katılım finansmanı sağlamak, bunları verimli yatırımlara dönüştürmek, katılım finansman sektörünün oluşması için bir çok özendirici düzenlemenin yerine getirilmesi gerekir. Katılım finansmanının istenilen düzeyde ve ölçüde küçük ve orta ölçekli veya yeni girişimlere aktarılabilmesi için piyasasının buna uygun düzenlenmesi gerekir. Bu anlamda, aracılık yapacak şirketlerin de kurulması gerekir.

837. Fettahoğlu, Abdurrahman, a.g.e., s. 36.

838. Bekaert. A and Van Den Bossche P., a.g.e., s. 41.

839. Bekaert. A and Van Den Bossche P., a.g.e., s. 41.

840. Clark, Rodney, a.g.e., s. 76.

Katılım finansman piyasasının gelişmesine hizmet edecek önlemlerden biri de piyasada ticareti yapılabilen katılma paylarının edinilmesini özendirmeektir.

Ülkemizde hisse senedi piyasası henüz istenilen düzeye gelememiştir. Bunun birçok sebebi vardır.⁸⁴¹ Başta, halkın tasarruf/yatırım alışkanlığının olmaması, ekonomik nedenler, halkın sermaye piyasası hakkında bilgisizliği vb. birçok neden sayılabilir. Türkiye’de hisse senedine çok sınırlı bir kitle yatırım yapmaktadır. Gelişmiş ülkelerde olduğu gibi halkın hisse senedine yatırım yapmasını sağlamak gerekir. Bunun için halkın sermaye piyasaları konusunda bilgilendirilmesi gerekir.

15.4.2. VERGİLENDİRME POLİTİKALARININ ETKİSİ

Vergilendirme politikaları birçok yönden katılım finansman sürecini etkileyebilir. Vergilendirme politikaları, katılım finansman şirketlerine fon akışında hem arz yönünden hem de talep yönünden etkili olabilir.⁸⁴²

Sermaye kazanç vergisinin yüksek olduğu zamanlarda, katılım finansman sektörüne yatırım yapan bireyler ve kurumların istekleri azalacaktır.⁸⁴³ Bu zamanda, yatırımcılar kısa dönemli ve daha düşük risk içeren yatırımlara yöneleceklerdir. Hisse senetleri ve diğer katılım finansman enstrümanları üzerindeki yüksek vergilendirme katılım finansman sektörünü olumsuz yönde etkileyecektir.⁸⁴⁴

Risk sermayesi ve vergilendirme politikaları arasındaki ilgiyi araştıran bir araştırmada, sermaye kazanç vergisindeki artışın, risk sermayesi şirketlerine fon akışını azalttığı tespit edilmiştir.⁸⁴⁵ Buna göre ABD’de 1969 yılında sermaye kazanç vergisinin artırılması, risk sermayesi sektörüne akan fonları azaltmış, 1978 yılında sermaye kazanç vergisi düşürüldüğünde ise risk sermayesi sektörüne fon akışında patlama yaşanmıştır. 1981 yılında sermaye kazanç vergisi daha da azaltılmış, fon akışı yeni bir artış sergilemiştir.⁸⁴⁶

841. Fettahoğlu, Abdurrahman, a.g.e., s. 40.

842. Barry, Christopher B. ve diğerleri, a.g.e.

843. Admati, Anat R. and Pfleiderer, Paul, “Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalists”, *The Journal of Finance*, 1994, Vol. 49, No. 2.

844. Kozmetsky, George ve diğerleri, a.g.e., s. 46.

845. Kozmetsky, George ve diğerleri, a.g.e., s. 46.

846. Bygrave, William D., a.g.e., s. 145.

Sermaye kazanç vergilerinin yüksek olduğu dönemlerde katılım finansman şirketleri de yönelimlerini ve yatırım politikalarını değiştireceklerdir. Sermaye kazanç vergileri yüksek ise, katılım finansman şirketleri genç girişimleri desteklemek ve uzun dönemli yatırımlar yapmaktan kaçınarak, var olan girişimleri satın almak veya kısa dönemde likit hale dönüştürülebilecek girişimlere yatırım yapmak gibi politikalar uygulayacaklardır.⁸⁴⁷ Böyle dönemlerde katılım finansman şirketlerinin taahhütlerinde bir azalış olabilecek ve yeni katılım finansman şirketleri sektöre girmekten kaçınabileceklerdir.⁸⁴⁸

Katılım finansman fonlarını kullanan girişimciler de vergilendirme politikalarından etkileneceklerdir. ABD’de 1969-1977 yılları arasında risk sermayesi fonları kıt olduğu için girişimciler risk sermayesi şirketlerini cezbetmekte daha fazla zorluk çekmişlerdir.⁸⁴⁹ Bu tür bir ortam girişimcilik faaliyetlerinin büyümesini engeller. Girişimciler için finansal teşviklerin azaldığı dönemlerde, girişimlere uygun yöneticileri bulmak da zorlaşır. İyi bir kariyer hedefleyen yöneticiler, çok riskli kariyerler için emniyette oldukları kariyerlerini terk etmezler. Çünkü, mevcut işlerinde sahip oldukları maaş ve ikramiyeleri katılım finansman sektöründe kazançların yüksek vergilendirilmesi hesaba katıldığında riske atılacak bir bedel olarak görmezler.⁸⁵⁰

ABD’de risk sermayesi sektörünü canlandırmak için uzun dönemli sermaye kazançları nispeten düşük vergilendirilmiş ve risk sermayesi sektörü teşvik edilmiştir. Bu teşvik sisteminin mantığı, uzun dönemli kazançların kısa dönemli kazançlardan riski karşılayacak derecede büyük olduğudur.⁸⁵¹

15.3.3. DÜZENLEYİCİ YAPININ ETKİSİ

Katılım finansman sektöründe yatırımcıların kararlarını etkileyecek faktörlerden birisi de düzenleyici kısıtlamalardır. Kurumsal yatırımcılarla ilgili düzenlemeler hükümet tarafından yapılır. Katılım finansman sektörüne emekli sandıklarının veya sigorta şirketlerinin yatırım yapması

847. Kozmetsky, George ve diğerleri, a.g.e., s. 46.

848. Kozmetsky, George ve diğerleri, a.g.e., s. 46.

849. Barry, Christopher B. ve diğerleri, a.g.e.

850. Kozmetsky, George ve diğerleri, a.g.e., s. 47.

851. Kozmetsky, George ve diğerleri, a.g.e., s. 47.

büyük ölçüde hükümet düzenlemelerine bağlı olacaktır. Örneğin, ABD’de emekli sandıkları uzunca bir süre yüksek risk düşüncesiyle risk sermayesi sektörüne yatırım yapmaktan kaçınmışlardır. Eyalet yönetimlerinin küçük girişimlere yatırım yapılmasını teşvik etme düşüncesi, emekli sandıklarının eksik bilgiye dayalı bu yanılığının değişmesini sağlamıştır. Eyalet yönetimi, eyalet emekli sandıklarının fonlarının risk sermayesi sektörüne yönlendirmesini sağlayacak düzenlemeler getirmiştir. Emekli sandığı fonlarının risk sermayesi sektörüne akışını sağlayan diğer gelişmeler ise şunlardır;⁸⁵²

- Emekli sandığı yöneticilerinin risk sermayesi sürecini daha iyi anlamalarını sağlayan gözlemlere sahip olmaları.
- Federal hükümetin risk sermayesi yatırımlarının yasal ve kurumsal bir yatırım olarak kabul etmesi.

1979 yılında ABD Çalışma Bakanlığı, emekli sandıklarının risk sermayesi şirketlerine yatırım yapmalarına müsaade eden düzenlemeler getirmişlerdir.⁸⁵³ Bu düzenleme emekli sandıklarının risk sermayesi şirketlerindeki iştiraklerini hedeflemiştir. Bu düzenlemenin sonucu, risk sermayesi şirketi fonlarında emekli sandıklarının payı artmıştır.⁸⁵⁴

Girişimcilik özelliklerinin girişimcilik yeteneğinin gelişmesine etkiye bulunmasının yanı sıra, hükümet düzenlemeleri de girişimcilik yeteneklerinin gelişmesine etkiye bulunur. Hükümet düzenlemeleri girişimcilerin varlığını doğrudan etkilemese de, piyasalardaki etkisi sebebiyle dolaylı olarak etkiler.⁸⁵⁵ ABD’de risk sermayesi sektörünün başarısını etkileyen faktörlerden bir tanesinin küçük girişimlerin ürünleri için yeterli iç piyasanın varlığı olduğu belirtilmektedir.⁸⁵⁶

Bygrave (1989) çalışmasında, tezgahüstü piyasalarının gelişmişliği ve hisse arzı imkanları ile risk sermayesi şirketlerine fon akışı arasında güçlü bir ilgi bulmuştur. Buna göre, güçlü bir risk sermayesi sektörü isteyen hükümetlerin şu önlemleri alması gerekir.⁸⁵⁷

852. Bygrave, William D., a.g.e., s. 123.

853. Bygrave, William D. and Timmons Jeffry A, a.g.e., s. 24.

854. Bygrave, William D., a.g.e., s. 143.

855. Barry, Christopher B. ve diğerleri, a.g.e.

856. Barry, Christopher B. ve diğerleri, a.g.e.

857. Bygrave, William D., a.g.e., s. 197.

- Menkul kıymetler borsasının güçlü olmasını sağlayacak önlemler,
- Kurumsal yatırımcıların risk sermayesi şirketlerine yatırım yapmasını kolaylaştıracak önlemler.

Dünyada en büyük risk sermayesi sektörüne ve risk sermayesi sektörü için en uygun düzenlemelere ABD ve İngiltere sahiptir.⁸⁵⁸ Buna rağmen düzenlemelerde bazı boşluklar bulunmaktadır. Bu ülkelerde verilen teşvikler diğer finansman destekleri dışında ele alınır.⁸⁵⁹

Hükümetler katılım finansmanına fon arzını desteklemekte değişik yaklaşımlar kullanabilirler.⁸⁶⁰ Katılım finansman sektörünü desteklemek için kamu bankalarını kullanılabilir. Ayrıca girişimlere özel olarak sermaye sağlayan devlete ait veya devlet destekli kuruluşlar oluşturulabilir.

Bazı araştırmacılar, Fransa ve İspanyada risk sermayesi faaliyetlerine devletin doğrudan müdahalesinin çok özel bir başarı yakalamasını sağladığını belirtmektedir.⁸⁶¹ Fransa’da hükümet, değişik sahalara asıl işi hisse senedi türü enstrümanları araştırmak ve geliştirmek olan girişimleri destekleyen düzenlemeler yapmıştır. Finanse edilen girişim başarılı olursa, bu enstrümanların satışından sağlanan gelirin belirli bir yüzdesi geri ödenir.⁸⁶²

Bazı ülkelerde hükümetler aşağıda belirtilen fonlara yatırım yapabilen özel risk sermayesi kaynakları tahsis edilmiştir.⁸⁶³

- Profesyonel yöneticileri tarafından yönetilen devlete ait risk sermayesi şirketleri,
- Özel sektörden de gelen kaynaklarla limited ortaklık şeklinde kurulan risk sermayesi şirketleri.

Birinci gruptaki kurumsal yapılaşma Kanada’da bulunur. Kanada’da özerk yönetim kurulları tarafından yönetilen çok sayıda kamu risk sermayesi şirketi mevcuttur. İkinci tip kurumsal yapılaşmaya örnek

858. Bygrave, William D. and Timmons Jeffry A, a.g.e., s. 22.

859. Bygrave, William D. and Timmons Jeffry A, a.g.e., s. 77.

860. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 30.

861. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 31.

862. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 31.

863. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 31.

ABD'deki Küçük İşletme Yatırım Şirketleri, Japonya'daki Küçük İşletme Yatırım Şirketleri verilebilir. Japonya'daki KİYŞ'lerindeki yatırımcılar, kamu kurumları, sigorta şirketleri, ulusal ve yerel hükümetler (belediye) dir. Japon KİYŞ'lerinin temel hedefi, küçük girişimlere bir çeşit özsermaye sağlayarak büyümelerini teşvik etmektir.⁸⁶⁴

Japonya'da Uluslararası Ticaret ve Sanayi Bakanlığı, küçük girişimlerin teknolojik bağımsızlık kazanmalarını, ar-ge çalışmalarının ticari hale dönüştürmelerini ve yeni ürünleri pazara sunuşlarını desteklemek amacıyla Girişim Teşebbüs Merkezi (VEC)' ni kurmuştur. VEC, desteklediği girişimlerin bir nevi garantörüdür. Dolayısıyla, VEC'in faaliyetleri tam bir risk sermayesi olarak görülmemektedir. VEC'in desteği bir nevi borç finansmanı olmasına rağmen, girişimlerin yüksek talebi söz konusudur.⁸⁶⁵

864. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 31.

865. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, a.g.e., s. 32.

KAYNAKLAR

1. Admati, Anat R. and Pfleiderer, Paul, “Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalists”, **The Journal of Finance**, 49(2), 1994, pp. 371-402.
2. Afşar, Muharrem, **Finansal Sistem ve İşleyişi**, Gülen Ofset, Eskişehir, 2006.
3. Ahlin, Christian and Lin, Jocelyn, “Luck or Skill? MFI pPerformance in Macroeconomic Context”, **BREAD Working Paper**, No. 132, 2006.
4. Ahmed, M., “Practice of Mudaraba and Musharaka in Islamic Banking”, Research Department of Islami Bank Training and Research Academy, Dhaka.
5. Al-Deehani, T., Ahmed Abdel Karim, R. ve Murinde V., “Financial Contracting, Governance Structures and the Accounting Regulation of Islamic Banks: An Analysis in Terms of Agency Theory and Transaction Cost Economics”, **Journal of Management and Governance**, (2), 1998, ss. 149-170.
6. Al-Deehani, T., Ahmed Abdel Karim, R. ve Murinde V., “The Capital Structure of Islamic Banks Under The Contractual Obligation of Profit Sharing”, **International Journal of Theoretical and Applied Finance**, 2(3), 1999, ss. 243-283.
7. Al-Suwailem, Sami, Venture Capital: A Potential Model of Muşharakah, <http://www.kau.edu.sa/CENTERS/SPC/page.091.html>, 2004.
8. Al-Rifai, Tariq ve Khan, Aamir, “The Role of Venture Capital in Contemporary Islamic Finance », <http://www.failaka.com/Library/articles/VC%20in%20Islamic%20Finance.pdf>, 2004.
9. Artukaslan, Ayşe, **Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı ve Sermaye Piyasaları Üzerindeki Rolü ve Önemi**, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2001.
10. Aydın, Oktay ve Baş, İ. Melih, “2000’li Yıllara Doğru Risk Sermayesi ve Türkiye İçin Bir Model Önerisi”, **İzmir III. İktisat Kongresi Bildirisi**, 1992.
11. Aypek, Nevzat, **Sermaye Piyasası Aracı Olarak Risk Sermayesi ve Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği**, TÜBİTAK Yayınları, Ankara, 1998.

12. Bance, Alex, “Why and How to Invest in Private Equity”, **An EVCA Investor Relations Committee Paper**, 2004.
13. Bank, Semra ve Bulut, Halil İ., “Finansal Aracılık Sistemleri: Evrensel Bankacılık ve Yatırım Bankacılığı”, **Finans Politik& Ekonomik Yorumlar**, 46(536), 2009, ss. 75-94.
14. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), 26333 Sayılı Bankaların Kredi İşlemlerine İlişkin Yönetmelik, <http://www.mevzuat.adalet.gov.tr/html/27217.html>
15. Bapat, Amit, “How to Value Startups and Emerging Companies”, <http://cpd.ogi.edu/MSTcapstone/StartUpValuation.pdf>
16. Barilett, Joseph W., **Venture Capital Law, Business Strategies and Investment Planning**, John Wiley and Sons pub. New York, USA, 1988.
17. Barkley ve diğerleri, “Establishing Nontraditional Venture Institutions: Lessons Learned.” RUPRI Rural Equity Capital Initiative, P2001-11A, Columbia, Mo., 2001.
18. Barkley ve diğerleri, “Establishing Nontraditional Venture Capital Institutions: The Decision Making Process” RUPRI Rural Equity Capital Initiative, P2011-11C, Columbia, Mo., 2001.
19. Barkley, D.L. and Markley, D.M., “Nontraditional Sources of Venture Capital for Rural America”, **Rural America**, 16 (1), 2001, pp. 19-26.
20. Bartlett, Joseph W., **Venture Capital Law, Business Strategies and Investment Planning**. John Wiley and Sons pub. New York. USA, 1988.
21. Battal, Ahmed, **Faizsiz Bankacılık**, İstanbul, 1985.
22. Bauer, Michael, Bilo, Stephanie and Zimmermann, Heinz “Publicly Traded Private Equity: An Empirical Investigation”, **WWZ, Department of Finance, Working Paper**, No.5/01, 2001
23. Bekaert. A and Van Den Bossche P., “Venture Capital in the USA, Europe and Japan”, **Management International Review**, 29(1), 1989, pp. 29-45.
24. Benjamin, Gerald and Margulis, Joel, **Angel Financing: How to Find and Invest in Private Equity**, JohnWiley&Sons Publishing Inc., USA, 2000.

25. Benninga, Simon Z. and Sarig, Oded H., **Corporate Finance: A Valuation Approach**, McGraw-Hill Inc., New York, 1997.
26. Berryman, Mark P. ve diğerleri, "Benchmarking SME Banking Practices: What are The Lessons Emerging?", *Enterprise Development and Microfinance*, 18(4), 2007, pp. 303-314.
27. Berger, Allen N. and Udell, Gregory F., "The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle", **Journal of Banking and Finance**, 22(6), 1998, pp. 613-673.
28. Bhagat, Sanjai, "Why Do Venture Capitalists Use Such Discount Rates?", **University of Colorado at Boulder Press**, 2005.
29. Bilo, Stephanie et al., "Risk, Returns, and Biases of Listed Private Equity Portfolios", **WWZ / Department of Finance, Working Paper**, No.1/05, 2005
30. Bleicher, K. and Paul, H., "The External Corporate Venture Capital Fund-A Valuable Vehicle for Growth", **Long Range Planning**, 20, 1987, pp. 64-70.
31. Boehmer, Ekkehart and Ljungquist, Alexander, "The Choice of Outside Equity: An Exploratory Analysis of Privately Held Firms", <http://w4.stern.nyu.edu/salomon/doc/s/corporategovernance/S-CG-01-01.pdf>
32. Bottazzi, Laura, Da Rin, Marco, ve Hellmann, Thomas, "Who Are the Active Investors? Evidence from Venture Capital," **Journal of Financial Economics**, 89(3), 2007, ss.488-512.
33. Bowonder, B. ve Mani, Sunil, "Venture Capital and Innovation: The Indian Experience", **UNU/INTECH Research Project**, 2002.
34. Brealey, Richard A., Myers, Stewart C., **Principles of Corporate Finance**, McGraw-Hill, New York, 2003.
35. Bruno, Albert V., and Tyebjee, Tyzoon T., "Negotiating Venture Capital Financing", **California Management Review**, 29(1), 1986, pp. 45-59.
36. Brüderl, Josef and Schüssler, Rudolf, "Organizational Mortality: The Liabilities of Newness and Adolescence", **Administrative Science Quarterly**, 35(3), 1990, pp. 530-547.
37. Bulut, Halil İ., "Risk Sermayesi Yatırımlarının Fiyatlandırılması", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı. 213, 2003.

38. Bulut, Halil İ., “Ulusal Ar-ge Tamamlayıcısı Olarak Uluslararası Kurumsal Risk Sermayesi”, **İktisat İşletme ve Finans**, 20(236), 2005, ss.65-86.
39. Buss, Terry F., Capital, **Emerging High-Growth Firms&Public Policy: The Case Against Federal Intervention**, Westport, CT, USA: Greenwood Publishing Group, Incorporated, 2001.
40. BVCA, “Private Equity-The New Asset Class”, **Highlights of the London Business School Report**, 2000.
41. Bygrave, William D., **Venture Capital Investing: A Resource Exchange Perspective**, Yayınlanmamış Doktora Tezi Boston University, Boston MA. USA, 1989.
42. Bygrave, William D., ve diğerleri, **The Venture Capital Handbook**, Financial Times, Prentice Hall, England, 1999.
43. Bygrave, William D. and Timmons Jeffry A, **Venture Capital at the Crossroads**, Harvard Business School press, Boston MA. USA, 1992.
44. Callaghan ve diğerleri, “Microfinance: On the Road to Capital Markets”, **Journal of Applied Corporate Finance**, 19 (1), 2007, pp. 115-124.
45. Callahan, John and Muegge, Steven, “Venture Capitalist’s Role in Innovation: Issues, Research and Stakeholder Interest”, 2002.
46. Carolyn, Woo Y. ve diğerleri, “The Development and Interpretation of Entrepreneurial Typologies”, **Journal of Business Venturing**, 6(2), 1991, pp. 93-114.
47. Carpentier, Cecile and Suret, Jean M., “How Useful is Venture Capital? Evidence from Capital Pool Companies”, [http://www.fsa.ulaval.ca/html /fileadmin /pdf/Ecole_ comptabilite/Publications/2003-09-1.pdf](http://www.fsa.ulaval.ca/html/fileadmin/pdf/Ecole_comptabilite/Publications/2003-09-1.pdf)
48. Ceylan, Ali, **Finansal Teknikler**, Ekin Kitabevi Yayınları, 4.Baskı, Bursa, 2002.
49. CGAP (Consultative Group to Assist the Poor), Annual Report, Washington, DC, 2004.
50. Choudhury, Masudul A., “Islamic Venture Capital,” **Journal of Economic Studies**, 28(1), 2001, pp. 14-33.

51. CISDM, **The Benefits of Private Equity**, CISDM (Center for International Securities and Derivatives Markets) Research Department, 2005.
52. Clark, Rodney, **Venture Capital in Britain, America and Japan**, Billings and Sons Limited, Worcester, England, 1987.
53. Cochrane, Jhon H., “The Risk and Return of Venture Capital”, **Journal of Financial Economics**, 75(1), 2005, pp. 3-52.
54. Cooke Philip, Davies Clare ve Wilson Rob, “Innovation Advantages of Cities: From Knowledge to Equity in Five Basic Steps”, **European Planning Studies**, 10(2), 2002, ss.233-250.
55. Copeland, Tom, ve diğerleri, **Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies**, Jhon Wiley&Sons Inc., New York, 1995.
56. Cornell, Bradford, **Corporate Valuation: Tools for Effective Appraisal and Decision Making**, Homewood, Ill. Business One Irwin, 1993.
57. Christensen, J.F., “Asset Profiles for Technological Innovation”, **Research Policy**, 24(5), 1995, ss. 727-745.
58. Christensen, J.F., “Innovative Assests and Inter-assesst Linkages a Resource-based Approach to Innovation”, **Economics of Innovation and New Technology**, (4), 1996, ss. 193-209.
59. CISDM, “The Benefits of Private Equity”, **CISDM (Center for International Securities and Derivatives Markets)** Research Department, 2005.
60. Çalpınar, Hatice ve Baç, Uğur, KOBİ’lerde İnovasyon Yapmayı Etkileyen Faktörler ve Bir Alan Araştırması, **Ege Akademik Bakış**, 7(2), 2007, ss.445-458.
61. Çıkırıkçı, Mustafa, Finansal Kurumlar ve Piyasalar, Akademi Kitabevi, Trabzon, 2005, s. 66.
62. Çiller, Tansu, Çizakça, Murat, **Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri**, İstanbul Sanayi Odası Araştırma Dairesi, Yayın No: 1989/7, İstanbul, 1989.
63. Çizakça, Murat, **Risk Sermayesi, Özel Finans Kurumları ve Para Vakıfları**, İlmi Neşriyat, İstanbul, 1993.
64. Çizakça, Murat, **İslam Dünyasında ve Batı’da İş Ortaklıkları Tarihi**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul, 1999.

65. Çonkar, Kemalettin, “Risk Sermayesi Finansman Yönteminin Küçük ve Orta Boy İşletmeler Açısından Önemi ve Uygulanabilirliği”, **I. Orta Anadolu Kongresi Tebliğ Metinleri**, 2001.
66. Çukur, Sadık, “Türk Ticari Bankacılık Sisteminde Etkinlik Analizi”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, 20 (233), 2005, s. 18.
67. Dağdelen, Ülkü, “Risk Sermayesi”, **İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı 72, Mart 1992.
68. Dağlı, Hüseyin, **Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi**, Derya Kitabevi, Trabzon, 2004.
69. Damodaran, Aswath, **The Dark Site of Valuation**, Prentice Hall, 2001.
70. Dar, Humayon A. ve Presley, John R. “Lack of Profit Loss Sharing in Islamic Banking: Management and Control Imbalances”, <http://www.lboro.ac.uk/departments/ec/Research/Discussion%20Papers%202000/Research%20Papers%202000/erp00-24.pdf>, 2000.
71. Dittman, Ingolf, Erns G. Maug and Johannes Kemper, “How Fundamental are Fundamental Values? Valuation methods and their Impact on the Performance of German Venture Capitalists”, **European Financial Management**, 10(4), 2004, pp. 609-638.
72. Dobloug, Anstein T., “Venture Capital and Innovation”, Hogskoloni Hedmark, 2008.
73. Dorsey, Terry K., **The Measurement and Assessment of Capital Requirements, Investment Liquidity and Risk for the Management of Venture Capital Fund**, 1977, Yayınlanmamış Doktora Tezi, The University of Texas at Austin, Austin. TX. USA.
74. Downes, John and Goodman, Jordan Elliot, **Dictionary of Finance and Investment Terms**, New York, 1987.
75. Dubini, P., **Assessing New Ventures Success. Building European Ventures**, Proceedings of the Second Annual EFER Forum Held at INSEAD, France, Elsevier Science Pub, Amsterdam, The Netherlands, 1990.
76. Ehrhardt, Michael and C.Daves, Phillip R., “The Adjusted Present Value: The Combined Impact of Growth and the Tax Shield of Debt on the Cost of Capital and Systematic Risk”, <http://bus.utk.edu/finance/WP/apva.pdf>.

77. Ehrbeck, T., Optimizing Capital Supply in Support of Microfinance Industry Growth, McKinsey & Co. Presentation at microfinance Investor Round-table, Washington, DC, October 24-25, 2006.
78. Fama, Eugene and F.French, Kenneth R., “The-Cross Section of Expected Stock Returns”, **Journal of Finance**, 47(2), 1992, pp.427-465.
79. Fenn, George W. ve diğerleri, **The Economics of the Private Equity Market**, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC 20551, 1995.
80. Fettahoğlu, Abdurrahman, **Riziko Sermayesi Finansı: Koşulları ve İşleyişi**. KOSGEB Yayın No: 7, Ankara, s. 18.
81. Fiet, James O., “Risk Avoidance Strategies in Venture Capital Markets”, **Journal of Management Studies**, 32(4), 1995, pp. 551-574.
82. Fried, Vance H. and Hisrich, Robert D., “Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making”, **Financial Management**, 23(3), 1994, pp. 28-37.
83. Freswater ve diğerleri, “Nontraditional Venture Capital Institutions: Filling a Financial Gap.” RUPRI Rural Equity Capital Initiative. P2001-11B, Columbia, Mo., 2001.
84. Fried, Vance H., “The Venture Capitalist: A Relationship Investor”, **California Management Review**, 37(2), 1995, pp. 101-113.
85. Gafoor, Abdul, Mudaraba-based Investment and Finance, <http://users.bart.nl/~abdul/article2.html>, 2004.
86. Galema ve diğerleri, “International Diversification and Microfinance”, **Journal of International Money and Finance**, 30(3), 2011, pp. 507-515.
87. Ge, Dingkun ve diğerleri, “New Venture Valuation by Venture Capitalists: An Integrative Approach”, http://www.business.uiuc.edu/Working_Papers/papers/05-0124.pdf
88. Gerald A., Benjamin, **Angel Capital: How to Raise Early-Stage Private Equity Financing**, Jhon Wiley&Sons, 2005.
89. Gladstone, David, **Venture Capital Handbook**. Simon ve Schuster pub New Jersey, USA, 1988.

90. Gompers, Paul A., "Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital", **The Journal of Finance**, 50(5), 1995, pp. 1461-1489.
91. Gompers, Paul, ve Lerner, Josh, "The Venture Capital Revolution", **Journal of Economic Perspectives**, (15): 2, 2001, ss.145-168.
92. Gompers, Paul ve Lerner, Josh, "The Venture Capital Cycle", MIT Press, 2002.
93. Gompers, Paul, Kovner, Anna, Lerner, Josh ve Scharfstein, David, "Venture Capital Investment Cycles: The Impact of Public Markets", **Journal of Financial Economics**, 87(1), 2008, ss.1-23.
94. Gonzalez, A., "Resilience of Microfinance Institutions to National Macroeconomic Events: An Econometric Analysis of MFI Asset Quality", **MIX Discussion Paper**, No.1, 2007.
95. Gustafsonn, Janne ve diğerleri, **Venture Financing in Finland**, Helsinki University of Technology Institute of Strategy and International Business, Tu-91.124 Financing New Technology Based Companies Technical Note, 1991.
96. Hall, Bronwyn, "The Financing of R&D", NBER Working Paper 8773, 2002.
97. Hall, John and Hofer, Charles W., "Venture Capitalist's Decision Criteria in New Venture Evaluation", **Journal of Business Venturing**, 8, 1993, pp. 25-42.
98. Harris, Brett M., "New Venture Entrepreneurship and its Impact on Globalization and Economic Development", Undergraduate Honors Thesis, The School of Public and Environmental Affairs, Indiana University – Bloomington, 2010.
99. Heikkila, Tatu, **European Single Market and The Globalisation of Private Equity Fundraising: Barriers and Determinants of Foreign Commitments in Private Equity Funds**, Helsinki University of Technology Department of Industrial Engineering and Management, Master's Thesis, Helsinki, 2004,
100. Hellmann, Thomas and Puri, Manju, "Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence", **The Journal of Finance**, 57(1), 2002, pp. 169-197.

101. Henry, Clement M., “Islamic Financial Movements: Midwives of Political Change in the Middle East,” **A Paper Prepared for the 2001 Annual Meetings of the American Political Science Association**, San Francisco, 2001.
102. Herron, Lanny and Robinson, Richard B., “A Structural Model of the effects of entrepreneurial Characteristics on Venture Performance”, **Journal of Business Venturing**, 8(3), 1993, pp. 281-294.
103. Hill, Brian and Power, Dee, **Inside Secrets to Venture Capital**, John Wiley&Sons Inc., 2001.
104. Hoad, Jacqueline N. ve Young, John E., “Entrepreneurship’s Reguisite areas of Development: A survey of Top Excutives in Successful Entrepreneurial Firms”, **Journal of Business Venturing**, 8(2), 1993, pp. 119-121.
105. Hochberg, Yael, Ljungqvist, Alexander, ve Lu, Yang, “Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance”, **Journal of Finance**, 62(1), 2007, ss.251-301.
106. Iqbal, Zafar, Profit and Loss Sharing Ratios: A Holistic Approach to Corporate Finance, <http://www.iiibf.org/journals /journal10/zafar.pdf>, 2001.
107. Işık, Nihat ve Kılınç, Efe C., “Bölgesel Kalkınma’da Ar-Ge ve İnovasyonun Önemi: Karşılaştırmalı Bir Analiz”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, 6(2), 2011, ss. 9-54.
108. İstanbul Ticaret Odası, **Küçük İşletmelerin Finansman ve Yönetim Sorunları**, İTO Yayın No: 1986-13, İstanbul, 1986.
109. Jain, Bharat A., ve Kini, Omesh, “Venture Capitalist Participation and the Post-Issue Operating Performance of IPO Firms,” **Managerial and Decision Economics**, 16, 1995, ss. 593–606.
110. Jeng, Leslie A. and Wells, Philippe C., “The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries”, **Journal of Corporate Finance**, 6(3), 2000, pp. 241–289.
111. Kablay, M. Kelami, **Firma Değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Tekniği ve Monte Carlo Simülasyonunun Karşılaştırılması: Örnek Bir Uygulama**, Kara Harb Okulu Savunma Bilimleri Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2003.

112. Kaplan, David A., "The Silicon Boys", Harper Perennial, 1999.
113. Kaplan, Steven N. and Ruback, Richard S., "The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Ampirical Analysis", **The Journal of Finance**, 5(4), 1995, pp. 1059-1093.
114. Karaman, Hayreddin, (1992), **İslam'da Banka ve Sigorta**, Nesil Yayınları, İstanbul.
115. Karapınar, Aydın, **Özel Finans Kurumları ve Muhasebe Uygulamaları**, Gazi Yayınevi, Ankara, 2010.
116. Karim, R.A.A., „International Accounting Harmonization, Banking Regulation, And Islamic Banks," **The International Journal of Accounting**, 36, 2001, pp. 169-193.
117. Kaya, Ferudun ve diğerleri, **Bankacılık Giriş ve İlkeleri**, Beta Yayınları, İstanbul, 2012.
118. Kerins, Frank ve diğerleri, "Opportunity Cost of Capital for Venture Capital Investors and Entrepreneurs", **Claremont Colleges Working Papers in Economics**, 2003.
119. Keuleneer, Luc and Verhoog, Willem, **Recent Trends in Valuation: From Strategy to Value**, Jhon Wiley&Sons Ltd., England, 2003.
120. Khan T, ve BenDjalali B. (2002). Modeling An Exit Strategy For Islamic Venture Capital Finance," **International Journal of Islamic Financial Services**, <http://www.iiibf.org/journals/journal14/vol4no2art1.pdf>.
121. Kim, Moonchul and Ritter, Jay R., "Valuings IPOs", **Journal of Financial Economics**, 53(3), 1999, pp. 409-437.
122. Kocaman, Berna, **Finansal Piyasalar: Kurumlar, Teknikler ve Araçlar**, Siyasal Kitabevi, Ankara, 2004.
123. Koh, Francis C.C., ve Koh, Winston T.H., "Venture Capital and Economic Growth: An Industry Overview and Singapore's Experience", **Singapore Management University Working Paper**, No: 21-2002, 2002.
124. Koomagi, Margus, Sander, Priit, "Venture Capital Investments and Financing in Estonia: A Case Study Approach", **Tartu University Pres**, No.112, 2006.
125. Koop, Garry , and Li, Kai, "The Valuation of IPO and SEO Firms", **Journal of Empirical Finance**, 8(4), 2001, pp. 375-401.

126. Kortum, Samuel, ve Lerner, Josh, “Does Venture Capital Spur Innovation?”, **NBER Working Paper Series**, Working Paper No: 6846, 1998, ss.674-692.
127. Kotler, Phillip, **Marketing Management (Analysis, Planning, Impelementation, and Control)**. Prentice-Hall International Editions, 7th Edition, N.J. USA, 1991.
128. Kozmetsky, George ve diğerleri, **Financing and Managing Fast-Growth Companies: The Venture Capital Process**, USA, 1985.
129. Krauss, N., and Walter, I., “Can Microfinance Reduce Portfolio Volatility?” **Economic Development and Cultural Change**, 58 (1), 2009, pp. 85-110.
130. Kuğu, Tayfun D., “Finansman Yöntemi Olarak Risk Sermayesi”, **Celal Bayar Üniversitesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, 11(2), 2004.
131. Kuratko, Donald F., and Hodgetts, Richard M., **Entrepreneurship: A Contemporary Approach**, The Dryden Pree, Harcaurt Brace Collge Publishers, Fourth Edition, USA, 1998.
132. Lakshman, N., India’s Banks are Big on Microfinance, Business week. August 22, 2006.
133. Lerner, Josh, Venture Capitalist and the Decision to Go Public, **Journal of Financial Economics**, 1994.
134. Lerner, Josh, “The Syndication of Venture Capital Investing”, **Journal of Business Venturing**, 23(3), 1994, pp. 16-27.
135. Lerner, Josh, “Venture Capitalist and the Oversight of Private Firms”, **The Journal of Finance**, 50(1), 1995, pp. 301-318.
136. Lerner, Josh and Schoar, Antionette, “Transaction Structures in the Developing World: Evidence from Private Equity”, **NBER Working Paper**, No.W10348, 2004.
137. Lerner, Josh, **Venture Capital and Private Equity: A Casebook**, Harvard Business School and National Bureau of Economic Research, 2000, s. 11.
138. Lipman, Frederick D., **Financing Your Business with Venture Capital**, Prima Publishing, USA, 1998.
139. Littlefield, E. and Holtman M., Microfinanciers Overtake Their Commercial Pers, **Banker** (July 4), 2005, pp. 27-30.

140. Lorenz, Tony, **Venture Capital Today**, Woodhead-Faulkner Pub. Cambiridge, England., 1989.
141. Low, Murray B. and MacMillan Ian C., "Entrepreneursihp: Past Research and Future Challenges", **Journal of Management**, 14(2), 1988, pp. 139-162.
142. Luehrman, Timothy A., "Using APV: A Better Tool for Valuing Operations", **Harward Business Review**, 75, 1997, pp. 145-154.
143. Lyer, P.R., ICICI Joins Hands with Three VCs to Fund Microfinance Institutions, The Economic Times. June 5, 2006.
144. Manigart, Sophie ve diğerleri, "Determinants of Required Return in Venture Capital Investments: A Five Country Study", <http://ungaro.u-bourgogne.fr/WP/1020701.pdf>., 2004.
145. Maslakovic, Marko, **Private Equity**, International Financial Services (IFSL) City Business Series, 14th Report, 2005.
146. McNally, Kevin N., "Sources of Finance for UK Venture Capital Funds: The Role of Corporate Investors", **Entrepreneurship and Regional Development**, 6, 1994, pp. 275-297.
147. Megginson, William, ve Weiss, Kathleen "Venture Capital Certification in Initial Public Offerings", **Journal of Finance**, 46 (3), 1991, ss.879-903.
148. Megginson, William L., Towards a Global Model of Venture Capital", <http://www.milkeninstitute.org/pdf/Megginson.pdf>
149. Murfin, DL and Winters, T.E, "Venture Capital Investing for Corporate Development Objectives, Journal of Business Venturing, 3, 1988, pp. 207-222.
150. Nelson, Hal, "Note on Due Diligence in Venture Capital, Tuck School of Business at Dartmouth", **Center for Private Equity and Entrepreneurship**, 2004.
151. Norman, A.M., "Imperatives of Financial Innovation For Islamic Banks, **International Journal of Islamic Financial Services**, 4(3), 2002.
152. Norton, Edgar and Tenenbaum, Bernard H., "Factors Affecting the Structure of U.S. Venture Capital Deals", **Journal of Small Business Management**, 30(3), 1991, pp. 20-29.

153. Norton, Edgar ve Tenenbaum, Bernard H., “Specialization Versus Diversification as a Venture Capital Investment Strategy”, **Journal of Business Venturing**, 8, 1993, pp. 431-442.
154. Obaidullah, Mohammed (2005). Islamic Financial Services, <http://islamiccenter.kau.edu.sa/english/publications/Obaidullah/ifs/ifs.html>
155. Oslo Klavuzu, **Yenilik Verilerinin Toplanması ve Uygulanması İçin İlkeler**, 3. Baskı, OECD ve Eurostat Ortak Yayımı, Tübitak, 2005, Ankara.
156. Özgür, Ersan, Katılım Bankalarının Finansal Etkinliği ve Mevduat Bankaları ile Rekabet Edebilirliği, Afyonkarahisar Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2007.
157. Özsoy, İsmail, **Türkiye’de Özel Finans Kurumları ve İslam Bankacılığı**, İstanbul, 1987.
158. Özsoy, İsmail, **Özel Finans Kurumları**, Asya Finans Yayınları, İstanbul, 1997.
159. Quindlen, Kuthann, **Confessions of a Venture Capitalist: Inside the High-Stakes World of New Venture Financing**, New York, NY: Warner Boks, 2000.
160. Qureshi, D.M. , “Agenda For a New Strategy of Equity Financing by the Islamic Development Bank”, **Islamic Economic Studies**, 2(1), 1995, pp. 71-87.
161. Parlakkaya, Raif ve Çürük, Suna A., “Finansal Rasyoların Katılım Bankaları ve Geleneksel Bankalar Arasında Bir Tasnif Aracı Olarak Kullanımı: Türkiye Örneği”, **Ege Akademik Bakış**, 11(3), 2011, s. 397.
162. Phalippou, Ludovic and Zollo, Maurizio, “What Drives Private Equity Fund Performance?”, <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/05/0541.pdf>
163. Poindexter, John B., **The Efficiency of Financial Markets: The Venture Capital Case**. Yayınlanmamış Doktora Tezi, New York University, 1976, New York, NY. USA.
164. Popov, Alexander and Roosenboom, Peter, “Venture Capital and Industrial Innovation: Evidence from Europe”, **2nd Draft Manuscript for Economic Policy**, September 20, 2011.

165. Premus, R., "Venture Capital and Innovation", USGPO, 1985.
166. PriceWaterhouseCoopers, 1999. National Venture Capital Survey.
167. Prowse, Stephen, "Equity capital and Entrepreneurs", **Federal Reserve Bank of Dallas**, Economic Review, Third Quarter 1998.
168. Rin, Marco D. ve Penas, Mariana F., "The Effect of Venture Capital on Innovation Strategies", NBER Working Paper Series", <http://www.nber.org/papers/w13636>, 2007.
169. Romain, Astrid ve Pottelsberghe, Bruno V., "The Economic Impact of Venture Capital", **Studies of Economic Research Center**, No: 18, 2004.
170. Rosenstein, Joseph ve diğerleri, The Ceo, "Venture Capitalist, and the Board", **Journal of Business Venturing**, 8, 1993.
171. Roundtable, Venture Capitals Big-Time Shift Toward Acquisitions. Mergers and Acquisitions, 1994.
172. Ruhnka, John C. ve Young, John E., "Some Hypotheses About Risk in Venture Investing", **Journal of Business Venturing**, 6(2), 1991, pp. 115-133.
173. Sagari, Silvia B. ve Guidotti, Gabriela, **Venture Capital: Lessons from the Developed world for the Developing Markets**. The wordl Bank and IFC, Washington, D.C. USA, 1992.
174. Sahlman, William A., "The Structure and Governance of Venture Capital Organizations", **Journal of Financial Economics**, 27(2), 1990, pp. 473-521.
175. Saliva, Sampsa ve Sorenson, Olav, "Venture Capital, Entrepreneurship and Economic Growth", **The Review of Economics and Statistics**, 93(1), 2011, ss. 338-349.
176. Sapienza, Harry J., **Variations In Venture Capitalist-Entrepreneur Relations: Antecedents and Consequences**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, University of Maryland, 1989, Colleği Park, MD. USA.
177. Sapienza, Harry J., "When do Venture Capitalists Add Value", **Journal of Business Venturing**, 7(1), 1992, pp. 9-27.
178. Sapienza, Harry S., and Gupta, Anil K., "Impact of Agency Risks and Task Uncertainty on Venture Capitalist-CEO Interaction", **Academy of Management Journal**, 37(6), 1994, pp. 1618-1632.

179. Sariaslan, Halil, “Venture Capital (Risk Sermayesi) Finansman Modeli ve Türkiye’de Uygulama Olanakları”, **Ankara Sanayi Odası Dergisi**, 16(113), Ocak-Şubat 1992.
180. Sarker, A.A., Islamic Business Contracts, Agency Problem and the Theory of the Islamic Firm, <http://www.iiibf.org/journals/journal2/art2.pdf>
181. Scherlis, Daniel and R.Shalman, William A., “A Method for Valuing High-Risk, Long-Term Investments”, **Harward Business School**, Note.9-288-006, 1989.
182. Schilit, W. Keith, “The Globalization of Venture Capital”, **Business Horizon**, 35(1), 1992, pp. 17-23.
183. Schröder, C., Critical Factors For the Strategic Management of Venture Capital Process, **Buildingi European Ventures Proceedings of the Second Annual EFER Forum Held at INSEAD**, France. Elsevier Science Pub. Amsterdam, The Netherlands, 1990.
184. Schuit, J.W.R. ve diğerleri, The Added Value of International Venture Capital Funds. Building European Ventures, Proceedings of the second Annnal EFER forum held at INSEAD; France. Elsevier Science Pub, Amsterdam, The Netherlands, 1990.
185. Schusler, Helmut, **Selecting Venture Capitalists as Strategic Partners**, EVCA Yearbook, 1993.
186. Schwienbacher, Armin, An Empirical Analysis of Venture Capital Exits in Europe and in the United States”, <http://207.36.165.114/Copenhagen//820545.pdf>. s. 2-3.
187. Semmens, Robert, Private Equity Finance”, Leonardo N. Stern School of Business, <http://pages.stern.nyu.edu/~rsemmens/courses/b4000xx /042-b403165-semmens.pdf>.
188. Sert, Necla, **Risk Sermayesi**, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Bursa, 1993.
189. Smith, Richard L. and Smith, Janet K., **Entrepreneurial Finance**, Jhon Wily&Sons, USA, 2000.
190. Sorensen, Morten, “How Smart is Smart Money: An Empirical Two-Sided Matching Model of Venture Capital”, **Journal of Finance**, 62(6), 2007, ss.2725-2762.
191. Steven, Burrill G. ve diğerleri, **The Arthur Young Guide to Raising Venture Capital**, Tab Books, PA, USA, 1989.

192. Stewart, G., “Why Western Regulators are the Best”, **Islamic Banker**, N/D 1995.
193. Sungur, Onur, “Antalya’da Faaliyet Gösteren İhracatçı Firmaların Ar-Ge, Teknoloji geliştirme ve İnovasyon Faaliyetleri”, Uluslararası Devraz Kongresi: “Küresel Diyalog”, Süleyman Demirel üniversitesi, 2009, ss. 938-953.
194. Takan, Mehmet ve Boyacıoğlu, Melek A., **Bankacılık: Teori, Uygulama ve Yöntem**, Nobel Yayıncılık, Ankara, 2011.
195. Timmons, Jeffy A., **How to Raise Capital: Techniques and Strategies for Financing and Valuing your Small Business**, Blacklick, OII, USA: McGraw-Hill Companies, 2004.
196. Tunç, Hüseyin, **Katılım Bankacılığı: Felsefesi, Teorisi ve Türkiye Uygulaması**, Nesil Yayınları, İstanbul, 2010.
197. Tyebjee, Tyzoon T., and Bruno, Albert V., “A Model of Venture Capitalist Investment Activity”, **Management Science**, 30(9), 1984, pp. 1051-1066.
198. Usmani, Mufti T., Mudarabah, <http://www.darululoomkhi.edu.pk/fiqh/islamicfinance/mudarabah.html>, 2004.
199. Üreten, Aykan, ve Ercan, Metin K., **Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2000.
200. Varışlı, Orhan, **Venture Capital**, Ankara üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 1996.
201. Weitzel, Tim ve diğerleri, “IS Valuation Methods-Insights from Capital Markets Theory and Practice”, **The Pasific Asia Confeence on Information Systems**, 2003.
202. Willinge, John, “A Note on Valuation in Private Equity Settings”, **Harvard Business School**, No.9-297-050, 1998.
203. Woo, Carolyn Y., ve diğerleri, “The Development and Interpretation of Entrepreneurial Typologies”, **Journl of Business Venturing**, 6(2), 1991, pp. 93-114.
204. Wright, Mike and Robbie, Ken, “Venture Capital and Private Equity: A Review and Synthesis”, **Journal of Business Finance and Accounting**, 25, 1998, pp. 521-570.

205. Yıldırım, B., Türkiye’de Özel Finans Kurumları ve Türk Ekonomisine Katkıları, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir, 1993.
206. http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_13_art_63_att_820.pdf
207. www.eurostat.com
208. http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/High-tech_statistics
209. http://www.kobifinans.com.tr/icerik.php?Article=10658&Where=danisma_merkezi&Category=02020701
210. http://ocw.mit.edu/NR/rdonlyres/Sloan-School-of-Management/15431Entrepreneurial-FinanceSpring2002/C1500D4D-AA61-4558-95060299E11FA4A7/0/lec3_newventure.pdf
211. www.nvca.com
212. http://ocw.mit.edu/NR/rdonlyres/Sloan-School-of-Management/15431Entrepreneurial-FinanceSpring2002/C1500D4D-AA61-4558-95060299E11FA4A7/0/lec3_newventure.pdf
213. http://www.peigg.org/images/Valuation_Guidelines___FAQ_4_19_04.pdf
214. http://www.unb.ca/jhsc/resourcectr/TME_courses/FIN320_content/Valuations/valuations05.htm
215. <http://www.tbb.org.tr/Dosyalar/userfiles/file/Bankalarimiz2011.pdf>
216. http://www.mier.org.my/mierscope/drariff31_8_2002.pdf, 2004
217. www.failaka.com/Library/Articles/Usmani%20-%20Modes%20of%20Finance.pdf.

