

**T.C.**  
**İSTANBUL SABAHATTİN ZAİM ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İSLAM EKONOMİSİ VE FİNANS ANABİLİM DALI**  
**İSLAM EKONOMİSİ VE ULUSLARARASI FİNANS BİLİM DALI**

**KÜÇÜK VE ORTA BÜYÜKLÜKTEKİ İŞLETMELERİN  
(KOBİ) FİNANSAL PROBLEMLERİNİN ÇÖZÜMÜNDE  
GİRİŞİM SERMAYESİ FON'LARININ ÖNEMİ VE  
ROLÜ: KATILIM BANKACILIĞINA YENİ BİR MODEL  
ÖNERİSİ**

**DOKTORA TEZİ**

**Zafer DEMİR**

**İstanbul**  
**Temmuz, 2018**

**T.C.**  
**İSTANBUL SABAHATTİN ZAİM ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İSLAM EKONOMİSİ VE FİNANS ANABİLİM DALI**  
**İSLAM EKONOMİSİ VE ULUSLARARASI FİNANS BİLİM DALI**

**KÜÇÜK VE ORTA BÜYÜKLÜKTEKİ İŞLETMELERİN  
(KOBİ) FİNANSAL PROBLEMLERİNİN ÇÖZÜMÜNDE  
GİRİŞİM SERMAYESİ FONLARININ ÖNEMİ VE ROLÜ:  
KATILIM BANKACILIĞINA YENİ BİR MODEL ÖNERİSİ**

**DOKTORA TEZİ**

**Zafer DEMİR**

**Danışman**  
**Prof. Dr. İbrahim Güran YUMUŞAK**

**İstanbul**  
**Temmuz, 2018**

## **BİLİMSEL ETİK BİLDİRİMİ**

Doktora tezi olarak hazırladığım “*Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ) Finansal Problemlerinin Çözümünde Girişim Sermayesi Fonlarının Önemi ve Rolü: Katılım Bankacılığına Yeni Bir Model Önerisi*” adlı çalışmanın öneri aşamasından sonuçlandığı aşamaya kadar geçen süreçte bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle uyduğumu, tez içindeki tüm bilgileri bilimsel ahlak ve gelenek çerçevesinde elde ettiğimi, tez yazım kurallarına uygun olarak hazırladığımı, bu çalışmamda doğrudan veya dolaylı olarak yaptığım her alıntıya kaynak gösterdiğimi ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu beyan ederim.

**Zafer DEMİR**

## ÖZET

### **KÜÇÜK VE ORTA BÜYÜKLÜKTEKİ İŞLETMELERİN (KOBİ) FİNANSAL PROBLEMLERİN ÇÖZÜMÜNDE GİRİŞİM SERMAYESİ FONLARININ ÖNEMİ VE ROLÜ: KATILIM BANKACILIĞINA YENİ BİR MODEL ÖNERİSİ**

Zafer Demir

Doktora, İslam Ekonomisi ve Uluslararası Finans  
Tez Danışmanı: Prof. Dr. İbrahim. Güran YUMUŞAK  
Temmuz- 2018, 270 +XII Sayfa

Ülke ekonomimizin omurgasını oluşturan KOBİ'ler, istihdam, katma değer, yatırım ve ekonomik büyümenin en önemli iktisadi aktörleri olarak ekonomik sistemde hayati öneme sahiptir. İktisadi gelişmenin ve istikrarın sağlanması için KOBİ'lerin doğru bir şekilde örgütlenmesi, desteklenmesi ve büyütülmesi hedeflenmektedir. KOBİ'ler hakkında yapılan analiz ve araştırmalarda finansman sorunlarının, gelişimleri önündeki en önemli problem olduğuna işaret edilmektedir. Mali sorunları nedeniyle güçlü ve sağlam yapıya sahip olmayan KOBİ'ler kırılmalı bünyeleri ile ekonomik kriz ve dar boğaz dönemlerinde kapanma, küçülme ve tasfiye tehlikesine maruz kalmaktadır. KOBİ'lerin finansal sorunların çözümü için geleneksel borçlanma esaslı finansman teknikleri yerine riskin paylaşımını esas alan ve kâr/zarar ortaklığına dayalı girişim sermayesi fon yaklaşımını ne ölçüde çözüm getirebilir? Çalışmamızda bu sorunun cevabı aranarak katılım bankacılığı ile entegre bir finansman modelinin ortaya konulması hedeflenmiştir.

Girişim sermayesi konusunda yapılan literatür taramalarında dünyada yeknesak bir teorik alt yapı olduğu ve uygulamaların önemli oranda benzerlikler taşıdığı görülmüştür. Sistemin ortaklık esaslı ile çalışmasına bağlı olarak gerek batı gerekse İslam ülkeleri uygulamalarında faiz dışı bir gelir yöntemine bağlı olarak benzer çalışma sistemine sahip olduğu görülmüştür. Fonlama tekniğinin genel kabul görmesi ve iktisadi disiplinlerce uygulanabilir ilkelere sahip olduğu dikkate alındığında girişim sermayesi yaklaşımının evrensel bir finansman tekniği olarak geliştirilebilir ve

uygulanabilir bir yaklaşımdır. Modelin reel üretime dayanan ve ekonomiye doğrudan katma değer sağlayan yöntemi ile sosyal refah artırıcı etkisi oldukça yüksektir. Etik ve sosyal prensiplerle uyumlu çalışan girişim sermayesi modeli, ortaklığın kazancı ile değer ve gelir üreten, birlikte kazanç ilkesi ile tüm tarafların riske birlikte maruz kaldığı yaklaşımdır. Güç birliği ve paylaşımın getireceği ortaklık başarısı tüm taraflara fayda ve kazanç sağlayabilme potansiyeline sahiptir.

Girişim sermayesi modelinin katılım bankacılığı ilke ve normlarına uyumu analiz edilerek, katılım bankacılığına uyumlu girişim sermayesi yatırım fonlarının geliştirilmesi ve model olarak sunulması amaçlanmıştır. Yöntem olarak fon ihtiyacı olan firmalar, katılım bankaları ve aktif girişim sermayesi şirketleri ile derinlemesine mülakatlar gerçekleştirilmiştir. Ortaya çıkan sonuçlar ile etkin ve özgün bir modelin alt yapısı oluşturulmaya çalışılmıştır. Mülakat detaylarında ülkemize özgü fırsat ve güçlü yönleri olduğu kadar sistemin işlemesine engel teşkil edecek riskler ve tehditlerin varlığı da görülmüştür.

Girişim sermayesi yaklaşımı; KOBİ'lerin ihtiyaç duyduğu orta ve uzun vadeli fonu, sermaye aktarımı ve riske katılım esası ile rahatlıkla sağlayabilecek niteliklere sahiptir. Katılım bankaları kuracakları girişim sermayesi fonları ile faizsiz bankacılık ilkelerine göre tasarruflarını değerlendirmek isteyen fon sahiplerinin birikimlerini doğrudan ihtiyaç sahibi nitelikli KOBİ'lere aktarılacaktır. Yatırımların finansmanı için sağlanacak uzun vadeli fonlar ile ihtiyaç duyulan yatırım ve büyümenin kaynağını temin edilebilecektir.

Ortaklık esası ile çalışan ve katılım bankacılığı işlemlerinin esas odağını oluşturan bir finansman yöntemini aktif hale getirerek, geleneksel finans yöntemleri karşısında sosyal refaha ve ekonomik gelişmişliğe katkı ve doğrudan üretime katılmak suretiyle ülkemizdeki ve yurt dışından sağlanacak fon kaynaklarının reel mal ve hizmetlere dönüşmesi mümkün olabilecektir.

**Anahtar Kelimeler:** Girişim Sermayesi, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler, İslami Finans, Risk Paylaşımı, Kâr ve Zarar Ortaklığı, Katılım Bankacılığı

## **ABSTRACT**

### **THE IMPORTANCE AND ROLE OF VENTURE CAPITAL FUNDS IN THE SOLUTION OF SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES (SME) FINANCIAL PROBLEMS: A NEW MODEL RECOMMENDATION TO PARTICIPATION BANKING**

Zafer Demir

PhD Dissertation, Islamic Economics and International Finance

Supervisor: Prof. Dr. İbrahim. Güran Yumuşak

July- 2018, 270 +XII pages

SMEs, which constitute the backbone of our country's economy, have vital importance in the economic system as the most important economic actors of employment, value added, investment and economic growth. It is aimed to organize, support and grow the SMEs in a correct way for economic development and stability. Analysis and research on SMEs indicate that financing problems are the most important threats to their development. SMEs that do not have strong structure due to their financial problems are exposed to the danger of closing down, shrinking and liquidation in the economic crises and bottlenecks with fragile financial structures. How can the solution of SMEs' venture capital fund based on profit / loss partnership based on risk-sharing instead of traditional borrowing-based financing techniques solve the financial problems? In our work, we sought to answer this question and aimed to put an integrated financing model into the Participation Banking.

Literature reviews on venture capital show that there is a uniform theoretical infrastructure throughout the world and that applications carry similarities at a significant rate. Depending on whether the system works with the partnership, either western or Islamic countries seem to have a similar working system depending on the method of non-interest income in their practice. Given the general acceptance of the funding technique and the feasibility of economic disciplines, it is possible to develop and implement a venture capital approach as a universal financing technique. The model is based on real production and provides a direct added value to the economy

with its social welfare-boosting effect. The model, which works in harmony with ethical and social principles, is the approach where all parties are risky exposed together with the profit principle, producing value and income with the profit of the partnership. The power of partnership and the success of partnership can bring benefits and benefits to all parties.

It is aimed to present the participation banking venture capital investment partnership as a model and model based on the compliance of the venture capital model with the principles and norms of participation banking. For this purpose, in-depth interviews were conducted with companies, participation banks and active venture capital investment partnership companies to create an infrastructure that is effective and original. In the interview details, there are also risks and threats to main to the process of the system as well as unique opportunities and strengths to my country.

This approach; The medium and long-term fund needed by SMEs has qualities that can easily be provided by capital transfer and risk participation. Participation Banks will be able to transfer to their SMEs the funds of their own owners who want to evaluate their savings according to venture capital funds and interest-free banking principles. Long-term funds to be provided for the financing of partnerships can provide the source of investment and growth needed. It will be possible to transform the sources of funds to be provided from our country and abroad into real goods and services by participating in social refinance and economic development and participating directly in production by activating a funding method that works with the partnership principle and forms the basis of participation banking transactions.

**Keywords:** Venture capital Funds, Small and Medium Sized Enterprises, Islamic Finance, Risk Sharing, Profit and Loss Partnership, Participation Banking

## ÖNSÖZ

KOBİ'lerin finansal problemlerinin çözümü ve finansman ihtiyacını karşılamak üzere katılım bankacılığına yönelik bir model sunmayı hedefleyen bu çalışmanın araştırma sürecinde, görüşülen tüm kurum ve şahıslardan gereken destek ve yardım sağlanmıştır. Çalışmanın sorularına cevap getiren yanıtları bulmak için derinlemesine mülakat görüşmesi gerçekleştirdiğim firma sahiplerine, katılım bankası yöneticilerine, katılım bankaları birliği ve girişim sermayesi fon uzmanlarına teşekkür ederim.

Çalışmanın her aşamasında başarılı bir sonuç elde etmem için samimiyet ve sabırla destek veren tez danışmanım Prof. Dr. İbrahim Güran Yumuşak hocama ve dört yıllık doktora programı boyunca fikir ve çalışmalarını ile bizlere emek veren hocalarımıza şükranlarımı sunmak isterim.

Zafer Demir



# İÇİNDEKİLER

<b>BİLİMSEL ETİK BİLDİRİMİ</b> .....	<b>i</b>
<b>ÖZET</b> .....	<b>ii</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>iv</b>
<b>ÖNSÖZ</b> .....	<b>vi</b>
<b>GRAFİK LİSTESİ</b> .....	<b>xi</b>
<b>TABLO LİSTESİ</b> .....	<b>xii</b>
<b>GİRİŞ</b> .....	<b>1</b>

## BİRİNCİ BÖLÜM

<b>GİRİŞİM SERMAYESİ: KAVRAMSAL ÇERÇEVE</b> .....	<b>7</b>
1.1. Girişim Sermayesi: Teorik Çerçeve.....	7
1.2. Girişim Sermayesi Fonlarının Yatırım Türleri ve İşleyişi.....	17
1.2.1. Çekirdek Sermayesi (Seed Capital): .....	18
1.2.2. Başlangıç Sermayesi (Start-Up Capital): .....	21
1.2.3. Büyüme Sermayesi (Growth Capital).....	22
1.2.4. Özel Durum Sermayesi (Special Situation Capital).....	24
1.2.5. Çoğunluk Hisse Satın Alma (Leveraged Buy-Out Capital).....	25
1.3. Dünya'da Girişim sermayesi fonu Uygulaması ve Tarihsel Gelişimi.....	27
1.4. Girişim Sermayesi Fonlarının Yapısı ve İşleyişi .....	33
1.5. Girişim Sermayesi Modelleri.....	45
1.6. Girişim Sermayesi Fonlarının Yatırım Sonlandırma Yöntemleri.....	53
1.7. Türkiye’de Girişim Sermayesi Uygulamaları.....	59
1.7.1. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Mevzuatı .....	59
1.7.2. Girişim Sermayesi Yatırım Fonları Mevzuatı.....	62
1.7.3. Girişim Sermayesi Fonlarının Vergi Avantajları .....	64
1.7.4. Türkiye’de Girişim Sermayesi Fonlarının Gelişimi.....	66
1.7.5. Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi .....	71

## İKİNCİ BÖLÜM

### İSLAM İKTİSADI AÇISINDAN GİRİŞİM SERMAYESİ FONU VE İSLAMİ GİRİŞİM SERMAYESİ UYGULAMASI..... 76

- 2.1. İslami Girişim Sermayesi Kavramı..... 76
- 2.2. İslami Girişim Sermayesi Fonlarının Tarihçesi ..... 82
- 2.3. İslami Girişim Sermayesi Fonlarının İşleyişi ve Yatırım Modeli..... 86
- 2.4. İslami Girişim Sermayesi Yatırım İlke ve Prensipleri..... 93
  - 2.4.1. Faizsiz Çalışma İlkesi ..... 97
  - 2.4.2. Ahlaki Çalışma İlkesi..... 99
  - 2.4.3. Reel Üretim ve Hizmetlere Yatırım İlkesi ..... 103
  - 2.4.4. Risk Paylaşım İlkesi..... 104
  - 2.4.5. Spekülasyon ve Garar (Belirsizlik) Yasağı İlkesi ..... 106
- 2.5. İslam İktisadında Yatırım Yasağı Olan Sektör ve İş Kolları ..... 108
- 2.6. İslam İktisadında Ortaklık Esasları..... 113
  - 2.6.1. Mudarebe (Emek ve Sermaye Ortaklığı) ..... 114
  - 2.6.2. Müşareke (Sermaye ve Sermaye Ortaklığı) ..... 117

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE KOBİ'LERİN EKONOMİK DURUMU VE FİNANSAL PROBLEMLERİ..... 119

- 3.1. KOBİ Tanımı ve Özellikleri ..... 119
- 3.2. Kobilerin Gelişimi ve Potansiyeli Önündeki Engeller ..... 122
- 3.3. KOBİ'lerin Ülke Ekonomisi İçin Önemi..... 128
- 3.4. KOBİ'lerin Finansal İhtiyaçları ve Sorunları ..... 137
  - 3.4.1. KOBİ'lerin Yüksek Borçluluk Düzeyi Sorunu ..... 138
  - 3.4.2. Finansman ve Kredi İmkanına Ulaşamama Sorun..... 140
  - 3.4.3. KOBİ'lerin Teminat Üretememe Sorunu..... 145
  - 3.4.4. KOBİ'lerin Sermaye Piyasası Ürünlerinden Faydalanamaması ..... 147

3.4.5.	KOBİ'lerin Yönetim Sorunları .....	150
3.5.	Türkiye'de KOBİ'lere Sağlanan Teşvik ve Destekler .....	153
3.5.1.	Kamu Teşvik Programları .....	153
3.5.2.	Kredi Garanti Fonu .....	155
3.5.3.	KOSGEB (Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme Başkanlığı) KOBİ Teşvikleri .....	157
3.6.	Girişim Sermayesi Fonlarının KOBİ'lere Sağlayacağı Faydalar .....	160
3.6.1.	Büyüme ve Yatırım Faydası .....	160
3.6.2.	Üretim Faktörlerinin Temininde Maliyet Faydası .....	162
3.6.3.	Nitelikli İş Gücü Faydası .....	163
3.6.4.	Kurumsal Danışmanlık Faydası .....	164
3.6.5.	Yönetim Motivasyonu ve Uzman Desteği Faydası .....	165
3.6.6.	Ortaklığın Getireceği Güç Birliği ve İş Birliği Faydası .....	167

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **KOBİ'LERİN FİNANSAL PROBLEMLERİN ÇÖZÜMÜNDE GİRİŞİM SERMAYESİ YAKLAŞIMI ve KATILIM BANKACILIĞI GİRİŞİM SERMAYESİ MODELİ .....**

**168**

4.1.	Girişim Sermayesi ve İslami Finans Ortaklık Esaslı Ürünlerin Mukayesesi .....	168
4.1.1.	Mudarebe ile Mukayesesi .....	170
4.1.2.	Müşareke ile Mukayesesi .....	176
4.2.	Katılım Bankacılığının Ortaklık Esaslı Ürün Geliştirmesi Önündeki Engeller .....	179
4.2.1.	Fon Kaynaklarının Vade Yapısı .....	180
4.2.2.	Sermaye Kazanç Getiri Oranları Beklentisi .....	183
4.2.3.	Ortaklık Esaslı Girişimlerde Denetim Gerekçesi .....	184
4.2.4.	Uzman İnsan Kaynağının Yetersizliği .....	186

4.3.	İslami Finans İlkeleri Çerçevesinde Katılım Girişim Sermayesi Modeli Metodolojisi .....	187
4.3.1.	Araştırma Yöntemi.....	188
4.3.2.	Girişim Sermayesi Fonu Modeli Derinlemesine Mülakatları .....	193
4.3.3.	Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Mülakatları ve Değerlendirmeler .....	201
4.3.4.	Katılım Bankaları Derinlemesine Mülakatları ve Değerlendirmeleri .....	222
4.4.	Katılım Bankacılığı Girişim Sermayesi Modeli .....	235
4.4.1.	KOBİ'lere Sağlayacağı Faydalar: .....	246
4.4.2.	Katılım Bankalarına Sağlayacağı Faydalar: .....	247
4.4.3.	Fon veya Tasarruf Sahiplerine Sağlayacağı Faydalar: .....	248
4.4.4.	Ülke Ekonomisine Sağlayacağı Faydalar: .....	249
4.4.5.	Katılım Girişim Sermayesi Modeli Uygulama Esasları.....	250
	<b>SONUÇ.....</b>	<b>255</b>
	<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>259</b>

## GRAFİK LİSTESİ

Grafik 1: Girişim Sermayesi Fon Yapısı.....	8
Grafik 2: Girişim Sermayesi Fonları İş Akışı ve Döngüsü .....	15
Grafik 3: Global Girişim Sermayesi Fon Gelişimi (milyar USD) .....	30
Grafik 4: Girişim Sermayesi Fonlarının Yıllar İtibariyle Gelişimi (Adet).....	31
Grafik 5: Girişim Sermayesi Fonlarının Organları ve Fonksiyonları .....	34
Grafik 6: Girişim Sermayesi Firma Yatırım Aşamaları .....	35
Grafik 7: Girişim Sermayesi Fonu Nakit Akım Şeması.....	39
Grafik 8: Girişim Sermayesi Risk ve Yatırım Süresi .....	43
Grafik 9: Girişim Sermayesi Fonu Pazar'ı Projeksiyonu.....	45
Grafik 10: Alıcıların Satın Alma Sebepleri.....	58
Grafik 11: İslami Finans Aktif Büyüklüğü Gelişimi (milyar USD).....	76
Grafik 12: İslami Fon Gelişimi (milyon USD) .....	84
Grafik 13: İslami Girişim Sermayesi Fonlarının Yapısı ve İşleyişi .....	88
Grafik 14: İslami Fonların Yatırım Süreci .....	92
Grafik 15: İslami Finans Sisteminin Teorik Temelleri .....	94
Grafik 16: İslami Girişim Sermayesi İlkeleri ve Prensipleri.....	96
Grafik 17: İstihdam Değişimi KOBİ ve Genel Ekonomi Açısından.....	129
Grafik 18: Küçük ve Orta Büyüklükteki Girişim İstatistikleri.....	134
Grafik 19: Kredilerin Dağılım Eylül 2017 .....	141
Grafik 20: Kredi Türlerinin Gelişimi .....	142
Grafik 21: KOBİ Kredilerinin Türk Bankacılık Sektöründe Gelişimi .....	143
Grafik 22: Kredilerin Kanuni Takibe Dönüşüm Oranı .....	144
Grafik 23: Risk Sermayesi ve Mudarabe Finans Yöntemlerinde Kâr-Zarar.....	174
Grafik 24: KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Strateji Tablosu.....	203
Grafik 25: Girişim Sermayesi ve Katılım Girişim Sermayesi Fon Mukayesesi.....	235

## TABLO LİSTESİ

Tablo 1: Girişim Sermayesi Yatırım Aşamaları.....	10
Tablo 2: Girişim Sermayesi Pazar'ı ve Yatırım Türleri.....	17
Tablo 3: Kurumsal Girişim Sermayesi için Tercih Edilen Sektörler .....	51
Tablo 4: Girişim Sermayesi Modellerinin Karşılaştırılması .....	52
Tablo 5: Türkiye’de Faaliyet Gösteren Girişim Sermayesi Fonları.....	68
Tablo 6: Girişim Sermayesi Yatırım Fonları Portföy Bilgileri .....	69
Tablo 7: Türkiye’de Faaliyet Gösteren Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları .....	72
Tablo 8: Şirket Bazında Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Genel Bilgileri.....	73
Tablo 9: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibariyle Trendi.....	74
Tablo 10: Geleneksel ve İslami Yatırım Fonlarının Karşılaştırılması .....	87
Tablo 11: Kuran’ı Kerim’de Faiz Yasağı Ayetleri .....	97
Tablo 12: Türkiye’de KOBİ Kriterleri.....	120
Tablo 13: Avrupa Birliği KOBİ Kriterleri .....	121
Tablo 30: AB Ülkelerinde Çalışan Kişi Kriterine Göre KOBİ Tanımları .....	121
Tablo 14: İstihdam Değişimi KOBİ ve Genel Ekonomi Açısından.....	129
Tablo 15: AB’de KOBİ ve Büyük Ölçekli Firmaların Mukayesesi.....	130
Tablo 16: Girişimin Ana Faaliyet Türü ve Çalışan Sayısına Göre Dış Ticaret, .....	131
Tablo 17: Türkiye’de Şirketlerin Halka Arz Edilmeme Gerekçeleri .....	144
Tablo 18: Katılım Bankaları Karşılaştırmalı Finansal Özet Rakamları.....	223

## GİRİŞ

KOBİ'ler, ekonomik sistemde büyüme, istihdam, yatırım ve üretim etkisi ile büyük öneme sahiptir. Ülkemizde sanayi ve hizmet sektörlerinde 2 milyon 677 bin girişim faaliyet göstermekte ve toplam girişim sayısının %99'u KOBİ'lerden oluşmaktadır. KOBİ'ler ülkemiz istihdamının %73,5'ini, maaş ve ücretlerin %54,1'ini ve toplam cironun %62'sini, faktör maliyetleriyle katma değer %53,5'ini ve brüt yatırımın %55'ini gerçekleştirmektedir (TÜİK, 2016:3). Bu veriler Türkiye ekonomisinin özellikle de imalat sanayiinin omurgasını bu ölçek kapsamında yer alan firmaların oluşturduğunu göstermektedir. Ekonomimizin güçlenerek toplumsal refahın sağlanması ve ekonomik istikrarın devamı için KOBİ'lerin sağlıklı bir mali yapıya sahip olmaları ve desteklenmeleri büyük önem arz etmektedir. KOBİ'ler sadece Türkiye ekonomisi için değil birçok ülke ekonomisinde de benzer öneme sahiptirler. Bu nedenle birçok hükümet KOBİ'lere yönelik mali teşvik ve destek programları uygulamaktadır. Bu amaçla uygulanan finansal program ve hizmetlerin asli amacı ise KOBİ'lerin istikrarı ve gelişiminin öngündeki engelleri ortadan kaldırmaktır.

KOBİ'lerin ekonomideki önem ve ağırlığına karşın mali risk ve tehditler altında kırılgan bir yapıya sahiptir. Ülkemizde kurulan KOBİ'lerin %24'ü ikinci yılın sonunda, %51'i dördüncü yılın sonunda ve %63'ü altıncı yılın sonunda kapanmaktadır. Daha çarpıcı olanı ise onuncu yıl içinde %80'inin tasfiye olarak faaliyetlerine son vermesidir (Yönetim Danışmanlığı Derneği, 2018:16). Bu firmaların yoğun tasfiye sürecine maruz kalması, köklü ve oturmuş bir faaliyet yapısına ulaşabilen firma sayısının azalmasına neden olmaktadır. İşletmelerin bu denli yüksek oranlarda kapanma sürecine maruz kalması üretim ve istihdama doğrudan negatif etkisi ile kendisini hissettirmektedir. Firma ömürlerinin bu kadar kısa olduğu ekonomik koşullarda başarısızlığın ve kapanış nedenlerinin temeline inmek ve doğru bir şekilde analiz etmek ihtiyacı bulunmaktadır. Firmaların tasfiye oranının yüksek düzeyde yaşandığı kuruluş ve ilk faaliyet yıllarında, yeterli sermayeden yoksun olmalarıyla nedeniyle sağlam bir mali yapıya sahip olmadıkları dikkat çekmektedir. Girişimler genellikle yeterli sermaye birikiminden yoksun olarak başlatıldığı için faaliyetlerin fonlanmasında yeni kaynak gereksinimi ortaya çıkmaktadır. Firmalar

ihtiyaç duydukları işletme sermayesi ve yatırım mallarının finansmanı için genellikle geleneksel finansman modellerine başvurmak suretiyle kaynak oluşturmak çabası içerisinde bulunmaktadır. Ağırlıklı olarak banka kredileri ile finanse edilen aktifler, girişimciler için ağır bir faiz yükü ve kısa vadeli borç ödeme yükümlülükleri getirmektedir. Borçlanma temelli finansman modeli özellikle yeni kurulmuş, emekleme ve tutunma dönemi yaşayan firmalar için çözüm üretmek yerine borç baskısının getirdiği ağır yük ile birlikte mali durumlarına zarar vermektedir. Yeni girişimlerin, faaliyetlerinin kök salması ve sağlam bir müşteri portföyü oluşuncaya kadar belirli zarar ve başarısız ekonomik sonuçlara tolerans ve direnç gösterecek mali kaynak gücüne ihtiyacı olduğu açık bir şekilde gözlemlenmektedir.

Geleneksel finans yöntemlerinin, özellikle borçlanmaya dayalı yaklaşım ile sabit ödeme metotlarının yeni kurulan işletmelerin mali yapılarına uyum göstermediği ifade edilebilir. Bu firmalar, bankaların talep ettiği maddi teminatları üretmediği ve yüksek riskli kredi borçlusu statüsünde algılandığı için hem yüksek kredi maliyetleri ve hem de kısa vadeli kaynak imkânı ile dar bir finansal zeminde faaliyet yapmak zorunda kalmaktadır. Şirketlerin özellikle büyüme ve genişleme evrelerinde ciddi sabit kıymet yatırımlarına ihtiyacı bulunmaktadır. Yatırımın geri dönüşü orta ve uzun vade süresi taşıdığı için mali kaynak yapılarının yatırımın geri dönüşüne uygun olmadığı durumlarda firmalar kırılgan bir mali bünye ile zayıf ve dengesiz kaynak karması ile risklere açık ve maruz kalmaktadır. Girişimci kriz, durgunluk ve tahsilat problemleri ile kendisine bağlı olmayan olumsuz gelişmelerden dolayı uğradığı zarar ve gecikmeleri tek başına üstlenmek zorunda kalmaktadır. Tez, ekonomideki oynadıkları etkin rol ve önemleri nedeniyle geleneksel borçlanma ürünleri tarafından ihtiyaçları karşılanamayan KOBİ'lerin finansman problemlerine alternatif faizsiz bir çözüm önerisi üzerine yoğunlaşmaktadır.

Bu amaçla alternatif finansman teknikleri arasında KOBİ'lerin kuruluş ve büyüme evresinde ihtiyaç duydukları yatırım fonlarını sağlamak için kendine özgü finans yaklaşımı ile çözüm sunan girişim sermayesi modeli incelenmiştir. Girişim sermayesi yaklaşımında, firmaların ihtiyaç duydukları fon ihtiyacını karşılamak için belirli süreli olarak ortaklık esasıyla firmanın hisselerinin satın alınması şeklinde firmaya ortak olunmaktadır. Girişim sermayesi, fon sahiplerinin birikimini vekâlet yoluyla temsil ederek ortaklığı gerçekleştirmektedir. Girişim sermayesi modelinde fon sahipleri ile



girişimci arasında bir bağ ve birliktelik söz konusudur. Taraflar girişimin başarısından ve sonucundan birlikte ve adil düzeyde etkilenmektedir. Tarafların bu birlikteliği yatırımın veya girişimin başarısı için birlikte hareket ederek güçlerini birleştirmelerini ve sinerji oluşturmak suretiyle sonuca ulaşmayı hedeflemektedir. Girişimcinin riski paylaştığı fon ortağı ile olan birlikteliği, baskı unsuru değil destek ve motivasyon unsuru olarak katkı sağlamaktadır. Ortaklık yaklaşımında taraflar üstün ve güçlü yönlerini birleştirmek suretiyle bir güç birliği oluşturmaktadır. Fon sahibi sahip olmadığı bilgi, beceri ve teşebbüs kabiliyetine, girişimci de teşebbüsü eyleme çevirecek sermaye gücüne kavuşmaktadır. Girişim sermayesi fonları, dünya genelinde ortaklık esasıyla yatırım yapılabilecek, potansiyel taşıyan özel ve nitelikli girişimler aramaktadır. Bu girişimler genelde ar-ge becerisiyle geliştirilmiş ve rekabet avantajına sahip fikir aşamasından sonra seri üretime geçildiğinde yüksek satış ve pazar payı potansiyeli taşıyan ürün ve hizmetlerdir. Çalışmamızda KOBİ'lerin yatırım ve büyüme için ihtiyaç duyulan kaynağı sağlayan girişim sermayesi fonlarının işleyişini, uygulamalarını ve getirdiği çözümler detaylı olarak analiz edilmektedir.

Girişim sermayesi yaklaşımı, ortaklık, riske katılım ve kâr/zarar paylaşımı esasları ile aynı zamanda katılım bankacılığı ilkelerine uyumlu ve uyarlanabilecek özelliklere sahiptir. Katılım bankaları ihtiyaç duydukları ürün çeşitliliğini artırma ve ortaklık esaslı ürün karması için girişim sermayesi metodu ile yeni bir açılım ve hizmet modeline kavuşulabileceği ifade edilebilir. Çalışmanın temel amacı, KOBİ'lerin gelişimine ve büyümesine engel olan finansman sorununun çözümüne yönelik, borçlanma veya kredi finansmanı yöntemiyle çalışan geleneksel fon teminine alternatif faizsiz bir model önermektir. Böylelikle ortaklık esaslı sermaye girişi ile girişim sermayesi tarafından fon sağlanması ve katılım bankacılığı tarafından sağlanacak fon girişleri ile iki kurumun entegre olduğu yeni bir model ortaya konulması mümkün olabilecektir. Girişim sermayesi modeli katılım bankacılığı temel ilkelerine ve çalışma prensiplerine uyumu dikkate alındığında finans tekniği olarak hem fon toplama hem de fon kullandırım sistemine entegre olabildiği ifade edilebilir. Çalışmamızda Katılım bankacılığı sisteminde çalışacak girişim sermayesi fonlarının '*katılım girişim sermayesi modeli*' ile KOBİ'lerin, özellikle orta ve uzun vadeli fon gerektiren yatırım ve sermaye ihtiyacına cevap veren bir model olarak çözüm getirebileceği ortaya konulmuştur. Katılım bankacılığı uhdesinde çalışacak girişim sermayesi modeli kendine özgü avantajları ve üstün yönleri ile ekonomik aktörlerin tüm taraflarına ve

bütün olarak da ülke ekonomisine doğrudan katkı sağlayan bir model sunabilecektir. Tez, daha önce ülkemizde bu özellikleri ihtiva eden ve henüz uygulama alanı bulmamış yeni bir modeli kurgulamaktadır. Mevcut girişim sermayesi üzerine yapılan akademik çalışmalarda, geleneksel girişim sermayesi fonları ele alınmış özellikle yüksek birikime sahip şahıs ve kurumların yüksek getiri beklentileri hareket ettikleri alternatif finansman tekniği olarak izah edildiği görülmüştür. Tezde, İslami finans ilkeleri ile birikimlerini değerlendirmek isteyen küçük tasarruf sahiplerinin de yatırım yapabildiği tabana yaygın ve çok girişimli geleneksel ve özel amaçlı girişim sermayesi modeli ortaya konulmaktadır.

Çalışmamızın amacı doğrultusunda yapılan literatür taramasında hem batı ülkeleri hem de İslam ülkelerinde girişim sermayesi uygulamalarının varlığı tespit edilmiştir. Türkiye’de yeterli büyüklüklere henüz ulaşmayan bu teknikle ilgili sınırlı araştırma ve yayın olmasına karşın genel literatür taramasında çok sayıda kitap, makale, süreli yayın ve raporlara ulaşılmıştır. Model yeni ve çağdaş bir finans tekniği olmasına karşın ortaklık esasıyla çalışan bir sistem olduğu için kolay anlaşılabilir ve uyarlanabilir ilkelere ve uygulamalara sahiptir. Girişim sermayesi tüm uygulamalar ve teorik çalışmalarda riske katılım ve paylaşım ilkesi üzerine kurulmuş olup ticari ortaklık sonucu değer kazanan hisse ve şirket değeri üzerinden kârlılık hedefine sahiptir. Tezin ilk bölümüne çalışmanın amacı ve çözüm önerisinin oluşturulmasına yönelik olarak cevaplandırılması gereken soruların hazırlanması ile başlanmıştır. Ulaşmayı hedeflediğimiz çözüm önerisine gidecek temel soru üzerine detay sorular oluşturularak cevap aranmış ve analiz edilecek ana detaylar belirlenmiştir.

Çalışmanın birinci bölümünde girişim sermayesinin kavramsal tanımı, işleyişi ve uygulamasına ilişkin literatür taraması yapılarak farklı disiplinlerin ve bölgelere yönelik araştırmalar incelenmiştir. Girişim sermayesinin batı ve körfez uygulamaları karşılaştırılarak farklılıkları ve ortak yönleri tespit edilmiştir. Sektör ve fonların makro gelişimlerini gösteren araştırma raporları, veriler ile birlikte uluslararası ve yerel mevzuatlar incelenmiştir. Bu kapsamda girişim sermayesi için oluşturulan mevzuatın çalışma modeli için getirdiği avantaj ve kısıtlarına bakılarak sunduğu fırsat ve riskler araştırılmıştır. Özellikle vergilendirme konusunda modelin sunacağı avantaj ve teşviklere önemli vurgu yapılmıştır.

Dünya genelinde uygulanan girişim sermayesi fonlarına ait teorik incelemeden sonra tezin ikinci bölümünde modelin temelini oluşturacak katılım bankacılığı ile uyumlu ortaklık fonu yaklaşımının İslami finans ilke ve prensiplerine uyumluluğu üzerinde durulmuştur. Dünya üzerinde çalışan İslami girişim sermayesi fonların çalışma şekilleri ve işleyişi ortaya konulmuştur. Faizsiz sistemle çalışan girişim sermayesi fonlarının portföy tanıtımlarında ilkeleri ve portföy sepetindeki firmaların nitelikleri detaylı bir şekilde açıklanmış ve hangi prensip ve ilkelere göre yatırım kararı aldıkları tespit edilebilmiştir.

Tezin üçüncü bölümünde Türkiye’de faaliyet gösteren KOBİ’lerin finansal sorunları incelenmiş ve sağlanan mali destek ve teşviklerin bu sorunların giderilmesine yönelik katkıları araştırılmıştır. Bölümün sonunda ise girişim sermayesi fonlarının KOBİ’lere sağlayacağı faydalar detaylı olarak analiz edilmiştir. Böylelikle girişim sermayesi fonları ile cari teşvik uygulamaları arasındaki farklılıkları ve girişim sermayesi fonlarının KOBİ’lerin finansman sorunlarını gidermedeki fonksiyonelliğini tespit etmek mümkün olmuştur.

Tezin son bölümünde tüm teorik araştırmalar, girişim sermayesi sektör ve fon uygulamaları ile derinlemesine mülakat görüşmeleri sonucu ulaşılan çözüm önerilerine ve katılım bankacılığı ile bütünleşmiş katılım girişim sermayesi modeline yer verilmiştir. Bu bölümde girişim sermayesi fonları ile İslami finansın ortaklık esasına dayalı ürünler ile mukayesesi yapılmış ve katılım bankacılığının ortaklık esasına dayalı ürünleri geliştirmesinin önündeki engeller tespit edilmiştir. Girişim sermayesi modelinin KOBİ’lerin finansal sorunlarının çözülmesine sağlayabileceği katkılar ve katılım bankacılığı uygulama esaslarını tespit etmek üzere seçilmiş üst düzey yöneticiler ile derinlemesine mülakat yöntemi kullanılarak elde edilen bulgular analiz edilmiştir. Bu analiz sonucunda katılım bankacılığı girişim sermayesi modelinin KOBİ’lere, katılım bankalarına, tasarruf sahiplerine ve ülke ekonomisine sağlayacağı katkılar belirlenmiştir. Önerilen modelin teorik yapı ile pratik uygulama alanlarında karşılaşılabilecek zorluk ve problemler dikkate alınarak uygulanabilir bir modelin kurulması hususunda modeli olgunlaştıracak çözüm önerileri tespit edilmiştir. Böylelikle KOBİ’lerin sağlam ve sürdürülebilir bir mali yapıya kavuşmasına yardımcı olmak üzere alternatif ve faizsiz bir finansman modeli kurgulanmış ve önerilmiştir.

Türkiye’de için önerilen bu modelin katılım bankacılığında henüz faal olmaması, tez için önemli bir kısıt oluşturmaktadır. Zira girişim sermayesi fonlarının güçlü ve zayıf yönleri bilinmekle birlikte katılım bankacılığı uygulamaları ile ne derecede uyumlu olacağına yönelik herhangi bir veri veya çalışma mevcut değildir. Bu kısıtla birlikte tezin, modelin katılım bankacılığında uygulanmalarına ışık tutacak önemli bilgileri de ihtiva etmesi açısından literatüre önemli bir katkı sağlayacağı ifade edilebilir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### GİRİŞİM SERMAYESİ: KAVRAMSAL ÇERÇEVE

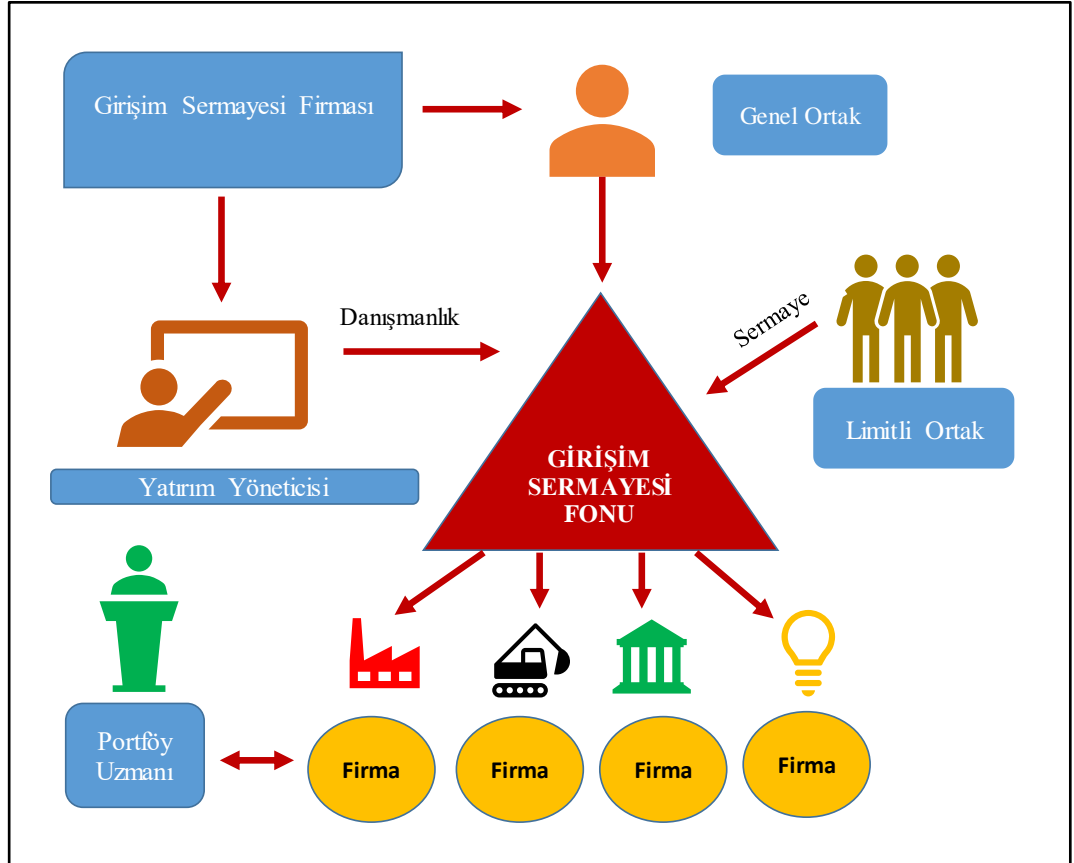
#### 1.1. Girişim Sermayesi: Teorik Çerçeve

Girişim sermayesi, bağımsız profesyonel fon yöneticileri tarafından yatırım prensiplerine uygun firma ve girişimcilere ortaklık modeliyle yatırım yaparak kâr elde etmeyi hedefleyen, fon sahiplerinin tercih ettiği kolektif bir yatırım aracıdır (TTGV, 2012:6). İngilizce ‘Venture capital’ olarak ifade edilen ‘Girişim Sermayesi’ kavramı, iktisadi fikirlere, henüz başlangıç evresindeki yeni kurulmuş şirketlere yapılan yatırımları, satın almaları, yeniden yapılandırmaları ve büyüme hedefi taşıyan 3-10 yıllık şirketlere yapılan büyüme ve genişleme yatırımlarını da içermektedir. Bu kapsamda, girişim sermayesi fonları fon fazlasına sahip yatırımcılar ile gelişme potansiyeli yüksek olan küçük ve orta ölçekli işletmelerin faaliyete geçmesi ve kurulması amacıyla yaptıkları orta ve uzun vadeli alternatif bir yatırım yöntemidir (SPK, 2016:4-5). Girişim sermayesinin ilgilendiği alan özellikle geleceğe yönelik büyüme ve kâr potansiyeli taşıyan girişim ve şirketlerdir. Şirketin faaliyette bulunduğu sektörün potansiyeli ve özelde firmanın gerçekleştirdiği ekonomik faaliyetin ürettiği yüksek katma değer ve rekabet avantajı tercih edilme sebebi olarak fon yöneticilerin hedefinde bulunmaktadır.

Girişim sermayesi modelinin en önemli özelliği orta ve uzun vadeli bir ortaklık yaklaşımı taşıyan yatırım tekniği olmasıdır. Geleneksel borç verme yöntemi dışında uzun vadeli olması ve ortaklık esaslı sistemin temel omurgasını teşkil etmektedir. Geleneksel borçlanma yöntemleri ile fon temin eden fon sahibi ile fonu kullanan ihtiyaç sahibi arasında bir bağ veya paylaşım bulunmamaktadır. Geleneksel borçlanma ürünleri kısa vadeli hızlı geri ödeme performansı olan ve sabit ödemeli, risksiz fon aktarımlarına yoğunlaşmaktadır. Kredi sisteminde borç veren kurum veya fon sahibi ödünç verdiği servetini her ne koşulda olursa olsun vadesinde tahsil etmek ve baştan belirlenen faiz getirisine sahip olmak istemektedir. Borç veren taraf girişimcinin akıbeti veya ticari faaliyetlerinin sonucunda fonun pozitif veya negatif etkisi ile

ilgilenmez, her koşulda kazanç talep eder. Ortaklık temelli modelde riske birlikte maruz kalmak ve ticari faaliyetin sonucunda oluşacak karın paylaşımı esas olduğu için kâr veya zarar karşılıklı kazanç veya kayıp sonucu ile ortaklık sonuçlanmaktadır. Faiz getirili bir borçlanmada sermaye sahibi her halükârda sermayenin getirisini talep eder ve nemasını alır.

**Grafik 1: Girişim Sermayesi Fon Yapısı**



Kaynak: (Zeisberger, Prah, ve White, 2017:14)

Grafikte girişim sermayesi fon yapısı ve işleyişi yer almaktadır. Grafikte görüldüğü üzere fon yapısının temel akışını girişim sermayesi şirketi yönetmektedir. Yatırımcı veya limitli ortakların sahip olduğu sermayeleri belirli şirketlere yatırım amacıyla oluşturduğu fon havuzunda toplamaktadır. Genel ortak fonun temel yönetimini ve politikalarını belirlemektedir. Yatırım tüm evrelerinde yatırım danışmanları ve firma portföy uzmanları yatırım ortaklığının yönetiminden sorumludur. Oluşturulan fon havuzundan seçilen yatırıma konu girişim sermayesi şirketlerine sermaye aktarmak ve ortak olmak suretiyle fon yatırımlarını gerçekleştirmektedir.

Sermaye Piyasası Kurulu mevzuatına göre Türkiye’de kurulmuş veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı olan şirketlere “girişim şirketi”, kayıtlı sermayeli olarak kurulan ve çıkarılmış sermayelerini esas olarak girişim sermayesi yatırımlarına yönelten ve kanunda risk sermayesi yatırım ortaklığı olarak ifade edilen ortaklığa da “girişim sermayesi yatırım ortaklığı” denir. Ülkemizde girişim sermayesi veya girişim sermayesi yatırım ortaklığı mevzuatı ve faaliyet geçmişi çok yakın tarihte başlamış ve emekleme döneminindedir. 2012’de şekillenen yasal alt yapısı ile kurulan şirketler büyüme aşamasında ve performansları yeni oluşmaktadır.

Girişim sermayesi, özel şirketlere özel pazarlık süreçleri ile yapılan yatırımları kapsar. Bu yatırımlar tipik aktif yatırımlarının dışında likit olmayan, analizi zor ve standartları olmayan bir aktif kalemidir. Anlık paraya çevrilip çok hızlı hareket eden ve finansal piyasalara olumsuz etkisi olan spekülatif hareketlerden uzak bir yatırım akışı bulunmaktadır. Fon yöneticileri aktif ve doğrudan katıldıkları yatırımda, sahip oldukları beceri ve tecrübe ile yatırımın akıbetine doğrudan etki ederler. Girişim yöneticilerinin bu kadar önemli ve kritik rol aldığı yatırımlarda yönetici seçimi de büyük önem taşımaktadır. Girişim sermayesi yatırımları ile yatırımcılar halka açık firmaların bulunmadığı hedef sektör ve nitelikli firmalara yatırım yapmayı hedeflerler (Cyril, 2010:76-78). Girişim Sermayesi modelinin performansı geleneksel borç verme ve yatırım tekniği dışında farklı bir analiz tekniği ile ölçülebilmektedir. Hem sektöre ait bilgi ve tecrübe hem de firmanın faaliyet ve geleceğine ilişkin doğru bir varsayım ve projeksiyon ortaya koymak önemli bir husustur. Yalnız sektör ve firma bazında bir analiz dışında daha makro düzeyde ülke ekonomisinin trendi ve gelecek beklentileri de yatırımın getirisi dolayısıyla başarısı hususunda belirleyici bir etken olacaktır.

Ortaklık veya girişim sermayesi modelinde iyimser bir kazanç sağlama planlaması var olduğundan tüm taraflar büyüme ve ticari faaliyetlerinden kâr elde etmek niyetiyle pozitif kararlar almaktadır. Reel ekonomi aktörleri olarak aldıkları pozitif kararlar ise sadece ilgili işletmeyi değil tedarikçileri, yan sanayi ve müşterilerini de dolaylı olarak pozitif bir şekilde ekonomik kararlar alması yönünde etkileyecektir. Ekonomide pozitif beklentiler üzerine hareket etmek ise genel olumlu ekonomik ortamın gelişmesine ve geliştirilmesine doğrudan katkı sağlayacaktır.

**Tablo 1: Girişim Sermayesi Yatırım Aşamaları**

Aşamaları	Tanımı
Fikir Aşaması ve Çekirdek Sermaye (Pre-seed/seed)	Girişimcinin fikir aşamasındaki teşebbüsünü araştırmak ve değerlendirmek suretiyle faaliyet öncesi destekler
Başlangıç Sermayesi (Start-Up/Early Stage)	Faaliyete geçen girişimin ürün geliştirme ve pazarlama aşamalarında yeni girişimi destekler
Geç Dönem Sermayesi (Later Stage Venture)	Mevcut iş modelinin iyileştirme ve revizyonu ile büyütülmesi aşamasında destekler
Büyüme Aşaması (Growth)	Faaliyet olgunluğuna ulaşmış firmaların yeni Pazar ve operasyonel yapılanma gibi özel alan desteği sağlar
Satın Alma (Buyout)	Potansiyel ve yüksek kar tahmini yapılan firmanın satın alma şeklinde hareket eder
Hisse Devri ve Satın Alma (Replacement)	Mevcut bir firmanın kısmi hissesi veya hissedarların kısmi hisselerini almak suretiyle katılır
Kurtarma ve Darboğaz Yatırımı (Rescue/Turnaround)	Mevcut durumda finansal darboğaz ve sıkıntıdaki firmalara yeniden yapılandırmak ve kurtarmak amacıyla katılır

Kaynak: (Divakaran, McGinnis, & Masood, 2014:3)

Tabloda görüldüğü gibi girişim sermayeleri hem mevcut potansiyelinin altında faaliyet gösteren hem de yüksek büyüme potansiyeli taşıyan girişimleri kendisine hedef kitle olarak belirler (Cusmano, 2015:76). Mevcut parasal kaynakların yüksek karlı ve yüksek potansiyel taşıyan gelir alanlarını tercih etmesi yatırım isteğinin ve arayışının temel çıkış noktasıdır. Fon sahipleri mevcut sabit ve sınırlı getirilerin dışına çıkıp özel alanlarda yüksek kâr ve getiri amacıyla bu fonlara ve sermayelere katılım sağlamaktadır. Bu açıdan girişim sermayesi yöneticilerinin ve uzmanlarının analitik bir perspektifle karar almasına ve araştırmasına ihtiyaç bulunmaktadır. Fon sahipleri, sınırlı fon birikimlerini aktarmak için hem fonun kurumsal olarak hem de yöneticilerinin yüksek yatırım becerilerine sahip olmasına ve uzmanlığına güvenmektedir. Bu güven ile yatırımcılar alternatif olarak kısa vadeli getiri sağlayan finansal araçlar yerine yüksek getiri bekledikleri ve uzun vadeli fon getirisini tercih etmektedirler.

Geleneksel finans araçlarından temel ayrımı özel bir ihtisas alanına sahip olması ve uzman portföy yöneticilerine olan gereksinim olduğu söylenebilir. Sistemin sabit getirili ve risksiz model dışında risk paylaşımı ve kâr zarar ortaklığı ile önceden belirlenemeyen bir getiri düzeyine sahip olması dikkat çekicidir. Alınan risk düzeyi ile



getiri arasında doğrudan ilişki var olduğundan doğru yönetilen risk ve uzmanlığın getirdiği performans beklentisiyle yatırımların veya girişimlerin yüksek getiri ile sonuçlanması daha olası görülmektedir.

II. Dünya savaşından sonra ABD, İngiltere, Fransa, Japonya, Hollanda ve Almanya gibi teknoloji yoğun sanayi hedefleri olan ülkeler, ekonominin yeni itici gücü olarak finansal gücü yeterli olmayan girişimci ve firmaların kurulması ve gelişmesi için yatırım finansmanı biçimi olarak girişim sermayesinin oluşumunu desteklemiştir. Yeni girişimlerin araştırma geliştirme aşamasından pazarlama ve satış sonrası aşamalarına kadar tüm süreçlerde destek sağlamışlardır. Girişim sermayesi var olan yüksek risk düzeyi ile yatırımın başarılı olması durumunda da yüksek kâr getirisi ve yüksek Pazar payı ile başarı sağlamışlardır. Ekonominin büyümesinde en önemli oyuncularından olan küçük ölçekli işletmelerin varlığını sürdürmesi ve büyüme sağlaması için devlet eliyle sağlanan yatırım zemininin doğru tasarlanması beklenmektedir. Büyüme potansiyeli taşıyan girişimcilerin desteklenmesi için önemli bir finansman desteğini sağlamış, aldıkları riskin büyüklüğü karşısında doğru ve rasyonel yatırım kararları ile de girişim fonları yüksek getiri ile klasik risksiz yatırım araçlarından çok daha yüksek kazanç sağlamışlardır.

Girişimcinin yeni ürün fikri veya bir işletmenin büyüme fikrinin her aşaması bu yöntem ile finanse edilebilir. En riskli aşama olan araştırma geliştirme aşamasından ürün geliştirme aşamasına kadar tüm aşamalarda yüksek riske katlanabilir ve girişimcinin ihtiyacı olan fonu sağlayabilir. Başlangıç sermayesi girişimcinin üretim ve satış sürecindeki finansman ihtiyacını gidererek ürünün ve yatırımcının idealinin hayata geçmesine imkân verebilir. Girişim sermayesi fonları gelişme ve büyüme evresindeki küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin büyümelerine destek verecek kaynak tedarikini de sağlayabilmektedir. Ayrıca darboğaza giren girişimci ve firmaların kurtarma veya finansal problemlerin çözümüne yönelik ortaklık yaklaşımı ile firmaların yaşamasına yönelik bir fonksiyonu da icra edebilmektedirler. Yatırımcı, girişimcinin yaptığı işe ve çalıştığı iş kolunun geleceğine inanarak yatırım yapar, yüksek risk alarak katıldığı ortaklığının sonucunda orta veya uzun vadede aldığı riskin karşılığını yüksek kâr getirisi ile alabilir (Elmadağ Hukuk Ofisi, 2013:9). Girişim sermayesi, firmanın her aşamasında girişimciye destek sağlayabilecek esnek ve geniş uygulama alanına sahiptir. Ortaklık ve sermaye girişi temelli olduğu için ilk yatırım

analizi doğru yapıldıktan sonra diğer süreçler daha kolay üzerine inşa edilebilir. Yaklaşımın en temel özelliği yeni fikir aşamasından finansal darboğaza girmiş köklü bir şirkete kadar çok geniş bir aralıkta ve farklı firma seviyelerine uygulanabilir. Fonların giriş gerekçesi de şirketin durumu, konumu ve ihtiyaç türüne göre farklılık gösterebilmektedir.

Girişim sermayesi fonları, risk sermayesi kuruluşlarından farklı olarak daha yoğun olarak piyasada faaliyet süreçleri başlamış, üretim, satış ve pazarlama aktiviteleri oluşmuş ve müşteri portföyü oluşmuş firmaları yatırım tercihi olarak kabul etmektedir. Mevcut faaliyet konusu ve ürün çeşidinde fırsat ve büyüme potansiyeli taşıyan bu işletmelere yeni üretim teknikleri, yeni pazar imkânları ve yeni ürün karmaları ile girişim sermayesi önemli katkı sağlayacaktır. Hem yatırımcı hem de girişimcinin büyüme ve kârlılık ideallerinin gerçekleşmesi için ortak bir yönetim ve amaç ortaya çıkacaktır.

Girişim sermayesi fonlarının temel fonksiyonları aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

- Girişimcilere ortaklık yöntemiyle finansman sağlamaktadır; model borçlanma veya ödünç vermek şeklinde tek taraflı değil fon sahibi ve girişimcinin birlikte hareket ettiği ve ekonomik faaliyetin sonucunda birlikte etkilenen ortak bir yatırım faaliyetini kapsamaktadır. Girişimcinin kendi kontrolü ve gücünün dışında meydana gelen olumsuz ekonomik sonuçların bedelin tek taraflı üstlenmesi ve katlanması adil bir paylaşım doğurmayacaktır. Kredi yerine ortaklık iş birliği ve dayanışmanın öznel gücü ile birlikte ekonomik faaliyetlerin başarısını daha da artırıcı bir etken üstlenecektir.
- Girişim sermayesi fonları, ortak olunan şirkete yalnız sermaye desteği değil ürün ve hizmet geliştirme süreçlerinde danışmanlık da vermektedir. Girişim sermayesi ekonomik faaliyetin tarafı ve aktif aktörü olarak sadece kaynak aktaran değil tüm ekonomik süreçlerde bilgi ve deneyimini uzman kadrosu ile girişime aktaran ve destek veren bir fonksiyonu da üstlenmektedir.
- Girişimcilere destek olmak için firmanın yönetimine katılmak suretiyle stratejik karar ve vizyonun belirlenmesinde yer alırlar. Girişimcilerin özellikle

kuruluş ve ilk yatırım yıllarında tecrübeli görüş ve deneyimleri ile fonun geçmiş birikimini girişimin ihtiyaç duyduğu alanlara aktarabilmektedir.

- Fonlar ortak oldukları firmalarda genellikle en yüksek %49 hisse ile azınlık sermayeye sahip olmayı tercih ederler. Fon girişimde mevcut hissedarların ve yöneticilerin şirketin temel yönetim ve idaresinden sorumlu olarak devam etmelerini ve destekleyici unsur olarak tali bir görev almayı tercih ederler.
- Yatırım süreleri genellikle 3-10 yıl arasında sürmektedir. Yatırımın veya girişimin süresi firmanın bulunduğu evre ile doğru orantılıdır. Kuruluş veya fikir aşamasında olan bir firmada çok uzun olacağı gibi olgunlaşmış veya darboğaz bir girişimde kısa bir sürede yatırımı ve girişim sonuçlanabilir.
- Fonlar yüksek getiri beklentisiyle yüksek risk düzeyi ile ortaklıklara katılırlar. Geleneksel finansal getiri araçları yerine fon sahiplerinin girişim fonlarını tercih etmesi bekledikleri yüksek getiri beklentisinden kaynaklanmaktadır. Yatırımcıların yüksek riske katlanırken konusunda uzman girişim fon ve portföy uzmanları ile çalışmak istemektedir. Yatırımcılar fonların tarihsel performans kayıtlarına bakarak önemli kanaatlere ulaşabilmektedir. Sektör bazında ve iş kolunda uzmanlaşan fonların performansı belirli bir ortalama ve gerçekleşme ile kanaat verebilmektedir.

İfade edildiği üzere girişim sermayesi fonları ortaklık esasıyla yeni kurulacak veya kurulmuş işletmelere ortaklık esasıyla yatırım yapan alternatif bir finansman modelidir. Sermaye ve anapara garantisiz taşımayan bu yatırım modelinde yatırım fonları yöneticilerinin veya yatırımcıların geleceğe yönelik beklentileri ve analizleri ile katıldıkları bir ortaklık kazancına bağlı bir gelir modeli şeklinde çalışmaktadır. Riskin girişimciyle yatırımcının birlikte paylaştığı model tarafların birlikte hareket etmesi, bilgi ve tecrübelerini paylaşmalarını dolayısıyla ortaklığın gücü ve sinerjisini işlerine veya yatırımlarına aktarmalarına fırsat vermektedir. Yatırımın sermaye ve emek taraflarının birlikte hareket etmesi ve ortak riskleri paylaşması diğer klasik finansman modellerinde olmayan farklı bir yaklaşımı da beraberinde getirmektedir.

Girişim sermayesi fonları diğer yatırım aktifleri karşısında avantaj ve dezavantaj taşıyan unsurları barındırdığı iddia edilmektedir. Güçlü tarafı halka açık borsa hisse

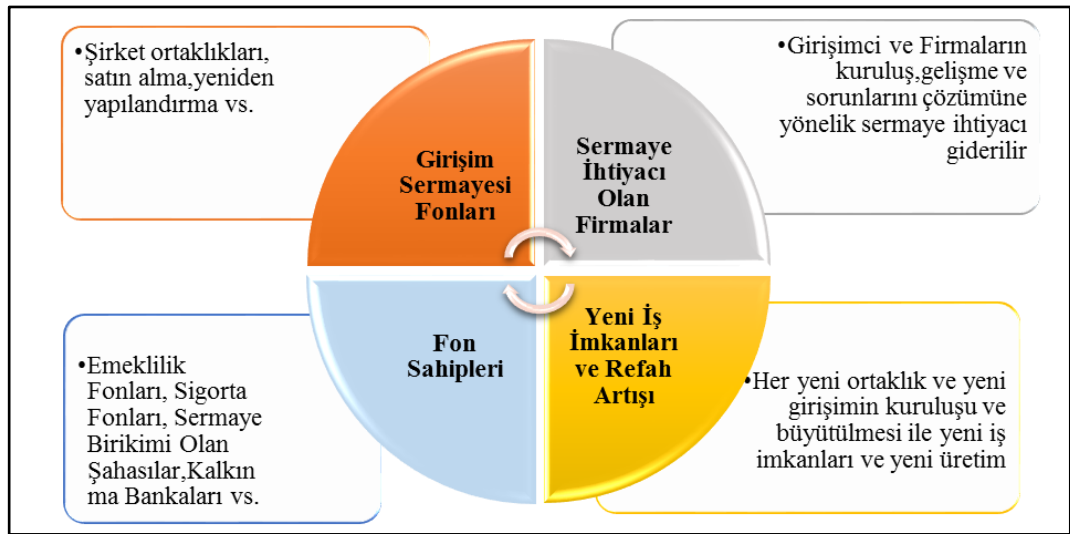
yatırımları karşısında daha yüksek kârlılık getirisi bulunmaktadır. Aynı şekilde farklılaşma avantajının getireceği faydaları sağlayabilmektedir. Buna karşın, yüksek katılım maliyetleri ve kolay likiditeye çevrilememe özelliği taşımaktadır. Aktif getirileri oldukça agresif değerler taşımakta ve şeffaflık açısından eksiklikler taşımaktadır (Brad, 2015:3-4). Sistemin uzun vadeli ve anlık likit karşılığının belirlenmemesi ağırlıklı spekülâtif yatırımcı bakış açısı ile negatif görülebilir ancak ekonomik modelde anlık veya likit varlık değerlemesinden daha önemli ekonominin veya büyüme modelinin güçlendirilmesini sağlayacak firma yatırım mekanizmalarının korunması ve güçlendirilmesi daha önemli olacaktır. Modelin kolay likiditeye çevrilmemesi ve hızlı çıkış fırsatının bulunmaması bütünsel bir finans sisteminde sağlıklı bir işarettir. Aşırı likit fonlar para piyasalarına hızlı bir şekilde giriş ve çıkış yapmak suretiyle mali sisteme zarar verebilmektedir.

Modern iktisadın temel gayelerinden biri kaynakların en verimli şekilde dağıtılması ve kaynakların refaha dönüştürülmesidir. Kapitalizmin finansal ürünlerinin kısa vadeli ve spekülâtif getiri odaklı ürünler yerine girişim sermayesi gibi uzun vadeli ve toplumsal bir refah vadeden bir yapı çözüm yolu olabilir. Girişim sermayesi toplanan fonların tekrar üretimi ve iş imkânlarının artışına neden olarak yeni kaynakların üretimini ve bu geri dönüşümü sürekli büyüterek toplumsal bir katma değer sağlama imkânına sahiptir (Zuhayr, 2010:47). Yakın tarihlerde sıklıkla karşılaşılan finansal krizler dünya üzerinde zihinsel olarak bir arayışı başlattı. İşletmeler ve bireylerin tek yanlı kazanç ve rant iştahı ülke ekonomilerinin ve bir bütün olarak da küresel ekonomik sıkıntıları beraberinde getirmektedir. Görüldü ki kazan kazan ilkesi ile hareket etmeyen ekonomik faaliyet ve eylemler mutlaka zayıf ve toplumsal kayıpların doğması ile sonuçlanmakta ve azınlık bir refah topluluğuna fayda sağlamaktadır. Toplumsal fayda sağlamadıkça ekonomik sistem kendisini dönemsel olarak krizler ile dengeye getirmekte ve reel durumu ortaya koymaktadır.

Türev piyasalar, kaldıraçlı finansal ürünler ve spekülâtif kazanç yolları gibi orta ve uzun vadede insanlığa kaybettiren finansal metotlardan vazgeçilmesi gerektiği anlaşılmıştır. Reel ekonomik faaliyetlere dayanan ekonomik sistem ve piyasaların kırılabilirlikleri daha az olmakla birlikte getirilerde zararlarda daha dar bir marj alanında hareket edebilmektedir. Spekülasyon ve haksız kazanç getirileri ise hızlı bir balon etkisiyle sahte bir refah ortamı oluşturmaktadır. Fiktif kazanç ile oluşan köpük etkisi

kaybolunca kriz ortaya çıkmaktadır. Krizler bireyden başlayarak aile, toplum ve ulusal ekonomiler için felaket ile sonuçlanan neticeler verebilmektedir. Doğal olan ve insanlığın tecrübesinden geçmiş geleneksel ticari faaliyetlerin yerine kolay ve hızlı kazanç arayışları her seferinde sonuçları getirilerinden çok daha ağır bedel ve krizler ile geri dönmüştür. Meşru kazanç ve gelir alanlarının dışına çıkıldığında geçici ve küçük kitlelerin gelirleri büyük alanların ise kaybı ile sonuçlanmaktadır. İslam iktisadında ise reel üretim ve katma değer üretimi ile sonuçlanan ekonomik faaliyetlere destek vermek esastır.

## Grafik 2: Girişim Sermayesi Fonları İş Akışı ve Döngüsü



Kaynak: (Mikdashı, 2009:148)

Girişim sermayesi yatırım fonları doğrudan üretime ve girişimcilerin katma değer üretecekleri üretim ve hizmet sahalarına aktarıldığı için ekonomide doğrudan istihdam sağlayan ve yeni iş alanları açıcı rol oynamaktadır. Yukarıda belirtilen ekonomik döngüde görüldüğü gibi toplumdaki fazla veya atıl fonlar girişim sermayesi yolu ile müteşebbislere yani üretim ve sanayiye aktarılmakta yeni iş alanları ve ekonomik büyümeyi doğurmaktadır. Yeni üretim ve ekonomik büyüme yeni fon fazlalıklarını doğurmakta ve yeniden yatırımlar kanalıyla büyüyerek devam eden bir refah döngüsüne neden olmaktadır (Zuhayr, 2010:150). Döngü ekonomik refahın tabana yayılmasını ve ivmeli bir şekilde artışını sağlamaktadır. Büyüme ve yeni üretim başka bir istihdamın ve girişimin itici gücü olarak yeniden ekonomik döngüde yerini almaktadır. Borçlanmaya dayalı katma değer üretmeyen finansman teknikleri yalnızca servet veya varlık transferine neden olmaktadır. Genellikle sermaye ve borç veren

tarafın sahip olduğu avantajlar nedeniyle girişimci veya borçlanan müteşebbis çoğunlukla kaybeden taraf olmaktadır. Bu durum ekonomide gelir dağılımını bozmakta ve servetin dolaylı olarak belirli ellerde toplanmasına neden olmaktadır. Ortaklık yöntemi ise tarafların birlikte kazandığı toplumsal tüm katmanlara faydalı bir yaklaşımdır. Tarafların kazandığı bir kazanç modelinin teşvik edilmesi sadece mikro bir yaklaşım değil sosyal bir refah unsuru olarak desteklenmelidir. Küçük ve sınırlı zengin tabakalar oluşturulması ve sermayenin bu şekilde dar alanlarda kümelenmesi sorun doğurmaktadır.

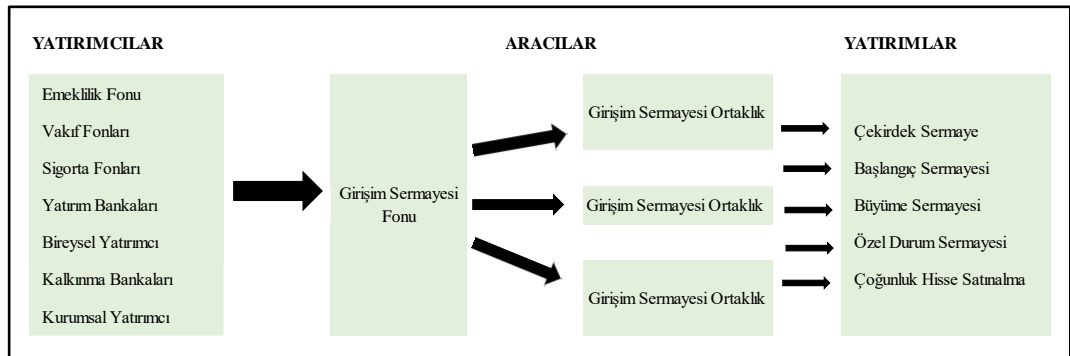
Günümüzde firma sahipleri ile yöneticileri arasında iş bölümü yapmak ve dayanışma, yükselen bir yönetim yaklaşımıdır. Firmaların finansmanında yabancı kaynak yerine öz kaynak veya ortaklık yoluyla finansman pahalı ve uzun vadeli olsa da borçlanmanın risk ve maliyeti karşısında daha düzenli ve yüksek geri dönüş sağlayan bir yöntemdir. Bir şirketi finanse etmek çok katlı pasta yapmaya benzer; doğru aşama ve uygun sektörlerde farklı ürün ve yatırım araçlarının kullanılması önemli bir konudur. Öz kaynak gereken aşamada yapılacak borç transferi veya yabancı kaynak desteği her zaman olumlu sonuçlar doğurmayacaktır (Jowet & Jowett, 2011:64). Finansman mantığının temelinde aktifleri doğru kaynak yapıları ile finanse etmek veya fonlamak vardır. Bir girişimcinin uzun vadeli bir aktif veya sabit bir kıymetini ya da araştırma konusu bir yatırımı kısa vadeli borçlanma yoluyla finanse etmesi doğru bir tercih olmayacaktır. Ortaklık, uzun vadeli ve belirsizliklerin olduğu ortamlarda borç baskısı olmadan dayanışma ve doğru planlama yapmak olanağı tanır. Ortaklık girişimcinin doğru karar almasını ve enerjisini faaliyet alanına odaklamasını sağlayacaktır. Yalnız kısa vadeli ticari kazanç yerine istihdam ve katma değer sağlayan üretim alanlarına yatırım için uzun vadeli ortaklık yatırımları başta toplumsal refah olmak üzere tüm taraflar için katma değer sağlayan adil bir yaklaşım olacaktır. Ekonomide sosyal refahın sağlanması için kalkınmak ve ekonomik büyümenin sürdürülebilir şekilde teşvik edilmesi ve sağlanması temel gayelerden birisidir. Her ekonominin çekirdek ve başlangıç yatırımları olan girişimcilerin varlığı, sayılarının artırılması ve ticari işbirliklerinin finanse edilerek desteklenmesi hem fon sahipleri hem girişimci hem de bir bütün olarak ekonominin işine gelmektedir. KOBİ'lerde rekabet gücünün sağlanması ve verimliliğin artırılması beraberinde üretilen katma değer artması ve ekonomik hacmin büyüyerek kalkınmanın sağlanması anlamına gelmektedir.

Girişim sermayesi fonları bu büyüme ve kalkınmanın getireceği kârlılık ve fon kazancını girişimci ile paylaşarak doğrudan ekonomik kalkınmanın içerisinde aktif rol oynamaktadır. Girişim sermayesi fonları spekülâtif kısa vadeli fon gelirleri yerine ekonominin sağlıklı bir alt yapıda mal ve hizmet üretimine dayalı reel bir ekonominin finansmanında yer alan uzun vadeli, risk paylaşım oranında karı paylaşan getirileri ve kazançları adil ve erdemli bir yönetsel yaklaşım ile ortaya çıkan ideal bir ortaklığa dayalı finansman modeli olarak görülmektedir.

## 1.2. Girişim Sermayesi Fonlarının Yatırım Türleri ve İşleyişi

Girişim sermayesi fonlarını geleneksel finansman ürünlerinden ayıran iki temel özellik bulunmaktadır. Birincisi girişim fonlarının uzun vadeli ve likiditesi düşük yatırım aracı olmasıdır. Girişim fonları 14 yıla ulaşan olgunlaşma ve çıkış aşamalarına ulaşabilmektedir. İkincisi de girişim fonlarının sermaye çekilişleri ve dağıtım konusunda özel dinamiklere sahip olmasıdır. Yatırım boyunca fon sahipleri sermaye aktarımı yapabilir veya yeni ihtiyaçlar doğabilir (Buchner, 2014:6). Ortaklık temelli bir finansman modeli olarak girişim sermayesi fonları, ortak oldukları girişimci ve firmalara belirli amaç ve teknikler ile yatırım yapmaktadır. Yatırımcıların ve fonların yatırımları, risk ve getiri beklenti düzeyine göre firmaların faaliyet sürelerinin farklı evrelerinde ve farklı finansal ihtiyaç türlerine yatırım türleri bulunmaktadır. Getirinin yüksek hedeflenmesi durumunda daha riskli ve yüksek potansiyel taşıyan tercih edilebilmektedir.

**Tablo 2: Girişim Sermayesi Yapısı**



Kaynak: (Stowell, 2018:339-345)'den derlenmiştir.

Girişim sermayesinde öncelikle yatırımın fonlanmasını sağlayan tasarruf sahipleri bulunmaktadır. Fon fazlasına sahip ve elindeki fonu belirli getiri amacıyla yatırıma dönüştürmek isteyen tüzel kişilikler ve bireysel yatırımcılar bulunmaktadır. Yatırımcının en temel gayesi elinde bulunan fonu en yüksek getiri ve riski en uygun düzeyde yönetilebilen getirili bir finansal araca yatırmaktır. Finans piyasalarında kısa vadeli ve riski düşük çok sayıda ürün bulunmaktadır. Girişim sermayesi fonları ise alternatif olarak uzun vadeli ve yüksek riski olmasına karşın getiri düzeyi klasik getiri oranlarının çok üzerinde kazanç sağlayan bir finansal getiri düzeyine sahip olmalıdır. Başarılı bir fon yönetimi ve yöneticisi fon sahiplerinin kaynaklarının doğru sektör ve firma seçimi ile en rasyonel şekilde değerlendirebilecek bilgi ve potansiyele sahiptir. Bu amaçla emeklilik fonları, vakıflar, sigorta şirketleri, yatırım bankaları ve bireysel yatırımcılar yüksek getiri elde etmek için bu tür girişim fonlarına yatırım yapmaktadırlar. Girişim sermayesi fon yöneticisi değişik evrelerdeki firmaların fon ihtiyaçlarına göre yatırıma dönüştürmektedir. Ortaklığın şirketin bulunduğu faaliyet süreci ve dönemine göre türü değişmektedir. Girişim sermayesi fonları potansiyel ve cazip gördükleri sektörlere odaklanmaktadır. Birincil yatırım alanı olarak son yıllarda alt yapı, enerji, çevre teknolojisi, lojistik ve sağlık gibi sektörleri hedef olarak belirlemiştir. (Sahu, Nath, & Banerjee, 2009:138-139). Yatırım alanlarının seçiminde ülkenin, bölgenin ve demografik unsurların önemi bulunmaktadır. Sadece objektif kriterler değil yatırım yapılan ülkenin ortaklık kültürü ve birlikte iş yapabilmek becerisi gibi öznel ölçütlerde ayrı bir önem taşımaktadır. Kurumsal ortaklıklara yatkın ve bu konuda tecrübesi olan pazar ve bölgelerde yatırım gerçekleştirmek ve ortaklık sözleşmeleri gerçekleştirmek daha kolay gerçekleştirebilmektedir.

### **1.2.1. Çekirdek Sermayesi (Seed Capital):**

Bu aşamadaki firmaların henüz satışları ve faaliyet gelirleri bulunmamaktadır. Sahip oldukları girişim fikrinin hayata geçmesi için satışa konu mal veya hizmetin üretilmesi gereklidir. Henüz müşteri oluşmadığı için girişim sermayesinin öncelikle ürünün geliştirilmesi ve dizaynının tamamlanmasını sağlamalıdır. Ürün ticarileşmeden önce ürünün test edilmesi ve müşteri nezdindeki tepkilerinin ölçülerek ideal ürün geliştirilmesinin tamamlanması gereklidir. Ürün dizaynı ile eş anlı olarak satış kanallarının, ürün dağıtım ağının ve pazarlama yöntemlerinin de olgunlaştırılması ve



belirlenmesi gereklidir. Henüz müşteri portföyü ve müşteri sadakati oluşmadığı için doğru ürün tespiti, girişimin başarısında etkin bir aşama olarak önem arz etmektedir.

Çekirdek sermayesi yatırım finansmanı yöntemlerinden en riskli türü olarak, finanse edilen girişim henüz fikir aşamasında, üretilmemiş ürün veya hizmet şeklinde ortaya çıkmaktadır. Fikir aşamasında finanse edilen girişimlerin yenilikçi ve daha önce gerçekleşmemiş ve ihtiyaç duyulabilecek ürün veya hizmet olması gerekmektedir. Yatırımın sonucunun en yüksek belirsizlik taşıdığı ve getirisi kestirilemediği için risk düzeyi en yüksek yatırım fonu alanıdır. Yapılan araştırmalarda yeni girişimlerinin %70'i bir yıllık süre zarfından sona erdiği ve tasfiye oranının bu şekilde çok yüksek gerçekleştiği görülmüştür. Finansman sağlayan tüm kuruluşlar bu aşamadaki yüksek risk grubuna giren firmalara yaklaşımlarında azami temkinli davrandığı ve kreditor olarak ilgisiz kaldıkları müşteri grubu olarak görülmektedir (Yatmaz, 2012:18). Dünyada ve ülkemizde kredi tahsis ve verme politikalarında yüksekten riskten kaçınmak ve riskin ölçülebilir veya kabul edilebilir bir aralıkta teminat ile desteklendiği bir yaklaşım genel bir finansman tekniği olarak kabul edilmiştir.

Çekirdek sermaye yatırımı yüksek risk düzeyi ile birlikte başarılı olması durumunda yüksek getiri sağlayacağı da muhakkaktır. Yatırımın geri dönüş süreci henüz fikir aşamasında olması sebebiyle 10 yıla kadar uzayabilmektedir. Bu yüksek risk ve geri dönüş süreci olan yatırım finansmanı türü yatırımcıların ve aktif yönetim uzmanlarının en az tercih ettiği veya tavsiye ettiği sistemdir. Çekirdek sermaye yatırımları 2013 yılında yapılan aktif yönetim şirketleri anketinde, %8 düzeyinde toplam fon ürünleri içerisinde ağırlığı veya hacmi bulunmaktadır. En çok yeni ürün fikirlerinin desteklendiği çekirdek sermayesi yatırımlarının aktif yönetim firmalarınca tercih edildiği görülmektedir (PriceWaterHouse Coopers, 2013). Fikir aşamasındaki girişimler, özellikle bilgi ve teknoloji alanlarındaki fon ihtiyaçları doğru analiz edildiği takdirde yüksek kârlılık ile yatırım geri dönüşü sağlayabilmektedir.

Yeni fikir ve ürünler ekonominin büyümesi ve milli refahın artışı için önemli bir etkidir. Yeni endüstri ve iş kollarının doğmanı için yalnız özel fon veya yatırımcıların motivasyonu değil aynı zamanda kamunun da bu şekilde yatırım yapacak ve ülke ekonomisine ivme kazandıracak girişim fonlarını yasal mevzuat ve vergi açısından kolaylaştırıcı ve teşvik edici önlemler alması gerekmektedir.

Günümüzde yeni bir ürünün fikir aşamasından üretim aşamasına hatta küresel dağıtım ağına dâhil olması çok kısa bir zaman diliminde gerçekleşebilmektedir (Sibert & Heard, 2000:25). Küresel piyasalar ile birlikte mevcut ürün ve hizmetlerde yoğun bir rekabetin yaşandığı ve rekabetin beraberinde sınırlanmış kârlılık sağladığı bilinmektedir. Yeni bir fikri ve buluşu fonlayan girişim fonu, pazara ilk giren ürün veya farklılaşmış bir mal üretimini başarmak suretiyle hem fon sahipleri için hem de girişimci için önemli bir getiri sağlayacaktır. Piyasaya yeni üretici ve firmaların girmesi zaman gerektiği içinde bu yüksek kâr düzeyi belirli bir süre devam edecektir. Özellikle teknoloji, yazılım, sağlık vb. sektörlerde yeni fikirler hızlı bir şekilde hayata geçirilmektedir. Önceleri çekirdek sermaye yatırımcıları çok nadir ve ender bir finansmanı olarak görülürken özellikle internet sonrası internet ağı ve yazılımları küçük bir bütçe ile büyük getiriler ve kazançlar sağlayacak bir potansiyel girişim zemini olarak ortaya çıktı. Bu asgari yatırım ve yüksek getiri potansiyeli alan tekrar çekirdek yatırımcıların canlanmasına artmasını sağladığı görülmüştür. Girişim fonları genellikle uzun ve orta vadeli bir yatırım enstrümanı olarak kabul edilse de yazılım temelli girişimlerde yıllar hatta aylar içerisinde yatırımın kendini amorti edebilecek geri dönüşümler sağladığı fark edilmiştir.

Fikir aşamasındaki girişimler, profesyonel ve uzmanlaşmış yatırım fonlarının tercih ettiği ve özel bir yatırım alanı olarak dikkat çekmektedir. Girişim fonları bu aşamada hızlı büyüme alanı olan ve nitelikli sektörler tercih edilmektedir (Sibert & Heard, 2000:27). Teknoloji yoğun sektörler bu tarz yatırımların finansmanı için uygun bir sahayı ifade edebilir. Teknoloji firmalarının yüksek bilgi ve yenilik potansiyeli ile çok hızlı bir gelişim ve fon üretme kapasiteleri olduğu öngörülebilir. Çekirdek yatırımcıların yatırım firmaları ve girişimcilerinin seçiminde nicel ve nitelik olarak çok mümbit bir iş sahası tercih etmeleri doğal bir tercihtir. Gelecek için önemli bir fayda veya çözüm sağlayacak teknolojik ürünleri, geniş bir müşteri kitlesine ulaşım fırsatı veren işleri güçlü bir uzman ekiple ancak ulaşabilir. Girişim sermayesi yapılarında araştırma ve değerlendirme yapan uzman ekibin mevcut ve gelecekte potansiyel sektörler, bölgeler ve iş sahalarını doğru bir şekilde analiz edip varsayımlarını doğru temeller ile ortaya koymaları beklenir. Yatırımcılar mevcut fonlarını ve sermayelerini objektif analiz ve raporların tespit ettiği portföylere yönlendirmek istemektedir. Uzman ekiplerce hazırlanan yatırım fizibilite raporları yatırımcılar için hem risk düzeyini hem de muhtemel kâr beklentisini ortaya

koyabilmektedir. Ortaya konulan risk ve getiri bileşeni ile fon sahipleri yatırım kararı alır ve girişim fonlarına yatırım gerçekleştirir.

### **1.2.2. Başlangıç Sermayesi (Start-Up Capital):**

Erken dönem aşaması olan başlangıç sermayesi yatırımları, firmalara ağırlıklı subjektif değerlendirme yöntemiyle yatırım kararı alınmaktadır. Firmanın yaşı, çalışan sayısı ve faaliyet büyüklüğü kıstasları sektör ve faaliyet bölgesi dikkate alındığında farklı ölçütler dikkate alınabilir (Veki, 2017:11). Genel yaklaşımda; yenilikçi, çözüm getirici ve teknoloji odaklı büyüme potansiyeli taşıyan genç firmalar bu kategori altında tasnif edilmektedir. Yaş olarak birinci yılı veya yıllarındaki firmaların bu aşamada konumlanması uygun olacaktır.

Girişim sermayesinin genel olarak risk sermayesini de içine aldığı düşünüldüğünde, risk sermayesinin en yoğun yatırım alanını bu yatırım çeşidi olduğu ifade edilebilir. Bu aşamadaki firma fikir aşamasından kuruluş aşamasına geçmiş ve yeni faaliyet sürecine başlamış girişimcileri kapsamaktadır. Fikir ve düşünce aşamasından fiili üretim ve hizmet aşamasına ilk geçiş sürecini ifade eden bu seviyede yatırımların finanse edilmesi göreceli olarak daha az riskli kabul edilmektedir. Bu aşamadaki yatırımların geri dönüşü 3-5 yıl arasında gerçekleşmektedir. “Başlangıç aşamasındaki bir işletmeyi fonlamak oksijen vermek gibidir. O olmadan iyi bir ekip bulacak, takım haline getirecek ve misyonunuzu yerine getirecek kadar hayatta kalmazsınız” (Jeffrey, 2010:196). Başlangıç aşamasındaki bir işletme kuruluş ve ilk faaliyet süreçlerini tamamladığı için zaman planlaması ve yönetimi açısından çekirdek aşamasındaki firmaya göre daha avantajlıdır. Yalnız objektif veriler değil, girişimcinin kişisel başarı potansiyeli de bir değerlendirme kriteri olarak fonların önündeki ölçütlerden birisidir.

Bu aşamadaki firmaların en önemli dikkat çeken karakteristik özelliği büyüme potansiyeli taşımasıdır. Girişimcilerin veya kurucu ortakların sahip oldukları vizyon ve geleceğe dair başarı hissiyatları ölçülemeyen subjektif bir değer olarak kabul edilmektedir. Yatırım kararlarında objektif kriterler kadar subjektif tecrübe ve yetkinliğe bağlı hissiyat ile karar alındığı durumların olması muhtemeldir.

Başlangıç aşamasındaki ticari girişimlerin analiz açısından çekirdek yatırımlara oranla daha avantajlı olduğu söylenebilir. Fikrin ticari bir faaliyet aşamasına gelmesi, gerekli ilk karar ve kabul aşamalarının da olgunlaştığının işaretidir. Somut ölçülebilir bir planlama veya projeksiyon ortaya konulabildiği için yatırımcılar açısından bu aşamaya ulaşmış bir yatırımda karar vermek daha kolay ve objektif olacaktır.

### **1.2.3. Büyüme Sermayesi (Growth Capital)**

Girişim sermayesi fonlarının en çok tercih ettikleri yatırım alanı büyüme potansiyeli taşıyan firmalardır. İlk iki aşamada yeni kurulma aşamasında veya kurulan firmalara yatırım kararlarını inceledikten sonra olgunlaşma evresine gelmiş ve firma yaşam evresinde süreçleri oturmuş firmalara yatırım yapılmaktadır. Mevcut üretim ve satış süreçlerinde büyüme ve genişleme imkânı sağlayarak yatırım desteğini vermek hedeflenmektedir. Bu tip girişim sermayeleri, çoğunlukla azınlık hisseleri satın alır ve yeni market ve yeniden yapılandırma ile kârlılık artışı mümkün olan firmaları hedefler (Invest Europe, 2016:7). Yatırıma konu girişim şirketinin faaliyet gösterdiği alanda var olan potansiyel ihracat ve yeni piyasalara açılma imkânı var ise yatırım şirketinin dış ticaret danışmanlığı ve pazarlama desteği ile firma hızlı bir şekilde satış hasılatını artırarak büyüme trendine girebilmektedir. Bu aşamada ölçeğin belirli büyüklüğü aştığı için fon miktarı veya sermaye girişinin en yüksek düzeyde ihtiyaç bulunan evresi anlamına da gelmektedir. Büyüme aşamasında bulunan girişimler özellikle sabit kıymet yatırımı ihtiyacı içerisinde oldukları için sermaye veya uzun vadeli fon girişi gerektiren kaynaklara ihtiyacı bulunmaktadır. Bu sabit kıymet fonlaması için bankaların temin ettikleri kısa vadeli kredi ürünleri oldukça riskli ve yetersiz bir kaynak olarak kalmaktadır.

Bu evredeki firmalarda dönüşüm ve yenilenme, mevcut iş hacminde ve kârlılık projeksiyonunda önemli bir değişim potansiyeli taşıyan firmalardır. Hedef firmalar, üretim gerçekleştiği sektör ve üründe yenileme yatırımlarını yapamadığı ve beklenen dönüşümü gerçekleştirmediği için beklenen potansiyeline kavuşamayan firma ve girişimcileri temsil etmektedir. Bu tür yatırımlarda firmanın fabrika ve tesis büyütülmesi, pazarlama ve dağıtım kanalının revizyonu veya yenilenmesi, sabit kıymet yatırımı ve yeni ürün geliştirme gibi net işletme sermayesi dışında orta vadeli kaynak gerektiren yatırım ihtiyaçları bulunmaktadır. Diğer bir açıdan da firma

bilançosundaki borç düzeyini düşürmek suretiyle firmanın bilançosunu ve mali verilerini daha olumlu görünüme dönüştürebilmektedir.

Büyüme yatırımları, yeni kurulum ve şirket satın alma yatırımları ile mukayese edildiğinde ekteki tabloda da görüldüğü üzere yatırımın geri dönüşleri veya kârlılık açısından büyüme yatırımları tüm zaman dilimlerinde en yüksek getiriyi sağlamaktadır (Cambridge Associates LLC, 2013:7). Büyüme yatırımları, düşük risk ve yüksek getiri oranları ile girişim sermayesi fonları tarafından en çok tercih edilen girişim alanıdır. Yatırım fonlarına fon aktaran tasarruf sahibi kişi ve şirketler aldıkları riskin yüksek olduğunun farkında olmalarına rağmen kendilerine sunulan bir nakit akış tablosu ve kârlılık analizini görmek istemektedir. Yüksek belirsizlik ve kestirilemeyen uzun vadeli yatırım getirileri ne kadar yüksek getiri potansiyeli taşısa da kurumsal yatırımcılar için cazip görülmemektedir. Büyüme yatırımlarının uzun vade kârlılık beklentileri düzenli bilgilendirme ve fon getiri durumunun doğru şekilde yansıtıldığı fon yönetimlerinde yeni fon girişleri için de katkı sağlayacaktır.

Girişim sermayesi fonlarının büyüme yatırımları; düşük risk görünümü, sınırlı yönetim sorumlulukları, düşük hisse katılımı ve konjonktürel değişimlere daha az oranda tepki vermesiyle birlikte 2000 yılından buyana diğer aktif getiri ile mukayese edildiğinde daha çok tercih edilmeye ve işlem hacmi büyümeye devam etmektedir (Cambridge Associates LLC, 2013:3-5). Diğer yatırım evrelerinden farkı olarak fon yönetimleri için düşük yönetim katkısı ve sorumluluğu taşımaktadır. Olgunlaşmış bir yönetim ve şirket kültüründe katkı sağlamak ve mevcut iş akışlarının üzerine yeni potansiyel ve geleceğe yönelik projeksiyonlar sunmak daha kolay olacaktır. Fon yöneticilerinin sınırlı insan gücü ve zaman sınırı nedeniyle daha rahat yönetim ve hedeflerinin ortaya koyabileceği ve küçük hisse payları ile destek olabilecekleri bir firma yatırım evresini teşkil etmektedir. Yatırım fonu yöneticisi firmada büyüme ve kârlılık artışı gördüğü potansiyel ve zayıf yanlara odaklanmak suretiyle istediği veya hedeflediği katkıyı rahatlıkla sağlayabilecektir. Büyüme yatırımları risk düzeyi düşük olmasına karşın, mali olgunluğa ve belirli bir büyüklüğe ulaşmış firmanın daha yüksek potansiyele ulaşmasını hedeflediği için yatırım tutarı çok yüksektir. Firmaların riskli evrelerinde ihtiyaç duyulan fon tutarı düşük olduğu için ihtiyaç duyulan sermayesi büyüklüğü ise düşük olmaktadır.

#### 1.2.4. Özel Durum Sermayesi (Special Situation Capital)

Bu yatırım türü ekonomik olarak sıkıntıya düşmüş veya mali zorluklarla karşı karşıya kalmış firmalara yapılan yatırımları ifade etmektedir. Ortakların kendi aralarında anlaşmazlık yaşadıkları firmalar da bu kategoride bulunan yatırım alanına girmektedir. Bu tür yatırımlar olağandışı ortaklık girişimi olarak hem yüksek risk taşırlar hem de olağan dışı farklı sorunların çözümü gibi zorlukları içinde barındırır. Bu şekilde sıkıntıya giren ve mali darboğaz yaşayan firmalara geleneksel finans sisteminde bankalar ilgi göstermemekte ve kredi vermekten kaçınmaktadır.

Girişim fonlarının 2008 finansal krizden itibaren finansal darboğaz yaşayan firmalara olan ilgisi, girişimci ve firma taleplerinin hızla artması nedeniyle artarak devam etmektedir. Kurumsal yatırımcıların %21'lik kısmı zordaki firmalara yatırım yapan fonları tercih etmektedir. Kurumsal yatırımcılar mali darboğaz altındaki firmalara yapılan yatırımların daha karlı ve kısa vadede geri dönüş imkânı olduğuna inanmaktadır (Pregin Alternatif Assets, Ekim 2011:5). Mali zorluk içerisinde yer alan firmaların tekrar sahip oldukları potansiyel ve büyüme hedeflerine ulaşması için sermaye aktarımı ve borç yükünün düşürülmesi yeterli olduğu durumlarda bu evredeki firmalara yatırım yapmak en makul yatırım türü olarak kabul edilmektedir. Girişimci faaliyet ve ana işlerinde performansı yüksek ve başarılı olmasına karşın finans yönetimindeki hatalar ve yabancı kaynak yapısını bozulması nedeniyle işleyişi bozulan firmalar kısa vadede toparlanmakta ve yeniden performans yapabilmektedir.

1980 yılından itibaren ilk girişim sermayesi fonlarının iflas eşiğindeki ve mali darboğaz yaşayan firmalara ilgisi başlamıştır. Özel durum fonları risk sermayesi ve büyüme fonları ekonomik ortamın pozitif ve olumlu olduğu şartlarda başarılı veya ortaya çıkma durumu varken, özel durum fonları ekonomik sıkıntıların veya problemlerin olduğu coğrafya ve dönemlerde gerçekleşmektedir.

Türkiye'de 2008 yılına kadar özellikle katma değer sağlayan ve ihracat potansiyeli taşıyan imalatçı firmalara çok sayıda yabancı fon satın alma ve ortaklık yoluyla firma sermaye yatırımı gerçekleştirmiştir. 2008 krizi sonrası ise satın alma ve ortaklık yatırımlarında önemli azalışlar ve düşüşler yaşanmıştır. (Özdemir & Keten, 2010). Girişim şirketinin sahibi yeni yabancı kaynak ve kredi imkânını yitirdiği için

bulabileceği tek orta ve uzun vadeli kaynak olarak yabancı sermaye girişine olanak tanımaktadır.

### 1.2.5. Çoğunluk Hisse Satın Alma (Leveraged Buy-Out Capital)

Bu yatırım metodunda fon, firmanın hâkim hisselerini borçları ile birlikte satın olma yoluna giderek 3-5 yıl içerisinde satış amaçlamaktadır. Genel yaklaşıma göre girişim sermayesi fonu bu yatırımdan %20-25 aralığında bir kârlılık veya geri dönüş beklemektedir. Fon satın almakta kullandığı fonu yabancı yatırımcılardan veya mali piyasalardan borçlanarak temin ettiği için borçlanmak suretiyle şirket hisselerini alımını gerçekleştirmekte, borçlanma maliyetinin üzerinde bir kârlılık beklediği içinde kaldıraçlı satın alma tabiri kullanılmaktadır. Özellikle yurt dışından libor/eurbor cinsinden uzun vadeli borçlanma ve kredi imkânı temin eden fon yöneticileri bu metotla %3 maliyetle fonladığı sermayesini %25 getiri ile tamamlayabilmektedir. Yatırımcılar ideal bir satın alma yatırımında aşağıdaki özelliklerin bulunması aranmaktadır:

- Düzenli ve tahmin edilebilir bir nakit akışı olması (borç ve geri ödemeler için)
- Alınan hisse bedelinin düşük bir değerden alınması
- Düşük risk iş kolunda olması
- İlave sabit sermaye yatırımına ihtiyaç olmaması
- Maliyetleri kısacak ve karlılığı artıracak bir fırsat marjını içermesi
- Güçlü bir yönetim ekibinin var olması
- Borçların ödenmesine yardımcı olacak sağlam ve nakde dönüşebilir aktif varlığın bulunması aranmaktadır.

Bu şartlara sahip bir girişim veya firma borçları ile birlikte çoğunluk hisselerinin satın alımı için elverişli şartlara sahip olduğu düşünülmektedir (Breaking into Wall Street Institute, 2018:16). Kritik olan kısmı ise hisse alım bedellerinin uygun ve maliyetli olmasıdır. Fon yönetimi hem kaynak hem de hisse alım maliyetinin aşağı ve iskontolu bir fiyattan almak suretiyle yatırımın karlılığına da yükseltebilecektir.

Şirket yönetiminde belirli bir hisse büyüklüğüne sahip pay sahiplerinin yönetimde ağırlığı ve karar alma yetkisi olduğu görülmektedir. Satın alma kararlarında yöneticiler farklı yöntemler ile şirket hisse satın alımları yapabilmektedir (Zaimoğlu, 1995:158-160). Satın almalar aşağıdaki şekillerde gerçekleşir:

- Şirketin profesyonel yönetici kadrosu tarafından satın alma,
- Rakip veya diğer şirket yöneticileri tarafından satın alma,
- Şirketin kendi insan gücü ve çalışanları tarafından satın alma,
- Dış satın alma şeklinde diyebileceğimiz. Herhangi bir üçüncü şahıs, tüzel kişilik veya fon tarafından satın almak suretiyle hisselerin devri veya satışı gerçekleşebilir.

Bu aşamadaki yatırımların maliyetinin yüksek olması ve yatırımcıların katlandığı sermaye düzeyinin büyüklüğü nedeniyle her aşamasında fonların ve yatırım yöneticilerinin azami dikkat ve doğru firma tercihlerinde bulunması gerekmektedir. Satın alma fonları toplam yönetilen fonların üçte ikisini oluşturmaktadır (Metrick & Yasuda, 2010:2307). Fonların bu işlem ağırlığına bakarak satın alma şeklinde ortaklık yöntemini daha çok tercih ettiklerini anlayabiliriz.

İlk aşamada alım yapılacak hisse fiyatının doğru belirlenmesi ve uygun fiyattan portföye katılmasıdır. Olgun aşamasındaki firmaların yönetimleri de profesyonel oldukları için firmaların mali bünyeleri ve faaliyetleri oturmuş ve kurumsal bir yapı kurulmuş durumdadır. Analiz sürecinde firmanın reel aktif yapısı ve kaynaklarının derinlemesine incelenmesi zaruridir. Firmaların sahip oldukları müşteri portföyü ve alacak stokları aktif değerlerini belirleyen ölçütlerdir. Borçların yapısı ve maliyetinin hesaplanması, karlılığa ve firmanın gelecek faaliyet karına olumlu veya olumsuz etkilerinin mali olarak hesaplanması ve tahmin edilmesi ile ancak gerçek bir hisse fiyatı tahmin edilebilir.

İkinci aşamada kaynakları ve ihtiyaçları doğru belirlemektir. Finanse edilecek veya fonlanacak işlemlerin doğru belirlenmesi kaynakların etkin kullanımı ve doğru şekilde yönlendirilmesine imkân verecektir. Sermayenin doğru ihtiyaçlara göre yönlendirilmesiyle hem yatırımcının kaynakları korunacak hem de firmanın gerçek kaynak ihtiyacına sahip fonksiyonları desteklenmiş olacaktır.



Üçüncü aşamada finansal projeksiyonların ve tahminlerin yapılmasıdır. Genellikle beş yıllık zaman diliminde borçların ödenmesi ve firmanın bilanço ile kâr/zarar tablolarının nakit akışları ile birlikte tahmin edilmesi önemli bir rehberlik sağlayacaktır. Geleceğe yönelik tahmin ve nakit akım tablosu hazırlamak oldukça zor ve çok yönlü bir süreçtir. Yalnız firma değişkenleri değil sektör, ülke hatta dünya ekonomisindeki finansal ve ekonomik gelişmelerde beklenen getiri ve nakit akışı doğrudan etkileyecektir.

Dördüncü aşamada yeni ortaklık ve borçlanma sonrası yeni bilançonun düzenlenmesi ve gerçekleştirilmesini sağlanmalıdır. Son aşamada ise fonun firmadan veya girişimden çıkış şartlarının hesaplanmasıdır. Çıkış değeri olarak hedef karlılık düzeyi olan FAVÖK (Finansman gideri, amortisman ve vergi öncesi kâr) ve net borç hesaplanarak girişim fonunun hisselerin yeni çıkış değeri hesaplanır. Daha sonra getiri hesaplama yöntemleri ile yapılan yatırımın sermaye ve IRR İç Verim Oranı yaklaşımı ile performansı ölçülebilir (Street of Walls, 2013). Yatırımdan çıkış evresi de giriş evresi kadar önemli ve doğru karar verilmesi gereken bir aşamadır. Fon yöneticileri hisseleri ulaştıkları en yüksek getiri düzeyinde ve doğru zamanlama ile elden çıkarmalıdır. Yatırım sonrası firmanın kârlılık düzeyi belirli bir süre yatay seyrettikten sonra hızlı bir şekilde yükseliş ve artış eğilimine girecektir. Bu artış seyrinin ne kadar devam ettiğini ve edeceğini planlayarak doğru aşamada ve uygunluk sürecine ulaşıldıktan hemen sonra hisse çıkışı yatırımın geri dönüşü açısından en yüksek getiri noktası olarak kabul edilecektir. Girişim sermayesini diğer geleneksel finans yöntemlerinden ayıran en önemli husus sistemin dinamik bir yapıya sahip olmasıdır. Karlılıklar ve getiriler dönemsel değişiklik ve politikalar gerektirmektedir.

### **1.3. Dünya'da Girişim sermayesi fonu Uygulaması ve Tarihsel Gelişimi**

Dünyada girişim sermayesinin doğuşu 20. Yüzyılın ikinci yarısına dayanmaktadır. Girişim sermayesi, iki çeşidi olan risk sermayesi ve borçlanarak satın alma metodlarının paralel olarak gelişimi ile yükselişe geçmiştir. Modern girişim sermayesinin doğuşu ise 1946 yılında başlangıç olarak kabul edilebilir. Girişim sermayesi fonlarının gelişimini dört farklı evrede özetleyebiliriz.

*Erken Dönem Girişim Sermayesi Tarihi:* Bu dönem girişim sermayesi yatırımlarının göreceli olarak çok düşük hacimli olduğu, temel firma satın almaları ve sınırlı farkındalığın oluşmaya başladığı bir dönem olarak ifade edebilir. Endüstri devriminden sonra sermaye birikimine sahip yatırımcılar işletme satın alma ve özel küçük yatırımlar yapmaya başlamıştır. Ticari bankerler 1850'li yıllarda sanayi işletmelerinin finansmanına kaynak aktarmaya başlamıştır. 1901 yılında J.Pierpont Morgan's Carnegie Çelik Firmasını Andrew Carnegie ve Henry Phipps'den 480 milyon USD'na satın alması ilk şirket satın alması olarak kabul edilmektedir. Şirket satın alma evresi, genelde ölçek ekonomisi stratejisi ile büyük üretim ve seri imalatın hedeflendiği ekonomik kararların bir sonucu olarak ortaya konulmuştur (Harland, 2000:224).

*Birinci Genişleme-Daralma (Boom and Bust Cycle) Dönemi:* Spekülatif bonolar tarafından finanse edilen borçlanarak satın alma döneminin dalgalı yıllarını temsil eden periyottur. İkinci Genişleme-Daralma Dönemi (1992-2002); Bu dönem kredi ve mevduat krizlerinin, içerden bilgi skandalları (insider trading), gayrimenkul piyasası çöküşü ve 90'ların başındaki durgunluk döneminde ortaya çıkan dönemdir. Bu dönemde daha çok kurumsal girişim sermayesi firmalarının faaliyetleri yoğunlaşmaktadır. Üçüncü Genişleme-Daralma ve Girişim Sermayesinin Altın Çağı (2003-2007); Bu dönem tarihteki en büyük 15 satın almanın 13'nün gerçekleştiği dönemi işaret eder. Dönemin başında telekomünikasyon yatırımlarında kayıp ve zararlar yaşansa da 2004 yılından itibaren genişleme ve önemli atılımlar gerçekleştirmiştir. Bu dönemde düşen faiz oranları, borçlanma şartlarının hafiflemesi ve yasal mevzuatların kolaylaşması ile birlikte şirket yatırımlarının en yoğun ve kolaylık sağlandığı bir dönem olarak genişleme evresinin yaşanmasını sağlamıştır.

*Post-Modern Girişim Sermayesi ve Likidite Darlığı Dönemi:* Temmuz 2007 tarihinde mortgage piyasalarında başlayan ekonomik buhran satın alma ve borçlanma piyasalarına da olumsuz etkilemiştir. Keskin değişim hem yatırımcılar hem de girişimciler için radikal kararların alınması ve tüm yatırım planlarının yeniden gözden geçirilmesini zorunlu bırakmıştır. Birçok yatırımcı ve fon planladıkları yatırım ve satın alma kararlarından vazgeçmiş ve geri çekilmeler yaşanmıştır. Kredi imkânlarının daralması ve likidite noksanlığı ise fonların yatırım işlemlerinde ve büyük yatırım kararlarının ertelenmesine neden olmuştur. Yaşanan finans krizi küresel olarak fon

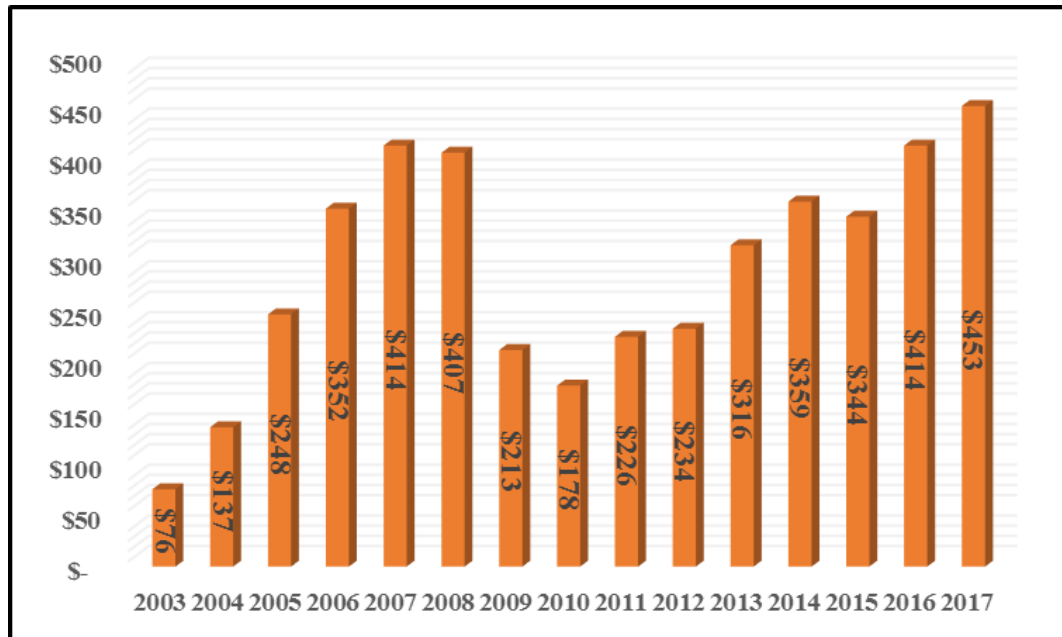
sahipleri ve fon yöneticilerinin yatırım yöntemlerini sorgulama sürecini başlatmıştır. Kaldıraçlı ve türev finansal ürünler finans piyasalarının kâbusu dolaylı olarak da dünya ekonomilerinin temel sorunlarından birisi haline gelmiştir. Temel üretim ve ticarete dayalı tarihsel ekonomik deneyimin ne denli önemli ve denge unsuru olarak insanlık için önem arz ettiği anlaşılmıştır. Piyasalarda kâr ve kazancın doğal ve reel ekonomik aktiviteler ile kazanılması gerektiği anlaşılmıştır.

Geçen on yılda girişim sermayesi sektörü şiddetli dalgalanma ve değişim geçirmiştir. 2006 yılında sektör tarihinin en yüksek işlem hacmine ulaşmıştı. Bu genişleme ve büyüme döneminin ardından gelen 2008 finansal kriz sektöre ciddi olumsuz bir etki yapmıştır. Bu etki 2010 yılına kadar ciddi oranda sektörün yatırım ve işlem hacimlerini olumsuz olarak etkilemiştir. 2010 yılından sonra dünya kredi imkânları ve likidite imkânlarında yaşanan olumlu gelişmelerden sonra sektörün olumlu trendi başladı. Yaşanan küresel olumlu gelişmeler yatırımların kârlılık ve geri dönüşlerine de olumlu yansımıştır (Bain and Company, 2016). Yatırım fonlarının dünya üzerindeki hareketliliği doğrudan küresel ekonomik göstergelere bağlı olarak değişiklik arz etmektedir. Resesyon ve daralma dönemlerinde sermaye hareketleri asgari düzeylere çekilmektedir. Hem küresel hem de küresel sermaye hareketliliği için en önemli husus istikrar ve geleceğin iyimser beklentiler taşımasıdır. Hem dünya da hem ülkemizde yatırımların fonlanmasında istikrar ve geleceğe yönelik iyimser beklentilerin yeniden oluşması ve desteklenmesi önemli bir husustur. Ekonominin küresel politik gelişmelerden doğrudan etkilenmesi nedeniyle özellikle orta ve uzun vadeli sonuçlar beklenen yatırım ve fon girişimlerinin de istikrar ve olumlu beklenti dönemlerinde gelişim göstermesi doğal bir sonuçtur. Aksi durumda sermaye ve para hareketleri ürkek bir aksiyonla kısa vadeli ve borçlanma şeklinde kendisine yer aramaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketleri ise ülke ekonomilerinde üretimin ve istihdamın artışına katkı sağlamaktan uzak görünmektedir.

Son beş yılda art arda başarılı dönem geçiren girişim sermayesi fonları olumlu performansları ile ortaklarını ve yöneticilerini tatmin etmiştir. 2013 yılından sonra girişim sermayesi fonları yıllık küresel olarak 500 milyar USD büyüklüğe ulaşmıştır. Ayrıca henüz yatırıma dönüşmemiş nakit varlık büyüklüğü 1,3 trilyon USD olarak tahmin edilmektedir (Bain and Company, 2016:4). Özellikle 2008 krizinde en büyük kriz etkeni olarak kabul edilen türev piyasalar ve kaldıraçlı ürünler kısa vadede önemli

getiriler kazandırmış olsa da istikrar taşınamaması ve piyasalarda oluşturduğu köpük etkisi ile getirdiği kazançların büyük bir bölümünü kriz dalgasında fazlasıyla alıp götürdüğü yakinen gözlemlenmiştir. Hem yatırımcılar hem devletler mala ve üretime dayalı fon yatırımlarının reel bir değer ürettiğini ve geleneksel yaklaşımın toplumsal refahı getireceğine olan inancı tekrar güçlendirmiştir. Bu nedenle ortaklık esasıyla reel üretim ve katma değer üreten işletme ve girişimcilere yatırım yaparak ülkelere ve toplumlara katkı sağlayan girişim fonları hem devletler tarafından desteklenmelidir. Girişim fonların dünya üzerinde rahatlıkla hareket edebilmesi için mevzuat ve vergi kolaylığının da sağlanması önemli bir kolaylık ve etkinlik kazanmasına yardımcı olabilecektir. Fonların için cazibe merkezi olmak dışında dünya finans merkezlerinin temel özelliklerinden birisi de vergi kolaylığının ve yatırım mevzuatının uluslararası fon sahipleri ve aracıları için kolaylıklar taşımasıdır. Girişim sermayesi fonlarının yıllar itibariyle gelişimine baktığımızda patlama yılı olan 2006-2008 yılları dikkat çekici ölçüde büyümenin gerçekleştiği ve sektörün altın çağını yaşadığı dönem olarak kabul edebiliriz. Finansal kriz ile birlikte daralan likidite ve borçlanma imkânları ile birlikte sektör şiddetli bir küçülme ve daralma ile birlikte 2013 yılından bu yana küresel ekonomik gelişmelere paralel olarak büyüme trendini sürdürmektedir.

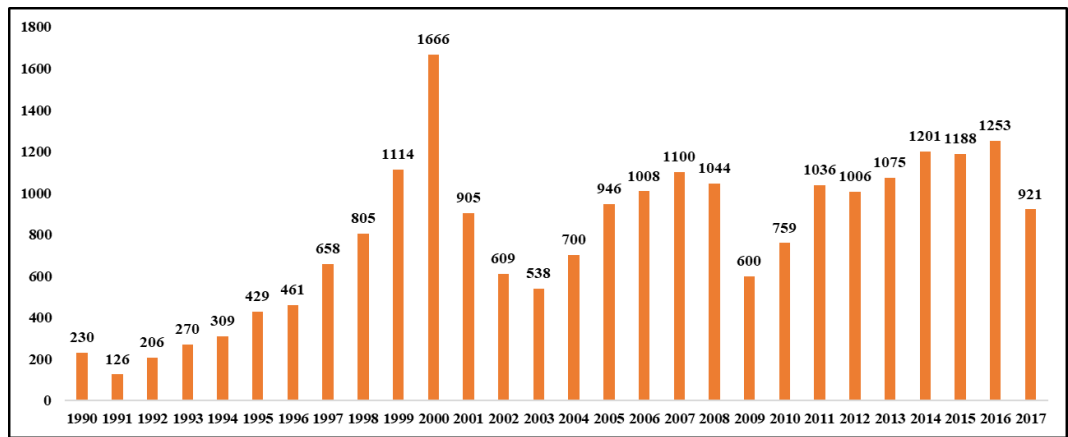
**Grafik 3: Global Girişim Sermayesi Fon Gelişimi (milyar USD)**



Kaynak: (Pregin Global, Private Equity and Venture Capital Report, 2018:31)

Özellikle 2008 krizi ile birlikte daralan sermaye hareketleri körfez bölgesinde de petrol fiyatlarının düşüşü ile birlikte ortaya çıkan atıl fon veya yatırıma dönüşebilir sermaye stoklarını da eritmiştir. Batıda önemli sermaye itici gücü olan körfez ve Rusya petrol gelirlerinin kaybolması ile birlikte krizin etkisine ilave edilen bu fon kaybı dikkat çekici tabloda da görülebilir dip etkisini ortaya çıkarmıştır. Keskin düşüşün altındaki en önemli neden bu çifte olumsuz gelişmeden kaynaklanmaktadır. Kriz ile birlikte dünya genelinde yeni bir finans politikası ve mevcut metotların sorgulanmasını da beraberinde getirmiştir. Finans krizi ile birlikte firmaların mali yapılarında görülün yüksek borçlanma ve kırılganlık beraberinde küçülme ve istihdam daralması gibi makro göstergelerde negatif sonuçları da beraberinde getirdi. Girişim sermayesinin desteklediği ve fon girişi yaptığı firmaların kriz dönemlerinde bankacılık sektörünün geri çekildiği ve noksanlık gösterdiği dönemlerde etkin ve istikrar sağlayıcı bir fonksiyon üstlenebilmektedir. (Bernstein, Lerner, & Mezzanotti, 2017:31). Kriz dönemlerinde güçlü girişim sermayesi fonlarının devrede ve hisse yapısında içerisinde olması tüm finans kuruluşları ve kreditor kuruluşlar için olumlu bir etken olarak firmanın rekabet avantajının korunmasına destek sağlayabilecektir. 2017 yılına geldiğimizde fon büyüklüğü en yüksek değer olan 453 milyar USD büyüklüğe ulaşmıştır. 400 milyar USD büyüklüğü cari yılla birlikte aşılmış oldu. 2008 krizinden önce ulaşılan fon büyüklüğü ve işlem hacimlerine on yıl sonra yeniden yakalanmış oldu. Bu anlamda ekonomik toparlanma ve girişim fonlarının yeniden ivmelenerek istenilen düzeye gelmesi on yıllık bir onarım süreci geçtiği ifade edilebilir.

**Grafik 4: Girişim Sermayesi Fonlarının Yıllar İtibariyle Gelişimi (Adet)**



Kaynak: (Pregin Global, Private Equity and Ventur Capital Report, 2018:32)

Grafikte görüldüğü üzere 1970’li yıllardan bu yana girişim sermayesi fonlarının artış grafiği sürekli büyüme yönünde olmasına karşın sert dalgalanma ve değişimler de göstermiştir. Özellikle küresel ekonomideki finansal kriz dönemlerinde işlem hacim ve aktif büyüklüğündeki küçülme fon sayılarına da yansımaktadır. Bununla birlikte özellikle son beş yılda fonların konsolide olduğu ve sektördeki fon sayısında bir azalma ve birleşmeler yaşandığı gözlemlenmektedir. Fonlar ve girişim sermayesi ortaklıkları reel ekonomi ile paralel bir hareket izlediği için ekonominin daralma ve genişleme dönemlerinde benzer portföy tepkileri vermektedir. Yatırım ortaklıklarının sayısı genişleme dönemlerinde hem adetsel hem de hacim olarak artış gösterirken ekonomik darlık dönemlerinde sayılarda düşüş ve fonların birleşmelerinde artış gözlemlenmektedir. Finans piyasalarından konsolidasyon yöntemiyle kuruluşların bir araya gelmesi özellikle kriz ve daralma dönemlerinde tercih edilen bir yaklaşım olabilmektedir.

Fonların ekonominin gelişimine uygun bir grafik ile gelişme gösterdiği yukarıdaki rapor grafiğinde gözlemlenen benzerlikler göstermektedir. Çok da eski olmayan geçmişi ile girişim fonları önemli bir büyüme ve gelişme gösterdiği rahatlıkla ifade edilebilir. 2017 yılında fon sayısı bir önceki yıla %26 azalmasına karşın 2017 yılında 39 milyar USD’lık büyüme gerçekleşmiştir. 2017 yılında özel sektör fonlarının oranı bir önceki yıl %56 iken cari yılda %60 olarak yükseliş göstermiştir. 2017 yılında Preqin firması tarafından 250 kurumsal yatırımcının girişim sermayesi fon işlemlerine ilişkin yapılan memnuniyet anketlerinde %63 oranında yüksek bir memnuniyet ve başarılı bir dönem görüşü alınmıştır. Aynı şekilde yatırımcılar 2016 yılında olduğu gibi 2017 yılında da yatırım getirilerine ilişkin beklentilerinin üzerinde bir performans gerçekleşmesi gördüklerini ifade etmişlerdir. 2017 yılında fon sayılarında birleşme sonrası azalma görülmesine karşın tarihi büyüklüğe ulaşarak fon başına yatırımda en başarılı dönem yakalanmıştır. Yatırımcıların da memnuniyeti ile birlikte önümüzdeki yıl için daha yüksek gerçekleştirmelerin geleceği söylenebilir.

Kriz sonrası girişim sermayesi fonlarının işlem hacmi istikrarlı bir büyüme göstermesine karşın adetsel değişiklik farklı bir gelişim trendi sergilemektedir. Burada en önemli etken küresel fonlarda yaşanan değişim ve hareketlilikten kaynaklanmaktadır. Sermaye bolluğu döneminde ortaya çıkan fonların bir bölümü kriz sonrası ya kapanmış ya da yeni bir güç oluşturmak ve sermaye kapasitesini ve kârlılık

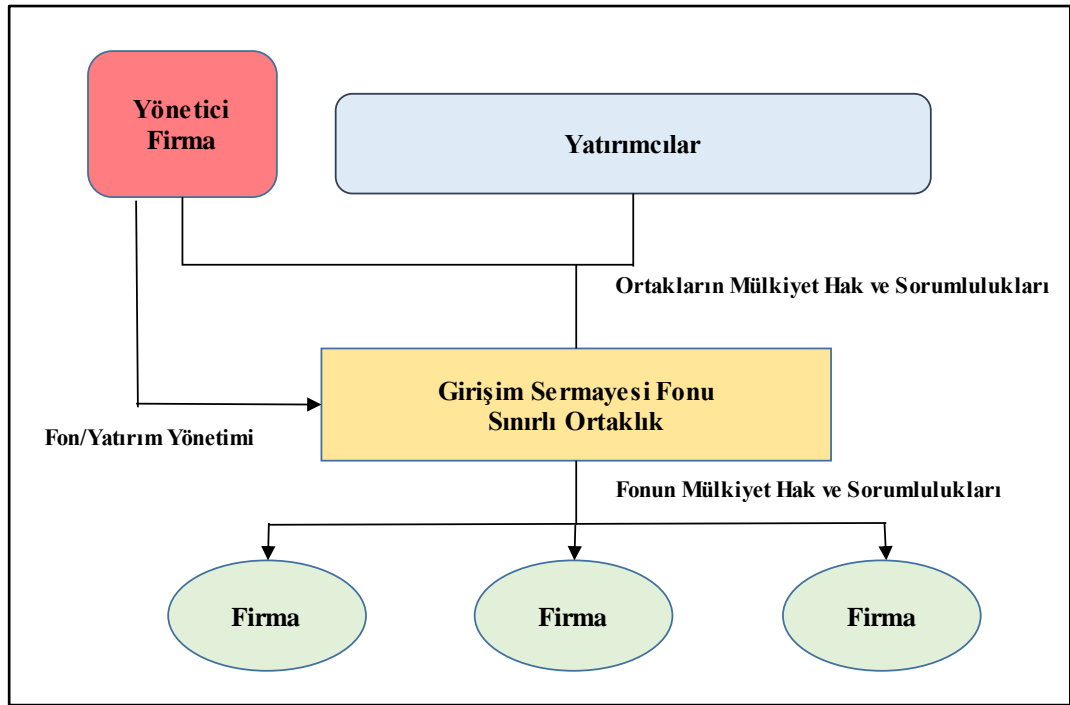
yönetimi için birleşme yöntemiyle sayılarında azalma olmuştur. (Pregin Global, 2018:15) Girişim sermayesi fonlarının gelişiminin dünya ekonomisindeki genişleme ve daralmalara paralel bir eğilim izlediği ifade edilebilir. Fonların reel ekonomik aktivitelere katılımı esas olduğu için ortaklık ve hissedarlık ancak ekonominin geliştiği ve büyüdüğü dönemlerde atılım gösterebilmektedir. Kriz ve ekonomik durgunluk dönemlerinde yatırım iştahı ve sermaye hareketleri asgari düzeye gerilemektedir. Bu tür koşullarda sermaye ihtiyaçlı bir liman veya değerlendirme alanı arar. 2008 yılında yaşanan derin finansal kriz mevcut yatırım sahaları dışında yer alan alternatif yatırım alanlarının güvenilir ve yeterli yasal düzenlemelere tabi tutulması ihtiyacını da beraberinde getirmiştir. (Khort, 2014:12). Yatırımcıların ve fon sahiplerinin korunması amacıyla Avrupa Birliği tarafından girişim sermayesi fonlarını da kapsayacak şekilde düzenlemeler geliştirilmiştir. Girişim sermayesi fon yöneticileri ve işleyişine denetleyecek standart ve mevzuat değişikliklerine gidilmiştir.

#### **1.4. Girişim Sermayesi Fonlarının Yapısı ve İşleyişi**

Girişim sermayesi fonu, sınırlı ortaklık yapısı ile yatırımcıların sermaye veya fon akışının sağlanması ile firmanın yönetim ve kontrolünde faaliyet gösterir. Bu kolektif yatırım hedefi firmada kapalı uçlu olarak yani belirli bir faaliyet veya yatırım takvimi içerisinde yatırımlarını tamamlamak üzere kurulur. Girişim fonu tarafından yatırım yapılan girişim firmasından amaçlanan geri dönüş veya kârlılık 3 yıldan 10 yıla kadar orta vade zaman diliminde gerçekleştirilmesi hedeflenir. Her firma ortaklığı yeni bir girişim olarak münhasıran planlanır ve getirisi belirlenir.

Girişim sermayesi fonları sabit getiri veya anapara garantisi gibi geleneksel finansal yatırım araçlarının beklentilerini karşılayamadığı için ortaklar ve yatırımcılar arasında karşılıklı güven esastır. Dikkat çekici hususlardan birisi anapara garantisi taşımamasıdır. Ortaklık esaslı olması da zaten bu tür bir garanti ihtiva etmemesinden kaynaklanmaktadır. Fon sahibi fon veya sermayesini riske ederken girişimci emek veya varsa kendi payına düşen sermayesini riske etmektedir. Zarar veya kayıp oluşması durumunda iki tarafta kayıp etmekte kazanç durumunda ise kazancın paylaşım veya ortaklık oranında adil paylaşımı esas olmaktadır.

**Grafik 5: Girişim Sermayesi Fonlarının Organları ve Fonksiyonları**



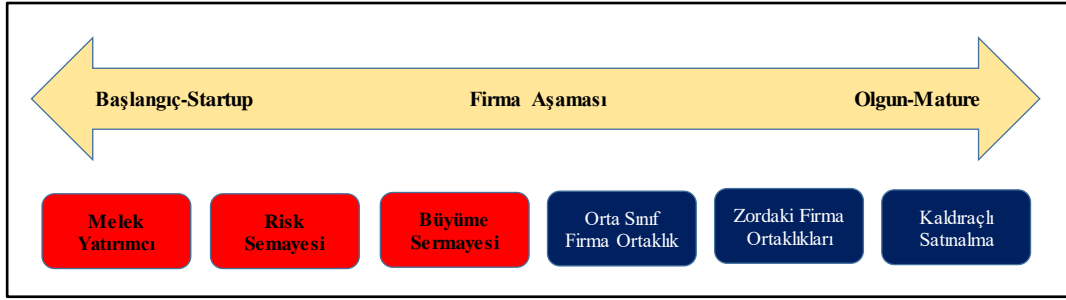
Kaynak: (TTGV, 2012:6)

Riske katılım, geleneksel finans yöntemlerinden özellikle de borçlanma esaslı ürünlerden temel ayrımı göstermektedir. Borçlanma yaklaşımında tek taraflı bir ödeme baskısı ve yükü ile fon sahibi her koşulda ödünç verdiği sermaye ve kaynağı yeniden kazanabilmektedir. Bu durum reel ekonominin gerçeklerinden uzak ve ekonomik sonuçlardan doğrudan etkilenen girişimcinin yalnızlaşmasına neden olmaktadır. Yatırımcılar girişim sermayesinde birikimlerini tacir ortak bilinci ile kayıp ve kazancın ticaret ve ekonomik başarı ile oluşacağını bilerek hareket etmektedir. Beklenen kazanç firmanın faaliyetlerinden doğan ekonomik değerden üretilmektedir.

*Yatırımcılar (LP-Limited Partners):* Her rasyonel yatırımcının amacı zenginliğini artıracak yatırım araçlarına iştirak etmektir. Girişim sermayesi fonu da yatırımcıların fırsat taşıyan özel firmaları finanse ederek başarılı girişimlerin sonuçlarından faydalanmayı hedefler (Cyril, 2010:19). Fonun yatırım süreci boyunca sermayenin kullanımını ve kontrolünde çok sınırlı yetkileri bulunmaktadır. Fon yönetimine bu yönetim süreci boyunca yönetim komisyonu ödemesinde bulunurlar. Bazı ortaklıklarda ise kontrol ve denetim ücret veya komisyonları da ödenebilmektedir.



## Grafik 6: Girişim Sermayesi Firma Yatırım Aşamaları



Kaynak: (BUSM, Private Equity Overview, 2013:8)

Yatırımcılar yüksek riske katlanmayı kabul ederler, bununla birlikte fonun getirisinin alternatif yatırım araçlarından daha yüksek olacağı beklentisiyle yatırımda bulunurlar. Yatırımcılar genellikle sigorta kuruluşları, emeklilik fonları, sağlık fonları, yabancı yatırımcılar, vakıflar vs. fon birikimine sahip kurum ve vakıflardan oluşabilmektedir.

Yatırımcılar yukarıdaki şekilde de görüldüğü üzere başlangıç aşamasındaki firma yatırımlarından en riskli olarak kabul edilen fikir aşamasından mali problem yaşayan veya kurumsallaşmış bir firma satın alımına kadar firmaların değişik evresinde yatırım süreçlerine dâhil olabilmektedir. Erken aşama yatırımları en riskli ve yüksek getirili firma yatırım tercihlerini ifade etmektedir (BUSM, 2013:11). Yukarıda gösterilen tabloda farklı firma evrelerinde risk düzeyinin yüksekliği beraberinde yatırımın getiri oranının da yüksek olmasına sağlamaktadır. Risk düzeyi en sağdaki firmanın olduğu tarafa kaydıkça olgunlaşmış risk düzeyi ve belirsizlik oranı düşer. Risk düştükçe doğal olarak getiri oranı veya beklentisi de aşağı gelmektedir. Firmanın belirli bir olgunlaşma veya gelişme sürecini tamamlaması karşı karşıya olduğu risklerin düzeyini ve sayısını azaltacağından yatırımın başarısızlık beklentisi ve oranı da düşük olacaktır.

*Fon Yönetimi (General Partner):* Fon yöneticileri girişim sermayesi şirketi tarafından yatırımları veya parayı yönetir. Ortaklığı yatırımcıların temel amaçlarına uygun hale getirecek yatırım kararları almak ile sorumludur. Yöneticiler bu özel yatırımı aracında hayati rol almaktadır. Bu yüzden seçimleri dikkat ve özen gerektirir. Konusunda tecrübeli, yatırım alanında daha önce faaliyet göstermesi veya yönetim göstermesi, yönettiği yatırımların geri dönüş ve başarı performansı gibi göstergeler dikkate alınmalıdır (Cyril, 2010:53). Genellikle yönetim komisyonu olarak % 2 düzeyinde bir yönetim bedeli tahsil eder. Ayrıca kâr üzerinden de bir nema bedeli veya performans

komisyonu da anlamaya bağlı olarak tahsil edebilmektedir. Fon yöneticileri belirli sektör ve iş kollarında uzmanlaşmış kişilerdir. Fon yöneticileri yatırımın performansını ve kontrolünü takip etmek asli görevidir. Yatırımın sonunda başarılı bir yatırım çıkışı veya realizasyonu için doğru kararı almakta onların görevidir. Yatırımın likiditeye çevrilmesi kararını almak için doğru zaman ve Şekilde gerçekleştirmek çok hayati bir karardır. Yatırımın doğru yönetilmesi ve planlaması ayrıca tüm aksiyonların doğru zaman diliminde ve zaman yönetiminde gerçekleşmesi yöneticilerin performansına bağlanmaktadır.

Yönetici ortak, katılımcıların hissesi oranında yatırım sürecinde girişim için ihtiyaç duyulan fon veya kaynağı ilgili fon katılımcısından talep eder. Yatırımcı ortağın fona karşı sorumluluğu, katılım sürecinde taahhüt ettiği toplam fon miktarı ile sınırlıdır. Yönetici ortağın yatırım sürecindeki fonun büyüklüğü ile orantılı olarak toplam taahhüt bedelinin %1,5-2,5 oranında ve yatırım sonrası bu oran %1-2 oranında yönetim gideri karşılığı komisyon tahsil edilir. Yatırımcılar ödedikleri bu yönetim giderinin optimum düzeyde kalması için doğru yöneticilerin seçimi ve yatırımın iş planına uygun bir zaman diliminde yürüyüp yrmediğine çok dikkat etmektedir.

Yönetici ortağın yatırım çıkışını yani karlı satış işleminin hızlı ve en kısa sürede gerçekleştirmesi yatırımcı açısından memnuniyet verici bir performans olarak kabul edilmektedir. Yatırımın planlanan sreden önce sonuçlanması, fon sahibi için ödeyeceği yönetimi komisyonu ve fonun getiri oranını da artırması anlamına geleceği için fon yönetiminin doğrudan başarısı olarak kabul edilecektir. Fon yöneticilerinin geçmiş tarihsel performans kayıtları, yeni fon anlaşmaları ve kabulü için referans olarak kabul edilmektedir. Geçmişte yönetilen girişim sayısı ve girişim akıbet düzeyleri Şeffaf bir Şekilde yatırım piyasalarında paylaşılmakta ve kayıtları sermaye piyasası arşivlerinde halka açık Şekilde arşivlenmektedir.

Girişim fonu, yönetici ortak tarafından yatırımcıların veya girişim ortaklarının iştiraki sürecinde planlanan iş planına bağlı kalınarak yönetilmektedir. İş planı içeriğinde yatırım genel stratejisi, yönetim yapısı, kontrol ve raporlama vb. temel fonksiyonların hangi zaman aralıkları ve kimler tarafından ne Şekilde yapılacağı tespit edilmektedir (TTGV, 2012:7). Girişim sermayesi fonunun temel gayesi yatırımcı için kr, girişimci için sermaye ihtiyaı, yönetici için performans primi ve yönetim gideri tahsili ve alıcı

için karlı bir satın almak şeklinde özetleyebiliriz. Bu performansın sürdürülebilir olması ve her katılımcı için gerçekleşmesi için fonun nakit döngüsü önem arz etmektedir.

Yönetici ortak girişim sermayesi fonun en kritik aktör ve unsurudur. Temel işlev ve sorumluluklarını başarılı bir şekilde yerine getirmesi yatırımın, yatırımcının ve girişimcinin birlikte kazancına sebep olmaktadır. Yönetici ortağın anahtar aktiviteleri şunlardır:

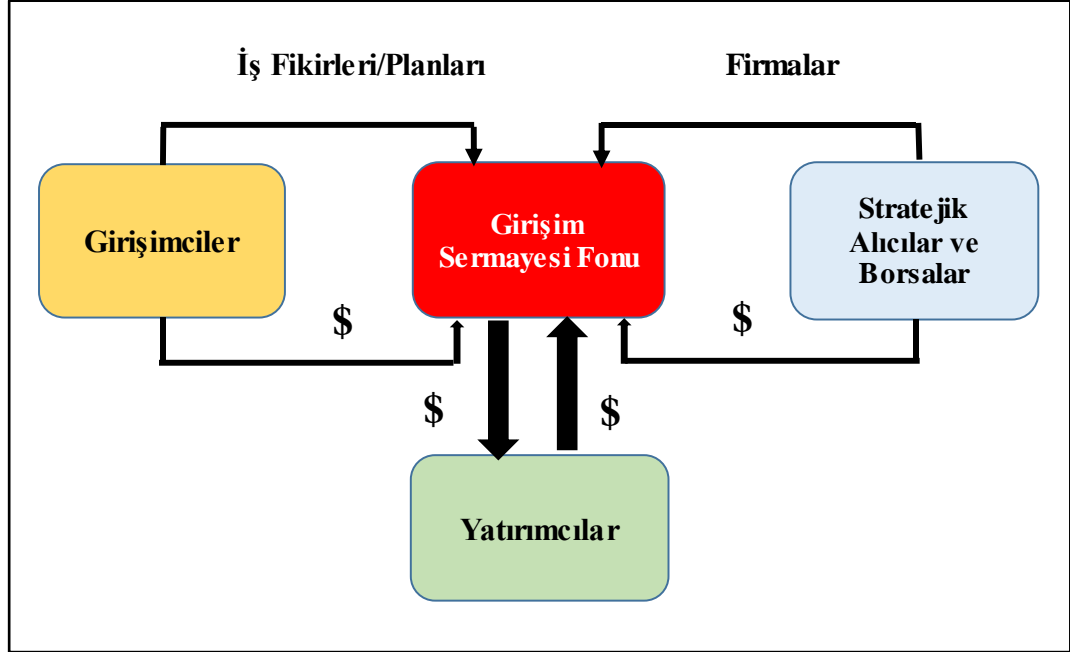
- *Yatırım Alanlarını Seçmek*; Yüksek kalitede yatırım alanlarını, potansiyel taşıyan ve geleceğin fırsat alanlarını doğru okuyarak yatırımcılara bir geleceğe yönelik kâr perspektifi sunabilmelidir. Geniş bir bilgi seti ile değerlendirme ve yeniden revize ederek çıkarımlarda bulunabilmelidir. Analiz becerisi ve imkânlarının genişliği yatırım alanlarının doğru bir şekilde belirlenmesini sağlayacaktır. Fon yönetiminin ihtisaslaşması bu anlamda önemlidir. İhtisaslaşma ile sağlanan uzman yöneticiler ve dar alanda sahip olunan veri deposu ile kâr almak için yeterli veri ve alt yapı şartları da sağlanmış olacaktır. Yatırımın başarısı doğru sahanın seçimi ile başlamaktadır. Potansiyel ve geleceğe yönelik beklenti taşımayan yatırım alanların belirlenmesi tüm çabaların ve emeklerin boşa gitmesi anlamına da gelecektir. Örneğin bilişim veya medikal sektörünü kendine hedef yatırım sektör olarak belirleyen bir fon yönetimi, hangi aşamadaki girişimlerin yüksek potansiyel ve kâr getirisi taşıyacağı yönünde alt planlama ve tercihler ortaya koyabilmelidir. Her sektörün kendine has yatırım koşulları ve evreleri olduğu için uzmanlaşma aranan bir yaklaşımdır.
- *Yatırımların Yapılandırılması*; Seçimi yapılan yatırım alanlarına ait süreçleri belirleyerek, yatırım adımlarını dizayn etmelidir. Yatırımın planlanması belirlenen sektör, iş kolu ve girişim evresinden sonra yatırımın hangi aşamalarda gerçekleşeceğine yönelik stratejinin oluşturulması anlamına gelmektedir. Doğru yapılandırılmayan bir girişim ortaklığının daha çok kaynak ve planlanan zamandan ciddi sapmalar ile sonuçlanması daha muhtemel ve olası görülmektedir. Planlamanın doğru bir şekilde yürütülmesi sadece fon sahiplerinin beklentilerinin karşılanması şeklinde değil girişimcinin de

yatırıma veya ortaklığa katlanma konusundaki beklentilerinin de karşılanması anlamına gelmektedir. Bu nedenle başlangıç aşamasında kararlaştırılan bir girişimin hangi işlem adımları ile beklenen karlı ekonomik faaliyete ulaşacağı somut bir şekilde ölçülebilir değerler ile ortaya konulması beklenmektedir. Yatırım mutlaka yönetilemeyen ve dışsal faktörlerin etkisi ile karşı karşıya kalacaktır. Bu etkenlerin bertaraf edilmesi tek başına mümkün olmayacağı için girişimin kendi payına düşen adımları doğru planlaması önem kazanmaktadır.

- *Yatırımların Kontrol ve İzlenmesi*; Yatırım konusu işletme ve firmalara stratejik, operasyonel ve finansal destek vererek hedeflerden sapmanın engellenmesine gayret göstermeli ve her aşamasını iş planına uygun olarak takip etmelidir. Belirlenen hedefin yatırım fonu ile girişimci ile birlikte belirlenip ortaya konulması girişimin her aşamasında önemlidir. Farklı hedef ve beklentiler taşıyan fon sahibi ve girişimci yatırımın her aşamasında çelişki ve anlaşmazlık yaşaması muhtemel görülmektedir. Denetim ve izleme en önemli fonksiyonlardan birisidir. Ortaklık her anlamda hukuksal bir zeminde devam etse de bir noktada tarafların güven ilişkisine dayanması kaçınılmazdır. Güven zemininde ortaklığın devam etmesi de kontrol sisteminin çalışmasına mâni değildir. Verilerin ve bilgilerin karşılıklı olarak şeffaflıkla paylaşılması ve doğruluk karinesi ile hareket edilmesi ile birçok sorunun önüne geçilecektir.
- *Yatırımların Sonlandırılması*; Ortaklık sonunda sahip olunan hisselerin halka arz, stratejik satış, firmaya geri satış vs. yöntemleri arasında en karlı tercihin fon yatırım çıkış kararı olarak belirlenmesi gerekmektedir. Temelde hisse değerinin en yüksek olduğu noktada fon hisselerinin satışı gerçekleşmektedir. (Budak, 2007:41) Girişimden çıkış yatırımın en önemli aşaması olarak fon sahibinin beklentisinin sonuçlanmasını sağlayacaktır. Doğru çıkış politikası belirlenmesi önemli bir tercih sebebidir. Çıkış tercihi değişen koşul ve şartlara göre revize edilebilir. Çıkış tercihinin hisselerin devrinden sağlanacak kâr veya bedelin mukayesesi veya en yüksek getiri sağlayanı tarafından belirlenecektir. Bu fiyat veya değer ise farklı değişkenlere bağlı olduğu için yeni koşullar farklı fırsatlar veya imkanlar sağlayabilmektedir. Çıkış kararını almak fon sahibinin getirisini doğrudan etkileyeceği için zamanlaması önemlidir. Girişimcinin

kendisi dahil birçok alıcı devrede olabileceği için etik ölçüde pazarlık veya tercih sebepleri arasında doğru ve en uygun olanının belirlenmesi gereklidir.

**Grafik 7: Girişim Sermayesi Fonu Nakit Akım Şeması**



Kaynak: (TTGV, 2012:7)

Grafikte görüldüğü gibi kapalı uçlu yatırım modelinde tüm tarafların kazandığı kazan-kazan ilkesinin yaşadığı geliştiren ve kazandıran bir modeldir. Bu model yalnız tarafların kazanmasına değil tüm tarafların değer ürettiği için ülkenin ve toplumun sosyal faydasına hizmet edecek üretim ve milli gelir büyümesini de gerçekleştirmektedir. Piyasa kendi şartlarında fon ihtiyacı olan girişimcilerin büyüme potansiyeli taşıyan firmaların, fikirlerini ve üretimlerinin ihtiyaç duyduğu fonu temin etmektedir. Bu fon risk unsuru ile gelmekte performansın başarıya dönmesi için yatırımcı ortak, sınırlı ortak ve girişimcinin ortak kader ve güven birliği içerisinde çalışarak ortak kazancın olduğu orta veya uzun vadeli bir birlikteliktir. Ekonomik bir modelde tarafların kazandığı bir sistemin varlığı bir bütün resimde ülkenin veya toplumun kazandığı bir ekonomik faaliyet anlamını taşımaktadır. Reel bir ekonomik faaliyet için tarafların olumlu sonuçlar ve beklentiler ile pozitif adımlar atarak artı değer üretmek arzusu ile hareket etmesi her anlamda pozitif katkılar sağlayacaktır. Beklentilerin olumlu olması bile iyimser kararların alınmasını kolaylaştıracaktır.

*Girişimciler:* Ekonominin ve üretimin temel aktörleri olarak fikirleri ve emekleri ile değer üreten asli unsurlardır. Bir firmanın veya markanın doğmasında en riskli dönem olan kuruluş ve emekleme döneminde çoğu girişimcinin fon ve sermayesi yeterli gelmeyecektir. Ek kaynak ve fon imkânı bulanlar daha hızlı yol almakta ve en önemlisi yaşamaya devam etmektedir. Konvansiyonel kaynakların sabit borç ve faiz yükü ise yeni yatırımlar ve başlangıç evresindeki girişimciler için kâbus olduğu muhakkaktır. Ortaklık modeli ile yatırım yapan girişim sermayeleri girişimciler için ihtiyaç duydukları kader ve risk birliği, ortak güven ve birlikte kazanma motivasyonu ile uzun vadeli bir birlikteliğin rahat ve güvenini sağlamaktadır.

Girişim sermayesi fonlarının yüksek kazanç sağlaması için fon yöneticileri tarafından satın almalarda ve ortaklıklarda giriş hisse değeri ve fon tutarlarından yüksek bir kâr ve hisse çıkış fiyatına ulaşması hedeflenmektedir. Alınacak aksiyonlar hem firmalarının değerlerini yükseltirken hem de girişimcilerin yönetim ve liderlik becerilerini de artırmakta, gelecekteki yatırımları için önemli bir bilgi desteği sağlamaktadır. Fonların başarılı olması için firmalarda mevcut iş süreçlerinin ve operasyonel faaliyetlerinin revize edilmesi, iş süreçlerinde değişim ve farklı yaklaşımlar getirilmesi önem arz etmektedir. Fon yönetiminin başarısı için aşağıdaki aksiyonların alınması planlanmaktadır:

- *Satın alma maliyetlerinin düşürülmesi ve asgari düzeye çekilebilmesi:* Firmaların satış ve pazarlama aktivitelerinde piyasa fiyatının üzerinde bir fiyat belirlemesi özellikle yeni kurulmakta olan veya KOBİ ölçeğindeki firmalar için çok da mümkün görünmemektedir. Öyleyse firmaların değişken maliyetlerin en önemli kalemi olan mal ve hizmet girdi fiyatlarının asgari düzeye çekilmesi firmanın bu aşamada başarabileceği ilk adımlardan birisidir. Firma öncelikle satın alma süreçlerini gözden geçirmelidir. Pazarlık ve alım standartlarını yukarı çekecek alternatif satın alma yöntemleri ve firmaları bulmalıdır. Tek satıcı ve düşük pazarlık imkânı bulunan satın alma tercihlerini terk etmelidir. Fiyat disiplinine dikkat ederek, temel fiyattan indirim almak için gayret ve pazarlık gücü kazanılmalıdır. Piyasa fiyatını doğrudan belirlemek veya oluşturmak mümkün olmayacağı için sabit piyasa fiyatının altında oluşan maliyetlerin asgari düzeye çekilerek tasarruf edilmesi

doğrudan kârlılık sonuçlarına etki ve tesir edecektir. Tedarikçiler her zaman risk primini dikkate alarak alıcılarını fiyatladıklarından fonun günü risk primi düşürecektir.

- *Finansal kaldıraç gücünü doğru kullanarak kârlılık artışı:* Fon yatırım ile yeni ortaklık ve güçlü sermaye yapısının beraberinde borç veren kuruluşlar veya bankaların firmaya kredi verme motivasyonu yükselebilir. Bu kredi iştahı ile birlikte borçlanma maliyetlerinin aşağı çekilmesi ve bankalar arasındaki rekabetten faydalanılması firmanın finansman giderlerine ve borçlanma maliyetlerini aşağı yönlü çekerek karlılığına dolaylı katkı sağlayacaktır. Finansman mantığının doğru şekilde kurularak firmanın fon ve yatırım ihtiyaçlarında doğru finansal ürünü kullanmak ve kredi maliyetlerini ayarlamak önemli bir etki sağlayacaktır. Finansman imkanlarının doğru şekilde oluşturulması girişimin belki de en etkin katkısı olacaktır. Doğru varlık için doğru kaynak temini olanağının oluşturulması ve bu finansal bilginin girişime uyarlanması kritik bir hamle olarak etkisini gösterecektir. Günümüzde yeni girişimciler için en çok eksik veya destek alanı olarak finansal okur yazarlık gibi temel finans bilgilerine olan ihtiyacın giderilmesi görülmekte ve bu amaçla birçok meslek örgütü üyeleri için finansal eğitim uygulayarak bu ihtiyacı gidermek yönünde adımlar atmaktadır. Fon yönetiminin en güçlü olduğu alanlarda birisi olarak finansal yönetim alanındaki bilgi ve deneyimini girişimin icra yöneticilerine aktarması ve danışmanlık şeklinde destek vermesi beklenmektedir.

Finansman gücü doğru vade seçeneği ve en uygun kaynak maliyeti ile temin edilmesi anlamı taşıyacağı için uygun maliyetli kaynak ile ihtiyacı duyulan girdi veya ticari mallarını temin eden girişim daha çok ölçek ile karlılığını kısa sürede artırma fırsatına ulaşabilecektir. Mal veya hizmet satış karı ile finansman maliyeti arasında marj ne kadar olumlu şekilde açılırsa büyüme ile birlikte girişimin üreteceği katma değerde o oranda artacaktır.

- *İşlem Maliyetleri ve Vergi Avantajından İstifade ederek karlılığa katkı sağlamak:* Firmanın faaliyet sürecinde değişik maliyet kalemlerinde indirimle gitmek ve dışarıdan alınan hizmet maliyetlerini aşağıya çekebilmek firmanın

karlılığını müspet etkileyecektir. Diğer bir kârlılık artışı sağlayacak yönetilebilir husus da vergi yönetimidir. Firmanın vergi ödeme yükümlülüklerini düşürmek ve amortisman düzeyini artırmak suretiyle firmanın karlılığına etki edinilebilir. Yeni girişimciler iş ve üretim odaklı oldukları için yasal imkânlar ve istisnalar gibi vergisel düzenlemelerden çok haberdar değildir. Bu bilgiye ulaşmak için de kaynak ayıracak bütçeleri sınırlıdır. Finans ve muhasebe düzenleri çok kısıtlı olduğu için çalıştıkları uzmanlarda bu konuda gereken desteği verememektedir. Fon yönetimi ile birlikte vergisel avantaj alanlarında azami şekilde istifade edilebilir ve firmanın reel karlılığına doğrudan katkı sağlanabilir.

- *İş Kollarının Geliştirilmesi:* Firmanın faaliyet alanında karlılığına ve büyümesine katkı sağlayacak yeni satış ve pazar alanları bulmak firmanın gelişmesine önemli bir katkı sağlayacaktır. Firmanın mevcut üretim hattında farklılaşacak veya ürün sepetini çeşitlendirecek yeni katma değerli ürünlerde firmanın büyümesine ve rekabetçi pazarlar ile karlılığının doğrudan yükselmesine sebep olabilecektir (Budak, 2007:55). Girişim ürettiği mal veya verdiği hizmetin bir marka değerine ulaşması yönünde yapılacak yatırımlar sonucunda girişim piyasada farklılaşmak suretiyle önemli bir rekabet avantajına kavuşacak ve şirket değeri önemli bir artış sağlayacaktır. Örneğin nihai tüketiciye doğrudan ulaştırılması durumunda önemli bir kârlılık sağlanabilecek durumda aracı veya toptancı tüccarın aradan çıkarılarak pazarlama ve dağıtımın ağının kurulması şirketin karlılığına ve değerini artırıcı etki yapacaktır.

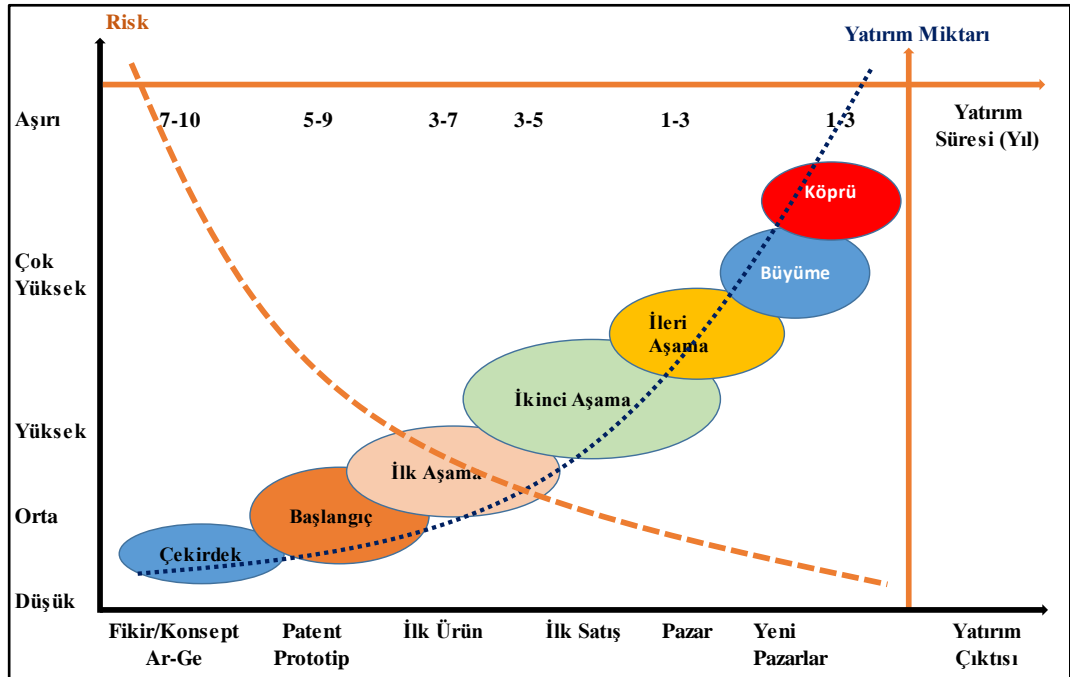
Girişim sermayesi fonlarının nicel faydaları yanında ölçülemeyen diğer bir önemli etkileri de gerektiğinde yönetici ortakların firmanın süreçlerine dâhil olarak yönetime katılmalarıdır. Uzman yöneticiler sahip oldukları geçmiş tecrübe ve birikimleri ile firma yönetici ve hissedarlarına yol gösterici ve rehberlik görevi de görebilmektedir. Stratejik karar almak ve planlama gibi yeni ve küçük işletmeler için en gelişmemiş yeteneklerinin gelişmesine ciddi katkı sağlayacaktır (Gompers & Lerner, 2001:155-156). Mevcut kurucu ortaklar tecrübeli ve kurumsal yöneticiler ile birlikte çalışmanın getirdiği bilgi kadar özgüven ile hareket ederek ticari kararlarında başarılı sonuçlar



alacak şekilde hareket etmeye gayret edeceklerdir. Yönetim yaklaşımında önemli bir yeri olan koçluk ve mentorlük doğal bir şekilde sağlanmış olacak, mevcut kurucu hissedarların gelişimine ve şirketin geleceğine yönelik hedeflerinin oluşmasına da önemli katkılar sağlayacağı kesindir.

Sermaye yatırımı veya fon aktarımı değişik şekil ve koşullarda yapılırken yatırım ihtiyacı ve finansman açığı olan bir firmaya yönetim veya danışmanlık boyutunda bir destek vermek kolay temin edilebilir bir kaynak değildir. Tecrübeli fon yöneticileri geçmiş tecrübelerinde deneyimledikleri problem ve sorunları diğer firmalar da hızlı bir şekilde çözüme kavuşturabilmekte ve bu beceriyi firma yöneticilerine aktarabilmektedir. Yönetimsel beceriler çoğu zaman yaşanan olumsuz ekonomik tecrübelerden ve krizlerden sağlanırken girişimin bu olumsuzlukları yaşamadan deneyimli bir ekibin danışmanlığı ile kazanması bedelsiz bir olgunlaşmak anlamına gelmektedir.

**Grafik 8: Girişim Sermayesi Risk ve Yatırım Süresi**



Kaynak: (TTGV, 2012:11)

Grafikte görüldüğü gibi girişim sermayesi yatırım aşamalarında farklı yatırım çıktıları, farklı yatırım zaman aralıklarında ve farklı risk düzeylerinde yönetilmektedir. İlk ve başlangıç yatırımı olarak tabir edeceğimiz risk sermayesi yatırımları göreceli olarak

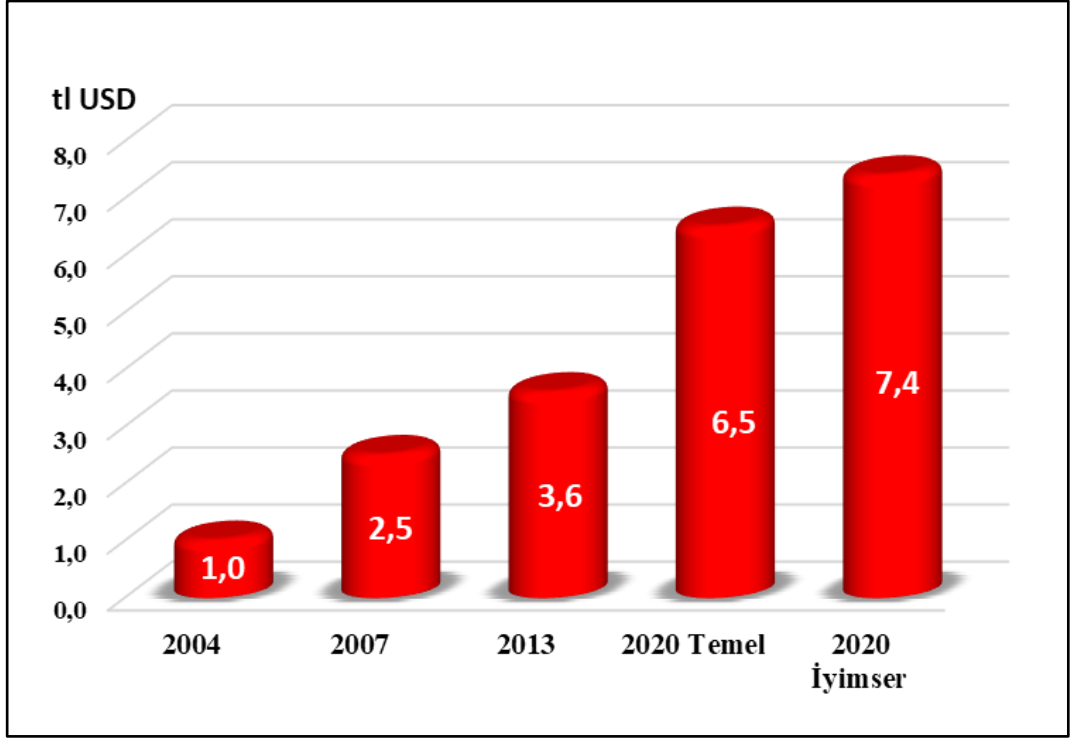
daha riskli ve uzun süreli yatırımlardır. Yatırım firmanın ileri evrelerinde ve özel amaçlar ile gerçekleştiğinde süreleri kısaltmakta aynı düzeyde asgari risk düzeyi ile gerçekleşmektedir. Risk ve yatırım getirisi arasında doğrudan bir ilişki olup, riskin yüksek olduğu firma evrelerinde yüksek hisse getirileri sağlanabilmektedir. Aynı şekilde ilk firma evrelerinde yatırım süreleri uzun vadeli olmaktadır. Firma olgunluk evresine çıktıkça yatırım süresi kısaltmakta ve risk düşmektedir. Makul bir kâr getirisi için dengeli bir risk ve firma olgunluğu yakalamak gereklidir.

Fikir ve yeni kuruluş aşamasında ihtiyaç duyulan finansman ve yatırım süresi doğal olarak en yüksek zaman aralığında olacaktır. Yatırımcılar için oldukça zor ve yatırım kararı alınmasında tedirgin olunan bir alanı ifade etmektedir. Bununla birlikte bu alandaki yatırımların finansmanı hem ülke ekonomisi hem de yeni girişim alanlarının doğması için hayati önem taşımaktadır. Genellikle bu alandaki girişimciler asgari sermaye düzeyi ile hatta sermayesiz bir girişimin eşliğinde oldukları için destek ve yatırım kararı yeni bir firma ve ürünün doğuşunu finanse etmektedir.

Yatırım matrisi olarak gösterilen yukarıdaki tabloda hem fon sahiplerinin hem de fon yöneticilerinin doğru tercih ve beklenti ile karar alması kritik başarı faktörüdür. Fon yöneticilerinin fon sahiplerine bu risk getiri ilişkisinin doğru bir şekilde açıklaması ve tercihin bu beklenti üzerine kurulması önemli bir karardır. Makul bir risk getir oranı ile karar almak tüm tarafları doğrudan ilgilendirmektedir.

Küresel krizler sonrası en doğru yatırım ve kârlılık getirisinin reel üretimi veya mala dayalı fiktif olmayan ve ekonomide köpük etkisi yapmayan reel yatırım finansmanı olduğu tecrübe edilmiştir. Özellikle iki yıldır Avrupa Bölgesi ekonomilerinden yeniden başlayan toparlanma ve canlanma sinyalleri ile birlikte girişim sermayesi yatırımlarında beklentinin üzerinde bir büyüme ve genişleme hacmi de görülebilir. Yatırımın ve yeni girişimin ekonomik istikrar ve düzelme dönemlerinde arttığı varsayımı ile bu toparlama döneminin tüm finansal alanlarda olduğu gibi girişim sermayesi yatırımları ve fonlarının hacimlerine de yansıtacaktır.

## Grafik 9: Girişim Sermayesi Fonu Pazarı Projeksiyonu



Kaynak: (PWC Market Research Centre, 2018:14)

Girişim sermayesinin geleceğine ilişkin temel göstergelere baktığımızda işlem hacminin her geçen yıl yükseleceği ve 2020 yılı tahminlerinde iyimser tahminle 7,4 trilyon USD ve beklenen tahminle 6,5 trilyon USD büyüklüğe ulaşması tahmin edilmektedir. Tahminlere göre aktif yönetimi ve alternatif aktif yönetimleri arasında gösterilen girişim sermayesi de bu büyüme potansiyeline sahip bir ürün olarak kabul edilmektedir. 2020 yılına kadar sektörün tecrübe ve yaşanan olgunlaşma dönemi ile birlikte ciddi bir dönüşüm ve değişim geçireceği tahmin edilmektedir. Yatırım fonlarının daha kurumsal bir yapıya kavuşacağı, yasal alt yapının daha müsait bir hale geleceği tahmin edilmektedir. Özetle tahminler sektörün 2020 yılına kadar büyüme, canlılık ve kârlılık dönemi yaşayacağını öngörmektedir (PWC, 2018:14).

### 1.5. Girişim Sermayesi Modelleri

Girişim sermayesi olgunlaşma evresinden sonra dünya üzerindeki farklı ekonomik düzey ve gelişmişlik seviyesine göre farklılaşma yoluna gitti. Gelişmemiş, gelişmekte olan veya gelişmiş ekonomik modellerde yatırımcıların ve girişimcilerin ihtiyaçları farklılaştığından farklı yöntem ve yaklaşımlar ortaya çıkmaya başladı. Farklı bölge ve

ülke ekonomilerinde yasal ve hukuki alt yapının uygunluğu, uluslararası sermaye hareketlerine uyumu ve vergilendirme gibi temel hususlar modellerin farklılaşmasına ve faaliyet gösterdikleri ekonomik sistemin özelliklerine göre hareket etmelerine neden olmuştur. Girişim fonları rasyonel olarak riskin yüksek olduğu bölge ve pazarlarda daha oturmuş ve olgunlaşmış firmalar ile yatırım ortaklığını tercih etmektedirler. Girişim sermayesi modelleri üç başlık altında izah edebiliriz:

*Yapılandırılmamış Girişim Sermayesi Modeli:* Uluslararası finans piyasalarında ‘Informal Private equity’ olarak bilinen melek finansmanı yaklaşımını ifade etmektedir. Erken dönem ve başlangıç aşamasındaki küçük işletmeler özellikle gelişmiş ekonomi ve finans pazarlarında fon bulmakta ve yabancı finansman temin etmekte oldukça zorlanmaktadır. Taşıdıkları yüksek risk ve operasyon maliyetleri nedeniyle kurumsal finans kuruluşlarının ilgisini çekmemektedirler. Bu ölçekte yer alan girişimciler genellikle kendileri ve aile bireyleri gibi dar bir insan gücü ile var olma mücadelesi veren yapılardır. Bankacılık sisteminin doğrudan borçlanma yoluyla bu firmalara kaynak aktarması finans sahibi ve girişimci açısından bu aşamada faaliyet döngüsü ve üretim süreçleri oturmamış bir işletme için doğru bir yaklaşım olmayabilir. Bu nedenle bu ölçekte yer alan firmalara ve girişimlere ortaklık yoluyla özel finans aktarımları yapılabilmektedir. (Lumme, Mason, & Suomi, 1998:95-97). Melek finansmanı dediğimiz bu model ekonominin en küçük birimlerinin varlığının devam etmesi ve hayatta kalması için özel tasarlanmış bir finans tekniği olarak ifade edilmektedir. Melek finansmanı ülkemizde SPK tarafından bireysel katılım sermayesi mevzuatı ile yasal alt yapıya kavuşmuştur.

Fon sahibi ve sermayedar kişiler potansiyel ve gelecek gördükleri kişi ve fikirlere taşıdıkları yüksek risklere rağmen yatırım yapmak ve ortak olmak suretiyle yeni girişimi destekler. Sofistike bir yaklaşım olarak kural ve işleyişi fikre ve işe göre değişiklik arz ettiği için yapılandırılmamış veya enformel girişim sermayesi olarak da ifade edilmektedir (Bayar, 2012:137). Bu modelde yatırımcı arada bir aracı kurum olmadan doğrudan girişimciye yatırım yapar ve genellikle zengin fon sahiplerinden oluşan bir yatırımcı grubunu temsil eder.

Ülkemizde melek finansmanı veya erken evre girişimlerin finansmanında doğrudan ortaklık veya hisse alımı yoluyla girişim sermayesi yaklaşımı henüz istenilen düzey ve

büyükluğe ulaşmamıştır. Ekonominin geçmiş yıllarda yaşadığı istikrarsız ve kriz dönemlerinin etkisiyle yeterince ilgi ve yakınlaşma görmemektedir. Özel yatırımcının tercih etmediğı bu yatırım alanında devlet kurumları yatırımın ve girişimin desteklenmesi için özel destek ve teşvik yolları ile yeni girişim ve fikirlere yardımcı olmaya çalışmaktadır. Ülkemizde 2013 yılında Bireysel Katılım Sermayesi yönetmeliğı şeklinde melek yatırımcılara ilişkin resmi bir yönetmelik yayınlanmıştır. Yayınlanan yönetmelik içeriğine göre Bireysel Katılım Yatırımcısı Lisansı alan melek yatırımcılar, bir şirkete yaptıkları yatırımın %75'ini; Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu ile Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı tarafından belirlenen araştırma, geliştirme ve yenilikçilik programları kapsamında destek almış bir şirket ise yatırımlarının %100'ünü aynı sene içerisindeki kişisel vergi matrahlarından düşebilmektedirler. Şirkette minimum iki sene bulunup çıkış yapıldığında da yatırımcının sağlamış olduğı gelir vergiden muafiyet sağlanmaktadır. Ocak 2014 tarihinden itibaren lisans başvuruları Hazine Müsteşarlığı tarafından akredite edilmiş melek yatırımcı ağıları tarafından yapılabilmektedir, Bireysel Katılım Yatırımcısı lisansı alınabilmesi için öncelikle lisans SPK tarafından belirlenen yasal başvuru kriterlerine sahip olması gerekiyor. Lisans alabilmek için yatırımcının veya tasarruf sahibinin yüksek gelir düzeyine veya servete sahip olması ile konusunda ve faaliyet sahasında yeterli ve yüksek tecrübe ve ticari geçmişe sahip olması yeterlilik şartı ve nitelik olarak aranmaktadır.

Ülkemizde yeni uygulanmaya başlayan Bireysel Katılım Sermayesi modeli devletin servet sahibi kişiler ile girişimcileri buluşturmayı ve teşvik edici vergi avantajı sağlayan bir teşvik düzeninde özendirilen bir finans aracı olarak yeni oluşturulmaya başlanmıştır. 6327 sayılı kanun ile Hazine Müsteşarlığına yeni başlangıç ve kurulum aşamasındaki girişimler için yasal düzenleme imkânı tanınmıştır. Özellikle yeni bir fikir, buluş ve yeni teknolojik bilgi içeren fikirlerin ekonomiye kazandırılması ve büyümesini teşvik etmek öncelikle gaye olarak görülmüştür (Coşgun, 2013:1). Bu model finansal ekosistemin eksik olan bir halkasının işlerlik kazanmasına hizmet edebilecek şekilde fayda sağlayabilir. Kaynak ve fon bulma imkânı en kısıtlı olan erken dönem yatırım ve yatırımcıları bu ürün sayesinde fikirlerini hayata geçirmek ve ülke ekonomisine katma değer üretmeye başlayabilir. Girişimin her aşamasında

desteklenmesi ve teşvik edilmesi ülke ekonomisinin sağlıklı bir yapı kazanması için önem arz etmektedir.

*Kurumsal Girişim Sermayesi Modeli:* Girişim sermayesi fonlarının amacı birden fazla fon sahibinin bir aya gelerek sağladıkları havuz fonun profesyonel fon yöneticileri eliyle fon ihtiyacı bulunan girişimlere hisse alımı veya uzun vadeli borçlanma yöntemiyle iştirak ederek kâr amacı güden finansal bir yaklaşımdır. Yatırımın veya fonun temel gayesi aktarılan fon veya kaynaktan hedeflenen getiri düzeyinde kâr elde etmektir. Fonların başarısı elde edilen getirilerin hedeflenen getirilere olan sapması ve rakip fonların getir oranları ile mukayesesi ile değerlendirilir.

Kurumsal girişim sermayesi modeli, girişim şirketlerine stratejik bir ortaklık yaklaşımı ile yatırım yapılması tercihini içeren modeldir. Özellikle sektörün hâkim veya güçlü işletmeleri mevcut yapılarının güçlenmesi veya sürdürülmesi gayesiyle tedarik hattında bulunan veya dolaylı ticari ilişki içerisinde bulunduğu firmalara stratejik amaçlar ile ortak olabilmekte ve hisselerini satın almak istemektedirler. Stratejik amacın içeriği farklılık gösterebilir. Yatırımcı firma yenilikçi veya farklı bir üretim teknolojisine sahip bir firmaya ortak olmak suretiyle araştırma ve geliştirme harcaması yapmadan teknoloji ve yeni üretim bilgisine ulaşabilirken yatırıma konu küçük girişimci ile sağladığı fon ile birlikte lider firmanın tecrübesinden, birikiminden ve imkânlarından istifade edebilir.

Büyük ve lider firmaların stratejik olarak yeni icat ve buluş ile başlangıç veya erken aşama döneminde bulunan firmalara ortak olması birçok faydayı beraberinde getirebilir. Öncelikli hedef geleceğe ait birtakım kaygıların bertaraf edilmesidir. Büyük ölçekli firmalar mevcut iş büyüklükleri ve yapıları ile küçük firmaların yenilikçi ve esnek yapılarına sahip olmadıkları için bu yenilikçi yaklaşıma çok yüksek yatırım ve geliştirme bütçeleri ayırmak zorunda kalmaktadır. Bu bütçeler hantal ve köklü kurumsal yapılarda her zaman istenilen sonucu sağlayamadığı için dev araştırma ve geliştirme bütçeleri yerine yeni doğmuş bir fikrin veya işletmenin bünyesine katılarak yeniliğin büyüme evresinden önce bilgiye ve know-how sahibi olmak hem daha bütçeli hem de daha etkin sonuçlar doğura bilmektedir. Bu aşamada girişimde bulunduğu şirketi veya fikre ait patenti de daha maliyetli ve erken almak suretiyle ciddi bir rekabet avantajına da kavuşabilmektedir (Lantz, Sahut, & Teulon, 2011:367).

Özellikle yüksek teknoloji ve fikri yenilik gerektiren sahalarda bu tür yatırım ve ortaklık girişimleri her iki tarafın da kazandığı iki yönlü avantajı olan bir modeli işaret etmektedir. Büyük ölçekli yatırımcı yeni girişim taze fikir ve yeni organizasyon becerisinden girişimci de köklü kurumsal yapının tecrübe ve birikiminden istifade etmek suretiyle kazan-kazan yaklaşımı ile stratejik bir ortaklığı başarmış olabilecektir. Yeni bir buluş ve ar-ge çabası ile ticari oluşum büyük kurumsal firmalarda uzun zaman ve büyük bütçeler gerektiği için bağımsız girişimci ve fikirlerin hayata geçmesi daha hızlı ve kısıtlı kaynaklar ile mümkün olabilmektedir. Bu şekilde belirli bir kuruluş ve fikir aşaması olgunlaşmış ticarileşebilecek buluş ve fikirler ile ortaklık çok karlı olacaktır.

*Kurumsal yatırımcının hedefleri sıralandığında aşağıdaki hususlar sıralanabilir:*

- *Yeni Pazar Fırsatı Yakalamak:* Yeni girişimin sahip olduğu farklılaşmış ve yeni ürün yaklaşımı yatırımcıya farklı müşteri ihtiyaç ve beklentilerine cevap verecek bir ürün getireceğinden ulaşamadığı veya beklentilerini karşılayamadığı yeni müşteri grupları ve pazarlara satış ve hizmet verme imkânına sahip olabilecektir.
- *Yeni Ürün Geliştirmek:* Sahip olmadıkları yeni bir bilgi ve ürün karması ile birlikte üretim hatlarına yeni bir ürün katabilerek ürün çeşitlendirmesi ve yenilikçi ve rekabetçi ürün gelişme olanağına kavuşabilecektir.
- *Yeni Teknolojilere Ulaşım:* Küçük ve esnek girişimin sahip olduğu yüksek teknolojinin detaylarına sahip olarak mevcut teknolojisinde ihtiyaç duyulan revizyon ve yenilenme ihtiyacını görmek suretiyle kendisini revizyona almak kararına verebilecektir.
- *Yeni Üretim ve Hizmet Tekniklerine Sahip Olabilmek:* Büyük firma veya yatırımcı sahip olduğu teknoloji uzun yıllara dayalı köklü organizasyonun bir sonucu olarak süre gelmektedir. Yeni kurulan firma ise üretimde güncel ve yeni üretim tekniklerini uygulayarak hem verim hem de maliyet avantajını büyük firmanın da kendi üretim süreçlerinde uygulamasına olanak verecektir.

Başlangıç aşamasındaki girişimcinin beklenti ve hedefleri ise şunlardır:

- *Kuruluş ve Başlangıç Sürecindeki Kısa Süreli Sorunların Çözümü:* Bu aşamadaki girişimler en riskli dönemlerini yaşarlar ve güçlü bir ortak hem finans hem de yönetim risklerinin yönetimi açısından girişimcinin gücünü ve sağlamlığını artırır. Şirketlerin en yoğun tasfiye sürecine yaşadıkları başlangıç süreci finansal ve yönetim desteğine en çok ihtiyaç duyulan dönemi ifade etmektedir.
- *Yönetim Tecrübesine Sahip Olabilmek:* Girişimci henüz emekleme aşamasındaki işletmesinde yönetsel yetkinlik ve nitelik olarak normal şartlarda sahip olamayacağı yönetsel becerileri ve birikime ulaşabilme ve sahip olma fırsatına ulaşacaktır.
- *Finansal Destek:* Yeni girişimci ulaşamadığı orta ve uzun vadeli finans kaynaklarına maliyetli olarak ulaşabilecek olup, en zorlanılan yabancı kaynak ihtiyacını kolay ve verimli bir şekilde atlabilecektir. Yeni kuruluş aşamasında işletme sahiplerini finansal okuryazarlık oranları asgari düzeydedir. En iyi oldukları saha üretim ve satış şeklinde özetlenebilir. Şirketin fikir aşamasından ticari aşamaya geçmesinden sonra daha büyük ölçek ve hacimlere ulaşması için finansal yönetim konusunda da bilgi ve tecrübeye ulaşmaları beklenmektedir.
- *Pazarlama ve Dağıtım Ağından İstifade Etmek;* Yeni girişimci mevcut sermayesi ile ulaşamayacağı müşteri portföyü ve dağıtım kanallarında yeni geliştirdiği ürün ve hizmeti müşterilerine sunabilecektir. Üretilen bir ürünü geniş müşteri kitlelerine ve pazarlama ağına ulaştırmak pazarlama aşamalarının en zorlu kısmı olarak özetlenebilir. Bu aşamada şirket reklam, dağıtım, fiyatlandırma gibi zorlu dağıtım süreçlerinde önemli destek ve deneyim kazanacaktır. Dağıtım ağının kurulması ve geliştirilmesi önemli bir bütçe ve organizasyonla tecrübe gerektirmektedir. Hangi aşamada şubeleşme, bayi veya bölge sistemine geçileceğine kararlar verilmesi önemli stratejik kararlar olarak firmanın gelişimini ve pazarlama başarısını doğrudan etkileyecektir.



**Tablo 3: Kurumsal Girişim Sermayesi için Tercih Edilen Sektörler**

Sektör	Toplam Girişim Sermayesi Yatırımı (%)	Sıra	Kurumsal Girişim Sermayesi Yatırımı(%)	Sıra
Yazılım	19,5	1	13,4	2
Bioteknoloji	17,6	2	22	1
Medikal Malzeme ve Ekipmanlar	10,4	3	8,6	6
Telekomünikasyon	10,2	4	12	3
Lazer Teknolojisi	7,8	5	10,5	4
Enerji	6,9	6	5,3	7
Medya/Eğlence	6,4	7	10,1	5

Kaynak: (NVCA, 2015:54)

Görüldüğü üzere kurumsal girişim sermayesi yaklaşımı geleceğe ilişkin hedeflerin gerçekleşmesi için her iki tarafından amaçlarına hizmet edene stratejik bir ortaklık modelini içermektedir. Tabloda da görüldüğü gibi stratejik ortaklık kararlarında büyük şirketlerin girişim sermayesi yoluyla hisse alımlarında tercih ettikleri sektörlerin sıralamasında farklılıklar bulunabilmektedir. Farklı gayeler ile hisse alımı gerçekleştiği için yeni ürün ve yeni teknoloji odaklı sektörlerin sıralamasında da doğal olarak modeller arasında farklılık görülebilmektedir.

Yüksek gelişim ve potansiyel taşıyan sektörler girişim sermayesinin temel tercih nedenleri arasında bulunmaktadır. Girişim sermayesi fonlarının sektör ve iş kolu tercihinde yatırımın geri dönüşünün hızı ve kârlılık beklentisinin yüksek olması beklenir. Yazılım ve medikal gibi rekabetin sınırlı ve hızlı büyüme alanı bulunan iş sahalarında yatırımcılar iştahlı davranmaktadır. Yatırımcıların tercih ettiği girişim türü, özellikle hızlı büyüme ve gelişim gösterme potansiyeli taşıyan firmalardır. Yatırımın en kısa sürede hisse değerini yükseltecek şekilde kazanç sağlanması hedef olduğuna göre potansiyelin de o derece yüksek olması beklenmektedir.

**Tablo 4: Girişim Sermayesi Modellerinin Karşılaştırılması**

	Yapılandırılmamış	Kurumsal	Geleneksel
<b>Fon Kaynağı</b>	Kişisel	İşletme Fonları	Kurumsal Girişim Sermayesi Şirketi
<b>Yasal Statü</b>	Birey	Büyük Şirketlerin İştiraki	Limited Ortaklıklar
<b>Yatırım Motivasyon</b>	Kişisel Motivasyon	Stratejik Hedef	Öz Sermaye Büyümesi
<b>Yatırım Özellikleri</b>	Kişisel Tecrübe	Sektörel Deneyim	Yatırım Deneyi
	Sınırlı Yatırım Kapasitesi	Büyük Yatırım Kapasitesi	Büyük Yatırım Kapasitesi
	Sınırlı Proje Değerlendirme	Kapsamlı Proje Değerlendirme	Kapsamlı Proje Değerlendirme
<b>Denetim</b>	Gayiresmi Kontrol	Firma Kontrolleri	Resmi Denetim
<b>Model</b>	Yatırımcı ve Girişimci Doğrudan Buluşur	Büyük Şirketler ve Girişimci Buluşur	Yatırımcılar Fonlarını Girişim Sermayesi Şirketinde Toplar, Fon GSF Tarafından Girişimciye aktarılır

Kaynak: (Landström, 2007:10)

*Geleneksel Girişim Sermayesi Modeli:* Geleneksel girişim sermayesi modeli çalışmamızın temel modelini teşkil eden ve çok sayıda fon ve tasarruf sahibinin katılımıyla kurulan girişim sermayesi fonlarının profesyonel fon yönetimi ve yöneticileri tarafından kâr ve yüksek getiri beklentisiyle farklı ortaklık düzeylerinde ve farklı firma evrelerinde ortaklık veya hisse alımıyla gerçekleştirdikleri bir yatırım modelidir. Fon tarafından yatırım sonlandırılması kâr veya getirinin optimum olduğu seviye tespit edildikten sonra yatırım uzmanlarının profesyonel karar ile hisse satışı veya ortaklık devri şeklinde hisselerin satışı ile gerçekleşmektedir. Çalışmamızda geleneksel girişim sermayesi modelinin her aşaması, işleyişi ve fonksiyonları detaylı olarak ele alınacaktır.

Girişim ortaklıkları faaliyet gösterdikleri ülkenin yasal mevzuatı ve ekonomik düzenlemelerinin uyumuna göre farklılık gösterebilir. Fon sahiplerinin sahip oldukları kaynakları ticari risk dışında politik risk veya ülke riski de taşıyacak şekilde yönetmek

istediklerinde kriterler ve şartlar daha da zorlaşacaktır. Girişim sermayesi fonunda yer alacak şirketler belirli bir risk dağılımına göre ve farklı risk düzeylerine sahip firmalardan oluşması, riskin makul düzeye çekildiği yatırım firmaları sepetine dönüşmesine gayret gösterilmektedir. Girişim fonları yatırım için buldukları ülkenin sağlayacağı tüm yasal avantajlardan faydalanacak şekilde yatırım kararlarını farklılaştırmaktadır.

### **1.6. Girişim Sermayesi Fonlarının Yatırım Sonlandırma Yöntemleri**

Girişim sermayesi yatırımları kapalı uçlu yatırım ajandasına sahip ve süreli bir yatırım yöntemidir. Belirlenen iş planının sonunda yatırımcılar katlandıkları risk ve fon maliyetlerinin karşılığında satış veya çıkış yaparak karlarını realize etmek isterler. Yapılan yatırımın türü, süresi ve başlangıçta belirlenen stratejilere uygun olarak değişik şekil ve metot ile yatırım sonlandırılabilir. Fonun veya yatırımcının satış veya çıkış süreçlerini kademeli olarak incelersek (PWC, 2013:13) farklı tercihlerin ve çıkış kararlarının alındığı görülmektedir.

*Satışa Karar Vermek ve Satış Stratejileri:* Yatırımcının yatırımdan beklediği kazan düzeyi ve fonun hedeflenen kârlılık oranları satış kararları için ölçüt teşkil etmektedir. Fon yatırım uzmanının yatırım geldiği aşama ve ulaşılan hisse değerleri dikkate alınarak çıkış kararının verilmesi en kritik aşamalardan birisidir. Fonlar hisse satış kararlarını aşağıdaki şekillerde gerçekleştirmektedir:

*Doğrudan (Tamamen veya kısmen üçüncü bir tarafa) Satış:* Doğrudan satış iki tür alıcı tarafından gerçekleşir. Satıcının iş konulundaki etkinliğinden faydalanmak isteyen stratejik ortak ile kısa vadeli yatırım amacıyla satın alma gayesi güden finansal alıcı tarafından alım gerçekleştirilebilir.

*Stratejik alıcının* amacı satıcının faaliyette bulunduğu iş kolundaki üstünlüklerinden faydalanmak suretiyle pazar payını artırmak, yeni pazarlara girmek, yeni ürün geliştirmek ve yeni teknolojik alt yapı bilgisine sahip olmak ve marka avantajından faydalanmak gibi hususlardan kaynaklanabilir. Bu satın alma yaklaşımında gaye, alıcının mevcut iş kolunda daha iyi performans gerçekleştirmek için yeni bir firmanın

sahip olduğu değerlerden ve bilgi setinden faydalanmaktadır. Bu tür alıcılar talip oldukları teknoloji, know-how, patent ve marka vb. değerlere kendilerinin yatırım yapıp geliştirmesinden hem zaman hem de maliyet olarak daha uygun olabileceği için tercih edilmektedir. Satın alma veya birleşme beraberinde avantajlar ve dezavantajlar taşımaktadır.

Satın alma yakın vadede hissedarlar için yüksek bir hisse değerlenmesi oluşabilir. Satış sonrası satıcı girişimci yüksek likidite elde ederek başlangıçta içinde bulunduğu sıkıntılı durumdan çok rahatlıkla ve kazançlı bir şekilde çıkmış olur. İki şirketin operasyon süreçlerindeki birlikteliği iş süreçlerinde çok ciddi iyileştirmeler ve gelişmeler doğurabilir. Aynı iş kolundaki birliktelik tüm süreçlerde iyileştirme ve yüksek performans getireceği için finansal alıcının ulaşacağı sonucun üzerinde bir değere ulaşır. Nitelikli alıcılar veya stratejik alıcılar finansal risklerin baskısına maruz kalmadan veya kredi pazarının zorlamalarına maruz kalmadan karar alabilmektedir. Birleşme veya satın alma sonrası yönetim özerkliğini kaybedecektir, yöneticiler işten çıkarılabilecektir veya sahip olduğu yönetsel görev ve sorumluluklar düşürülecektir. Satın alma sonrası şirket kültür ve motivasyonuna negatif etki yapabilir. Yeni yapılanma sonrası şirket müşterilerinin tepkisi farklı şekilde gerçekteşebilir. Satın alma sürecindeki bürokratik süreç ve odaklanma kaybı beklentilerin düşük seviyede gerçekteşmesine neden olabilecektir.

*Finansal Alıcı:* Finansal alıcının amacı stratejik alıcıdan farklı olarak birlikteliğin fırsat ve kaldıraç etkisinden ziyade kısa vadeli bir yatırım yaklaşımı çerçevesinde bir satın alma veya karlı bir alım operasyonu gerçekteşirebilmektir. Odaklandığı nokta firmanın alım değerinin veya alış imkânlarının uygun olması, değerinin altında bir değerden fırsat elde etmektir. Genellikle finansal zordaki ve darboğaz yaşayan firmaların satın almalarını yaparak sağladıkları finansal destek ile firma tekrar eski değerine veya karlı bir noktaya kısa veya orta vadede gelebilmektedir. Finansal alıcı için tercih edilebilir firma niteliği, sağlam nakit akış döngüsü olan, oturmuş Pazar payına sahip, düşük sermaye ihtiyacına sahip olmasıdır. Odaklandıkları temel nokta yatırım getiri hedeflerine hizmet edecek mali bünyenin hedeflenen zaman diliminde ulaşılmasıdır. Sürdürülebilir bir kârlılık ve nakit akışı hayati önem taşımaktadır.

Avantajları; Mevcut yönetim ve hissedarlar yukarı yönlü potansiyel gelişmeyi temin edebilirler ve önemli bir gelişme sağlayacak yönetim ve operasyon ihtiyaçlarını da karşılayabilirler. Finansal satın alma ile müşteri sadakati ve çalışan motivasyonu üzerinde daha az etki negatif etki oluşur. Sağlayacağı ilave finansal kaynak ile gelişim ve düzelme hızlanır. Mevcut hissedarların ek getiriler sağlamasına imkân verir.

Dezavantajları; Mevcut sahiplerin kısa vadede işlerin yürümesi için yönetime müdahale etmesini gerektirir. Yüksek borç ve kredi baskısı büyüme ve gelişme için ihtiyaç olan sermayeyi kısıtlayabilir. Ağır ve detaylı finansal rapor ihtiyacı bulunmaktadır. Firmanın genişletilmiş ön değerlendirme ve detaylı analizine ihtiyaç duyulmaktadır.

a. *Başka bir alıcı ile ortaklık*; Yatırımdan çıkış kararı olarak yeni bir firma ile ortaklık tercihi kullanılabilir. Bu birleşme kararı kısa vadede satış tercihi yapılmayan ve yeni ortaklığın büyüme gücünden istifade edilmek amacı taşıdığı zaman tercih edilir. Bu tercihler farklı ülkelerde faaliyet gösteren uluslararası yatırım ortaklıklarında da tercih edilebilir. Bilmediği bir ülkede yalnız bir yatırımcı veya tek başına işlem yapmaktan ise ortaklık yoluyla pazarı ve ülkeyi tanımak doğru bir tercih olarak yer alabilir. Başka bir coğrafyada faaliyet göstermek ve fırsat değerlendirmek için uygun bir yatırım stratejisi olarak kabul edilebilir.

Bu yöntemin faydaları ise; yeni Pazar ve ülkelere giriş imkânı sağlar, ürün yelpazesini ve müşteri kitlesini genişletir, müşteri ilişkilerinde derinleşme sağlayabilir, yeni teknolojik ve insan kaynağı gücü ile çalışma imkânı sağlar ve direkt satış öncesi daha büyük fırsat verebilir.

Sakıncaları veya taşıdığı riskler açısından; uzun dönemde sürdürülmesi ve ortaklık becerilerinin sağlanması zor olabilir, yeni ortaklığın detaylarının belirlenmesi ve kurulması ciddi zorluklar içerebilir, ortakların farklı güç ve mali büyüklükleri nedeniyle katkıları eşit olmayabilir ve zaman içerisinde ortakların niyet ve amaçlarında değişim yaşanabilir.

b. Şirketin çalışanlarına satış-çalışan sermaye ortaklığı planı (ESOP); Girişim sermayesi çıkış stratejileri arasında en karmaşık ve az rastlanan yöntemlerden birisidir.

Bu yöntemde şirketin hisseleri firma çalışanlarına satılmaktadır. Çok uluslu firmalarda karmaşık yapıları nedeniyle uygulamak daha da zor olmaktadır. Avrupa uygulamalarında vergi avantajı sağladığı için birkaç örnekte tercih edilmiş ve dikkate alınmıştır. Tamamı çalışanlarca satın alınan firma alımlarında ciddi vergi indirimi imkânı tanınması girişim sermayesi fonları için de dikkate değer bulunmuştur (Carls & Brown, 2013:2-4).

Avantajları; Firma ortaklarına veya sahibine vergi avantajı sağlayarak sahipliği mevcut yönetim ve çalışanlarına devretmesine imkân tanır, vergi indirimi sağlar, kredi geri ödeme planlarında vergi kolaylığı sağlar.

Dezavantajları; nakit akışında düzensizlikler getirecek çalışan emeklilik veya ayrılma durumları yaşanabilir, yeni yönetim yapısından dolayı idari yükün artışına ve maliyetlere negatif etki eder, diğer yöntemlerde olan kaldıraç ve sinerji olumlu etkisi bulunmaz ve yeni bir birliktelik olmadığı için geleceğe yönelik büyüme planları yetersiz kalabilir.

c. *Halka Arz:* Şirketin halka arz edilmesi genelde şirketin büyüme hedeflerine ihtiyaç duyulan fonlama bilançodaki aşırı borçlanma yüzünden zorlanmaya başladığı süreçlerde düşünülür. Bu yöntemde halka arz süreçlerindeki bürokrasi, hazırlık ve kabul aşamalarındaki yüksek maliyetler nedeniyle pahalı bir yöntem olarak kabul edilebilir. Şirketteki yönetim kontrolü ve halka arz sonrası gelen yasal sınırlamalarda bu yöntemin yatırımcılar ve firma sahipleri tarafından çok dikkatli şartlarda ve zor bir karar olarak alınabildiği söylenebilir.

Bu yöntemde firmaya uzun vadeli sermaye girişi imkânı sağlanmış olur. Firmanın bilançosundaki yabancı kaynaklar ve banka kredilerinin oluşturduğu vade ve faiz baskısından kurtulmak hem büyüme potansiyeline yönelik yönetsel kolaylık hem de finans maliyetlerindeki düşüş ile birlikte karlılığa doğrudan etki sağlayabilecektir. Öz Kaynak girişi sonrası firmanın finansal oranlarında ve görünümünde iyileşme sağlanacak, bu iyileşme ile birlikte kredi pazarındaki gücü ve pazarlık kabiliyeti artışı ile birlikte daha uzun vadeli ve uygun maliyetli yabancı kaynak tedarik etme kabiliyeti yükselebilecektir. Sağlanan likidite firmanın ihtiyaç duyduğu fon ve satın alma

süreçlerinde ciddi avantajlar sağlayacaktır. Halka arz ile birlikte firmanın kamuoyunda bilinirliği ve prestiji de artacaktır. İnsan kaynaklarında yeni kaliteli personelin kazanımını sağlayacak veya değerli personelinin kaybedilmesini engelleyecektir.

Taşıdığı risk ve sakıncaları bakımından bu yöntemde halka açık bir firma olarak tüm süreçlerdeki bilgilendirme ve şeffaflık firmanın gizlilik veya sır mahiyetindeki iş süreçlerini ortaya çıkaracaktır. Halka açık olduğu ve hissedarların beklentileri nedeniyle kısa vadeli performans baskısını sürekli olarak hissedecek ve zamanla bilanço stresini yaşamaya başlanacaktır. İş süreçlerindeki esnekliği kısıtlayacak ve sınırlandıracaktır. Halka açık bir firmanın denetim zorunluluğu ve sıklığı nedenleriyle maliyetlerinde artışa neden olacaktır. Hisse sahiplerine potansiyel ödeme yükümlüğünü taşımak da ilave bir risk unsuru olarak kabul edilebilir.

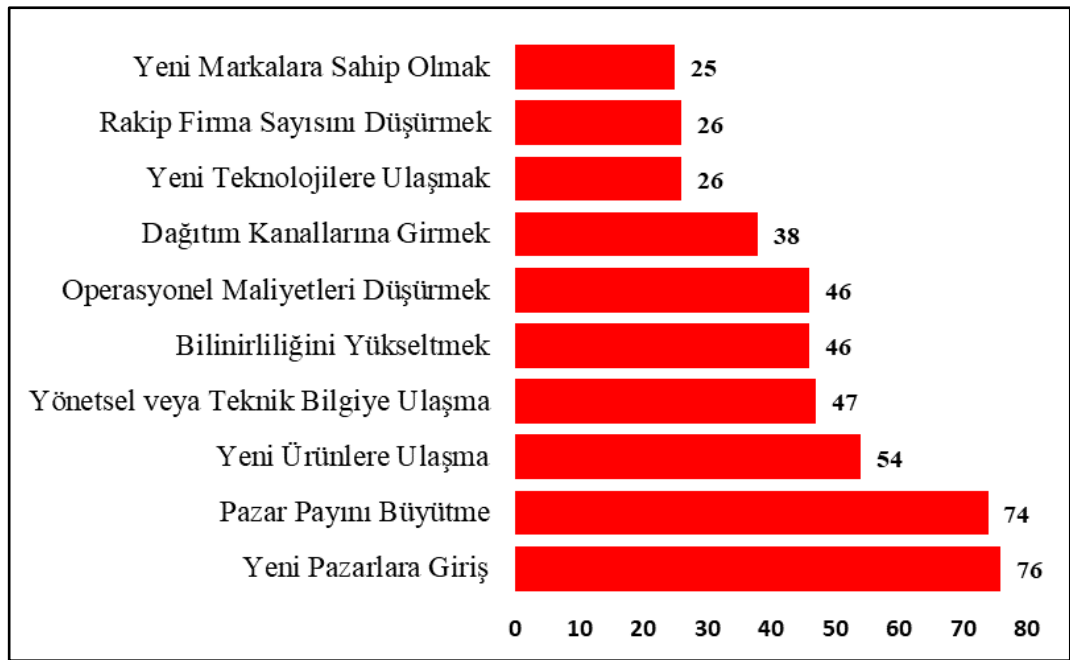
d. *Aile Üyelerine Transfer veya Satış*: Firmanın yeni nesil aile üyelerine satış yöntemi mevcut ortakların kaybettikleri ekip enerjisi ve geleceğe yönelik planlarının kaybolması nedeniyle azalan firma heyecanını yeni nesil yöneticilerin karar süreçlerine katılmasıyla yeni bir başlangıç imkânı tanımayı mümkün kılacaktır. Mevcut ortakların emeğinin ve geçmişinin sonucu olan bir işi alıp büyütmek ve geliştirmek yeni üyeler için ayrı bir pozitif duygu olarak motivasyon unsuru sağlayacaktır. Bu miras mantığı ve duygusu yöneticilerin geçmişleri ile sağladıkları süreklilik başarının daha güçlü sağlanmasını ve doğru karar almada geçmiş deneyimin aktarımından faydalanmayı temin edebilir.

Yönetim ve organizasyonel değişim yeni alt düzey yöneticilerin yönetime iştirak ederek katkı sağlayacaklardır. Sahibin mirası olarak şirket kültürü aktarılmış olacak ve kaybolması engellenebilir. Doğru bir planlama ve yöntemle yapılan hisse transferi vergi avantajı sağlayabilir. Bununla birlikte mülk transferi beraberinde ciddi bir ilave vergi yükü getirebilir. Üyeler arasındaki gelir transferi vergi yükümlüğünü doğurur.

*Gerçek Alıcıyı Bulmak*: Satış kararı ve zamanlamasını belirledikten sonra potansiyel alıcıları ve alıcı tiplerini araştırmak sürecine geçilmektedir. Satıcının kişisel ve finansal amaçları ile alıcı arasında bir uyumun yakalanması doğru satış için önemli bir karar sürecidir. Doğru alıcılar veya potansiyel alıcılar anlaşmak üzere nitel ve nicel

göstergelere bakacaktır. Firmanın veya girişimin başarılı bir iş koluna sahip olması, rekabetçi ve Pazar avantajına sahip olması, farklılaşmış müşteri ağına sahip olması ve sağlam iş stratejilerinin gelişmiş olması alıcılar için cazibe merkezi oluşturabilir. Ayrıca, güçlü insan kaynakları ekibine sahip olunması ve ekibin rekabetçi pazar şartlarına uyumlu kalifiye ekip üyelerinden oluşması küresel pazar oyuncusu olmak isteyen alıcılar için yatırım nedeni olabilmektedir. Her potansiyel alıcı firmanın tüm bağımsız fonksiyonlarını ayrı ayrı incelemeye tabi tutacaktır ve değerleyebilecektir.

### Grafik 10: Alıcıların Satın Alma Sebepleri



Kaynak: (PWC, Birleşme ve Satın Alma Anketleri,2015)

Alıcıların firma satın alma veya birleşmeleri ile ilgilenmelerindeki nedenlere baktığımızda; en önemli motivasyonun alıcının sahip olduğu sektör veya endüstri Pazar payını yükseltmesi ve mevcut olduğu ölçeğin üzerinde yeni bir pazara girerek hacmini ve müşteri kitlesini genişletme amacı yer almaktadır. Alıcılar mevcut pazarlarını doğal süreçleri dışında hızlı veya katlanarak büyütme için en iyi yol olarak şirket satın almak veya ortaklık olarak görmektedir. Aynı şekilde yeni pazara girmek için ar-ge ve ilk yatırım maliyetlerine katlanmak yerine mevcut bir Pazar sahibi firmaya sahip olmak hız ve sonuçları açısından daha doğru bir stratejik karar olabilecektir. Daha sonraki nedenlere baktığımızda alınacak firmanın sahip olduğu yeni ürünün ele geçirilmesi veya sahip olunan teknolojik alt yapıya sahip olmak için de alıcılar sıklıkla bu kararlara başvurabilmektedir.



*Satış Sürecini Hazırlamak:* Satış aşamasında doğru taktik ve metotlar izlenmelidir. Özel bir girişimin satışında hata yapmaktan kaçınmak için doğru satış hazırlığını yapmak gerekmektedir.

*Anlaşma Süreci:* Satıcı ve alıcı arasında sözleşmenin veya anlaşmanın sonlandırılması için doğru ve şeffaf bir görüşme metodu ile süreci ilerletmek gerekmektedir. Satış Sonrası İşlemler; Ortaklıktan çıktıktan sonra veya satış kararından sonra ortaklık kazancını veya sermayesini nasıl muhafaza edeceğini veya transfer edeceğini belirlemek gerekmektedir.

## **1.7. Türkiye’de Girişim Sermayesi Uygulamaları**

Ülkemizde 2012 yılında SPK ’tarafından Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı mevzuatı, daha sonra 2014 yılında Girişim Sermayesi Yatırım fonu mevzuatı oluşturulmuştur. Girişim sermayesi yatırım ortaklığı ile yatırım fonları arasında tüzel kişiliklerin yapıları, fon yatırım kıstasları ve kuruluş gayeleri açısından fark olsa da yatırım yöntemi olarak aynı şekilde hareket etmektedir. Çalışmamızın bu bölümünde benzer prensipler ile çalışan Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarını detaylı olarak mevzuat ve uygulamalarını açıklayacağız. Ülkemizde faaliyet gösteren girişim sermayesi uygulamaların gelişimi ve bilgilerini paylaşacağız.

### **1.7.1. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Mevzuatı**

Girişim Sermayesi Fonlarının yasal çerçevesini oluşturan mevzuat Sermaye Piyasası Kurulu tarafından teşekkül ettirilmiştir. Fonların kuruluşu, işleyişi ve tüm tarafların detaylı tanımlarını yaparak net bir yatırım süreci tanımı yapmıştır. SPK, Girişim sermayesi yatırım ortaklığını; kayıtlı sermayeli olarak kurulan ve çıkarılmış sermayelerini esas olarak girişim sermayesi yatırımlarına yönelten ortaklıklar olarak ifade etmiştir (SPK, 2016:5). Aralık 2012 tarihinde 28513 sayılı Resmî Gazete ’de yayımlanarak yürürlüğe alınan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Yasası ile ülkemizde ilk defa girişim sermayesi yatırım fonlarına ilişkin yasal çerçeve şekillendirilmiştir. Ocak

2014 tarih ve 28870 sayılı Resmî Gazete 'de yayınlanan Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ile de Sermaye Piyasası Kanununun, Sermaye Piyasası Kuruluna vermiş olduğu yetki ile girişim sermayesi fonlarının kurulmasına, faaliyet göstermesine, nitelikli yatırımcılara satışına ve faaliyetlerine ilişkin esaslar ayrıntılı olarak düzenlenmiştir. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları (GSYO)'ları anonim şirket olarak teşekkül ettikleri için, sermaye piyasası mevzuatından düzenlenmemiş tüm hususlarda Türk Ticaret Kanunu'nun anonim şirketleri kapsayan ve koşullarını biçimlendiren düzenlemelere tabi olmakta ve bu düzenlemelere göre hareket etmek yükümlülüğü taşımaktadırlar.

GSYO'lar girişim sermayesi yatırımlarına, ortak oldukları şirketlerin aktif toplamının en az %51'i oranında yatırım yapmak zorundadır. GSYO'lar tebliğ koşullarına göre her mali takvim yılında üçer aylık dönemler itibariyle portföy değerlendirme tablosu düzenlemek zorundadırlar. GSYO'ların girişim sermayesi yatırımı şeklinde girişim şirketlerine ortak olabilmektedir. Girişim Şirketi tanımı da Sermaye piyasası mevzuatına göre Türkiye'de kurulmuş veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı olan şirketleri ifade etmektedir (SPK, 2016:4). Girişim sermayesi ortaklığı yasal olarak girişim şirketinin yönetim kontrolüne sahip hissedarları veya imza yetkilileri ile ortaklık arasında mutabık kalınan pay sahipliği sözleşmesi kapsamında yapılmaktadır. Temel ortaklık esasına ilave olarak:

- Girişim şirketlerine doğrudan veya SPK Tebliği'nde tanımlanan yurt içinde kurulu özel amaçlı şirketler ve yurt dışında kurulu kolektif yatırım kuruluşları yoluyla dolaylı olarak sermaye aktarımı veya pay devri yoluyla ortak veya girişim şirketlerinin kurucusu olabilirler.
- Girişim şirketlerinin ihraç ettiği borçlanma araçlarına yatırım yapabilirler.
- Yatırımlardan kaynaklanan riskin yatırıma yönlendirilen anapara miktarı ile sınırlı olması kaydıyla sadece Tebliğ'de tanımlanan girişim şirketlerine sermaye yatırımı yapmak üzere yurtdışında kolektif yatırım amacıyla kurulan kuruluşlara doğrudan ve dolaylı olarak yatırım yapabilirler.
- Diğer girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarına ve girişim sermayesi yatırım fonlarının katılma paylarına yatırım yapabilirler.

- Borsa İstanbul A.Ş. Gelişen İşletmeler Piyasasında işlem gören şirketlerin paylarına yatırım yapabilirler.
- Girişim şirketi niteliğindeki halka açık şirketlerin borsada işlem görmeyen paylarına yatırım yapabilirler.
- Girişim şirketlerine borç ve sermaye finansmanının karması olarak yapılandırılmış finansman sağlayabilirler.
- Esas sözleşmelerinde belirlenen faaliyet alanları sadece Tebliğ’de tanımlanan girişim şirketlerine yatırım yapma amacı ile sınırlandırılmış olan yurtiçinde kurulu özel amaçlı anonim şirketlere ortak olabilirler.

Ortaklıklar doğrudan girişim sermayesi yatırım ortaklığı kurulabileceği gibi mevcut anonim ortaklıklar da esas sözleşmelerinde değişikliğe gitmek suretiyle girişim sermayesi yatırım ortaklığına dönüşebilirler. Anonim şirketlerde kurucu olabilecek gerçek ve tüzel kişiler girişim sermayesi yatırım ortaklığının da kuruluş ve faaliyet gösterme yetkisine sahiptir. İstisnai olarak Tebliğ’de kurucular için belirli kriterler getirilmiştir. Kurucuların müflis olmaması, rüşvet, sahtecilik, kaçakçılık gibi yüz kızartıcı suçlardan hüküm giymemiş olması ayrıca vergi ve prim borçlarının bulunmaması gerekmektedir. GSYO fonlarının kuruluşunda ortaklık kurucusu veya portföy yöneticisi iç tüzük, kurulca talep edilen belgeler ve başvuru formu ile birlikte kuruluş izni almak için Sermaye Piyasası Kurulu’na başvurur. Kurul başvuru sürecini inceledikten sonra onaylama işlemini gerçekleştirir. Kurul kararının tebliğ edilmesinden itibaren 6 iş günü içerisinde kurucusunun merkezinin bulunduğu yerin Ticaret Siciline tescil ettirilir ve ticaret sicil gazetesinde yayınlanır.

Girişim sermayesi yatırım ortaklığına ilk halka arzdan ortaklık payı alınarak yatırım yapılabileceği gibi (birincil piyasa işlemi), ortaklığın payları borsada da alınıp satılabilir. (İkincil piyasa işlemi) Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının payları kot içi Pazar niteliğindeki Kurumsal Ürünler pazarında işlem görmektedir. Kurumsal Ürünler Pazar’ı, Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası bünyesindeki bir pazardır. GSYO’ların halka arz edilen kısımlarının kota süreçlerinin tamamlanmasıyla birlikte işlem gören payları borsada oluşan arz ve talebe göre fiyatı belirlenecek veya değişecektir. Girişim sermayesi yatırım ortaklığı pay sahipleri belirli hak ve getirileri

almaya haizdir. Tasarruf sahibi Türk Ticaret Kanunu'nun ortaklık paylarına ilişkin hükümleri gereğince aşağıda belirtilen mali veya mali olmayan haklara sahiptir.

- Ortaklığın elde ettiği dönem karından payına düşen kâr payı hakkı,
- Ortaklığın tasfiyesi halinde tasfiye payı hakkı,
- Ortaklığın sermaye artırımında yeni payları edinmede öncelik (rüçhan) hakkı,
- Genel kurul toplantılarına katılma, konuşma ve öneride bulunma hakkı,
- Genel kurul toplantılarında oy kullanma hakkı,
- Ortaklığın faaliyetleri ve finansal tabloları hakkında bilgi alma ve inceleme yapma hakkı olarak ifade edilebilir.

Kuruluş işlemi gerçekleştirilen girişim sermayesi fonuna ait mal varlığı, kurucunun ve portföy saklayıcısının mal varlığından ayrıdır. Fonun mal varlığı başka bir amaç ve maksatla kullanılamaz, tasarruf edilemez. Kamu alacakları da dahil olmak üzere fon mal varlığı haczedilemez, ihtiyati tedbir konulamaz ve iflas masasına dahil edilemez. Fon mal varlığının haczedilmemesi önemli bir koruyucu unsur olarak dikkat çekmektedir. Fonun sürekliliği ve devamlılığı sadece kendisi için değil iştirak ettiği girişimlerin akıbeti ve geleceği için de önemli bir etken olarak durmaktadır.

### **1.7.2. Girişim Sermayesi Yatırım Fonları Mevzuatı**

2012 yılında yasal mevzuata kavuşan girişim sermayesi yatırım ortaklığı şirketlerinin daha sonra doğan ihtiyaç ve gelişmeler ile birlikte 2014 yılının ocak ayında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının kurulmasına ilişkin esaslar tebliği de Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayınlanmıştır. İlgili tebliğde yetki kapsamında bu yatırım fonlarının kurulmasına, faaliyete geçmesine, nitelikli yatırımcılara satışına ve hangi faaliyetleri gerçekleştireceğine ilişkin esaslar detaylı bir şekilde düzenlenmiştir. İlgili esasların düzenlenmesinde Hollanda ve Lüksemburg gibi başarılı ülke tecrübelerinden alınan sistemler dikkate alınmış ve başarılı sonuçların ülkemizde de alınması için benzer fon yönetim yapılarının kurulması amacıyla sistemin geliştirilmesi ve uyumlu hale getirilmesi hedeflenmiştir. Girişim sermayesi yatırım fonları portföy yönetim şirketleri ile girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri tarafından kurulacak olup GSYF katılım payları ile nitelikli yatırımcılara arz edilebilir. Nitelikli yatırımcılar

yasal olarak Şu Şekilde tanımlanmaktadır. Yerli ve yabancı yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta Şirketleri, portföy yönetim Şirketleri, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, sandıklar, dernekler, ile nitelikleri itibariyle bu kurumlara benzer olduğu kurulca belirlenecek diğer yatırımcılar ve fon katılma paylarının halka arz tarihi itibariyle en az 1 milyon TL tutarında para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişileri ifade etmektedir (Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ, 1996).

Girişim sermayesi yatırım fonları toplam aktif değerinin en az %80'i girişim sermayesi yatırımlarından oluşabilmektedir. Girişim sermayesi yatırımları doğrudan veya dolaylı ortaklık, girişim Şirketlerine borç ve sermaye finansmanının karması olarak yapılandırılmış finansman temini, girişim Şirketlerinin ihraç ettiği borçlanma araçlarını satın alma gibi farklı yöntemler ile yapılabilecektir. Diğer dünya ölkelerindeki uygulamalar paralel olarak portföy varlıklarının bağımsız bir portföy saklayıcısı tarafından saklanması gereklidir.

Sistem uluslararası “private equity” tekniğine uygun bir Şekilde girişim sermayesi yatırım fonlarında farklı çeŐitlerde katılma payları düzenlenebilmekte ve tanımlanabilmektedir. Bu paylar nitelikli katılma payı olarak tarif edilen GP (General Partners Shares veya LP (Limited Partners Shares) sınırlı katılım yetkisi ile hisse ihraç edecektir. Katılımcıların sahip oldukları paylara ilişkin hak ve sorumluluklar yatırımcı sözleşmesinde detaylı bir Şekilde açıklanacak ve sınırları belirlenecektir. GSYF, Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine göre portföy yönetim Şirketi yönetim kurulu tarafından veya yönetim kurulu tarafından belirlenecek bir veya birden fazla üye tarafından temsiline imkân tanınabilecektir. Girişim sermayesi fonları ağırlıklı ortalama beş senelik bir dönemde fona sağlanan sermaye karşılığı elde edilen katılım paylarını piyasada, halka açılarak veya stratejik bir alıcıya satarak nakde dönüştürmekte ve oluşan kâr yatırımcılara dağıtılmaktadır. Girişim fonları yatırım ortaklığı Şirketlerinin sahip olduğu vergi avantajlarına sahip olduğu görölmektedir.

### 1.7.3. Girişim Sermayesi Fonlarının Vergi Avantajları

Girişim sermayesi fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları kurumlar vergisinden muaftır. Kurumlar Vergisi Kanunu'na SPK'nın denetimine tabi fon şirketleri de sermaye şirketleri kapsamına girdiğinden dolayı girişim sermayesi fonları veya girişim sermayesi ortaklıkları kurumlar vergisi mükellefi olarak kazançlarının da kurumlar vergisine tabi olması gerekmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu'na göre kurulan yatırım fon ve ortaklıkları için 'portföy işletmeciliği kazançları istisnası' olarak tanımlanan önemli bir vergi avantajı bulunmaktadır. "Türkiye'de kurulu" olmak şartıyla "menkul kıymetler yatırım fonları veya ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları", "portföyü Türkiye'de kurulu borsalarda işlem gören altın ve kıymetli madenlere dayalı yatırım fonları veya ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları", "girişim sermayesi yatırım fonları veya ortaklıklarının kazançları", "gayrimenkul yatırım fonları veya ortaklıklarının kazançları", "emeklilik yatırım fonlarının kazançları" ve "konut finansmanı fonları ile varlık finansmanı fonlarının kazançları" kurumlar vergisinden istisna edilmiştir. Mevzuatta tanımlanan istisna için Türkiye'de kurulu olmak koşulu bulunmaktadır. Ülkemiz dışında kurulmuş girişim sermayesi fonlarının veya ortaklıklarının bu yasal istisnadan veya vergi istisnasından faydalanması mümkün değildir. Menkul kıymet yatırım fonları ile altın ve kıymetli madenlere dayalı yatırım fonlarının sadece portföy işletmeciliğinden doğan kazançları istisna kapsamında bulunurken girişim sermayesi yatırım fon ve ortaklıkları da dahil olmak üzere diğer tüm fonların tüm kazançları kurumlar vergisinden istisna edilmiştir. Özetle girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının SPK mevzuatı çerçevesinde yürüttükleri tüm faaliyet kazançları istisna kapsamında bulunmaktadır.

Tanınan vergi istisnasına ilave olarak girişim sermayesi fon ve ortaklıklarının kazançları üzerinden yapılacak tevkifatın oranı %0 olarak belirlenmiştir. Girişim sermayesi fonları yıllık beyanname ile ödenmesi gereken vergi yükünden ve yapılması gereken tevkifat yoluyla yüklenecekleri vergi yükünden tamamen muaf tutulmuşlardır (Aydın, 2015:59). Vergi yükünden kurtulması ve rahat yatırım kararı alınması için tanınan vergisel muafiyetler yatırımcıların teşviki ve yeni girişim sermayesi fonlarının kurulmasının önünün açılmasını hedeflenmektedir.

Yatırımcıların veya tasarruf sahiplerinin girişim sermayesi fonlarına katılımları sonucu elde ettikleri gelirlerin vergilendirilmesinde farklılık bulunmaktadır. Tasarruf sahiplerinin mükellefiyet durumuna göre girişim sermayesi yatırım fon ve ortaklıklarından sağladıkları gelirlerin vergilendirme yöntemi çeşitlilik arz etmektedir. Geliri elde eden tarafın gerçek kişi veya tüzel kişi olması, gelirin bireysel yatırımdan sağlanması veya ticari amaçla sağlanması ya da tam veya dar mükellefiyet koşullarına göre vergilendirme şart ve tarifesi farklılık göstermektedir. Girişim sermayesi yatırım fonu katılım payları ile bu paylardan sağlanan kâr payları menkul sermaye iradı kapsamına girmektedir. Girişim sermayesi fonu katılma paylarının ve girişim sermayesi yatırım ortaklığı paylarının elden çıkarılmasından sağlanan kazançlar değer artış kazancı olarak kabul edilmektedir. Girişim sermayesi ortaklığından ticari işletme bünyesinde elde edilen gelirler ile ticari kazanç ayırımına tabidir. Bireysel yatırımcıların girişim sermayesi yatırım fonu katılma payları ve girişim sermayesi yatırım ortaklığı paylarından sağladıkları gelirlere tanınan geniş istisnalar ticari işletmelere tanınmamıştır. Gerçek kişilerin ortaklıklardan elde ettiği gelirler menkul sermaye iradı olarak gelir vergisine tabi olurken, tam mükellef gerçek kişilerin tam mükellef kurumlardan elde edilen kâr paylarının yarısı gelir vergisinden istisna edilmiştir. Bu indirimde önemli olan husus kâr payı dağıtan kurumun tam mükellef bir kurum olmasıdır. Dar mükellef bir kurumun dağıtılan karın tamamı vergiyi tabi olup, herhangi bir indirim veya istisna tanımlanmamaktadır.

Girişim fonlarının ülke ekonomisine beklenen katkıları ve Kobilerin gelişimine hedeflenen desteği nedeniyle devletin vergi gelirlerinden vazgeçtiğini rahatlıkla ifade edebiliriz. Aynı şekilde bireysel ve kurumsal yatırımcı ve tasarruf sahiplerinin de katılımın teşvik eden vergi muafiyeti ve istisnası da portföylerin tercih edilmesi ve yatırım edilebilir ilave kazanç veya getiri özelliği taşımamasını mümkün kılmıştır. Kamunun bu yasal düzenleme ile girişim sermayesi fonlarının ekonomiye ne ölçüde katkı ve faydalı olduğu yönündeki kanaatini de göstermektedir.

Kurulan fon bedellerinin maksadına uymayan başka bir gaye ile kullanılması veya başka bir hesaba nakledilmesi, işletmeden çekilmesi, ortaklara dağıtılması, dar mükelleflerce merkezi hesaplara aktarılması veya işin terki, işletmenin tasfiyesi, devredilmesi, bölünmesi ya da girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinin veya girişim sermayesi yatırım fonu katılma paylarının elden

çıkarılmasından itibaren altı ay içinde bu maddede belirtilen amaçla yeniden kullanılmaması halinde, bu işlemlerin yapıldığı veya sürenin dolduğu dönemde vergiye tabi tutulur (Yüce, 2013:1-4). Kamu otoritesi sağladığı vergisel avantaj ve muafiyetin amacı dışında kullanılması durumunda ve bunun tespiti halinde cezai şart şeklinde mahrum kaldığı geliri tahsil etme yoluna gitmektedir. Devletin vergi gelirinden vazgeçmek suretiyle desteklediği girişimlerin maksadı dışında kullanılmasının ciddi bir şekilde yasaklanması ve engellenmesi doğal bir karar olarak görülmektedir. Vergi desteğinin asıl gayesi mevcut girişimlerin büyütülmesi ve yeni girişimlerin desteklenmesiyle oluşacak katma değerden sağlanacak faydanın vazgeçilen vergi maliyetinden daha yüksek olması denilebilir.

#### **1.7.4. Türkiye’de Girişim Sermayesi Fonlarının Gelişimi**

Ülkemizde girişimciliğin güçlendirilmesi ve yatırımların fonlanması için devletin yeni finans tekniklerinin ülkemizde de uygulanması amacıyla önemli açılımları olmuştur. Dünyada uluslararası fonların yatırım bölgeleri arayışı ve güvenilir pazarlarda önemli satın almalar ve ortaklıkların gerçekleşmesi ülkemizin de girişim sermayesi fonları anlamında yasal mevzuatın oluşturulmasını hızlandırmıştır. Bu amaçla uluslararası girişim sermayesi uygulamaları ile uyumlu girişim sermayesi fon mevzuatı geliştirilmiştir (Ertürk & Sayılğan, 2014:314). SPK tarafından girişim sermayesi yatırım fonları 6232 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 54.maddesi kapsamında III-52.4 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esasları Tebliği ile düzenlenmiştir.

Girişim sermayesi yatırım fonları mevzuat olarak portföylerinde aşağıda belirtilen varlık ve işlemleri yapabilmektedir:

- Girişim sermayesi yatırımları,
- Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye’de kurulan anonim ortaklıklara ait paylar, özel sektör ve kamu borçlanma araçları,
- 7/8/1989 tarihli ve 89/14391 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yürürlüğe giren Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen, yabancı özel sektör ve kamu borçlanma araçları ve anonim ortaklık payları,



- Vadeli mevduat ve katılma hesabı,
- Yatırım fonu katılma payları,
- Repo ve ters repo işlemleri,
- Varantlar ve sertifikalar,
- Kira sertifikaları ve gayrimenkul sertifikaları,
- Takasbank para piyasası işlemleri,
- Türev araç işlemlerinin nakit teminatları ve primleri,
- Kurulca uygun görülen özel tasarlanmış yabancı yatırım araçları ve ikraz iştirak senetleri,
- Kurulca uygun görülen diğer yatırım araçları.

Girişim sermayesi yatırım fonların girişim şirketlerine yapacakları yatırımlarda şirketlerin belirli niteliklere sahip olması aranmaktadır. Tebliği göre girişim şirketlerinin sanayi, zirai ve ticari pazar potansiyeli olan araç, gereç, malzeme, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem ve üretim tekniklerini meydana getirilmesini ve geliştirilmesini amaç edinmesi ve sermaye desteği ile bu amaçlarını yerine getirecek durumda olması gereklidir. Fonlar bu kapsamda sadece anonim ve limitet şirketlere yatırım yapabilir. Yatırım yapılma limitet şirket ilk yatırım tarihini takip eden bir yıl içinde anonim şirkete çevrilmesi zorunlu bir husustur.

Girişim sermayesi fonlarının aktiflerinde belirli şartlar aranmaktadır. Girişim sermayesi yatırım fonunun toplam kıymetinin asgari % 80'inin bir veya daha fazla girişim sermayesi yatırımdan teşekkül olması gerekmektedir. Girişim sermayesi fonunun bir mali hesap döneminde KOBİ tanımına uyan girişim şirketlerine doğrudan yaptığı ortaklık veya yatırım tutarının fon toplam değerinin % 10'unun geçmesi halinde % 80'lik yatırım sınır % 51 olarak uygulanmaktadır.

2014 yılında yasal zemini oluşan girişim sermayesi yatırım fonlarının kurulma süreçleri belirli zaman almıştır. Ülkemizde ilk girişim sermayesi yatırım fonu 2016 yılında Ak Portföy Yatırım A.Ş. tarafından kurulmuştur. Kuruluş amacını Türkiye'de büyüme ve gelişme potansiyeli taşıyan firmalara yatırım yapmak şeklinde özetlemiştir. Ak Portföy, Akbank T.A.Ş.'nin iştiraki olarak kurulmuştur. Yatırım fonlarında 3,5 milyar TL büyüklük ve % 8,1 pazar payına sahiptir (Ak Portföy A.Ş., 2018:2).

**Tablo 5: Türkiye’de Faaliyet Gösteren Girişim Sermayesi Fonları**

<b>İhraç Belgesi Onaylanan Girişim Sermayesi Yatırım Fonları</b>
Actus Portföy Yönetimi A.Ş. Gaziantep Entegre Sağlık Kampüsü Ppp Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
Actus Portföy Yönetimi A.Ş. GreenOne Yenilenebilir Enerji Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
Actus Portföy Yönetimi A.Ş. Logo Ventures Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
Ak Portföy Yönetimi A.Ş. Birinci Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
Albaraka Portföy Yönetimi A.Ş. Fintech Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
Arz Gayrimenkul Ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş. Birinci Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
Gedik Portföy Yönetimi A.Ş. Birinci Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
İstanbul Portföy Yönetimi A.Ş. Alcazar Energy Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
İstanbul Portföy Yönetimi A.Ş. Bosphorist Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
İş Portföy Yönetimi A.Ş. Altyapı Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
KT Portföy Yönetimi A.Ş. Teknogirişim Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
KT Portföy Yönetimi A.Ş. Green Power Enerji Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
KT Portföy Yönetimi A.Ş. Miraj Enerji Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
KT Portföy Yönetimi A.Ş. KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
Mükafat Portföy Yönetimi A.Ş. Buket Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
Mükafat Portföy Yönetimi A.Ş. Birinci KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
Mükafat Portföy Yönetimi A.Ş. Patent Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
Oyak Portföy Yönetimi A.Ş. Birinci Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
RE-PIE Gayrimenkul Ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş. Agristock Tech Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
Troya Portföy Yönetimi A.Ş. Yenilebilir Enerji Birinci Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş. BİST Girişim Serm

Kaynak: (SPK, Aylık İstatistik Bültenleri,2018)

Actus Portföy Yönetim A.Ş.: %90,1 Global Yatırım Holding ve % 9,9 Polisan Yardım Sandığı ortaklığına sahiptir. Portföy içerisinde emeklilik fonları, alternatif varlık fonları, özel portföy yönetimi ve yatırım fonları bulunmaktadır. Gaziantep Entegre Sağlık Kampüsü ve Logo Yazılım firması ile birlikte gerçekleştirdiği Actus-Logo Girişim Sermayesi fonları bulunmaktadır (Actus Portföy Yönetimi A.Ş., 2018). Gaziantep PPP Şehir hastanesi yatırımı ile mevcut girişim sermayesi yatırım fonları arasında en yüksek değere sahip fon olarak dikkat çekmektedir.

Al Baraka Portföy A.Ş.: Ülkemizde faizsiz finans ilkeleri ile çalışan bir yatırım şirketidir. Şirketin uygulamaları ve bilgilerini derinlemesine mülakat kısmında detaylı olarak izah edilmiştir. Portföy yönetim şirketi finansal teknoloji alanındaki şirketlere yönelik girişim sermayesi yatırım fonu izni almıştır. Kuruluş ile yapılan mülakat görüşmelerinde öncelikle bankacılıkla doğrudan ilişkili bulunan finansal teknoloji firmalarına yatırım ilgisi duydukları ifade edilmiştir.

**Tablo 6: Girişim Sermayesi Yatırım Fonları Portföy Bilgileri**

	Portföy Şirketi	Girişim Sermayesi Fonu	Toplam Değeri-TL
1	ACTUS PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	LOGO VENTURES GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM FONU	5.419.809
2	ACTUS PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	GAZİANTEP ENTEGRE SAĞLIK KAMPÜSÜ PPP GSYF	318.528.457
3	AK PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	BİRİNCİ GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM FONU	139.900.417
4	ARZ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	BİRİNCİ GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM FONU	5.171
5	İŞ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	ALTYAPI GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM FONU	181.175.506
6	MÜKAFAT PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	BUKET GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM FONU	50.496.585
7	TROYA PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	YENİLENEBİLİR ENERJİ BİRİNCİ GİRİŞİM SERMAYESİ YAT	29.558.706

Kaynak: (SPK, Aylık İstatistik Bültenleri,2018)

İş Portföy Yönetim A.Ş. bünyesinde Kasım 2017 tarihinde altyapı yatırım ve hizmet projelerini yürüten şirketlere yatırım yapılması için Altyapı girişim sermayesi yatırım fonu kurulmuştur. Fonun toplam değeri güncel olarak 185 milyon TL'dir. Fonun birim fiyatı 1,05 TL olup İş Portföy % 21,1 Pazar payı ile ülkemizde 32,7 milyar TL büyüklüğünde varlık yönetmektedir (İş Portföy, 2018).

Mükafat Portföy Yönetim A.Ş.: Ortaklık yapısı %80 Aktif Yatırım Bankası A.Ş. ve % 20 İslam Kalkınma Bankası'ndan oluşmaktadır. Fon faizsiz yatırım alternatifleri ile hareket eden ve İslami Finans Danışma Kurulu ile yatırımlarını denetleyen organizasyon yapısına sahiptir. Nisan 2016 yılında esas sözleşmesi imzalanarak faaliyet geçen fon Aralık 2017 tarihinde Buket Girişim Sermayesi Fonunu kurmuştur. Mayıs 2018 itibariyle 50,5 milyon TL büyüklüğe ulaşan fon enerji, bilişim ve teknoloji alanlarında girişim şirketlerine hizmet vermektedir. Önümüzdeki dönem fonun büyüme hedefi 250 milyon TL olarak belirtilmiştir (Mükafata Portföy Yönetim A.Ş., 2017).

Troya Portföy Yönetim A.Ş.: Kasım 2017 tarihinde Birinci Girişim Sermayesi Yatırım Fonu tarafından Beştepeler Enerji Üretim Ticaret A.Ş.'nin sermaye artırımına katılarak % 51 iştirak etmiştir. Beştepeler Enerji Üretim 24 MW kapasiteye sahip jeotermal elektrik üretim santrali olup fon yenilenebilir enerji alanlarında yatırım gerçekleştirmeyi hedeflemektedir (Troya Portföy Yönetim A.Ş., 2017).

2004 yılında yasal mevzuatı oluşan 2016 yılından itibaren faaliyete geçen girişim sermayesi fonları emekleme evresinde ve gelişimi her geçen gün artan bir ivme ile devam etmektedir. Katılım bankaları tarafından müşterilerine mevcut katılım havuzlarından kâr payı geliri elde etmek dışında yatırım fonlarına işlem yapılması ve

yatırımlarını fonlarda değerlendirilmesi noktasında yakın tarihte ilk adımlar atılmıştır. Katılım bankaları arasında ilk kamu sermayeli katılım bankası olarak faaliyete geçen Ziraat Katılım tarafından müşterilerine yatırım ürünleri seçeneğinin altında katılım fonları hizmeti sunmaya başlamıştır.

Katılım fonlarının amacı tasarruflarını faizli getirisi bulunmayan para ve sermayesi piyasası enstrümanları ile değerlendirmek isteyen yatırımcılara hizmet vermektedir. Bu amaçla portföy içeriğinde kira sertifikaları, katılım hesapları, ortaklık payları ve altın ve kıymetli madenler ile SPK tarafından faize dayalı bulunmayan finansal ürünleri içermektedir.

Yatırım fonlarının türleri olarak; portföy katılım fonu, kısa vadeli sukuk fonu, altın katılım fonu ve katılım endeksi hisse senedi fonu şeklinde fonlar bulunmaktadır. Tasarruf sahipleri katılma belgeleri satın almak suretiyle fon hesaplarına yatırım yapabilmekte ve fonların faizsiz getirisinde istifade etmektedir. Altın Katılım fonu sistem olarak fonun toplam aktif değerinin asgari % 80 oranında altın ve altına dayalı sermaye piyasası ürünlerine yatırılması gerekmektedir. Altın fonu 2010 tarihinde halka arz olunmuş ve altın dışında danışma kurulunun uygun bulunduğu ortaklık paylarına veya diğer kıymetli madenlere yatırım yapılabilmektedir. Katılım fonu Borsa İstanbul'da işlem gören Ziraat Portföy Katılım Endeksi ortaklık payları ve diğer faizsiz sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılmaktadır. Sukuk fonunun tamamı Borsa İstanbul'da işlem gören katılım 50 endeksi ve faizsiz sermaye piyasası yatırım araçlarına yatırılmaktadır. Fon Eylül 2015 tarihinde halka az edilmiş olup aynı şekilde asgari % 80 oranında yerli ve yabancı sektör kira sertifikalarına yatırılmaktadır. Hisse senedi fonu asgari % 80 oranında Ziraat Portföy Katılım endeksinde yer alan ortaklık paylarına yatırım yapılmaktadır. Ayrıca yatırım fonları arasında fon sepeti fonu olarak Eylül 2015 tarihinde halka arz edilen daha fazla getiri sağlaması hedeflenen fonlardan oluşan sepet fonu bulunmaktadır (Ziraat Yatırım A.Ş., 2018). Fonların sermaye piyasası araçları arasında döviz, katılım ve kıymetli maden gibi geleneksel faizsiz yatırım fonlarından oluşmaktadır. Girişim sermayesi fonları ise daha uzun ve orta vadeli olup getirileri kısa vadeli fonlara göre çok daha yüksek bir faiz dışı yatırım aracı olarak hedeflenmektedir.

### 1.7.5. Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi

Türkiye’de 2002 yılından itibaren yasal çerçevesi oluşturulan ve 2012 yılında nihai hali verilen girişim sermayesi fonlarının büyüme ve gelişimi dünya ve Avrupa ülkelerinde görülen gelişimin gerisinde bulunmaktadır. Mevcut durumda Sermaye Piyasası Kurulu’ndan izin alan 13 adet Girişim Sermayesi Yatırımı Ortaklığı bulunmaktadır. Mevcut izin veya yetki almış 13 adet ortaklık şirketin 8 adeti halka açık olarak faaliyet göstermektedir (SPK, 2018).

2016 yılı girişim sermayesi şirketlerinin faaliyetlerinde altın yıl olarak adlandırılmıştır. Genel olarak geleneksel finansal ürünlerin durgun ve sınırlı bir büyüme gerçekleştirdiği bu yılda girişim sermayesi fonlarının yatırımları ve büyüklükleri ülkemizde önemli bir mesafe kat etmiştir. 2016 yılında 100 işlemde ortalama %40 oranında bir katkıda bulunulmuş ve 1,6 milyar USD’lık yatırım gerçekleştirilmiştir. 100 finansal yatırımcı işleminin 68 işlemi girişim sermayesi şirketleri tarafından gerçekleştirilmiştir.

Türkiye’de faaliyet gösteren girişim sermayesi şirketleri arasında İş Girişim A.Ş. firması İş Bankası iştiraki olarak Pazar lideri konumunda bulunmaktadır. 2000 yılında kurulan şirket 17 giriş ve 11 adet çıkış işlemi ile birlikte 28 girişim gerçekleştirmiştir. (İş Girişim Sermayesi, 2018) Şirket 2004 yılında borsaya kote olmak suretiyle işlem hacmini de yükseltmiş ve büyüme eğilimine girmiştir. Türkiye’de faaliyet gösteren girişim sermayesi şirketleri sadece yurt içinde kurulu girişim şirketlerine yatırım yapabilir. Burada hedeflenen amaç vergisel muafiyet ve avantajlar ile desteklenen girişim sermayesi fonlarının ülkenin ekonomik değerlerine yatırım veya girişim sağlaması ile birlikte ulusal ekonomik katkısının hedeflenmesi şeklinde özetlenebilir.

Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, portföy değerlerinin %50’sinden az girişim yapamaz kuralı ile fonların diğer getirili ürünler yerine asıl amacının reel ekonomik piyasada faaliyet gösteren firmalara iştirak veya girişimde bulunmak suretiyle yatırım gerçekleştirmek olduğu ifade edilmektedir.

**Tablo 7: Türkiye’de Faaliyet Gösteren Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları**

<b>Ticaret Unvanı</b>	<b>Kuruluş</b>
Kobi Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2003
İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2004
Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2010
Alesta Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2012
Egeli-Co Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2012
Egeli-Co Tarım Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2012
Gedik Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2012
Verusatürk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2012
Doğuş SK Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2013
Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2013
Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2013
Öncü Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2014
SNK Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2015

Kaynak: (SPK, Aylık İstatistik Bültenleri,2018)

Listede yer alan 13 girişim sermayesi yatırım ortaklığı şirketinin 11 adeti İstanbul’da, Kobi Girişim A.Ş. Ankara’da ve SNK Girişim Gaziantep’te kurulmuştur. Görüldüğü üzere İstanbul sahip olduğu finans merkezi rolünün gereği olarak tamamına yakını ve faal olarak etkin ortaklıklar İstanbul’da faaliyet göstermektedir. Ülkemizde girişim sermayesi fonları ‘Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı’ şeklinde adlandırılmıştır. Teorik olarak ayrılan girişim sermayesi ve risk sermayesi kavramlarını arasında tanım ayırımına gitmeden tek bir tanım altında toplamayı tercih etmiştir. Gerçek ve tüzel kişilerin şirketlere ortak olmalarında herhangi bir engel olmamasına rağmen girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının tercih edilmesi sebebi borsaya kote olması, denetlenebilir olması ve portföy gelirlerinin vergi muafiyetini tabi olmasıdır. Listede yer alan girişim sermayesi şirketleri arasında yer alan KOBİ Girişim A.Ş. Ankara merkezli bir yapı olup, ortaklığı KOSGEB, Halk Bankası, TOBB gibi finans ve meslek kuruluşlarından oluşan özel amaçlı bir kuruluştur. Bu kuruluşun amacı girişim sermayesi sistemi ile iştiraklerin ve girişimlerin desteklenmesi ve belirli niteliklere sahip girişimcilere öncelikli fon aktarımına aracılık edilmesidir. Kamunun teşvik ve

desteklenmesini de artıracak uygulamaları ile özel bir amaç ile çalışmaktadır. Yalnız kâr amaçlı olarak girişimlere ve ortaklıklar yaklaşılmamaktadır. Özellikle yeni bir buluş ve teknolojik gelişim yoluyla ülke ekonomisine katma değer sağlayacak üretim şirketlerini desteklemek gibi özel bir gaye ile hareket etmektedir.

**Tablo 8: Şirket Bazında Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Genel Bilgileri**

Ortaklığın Unvanı	Kayıtlı Sermaye Tavanı (TL)	Çıkarılmış Sermaye(TL)	Girişim Sermayesi Yatırımları (%)	Piyasa Değeri (TL)
EGELİ & CO TARIM GİRİŞİM YAT.ORT.A.Ş.	200.000.000	22.000.000	95,98	13.420.000
GEDİK GİRİŞİM YAT.ORT.A.Ş.	50.000.000	20.000.000	52,41	25.200.000
GÖZDE GİRİŞİM YAT.ORT.A.Ş.	2.000.000.000	385.000.000	92,98	1.836.450.000
HEDEF GİRİŞİM YAT.ORT.A.Ş.	100.000.000	28.000.000	83,00	61.040.000
İŞ GİRİŞİM SERMAYESİ YAT.ORT.A.Ş.	250.000.000	74.652.480	72,26	111.978.720
RHEA GİRİŞİM SERMAYESİ YAT.ORT.A.Ş.	207.750.000	41.550.000	7,00	42.796.500
VERUSATÜRK GİRİŞİM SERMAYESİ YAT.ORT.A.Ş.	75.000.000	52.000.000	84,95	124.280.000

Kaynak: (SPK, Aylık İstatistik Bültenleri,2018)

Fon sahiplerinin yatırım kararlarında, getiri ve beklentiler kadar yatırım ortamının ve piyasasının güvenilir ve şeffaf bir bilgilendirme imkânına sahip olması beklenmektedir. Denetlenen ve yasal otorite tarafından çok yönlü mükellefiyetler taşıyan organize piyasalar daha çok tercih edilir ve rağbet görürler. Ülkemizde kamu otoritesi belirli şartlarda denetlenebilen ve güvenilir bir ortamda yüksek katılım imkânı olabilecek piyasa şartı sağlamak için girişim sermayesi fonlarına halka açılma ve SPK mevzuatına tabi olarak yatırım ortaklığı tanımı altında faaliyet gösterme imkânı vermiştir.

Aktif girişim sermayesi şirketleri arasında en büyük piyasa değerine sahip Gözde Girişim A.Ş. Ülker grubu iştiraki olarak faaliyet göstermektedir. Yıldız Holding olarak hisselerin temsil edildiği şirketin çok sayıda kurumsal ve KOBİ ölçeğindeki firmada belirli oranlarda iştirakleri bulunmaktadır. Girişim şirketinin ağırlıklı olarak büyük ölçekli ve kurumsal firmalara yatırım yaptığı, mali yapıları gereği yeniden yapılanmak veya sermaye ihtiyacı bulunan firmaları tercih ettikleri görülmektedir. Gözde girişim sermayesi yatırım ortaklığının kurumsal ve büyük ölçekli firmalara yaptığı sermaye aktarımı yatırımın büyük ölçekli olması nedeniyle yüksek sermaye tutarlı ortaklıklardan oluşmaktadır.

**Tablo 9: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibariyle Trendi**

Yıl	Ortaklık Sayısı	Net Aktif Değeri	Piyasa Değeri
2000	1	3.301.398 TRY	2.835.000 TRY
2001	1	3.892.627 TRY	7.200.000 TRY
2002	1	3.770.586 TRY	4.230.000 TRY
2003	1	4.148.263 TRY	4.342.500 TRY
2004	2	104.276.334 TRY	85.230.000 TRY
2005	2	110.784.098 TRY	93.177.000 TRY
2006	2	126.602.203 TRY	95.922.000 TRY
2007	2	128.816.936 TRY	53.406.000 TRY
2008	2	141.320.138 TRY	40.824.000 TRY
2009	2	141.320.138 TRY	40.824.000 TRY
2010	2	170.128.399 TRY	187.056.000 TRY
2011	2	608.140.999 TRY	679.100.205 TRY
2012	5	690.430.974 TRY	871.814.003 TRY
2013	6	769.443.404 TRY	1.024.523.317 TRY
2014	6	(*)	1.471.180.981 TRY
2015	8	-	1.331.047.493 TRY
2016	8	-	1.292.433.873 TRY
2017	8	-	2.594.951.315 TRY

Kaynak: (SPK, Aylık İstatistik Bültenleri,2018)

(\*) Tebliğ değişikliği nedeniyle 31.12.2013 tarihinden itibaren girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının portföy tablosu hazırlama yükümlülüğü bulunmamaktadır.

Yıllar itibariyle Türkiye’de gözlemlenen Girişim Sermayesi büyüklükleri bu finansman modelinin ne kadar yeni gelişim gösterdiği ve dünyadaki örneklerinden geç bir tarihte ülkemiz yatırım araçlarına girdiğini göstermektedir. Bunun altında yatan en önemli sebep ülkemizde 2000’li yılların başına kadar görülen sermaye birikimi yetersizliği, yasal düzenlemenin yetersizliği ve yatırımcıların yeterince bilgiye sahip olmadığını ifade edebiliriz. Diğer önemli bir etkende 2000 öncesi ülkemizde siyasi istikrarsızlığın beraberinde getirdiği ekonomik güvensizlik ortamının yatırım kararlarını doğrudan etkilemesidir. Gerek tasarruf sahibi gerekse yatırımcılar orta ve uzun vadeli bir yatırım yöntemi olan girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına gereken ilgiyi göstermemiştir. Bırakın 5-10 yıl sonrasını görmeyi aylık kararlar almakta zorlanan ekonomi yönetimleri döneminde bu finansman modelinin yeterince



yerleşmemesi ve büyümemesi gayet doğaldır. 2000’li yıllar sonrası yatırım ve istikrar ortamı ile birlikte ilgi ve yatırım tutarlarında önemli bir artış gözlemlenmiştir.

Türkiye’de yatırımcılar veya yatırım ortaklıkları ağırlıklı olarak yeni kurulmuş, büyüme ve yönetimin satın alınması aşamasındaki şirketlere yatırım yapmayı tercih etmektedir. (Er, Şahin, & Mutlu, 2015:34) Yatırımcılar özellikle çekirdek aşaması olarak tabir edilen fikir aşamasında bulunan girişimleri finanse etmekten imtina etmektedir. Faaliyete geçmemiş veya ölçülemeyen firmaların yatırım kapsamına alınması yüksek risk taşıdığından dolayı yatırım karar vericileri yüksek riskli bu kategoriyi pek dikkate almamaktadır. Bu yüzden faaliyete geçmiş ve kurulmuş yeni şirketleri ve büyüme aşamasına geçen potansiyel taşıyan firmalara yatırım yapmayı göreceli olarak tercih etmektedir.

2014 yılında girişim sermayesi yatırım ortaklığı mevzuatına ilave olarak girişim sermayesi yatırım fonu mevzuatının SPK tarafından düzenlenmesi ile finansman tekniğinin daha geniş bir alanda farklı yöntemler ile girişimlere katılmasına imkân sağlanmış olmaktadır. GSYF yapı olarak katılım oranında fon aktaran tasarruf sahiplerinin sahip oldukları fonun iştiraklerinin gelişimini ifade etmektedir.

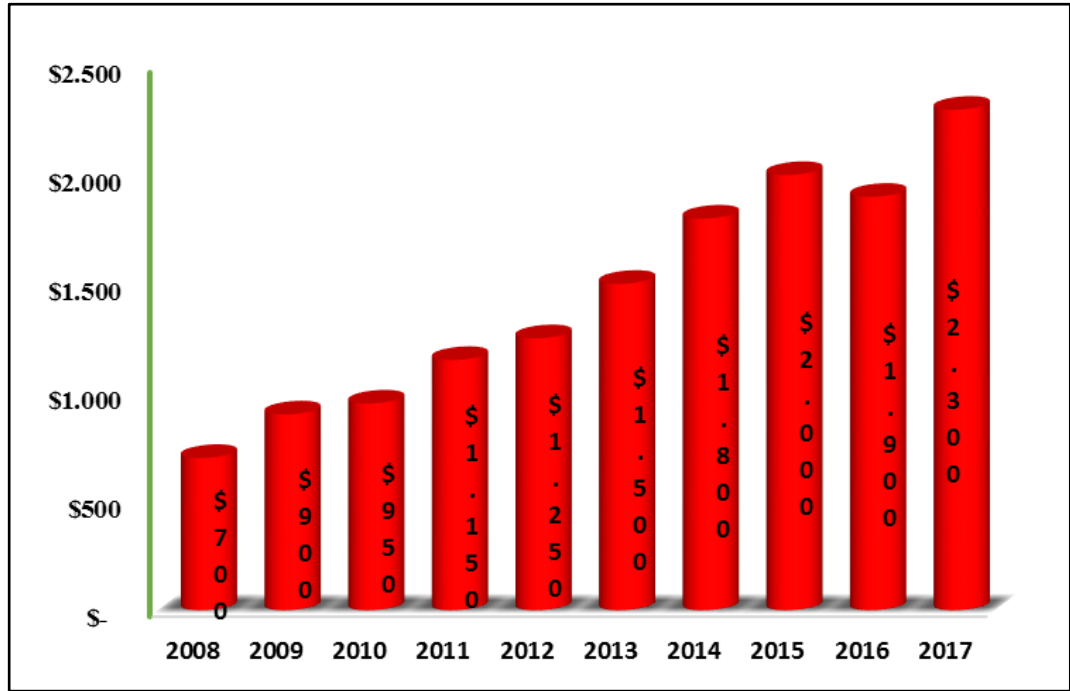
## İKİNCİ BÖLÜM

### İSLAM İKTİSADI AÇISINDAN GİRİŞİM SERMAYESİ FONU VE İSLAMİ GİRİŞİM SERMAYESİ UYGULAMASI

#### 2.1. İslami Girişim Sermayesi Kavramı

Modern İslami finansın doğuşu İslami bankacılığın kurulması ile başlar. 1962 yılında Tabung Haji'nin Malezya'da ve Mitghamr Savings'in Mısır'da 1961 yılında faaliyet geçmesiyle ilk tecrübeler hayata geçirilmiştir (Sukmana, Abduh, & Omar, 2013:17-18). Yakın tarihte dünya ekonomisinde yaşanan gelişmeler, batı ülkelerinde zayıflayan ekonomik ortam ve refahın batıdan doğuya doğru hareketi ile birlikte gelişme göstermeye başlamıştır. Tasarrufların yatırıma dönüşmesi için sadece yüksek getiri oranları değil, birikimlerinin etik değerler çerçevesinde değerlendirmek isteyen tasarruf sahiplerine uygun finansal piyasalara ihtiyaç bulunduğu görülmüştür.

**Grafik 11: İslami Finans Aktif Büyüklüğü Gelişimi (Milyar USD)**



Kaynak: (IFSB, 2017:14)

İslami finans 2016 yılında gevşeme göstermesine karşın 2008 küresel finans krizinden bu yana istikrarlı bir şekilde büyüme gelişimi göstermeye devam etmektedir. 2016 yılı itibariyle İslami finans aktiflerin 2 trilyon USD'nı aştığı tahmin edilmektedir. Sektörün kritik bir büyüklüğü ulaştığı düşünülürse, 2016 yılında petrol fiyatlarında yaşanan düşüş ve gerileme, küresel finans piyasaları düzenlemelerinde yaşanan hızlı değişimler ve İslami finansın genel dağılık yapısı sektörün önümüzdeki dönemde yüzleşeceği temel konular olarak görülmektedir (Mohammed, 2015:27-29). İslami finans sektörünün özgün ve temel İslami normlara uygun olarak yükselmesi temeldir. İslam coğrafyasındaki değişik bölge ve ülkelerdeki farklı uygulama ve ürünler yeknesak bir İslami finans yaklaşımını engellemekte ve tüm İslam dünyası üzerinde finansal işlem ve düzenlemelerini kontrol ve düzenleyecek bir sisteme olan ihtiyacı ortaya çıkarmaktadır.

Dünya finans sektöründe 90'lı yıllardan sonra önemi ve hacmi artan girişim sermayesi fonu İslami fonların ve yatırımcılarında dikkatini çekmiş ve uygulama alanı bulmuştur. İslami finansın gelişim sürecinde İslami normlara uygun bir girişim sermayesi modeli alternatif ve rekabetçi bir yatırım aracı olarak İslami finans modelleri arasında yerini alabilir. Öncelikle böyle bir yatırım modelinin gelişimi ve imkân bulması için gereken talep ve fon fazlası İslam dünyasında bulunmaktadır. İslam ülkelerinin yasal düzenleme ve mevzuat desteği ile diğer İslami finans ürünleri gibi girişim sermayesi fonu da sağlam bir temel üzerinde yükselebilir. Özellikle girişim sermayesi modelinin sahip olduğu özellikler İslam iktisadında gelir için aranan riske katılma ve kâr/zarar ortaklığı esaslarına temelde uyumu nedeniyle önemli oranda uyumlu bir finansal araç görünümünde bulunmaktadır.

Konvansiyonel girişim sermayesi fonu ile İslami girişim sermayesi fonu arasındaki paralelliklere baktığımızda, bu yatırım aracının temel ilkelere uyumu açısından çok hızlı bir büyüme potansiyeli taşıdığı, yalnız Müslüman yatırımcılar için değil tüm dünya yatırımcıları için cazibe merkezi olabileceği söylenebilir. İki yaklaşım arasındaki dört neden bizi bu sonuca götürmektedir (Nicholas, 2008:9). Aşağıda belirtilen kriter ve özellikler girişim sermayesi sistemine uyumunu göstermektedir. Bu özellikleri şu şekilde sıralayabiliriz:

- Girişim sermayesi yaklaşımı İslami finansın ilkeleri ile doğrudan paralellik göstermektedir. Ortaklık esasına göre, varlığa dayalı, girişimci yatırımı ve adil bir risk ve gelir paylaşımı içeren model İslam iktisadının temel amaçlarına uyumludur. İslam iktisadında esaslı oluşturan adil ve toplumsal refaha katkı gibi temel ilkelere doğrudan uyumlu görülmektedir. Reel ekonomik faaliyetlere dayanan modelin tüm tarafların birlikte hareket ettiği ve ekonomik aktivitenin sonuçlarını birlikte üstlendiği bir sistem olarak adil bir yaklaşım sergilediği rahatlıkla söylenebilir. Borçlanma veya faiz getirisi yerine girişime iştirak ederek kazanç ve değer artışından gelen ticari geliri hedeflemektedir. Ortaklık sadece yerel ve dar bir yaklaşımı değil uluslararası finansal aktörlerin hem yatırımcı veya fon sahipleri nezdinde hem de girişimci nezdinde kabul edilebilir bir finans tekniği olarak uygulanabileceği varsayımına dayanmaktadır. Kapalı devre veya kısa vadeli yaklaşımlar yerine dinamik ortaklıkları ve stratejik yatırımların önünün açılması öncelikli amaçtır.
- Her iki modelin yatırımcıları borç ticareti veya faiz geliri yerine, tüm süreçlerini ortaklık ve bu ortaklığın getireceği yeni ekonomik üretimin kazancına dayandırmaktadır. Üretim veya varlığa dayanması en önemli farka işaret etmektedir. Borçlanma ürünleri veya geleneksel finans araçlarının tamamında senet veya bonolar üzerinden belirli ödünç işlemine bağlı faiz geliri mutlak olarak beklenmekte iken girişim sermayesi yatırımında, işlemin sonucunda ortaya çıkacak değer veya ekonomik katma değer esaslı teşkil etmektedir.
- İslami fonların sahip oldukları yüksek likidite yatırımcıların ve girişimcilerin ihtiyaç duyduğu başlangıç ve büyüme sermayesi için uygundur. İslam ülkelerinin sahip oldukları servet ve sermaye birikimin aktarılacağı İslami finans ilkelerine uyumlu alanlar sınırlı bulunmaktadır. Fon sahipleri tasarruflarını, güven duyacakları ve denetimin şeffaf bir şekilde yapıldığı güçlü finans piyasalarında rahatlıkla girişimlerin desteklenmesi ve fonlanması için kullanabilirler. Burada önemli konu model kadar ülkenin uluslararası yatırımcıların ihtiyaçlarını giderecek çözüm ve açılımları sağlaması ile ilgilidir. Örneğin İstanbul'un dünya finans merkezleri arasında özellikle de İslam finans merkezi olması için atılan adımların somut gelişmelere dönüşmesi hedeflenen

gelişmelerin ve adımların atılmasıyla çok rahatlıkla fonların ihtiyaç duyduğu sermaye hareketleri veya fon girişleri sağlanacağı muhakkaktır. İslami finans merkezi olmak arayışı içerisinde sadece İslam ülkeleri değil Londra, Lüksemburg ve Frankfurt gibi batılı ülkelerde sermayenin ülkelerin çekilmesi için alternatif düzenlemeler ve İslami finans alt yapısı oluşturulması yönünde ciddi adımlar atmaktadır. Örneğin İstanbul ile mukayese edilemeyecek Lüksemburg İslami aktif yönetimi alanında lider olarak aktif yönetim şirketlerinin merkezi konumuna gelmiş ve bu başarı için 40 yıllık bir gelişim programı uygulamıştır.

- İslami girişim sermayesi yatırımcıları benzer yatırım ve değerlendirme teknikleri ile klasik girişim sermayesi fonlarının yatırımlarına katılabilir ve benzer firmalar üzerinde çalışabilir. Aralarındaki minimal farklar nedeniyle rekabet veya uygulanabilirlik sorunları ile karşılaşılmayacaktır. Geleneksel girişim sermayesi ve İslami girişim sermayesi uygulaması arasındaki göz ardı edilebilecek farklara rağmen girişim sermayesi modelinin finansal araç olarak çok yaygın bir uygulama ve kabul alanında faaliyet göstermesi mümkündür.

İslami Girişim Sermayesi pazarının oluşması ve yatırımcılar için kurumsal bir kimlik kazanması için belirli aşamaların da tamamlanması gerekmektedir. Doğuş ve emekleme aşamasındaki sektörün doğru temeller üzerinde kurulması ve gelecekte tercih edilebilir ve rekabetçi bir yatırım aracı olması için olgunlaşma süreci öncesi kurumsal gelişim evrelerini tamamlamalıdır (Nicholas, 2008:7). Dizayn edilecek İslami Girişim Sermayesi Fonu modelinin temel ilkelere ve uygulama esaslarına tam uyumu sağlanmadan yalnız bir taklit model olarak doğmaması ileride gelecek eleştiri ve uyumsuzlukların da önünü kesecektir.

*Sektörel Standartlarının Belirlenmesi:* İslami yatırım araçlarının ve ürünlerinin klasik finans araçlarından farkları belirli ilke ve prensipler ışığında faaliyet gösterilmesi ve dizayn edilmesidir. İslami Girişim Sermayesi fonlarının da standartlar oluşturması ve yatırım ilke ve metodolojisinin belirlenmesi gerekmektedir. Standartları belirlenmiş ve şeffaf bir yapıya kavuşması yalnız Müslüman yatırımcıların değil küresel tüm fon sahiplerinin İslami girişim sistemine dâhil olmasına imkân tanıyabilir. İslami fonlar olarak küresel pazarlarda daha rahat dolaşacak, yatırımcılar standartları belirlenmiş ve

gereken niteliklere sahip bu fonlara ilave başka maliyetlere katlanmadan katılabilecektir. Sistemin rekabetçi olması yalnız lokal veya Müslüman coğrafya için tüm küresel ekonomik piyasa için tercih edilebilir bir ürün olarak modellenmesi önemli husustur. Geliştirilecek model küresel piyasaların kırılğan ve spekülâtif finans modelleri dışında istikrarlı ve güven veren şeffaf bir modelin kurulması için standartları ve sınırları belirli bir model gerekmektedir. Standartların belirlenmesinden kasıt yasaklı veya engelli faaliyet alanları olarak ifade edilen kırmızı yatırım bölgelerinin tespit edilerek yatırım ilgisi dışında tutulmasıdır. Zaten İslam iktisadının yasaklı alanları dünya üzerinde son dönemde etik alan olarak da ifade edilen silah, uyuşturucu, alkol, kumar vb. yasaklı faaliyet kollarını ifade etmektedir. Bu alanlara ilave olarak domuz eti gibi spesifik engelli alanlar eklenebilir. Güncel olarak helal gıda, helal giyim ve helal turizm gibi helal yatırım sahalarının net bir şekilde ortaya konulmasına ihtiyaç bulunmaktadır.

*Finansal Mühendislik Becerileri;* Karmaşık ve modern finans aracı olarak Girişim Sermayesinin İslami finans içerisinde yeni model ve teknikler ile desteklenmesi gerekmektedir. Geleneksel sisteme alternatif ve rekabet avantajı sağlamak için İslami bir yaklaşımın farklı faydalar sağlayan teknikler geliştirmesi gerekmektedir. Geleneksel marjinal fayda yaklaşımında bir getiri veya kazanç her türlü alternatif finansal aracın getirisi ile farkı mukayese edilebilir veya karşılaştırılabilir. İslami yaklaşımda getirinin mukayesesi için spekülâtif veya faizli getiri alternatifleri esas değil reel üretim veya yatırım getirilerinin kazançlarının baz alındığı alternatif bir indeks esas alınmalıdır.

*Pazar Bilgisi;* İslami girişim germayesi fonlarının şeffaf ve ölçülebilir bir konuma gelmesi gerekmektedir. Mevcut fonların ve yatırımların sağladığı getiri düzeyleri, oranları ve mukayeselerinin şeffaf bir şekilde belirtilmesi gerekmektedir. Sadece geleneksel fonlar ile mukayese için değil İslami fonlar arasında da performans ve getirisinin karşılaştırılması için önemli bir gösterge olacaktır. Sistemin en önemli hususlarından biri batıda New York ve Londra gibi İslami finans ürünlerinin hizmet verdiği batı ülkelerinde olduğu gibi verilerin ve piyasa bilgilerinin şeffaf ve kolay ulaşılabilir şekilde bulunmasına ihtiyaç bulunmaktadır. İslam coğrafyasına finans merkezi mahiyetinde bir gösterge merkez ihtiyacı vardır. İslami finansın gelişim tarihçesi yakın olması nedeniyle bazı temel altyapı ve sistemler maalesef henüz etkin

olarak kurulmuş değildir. Malezya gibi ülkelerde münferit girişimler ve çabalar olmasına karşın uluslararası kabul görmüş bir finansal pazar veya piyasa denetimini sağlayacak bir uluslararası bir örgüt henüz oluşmamıştır.

*İnsan Kaynakları*; İslami fonların yatırımlarını yönetecek uzman ve gereken niteliklere sahip profesyonel kadroları bulması ve yetiştirmesine ihtiyaç bulunmaktadır. Ekiplerin finansal becerileri dışında İslami norm ve kurallara hâkimiyeti ve hassasiyetini de taşıması sağlanabilir. Mevcut finans insan gücünün temel eğitim ve kaynak merkezi kapitalizm kaynaklı batı eğitim kurumları ve finans kuruluşları olduğu bilinen bir gerçektir. Halihazırda körfez ve İslam coğrafyasında da tercih edilen finans yönetici ve uzmanlarının batı eğitimi ve tecrübesi aranır bir kriterdir. Bununla birlikte İslam coğrafyasının finans ve iktisat alanında da kendi insan gücünü üretir ve tercih edilebilir bir seviyeye taşıması için yatırım ve planlama yapması arzu edilmektedir.

Özgün bir model için İslami norm ve kriterleri olan İslami finans ürünü kurgulamak için İslami kaygı ve değerleri ile hareket eden teorisyen ve uygulayıcıların bulunması temel bir ihtiyaçtır. İnsani birikimin oluşması bir zaman ve süreç gerektiğinden hızlı bir büyüme ve gelişim için öncelikle ilk kuruluş ve olgunlaşma evresinin tamamlanması gerekmektedir. İslami finansın kendini bir alternatif olarak değil merkez bir değer olarak, geçmişi ile küresel bir çözüm aracı olarak görmesi ve özgüvenli adımlar atması beklenmektedir.

İslami girişim sermayesi sektöre henüz genç ve geçmiş performans göstergeleri en fazla on yıl geçmişe dayanmaktadır. Batıda yaşanan ekonomik sıkıntılar ve doğuda İslam coğrafyasında ortaya çıkan fon İslami fonların gelişimini ve büyümesini hızlandırmıştır. Yukarıda bahsini ettiğimiz anahtar özellikler sağlam kurulmadan ve gelişim adımları atmadan sektörün sağlıklı bir şekilde faaliyet gösterebileceğini ve geleceğe yönelik sağlam sinyaller verebileceğini ifade edemeyiz. Köklü bir yapının kurulması için zamana ihtiyaç olduğu muhakkaktır. Tüm sistemler zaman içerisinde testlere ve krizlere maruz kalarak olgunlaşması için gereken tekâmül şartlarını yerine getirmektedir. İdeal İslami girişim sermayesi sisteminin ilk dönemlerde ciddi çaba ve emek harcanmasına ihtiyaç bulunmaktadır. Burada görev sadece fon sahipleri ve girişimcilere değil birey olarak tüm İslami ilkelere inancı ve güveni olan kişilerin desteğine ihtiyacı bulunmaktadır. Alternatif varlık yönetim yaklaşımları arasında

gözükken girişim sermayesi modelinin doğal ekonomik akışın doğasına uygun ve uyumlu sistemi ile zamanla kabul görmesi ve tercih edilmesi tabidir.

## 2.2. İslami Girişim Sermayesi Fonlarının Tarihçesi

İslam iktisat tarihinde ortaklık ve paylaşım hukuku her dönem dikkate değer ve önemli meselelerden olmuştur. İslam iktisat tarihinin en önemli eserlerinden, Ebu Yusuf'a ait Kitabu'l Harac kitabında dönemin en önemli gelir ve ekonomik büyüklüğü olan ziraat gelirlerinde ve ortaklıklarında nasıl bir yol izleneceği ve ortaklık paylaşımında esas alınacak kriterleri ayet ve hadisleri temel alan değerler ile açıklamıştır. Toplumsal refah ve özelde kul hakkını temele alan İslami iktisat yaklaşımında hakkaniyet ve adalet en öncelikli vurgulardan biri olarak dikkat çekmektedir. Girişim sermayeleri fonlarının da emek veya sermaye sahibi kişilerle yapacağı ortaklıklarda esas alacağı temel ilkeler olduğu muhakkaktır. Ebu Yusuf kitabında zirai gelirlerin; ariyet, yarı yarıya ortaklık, kiralama yoluyla ortaklık, üçte bir veya dörtte bir ortaklık, emek ortaklığı ile özelde Gemilerin ve Değirmenlerin kiraya verilmesinde izlenecek paylaşım ve gelir yöntemlerini izah etmiştir (Ebu Yusuf, 1982:230-231). İmam Ebu Yusuf gelir paylaşımında özellikle mal veya mülk sahibinin ortaklıkta payının ve kira gelirlerindeki asıl pay sahibi olduğuna ilişkin temel vurgusu ve meşruiyet açıklaması bulunmaktadır.

İslami finans 1970 yılından sonra hızlı bir gelişim ve büyüme göstermesine karşın İslami Girişim Sermayesi ancak 2000 yılından itibaren dikkat çekecek bir büyüklüğe ve görünüme ulaşmıştır. Özellikle 2008 küresel finans krizinden sonra Müslüman coğrafya dışında birçok ülkede likidite ihtiyacının sonucu olarak İslami finans konusunda atılımlar yaşanmıştır. Körfez bölgesinden oluşan atıl fonu çekmek ve cazibe oluşturmak için İslami ilkelere uyumlu girişimler yapılmıştır. Örneğin Newyork'da Dow Jones Islamic Index ve FTSE Global Islamic Index Londra'da kurulan İslami finans düzenlemeleridir. 2013 yılında Malezya'da 150 ve Suudi Arabistan'da 130 İslami fon faaliyette bulunmaktadır. (Manas, 2014:109). İslami finansın taşıdığı potansiyeli ve sahip olduğu kaynak gücünü farkında olan batı ülkeleri Avrupa coğrafyasında çok sayıda İslami fon piyasası oluşturma çabasıdadır. Londra dışında Luxemburg, İtalya ve İrlanda bu konuda yoğun çaba sarf etmektedir. Kişi başı



GSYİH 102 bin USD olan ülkenin refah düzeyi ve gelişmişlik seviyesi ekonomik göstergeler açısından oldukça yüksektir. Luxemburg şu anda İslam dünyası dışında olan en büyük dördüncü İslami fon merkezi konumuna gelmiştir. Ülke, Avrupa birliği bölgesindeki en büyük ve güçlü İslami yatırım fonları ve aktif/varlık yönetim fonlarının merkezi durumundadır. Özellikle 2008 krizinden sonra güvenilir ve yatırım yapılabilir finans ürünlerine sahip olduğu ortaya çıkan İslami finans ürünleri yalnız Müslüman yatırımcıların değil Müslüman olmayan fon sahipleri ve yatırımcıların da ilgisini çekmektedir. Luxemburg’da İslami finans ürünlerini tüm yatırımcılara yönelik sosyal sorumluluk ve etik yatırım ilkeleri ile hizmet vermektedir. Bu geniş perspektif ve anlayış genel bir ilgi görmesini kolaylaştırmaktadır. Batının klasik iktisat anlayışının bir sonucu olarak ortaya çıkan modern finans yaklaşımında yaşanan ekonomik kriz ve buhranların etkisiyle doğal ve olması gereken finans yaklaşımına tedricen gelinmektedir. Her kriz varlığa ve reel ekonomik aktivitelere dayanmayan gelir ve kazançların köpük etkisine sahip ve geçici bir refah etkisi oluşturduğunu göstermiştir. Çeşitlendirilen ve türev ürünlere inen spekülasyon ürünlerinin ömrü kısa olmakta ve ülkelerin sosyal refahına katkı sağlamamaktadır.

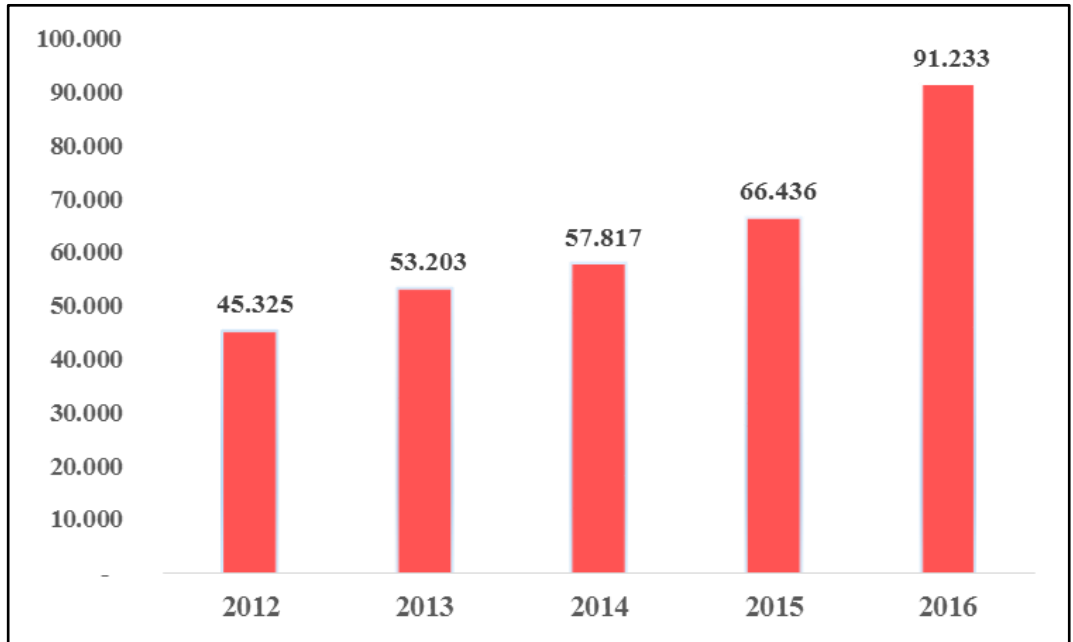
Luxemburg, Uluslararası İslami Likidite Yönetimi (IILM)’in üyesi ilk Avrupa ülkesi olmuştur. Luxemburg Merkez Bankası da İslami Finans Hizmetleri Kurulu (IFSB)’nin üyesi ilk Avrupa merkez bankası ülkesidir. Aynı şekilde ülke ‘soverign sukuk’ olarak tabir edilen kamu sukuk ihracı yapan ilk eurozone ülkesi olma unvanına sahiptir. Luxemburg’un diğer önemli bir finansal başarı göstergesi de küresel girişim sermayesi yatırımlarının %80’i bu ülke finansal araç ve platformları üzerinden gerçekleştirilmiştir (Luxembur for Finance Institution, 2017:10). Ülke bankacılık, sigorta ve varlık yönetim alanındaki tüm İslami finans ürünlerini hizmet verecek şekilde organize olmuştur. İslami bankacılık ürünlerini tam teşekküllü olarak perakende, şirket ve özel bankacılık segmentlerinde vermektedir.

Ülkenin bu konuda yoğun bir reklam ve tutundurma faaliyetlerine bütçe ve emek verdiği görülmektedir. Ülkenin yatırımcılar için güvenilir, istikrar ve uygun bir yatırım pazarı olduğuna yönelik bilgilendirme ve tanıtımlar yapılmaktadır. Uluslararası raporlarda çekilen yatırım tutarları, büyüme gelişimi ve yatırımcıların memnuniyeti vurgulanmak suretiyle imaj ve itibar çalışması sürekli olarak yapılmaktadır. Luxemburg for Finance (LFF) ve Association of the Luxemburg Fund Industry

(ALFI) kuruluşları düzenli olarak uluslararası 'roadshow' düzenlemek suretiyle küresel yatırımcıları ve sektörün en önde gelen finans kuruluşlarını bir araya getirmektedir. Bu tanıtım fuarları hem şehrin hem de misafirlerin bölgeye olan güven ve yatırım iştahını olumlu etkilemektedir.

Batı ülkelerinde yaşanan finansal ve ekonomik daralma ile birlikte ülkelerin ve yerel piyasaların yabancı fon akışına ihtiyacı daha da önem kazanmıştır. Kaynağın petrole dayalı körfez ülkelerinde göreceli olarak bolluk taşıması nedeniyle İslami finans ürünlerinin ülkelere çekilmesi için devletler özel yasal mevzuatlar ve teşvik programları geliştirmiştir. İslami fon kaynakları tüm dünyada cazibe merkezleri ile çekilmek ve ülke ekonomilerine katkı sağlanması hedeflenmektedir.

**Grafik 12: İslami Fon Gelişimi (Milyon USD)**



Kaynak: (Thomson-ICD, 2017:60)

Girişim sermayesi fonları yıllar itibariyle artan oranda bir büyüme ve gelişim göstermiştir. İslami finans ilk yıllarda daha az riskli ve kısa vadeli İslami bankacılık ürünleri ile büyümeyi ve kurulmayı tercih etmiştir. Maliyet üzeri kâr sistemi olan murabaha modeli ile yatırımcı ve fon ihtiyacı olan girişimciler desteklenmiştir. Borç felsefesine yakın bu model yerine İslam iktisadının temel yaklaşımı olan ortaklık modeline dayalı yatırım araçları daha sonraları gelişmiştir. Bu açıdan İslami girişim

fonları 2000 yılından sonra kurulmaya başlanmış ve sayılarında bir artış gözlemlenmiştir. İslami fonların gelişimine baktığımızda 2016 yılının hızlı bir büyüme ve gelişim yılı olduğu dikkat çekmektedir. Düzenli bir büyüme gelişimi gösteren İslami fonlar son yılda çok hızlı bir büyüme evresi yakalamıştır. (ICD, Ekim 2017:7-8) Fonların bölgesel dağılımına baktığımızda 1394 adet İslami fonun 422 adet Güneydoğu Asya, 292 adet Körfez Arap ülkeleri, 253 adet Avrupa bölgesinde faaliyet göstermektedir.

Modern anlamda ilk İslami girişim sermayesi fonları 1984 yılında Pakistan'da kurulan Mudaraba şirketlerine dayandığı söylenebilir. Mudaraba şirketleri Pakistan'da 1977 yılında ekonominin İslamlaştırılması çabalarının bir sonucu olarak hayata geçmiştir. (Jama Punji Knowledge Center, 2016) Injazat Capital Limited ilk İslami esaslı girişim sermayesi fonu olarak kabul edilebilir. Yeni ismiyle GFH Kapital sahip olduğu deneyimi ile halen değişik sektör ve farklı portföyleri ile yatırımlarına devam etmektedir. Şu anda 8 milyar USD yatırım büyüklüğü, 40 firma ve 25 ülkede faaliyetlerini sürdürmektedir (GFH Capital, 2016 ).

Malezya'da ilk girişim sermayesi fonu 1984 yılında Malaysian Venture Investment adıyla yaklaşık 13,8 milyon USD'lık Singapur merkezli South East Asian Venter Investment fonu ile faaliyete geçmiştir. 1990 yılından sonra ise hükümet destekli çok sayıda fon girişim sermayesi faaliyetlerini sürdürmüştür. Malaysian Technology DeveloPMENT Corporation, Navis Capital and Perbadanan Usahawan National Bhd bu girişimlerden bazılarıdır. 1995 yılında kurulan Malaysian Private equity Association girişim sermayesi pazarının düzenlenmesi ve sorunların çözümünde etkin rol alması için düzenleyici bir kurum olarak kurulmuştur. 2003 yılında Kuveyt merkezli Global Investment House firması ilk girişim sermayesi fonu olarak faaliyete geçmiştir. Kuveyt Dinarı cinsinden yeni kurulmuş halka açık olmayan küçük ölçekli işletmelerin fonlamasını gerçekleştirmektedir. Aynı dönemde Kuveyt Finance House 100 milyon USD büyüklüğündeki Yeni Zellanda-Avustralya Girişim Sermayesi Fonunu kurmuştur.

2007 yılında Dubai Growth Fonu kurulmuştur. 100 milyon USD büyüklüğündeki fon orta doğudaki halka açık ve girişim sermayesi fon hisselerine yatırım yapmak amacıyla faaliyete geçmiştir. Yine aynı yıl Khalej Finance and Investment of Bahrain girişim

sermayesi Hindistan'da 200 milyon USD sermaye ile girişim sermayesi ve gayrimenkul yatırımları için kurulmuştur. 2008 yılında Millennium Private Equity and Global of Kuwait 500 milyon USD sermaye ile Global DIB Millenium Islamic Buyout Fund'ı kurmuştur. Gerçek bir girişim sermayesi şirketi olarak Global DIB, Körfez ülkeleri, Türkiye, Mısır, Ürdün, Lübnan, Tunus ve Fas'ta faaliyet göstermeye ve şirket ortaklıklarına odaklanmıştır (Manas, 2014:108). Malezya'nın İslami finans alanında devlet politikası ve desteği ile sermaye ve para piyasalarında İslami finans işlemlerin yapılmasına müsaade eden düzenlemeler ile sistemin bütün olarak kurulmaktadır.

### **2.3. İslami Girişim Sermayesi Fonlarının İşleyişi ve Yatırım Modeli**

İslami girişim sermayesi fonlarının yapısı temel olarak geleneksel fonlar ile temel benzerlikler göstermektedir. Fon yönetimi (GP-General Partner); fonun hedef şirket seçiminden, seçilen şirketin yönetim ekibinden ve yatırımdan çıkış stratejisinden sorumlu taraftır. Yatırımcılar (LP-Limited Partners); Sermayeyi tedarik eden, fon yönetimi ile mutabık kaldıkları yatırım amaçları çerçevesinde yetkilendirme yapan hissedarlardır. İslami Girişim Sermayesi fonlarının temel ayrımı geleneksel fonlardan farklı olarak yatırım alanı sınırlamalarıdır. İslami girişim sermayesi fonlarının İslami yatırım ilkeleri ve yasakları ile belirlenen haram veya yasaklı alanda yatırım yapmaları yasaklanmıştır. Geleneksel bir fon yatırım kararı verirken dikkate almadığı veya danışmadığı uyumluluk prensibi İslami fonlarda temel adımdır. İslami danışma heyeti, yatırım kararı alınmadan önce hedef sektör, firma veya faaliyet konusunda yeterlilik veya uygunluk onayı vermektedir. Yetki verildikten sonra yatırımın uygulama ve faaliyet sahalarına başlanabilmektedir.

İslami finansın temel ilkelerinden olan mutlak serbestlik yerine ilkeleri ve kuralları belirlenmiş serbestlik içerisinde hareket edilmesi beklenmektedir. Bu nedenle yasaklı faaliyetler ve yatırım yapılabilir girişim kriterlerine uymayan şirketlere fon aktarımı yapılmaz. Yatırım ne kadar karlı ve yüksek potansiyel taşıyor olsa da yatırımın temel ilkelere uyumsuzluğu var ise yatırım danışma heyeti uygun görmeyecektir. İslam iktisadi normlarına uymayan bir ticaretin büyütülmesi ve geliştirilmesi pek tabii olarak desteklenmez ve özendirilmez.

**Tablo 10: Geleneksel ve İslami Yatırım Fonlarının Karşılaştırılması**

	Geleneksel Yatırım Fonu	İslami Yatırım Fonu
Yatırım Amacı	Yüksek Getiri	Kar hedefi tek başına yeterli değil (Sosyal fayda ilkesi)
Operasyonel Kontrol	Operasyonel kontrol sistemi yok	İslami filtreleme ve kontrol sistemi
Sözleşme	Herhangi bir sınırlama olmaksızın	Sözleşmelerin İslami finans ilkelerine uygun olması
Getiri	Sınırlama yok	Helal kazanç metodlarından tercih edilmesi
İşlemler	Tüm Sektörlerde Yatırım İmkânı	İslami İlkeler ile Uyumlu Sektörlere Yatırım
Yatırım Malları	Tüm ürün ve hizmetler	Yasaklı ürün ve hizmetlere yatırım yapılmaz

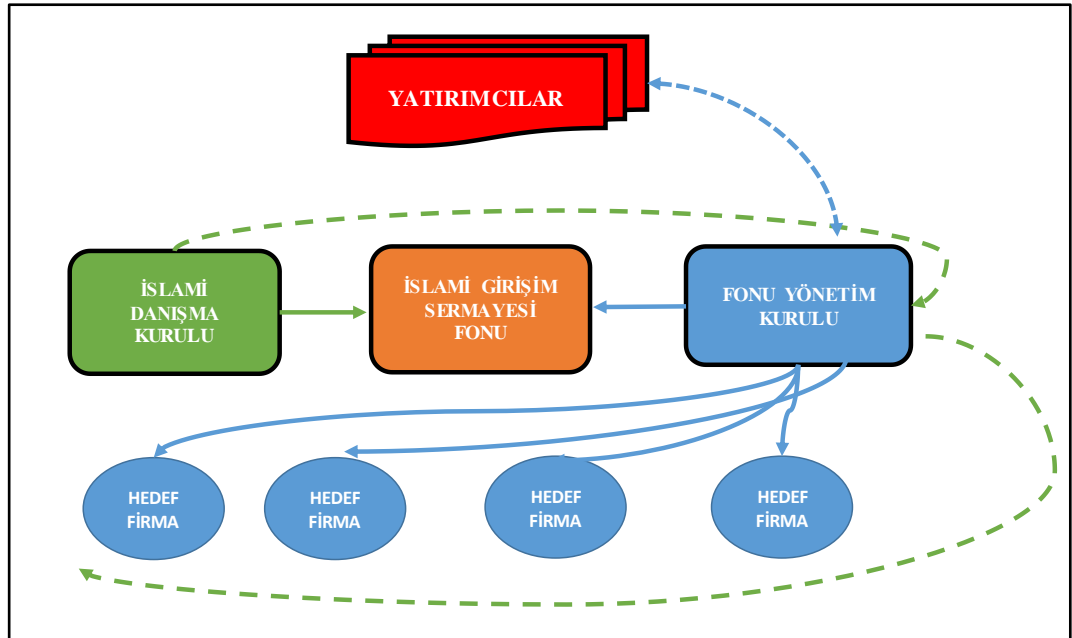
Kaynak: (Ali, Limakrisna, & Agussalim, 2017:152)

Fonların yatırım alanı ve murakabesi temel ayrımı ve farkı göstermektedir. Kazanç ve getiri ilkesinden önce getirinin ve kazancın ilkelere ve naslara uyumlu olması şartı temeldir. Meşru kazanç ve yatırım sahaları dışındaki yasaklı alanların getirisi ne olursa olsun fonların ilgi alanına girmemektedir. Yasak normları ile toplumsal fayda arasında doğrudan ilişki olduğundan yatırımların yalnız toplumun faydasına olan konu ve iş sahalarında olduğun söylemek doğru olacaktır. Geleneksel yaklaşımda anapara garantisi olmaması riskin paylaşılması esas kabul edilmektedir. Fon sahibi aldığı riskin ölçüsünü ve sınırlarını bilerek girişime katılmakta aldığı riskin seviyesine bağlı olarak yüksek kazanç beklemektedir. Kazanç düzeyi de aynı şekilde riskin katlanıldığı ve baştan sabit bir değer olarak belirlenmemektedir.

Anapara garantisi olmayan, faiz ödeme yükümlülüğü taşımayan ve ekonomik başarının paylaşıldığı girişim sermayesi sisteminde girişimcinin ekonomik aktiviteye odaklanması ve yatırımın başarılı olması için üzerindeki baskının ne kadar azalacağı malumdur. Tek taraflı bir baskı ve stres sadece ekonomik başarısızlık değil girişimciler üzerinde de psikolojik yıkımlar ve hasarlar bırakabilir. Batan firma haberlerinden sonra görülen intihar ve şiddet haberleri bu baskının ve borç yükünün getirdiği çıkmaz koşulların bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Ortaklığın veya riskin paylaşımı ekonomik bir kazanç veya kayıp dışında girişimcinin ekonomik hayatta kalması ve varlığını sürdürmesi için de önemli bir olgudur.

İslami fonlar sermaye fazlası veya birikimine sahip olan Müslüman aileler, şirketler, kurumlar veya bireylerin fonlarını bir havuz sisteminde birleştirmek suretiyle tamamen üretim ve katma değer sağlayan bir faaliyet alanına İslami ilkeler ile sınırlandırılmış meşru faaliyet veya firmalara ortaklık veya müşareke modeliyle yatırım gerçekleştirir. Kâr veya zararın paylaşım esasına göre uzun vadeli bir ortaklık modelidir. Birikimlerini bankalara aktarmak istemeyen veya mevduat yoluyla değerlendirmek istemeyen birçok yatırımcı bu yöntemle ekonomiye doğrudan katılmakta ve toplumsal üretime doğrudan katkı sağlamaktadır. Fonların katkı sağladığı her hisse doğrudan katma değer sağlamakta ve ekonomik bir değer üretebilmektedir. Getirinin yatırımın başarısına bağlı olması, doğal sonucun değer üretmesi anlamına da gelmektedir. Üretilmeyen bir katma değerın kazanç oluşturması fiktif bir değer anlamına gelmektedir. Ülkede üretilen hizmet ve malların artışı ile milli gelir ve toplumsal refah artışı sağlanabilecektir. Fonların girdikleri ülkelerde anapara garantisini taşıyan yatırımlara ortak olması ülkenin ekonomik durumunu göz ardı ederek, asgari kayıpla sürekli dünya üzerinde değişik bölgelerde yatırım zemini bulmasına ve haksız bir kaynak akışına neden olabilecektir.

**Grafik 13: İslami Girişim Sermayesi Fonlarının Yapısı ve İşleyişi**



Kaynak: (Chatti & Yousfi, 2013:119)

Grafikte görüldüğü üzere geleneksel fonlardan farklı olarak İslami fon yapısında yatırım kararı alınmadan önce İslami Danışma Kurulu'nun görüş ve onayı alınmaktadır (Chatti & Yousfi, 2013:120). İş akışı aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

*İslami Danışma Kurulu (Shari'ah Committee):* Fonun kuruluş ve çalışma prensiplerini belirlemek üzere faaliyet gösterir. İslami ilkelere uygun olarak fonun faaliyet politikasını belirler. (Shari'ah Compliance Officer-SCO) İslami Uygunluk Yetkilisini bu süreçleri yönetmesi ve belirlemesi için görevlendirir. Uzman yetkili belirlenen ilke ve politikalara uygun olarak hedef müşteri kitlesi veya yatırım hedefine alınan firma modelini tespit eder. Geleneksel fon yapısından İslami Girişim Sermayesi fonlarını ayıran temel fonksiyon danışma kurulunun teşekkülü ve faaliyet alanlarıdır. Temel yaklaşımla sınırsız ve tam serbestlik yerine ilkeleri ve sınırları tanımlanmış İslami yasak ve ruhsatlara uyumlu faaliyet alanlarının belirlenmesi ve bu alanlarda faaliyet gösterme hassasiyetinin sürekli olarak dikkat edilmesi için önemli bir görev üstlenmektedir. Danışma kurulunun görevi portföyün veya fon sahiplerinin yatırım hedefleri ile İslami yatırım gayeleri arasındaki uyum ve sapmaların engellenmesidir. Özellikle bağımsız ve objektif davranan bir kurul etkin ve doğru bir fon yönetiminin esasını teşkil edecektir. Bir sektör veya iş kolu çok kâr potansiyeli taşısa dahi danışma kurulunun normlarına uymayan bir alana yatırım içeriyorsa ne kadar getiri beklentisi olursa olsun bu alan kırmızı alan olarak görülür ve yatırım tercihi dışında bırakılır.

*Fon sahipleri veya yatırımcılar sahip oldukları sermayeyi belirlenen fona yatırmak suretiyle fonun sermayesini oluşturlar.* Yatırımcılar ellerinde bulunan sermayelerini getiri ve kazanç elde etmek amacıyla uygun gördükleri fon yapısına yatırırlar. Fon hangi sektörde ve hangi hedef firmalara yatırım yapabileceğini yatırımcılara geleceğe yönelik simülasyon ve nakit akışı ile detaylı olarak açıklamaktadır.

Yatırımcılar getirisi, vadesi ve fırsat taşıdığını düşündükleri alanda yatırım kararı alır ve kaynaklarını bu alana yönlendirirler. Bu modelde sermaye ve kâr garantisi olmadığı için taşınan riskin yüksekliği nedeniyle yatırımcıların doğru fona ve beklentilerine uygun bir yatırım modelini tercih etmeleri önemli bir husustur. Geri dönüşü ve karlılığı beklenenin altında olabilecek bir alanda kısa vadeli ve yüksek getirili bir kâr beklentisiyle yatırım yapmak her iki taraf içinde beklentilerin olumsuz sonuçlanmasına neden olacaktır.

*Fon yönetimi fonda biriken sermaye ve fon yatırım tutarını karlı hedef firmalarda değerlendirmek üzere aksiyon alırlar. Geleneksel fon yapılarında olduğu gibi bu modelde de yatırımcının amacı sahip olduğu sermayeyi rasyonel bir alanda ve makul bir getiri ile değerlendirmektir. Ticari kaygı ve beklentiler ile hareket eden yatırımcıların hedeflenen ortaklık veya satın alma işleminde nitelik ve nicelik olarak analizlerini doğru ve planlı bir şekilde yapması zorunludur.*

*İslami Danışma Kurulu yapılan yatırımları ve şirket ortaklıklarını belirlenen politikalara ve İslami normlara uygun olup olmadığını tekrar denetler. Danışma Kurulu yatırımın her aşamasında yatırımcıların adına ve sistemin ilkelerini korumak amacıyla sürekli olarak aktif bir rol almaktadır. Yatırımcılar İslami bir yatırım modeli olarak güven ve beklenti ile aktardıkları fonların doğru bir şekilde takip edilmesi gerekmektedir. Bu sorumluluk ve bilinç ile hareket eden denetim uzmanları sadece başlangıç aşamasında değil çıkış aşamasına kadar sürekli firmanın aktif varlıklarını, faaliyet konularını, borçlanma ve faiz hassasiyetini kontrol etmelidir (Abdull Mutalip, 2015:16). İslami fonların dolayısıyla girişim sermayesi fonlarının en kritik rolünü üstlenen denetim kurulu yalnız fon yatırımının ilk aşamasında danışılacak ve kâr verecek bir görev üstlenmeyecektir. Kurul yatırımın her aşamasında ve girişimin gelişim aşamasında da belirlenen standartlara uyum ve sapmaları görmek denetlemek ve bu konuda gereken uyarıları yapmakla sorumlu olacaktır. Sürekli bir denetim ve inceleme önemli bir husustur. Geleneksel yaklaşımın sınırları olmayan yalnız kâr odaklı yaklaşımının aksine İslami fon yönetiminde yatırımın her aşamasında belirlenen ilkelere uyumu sürekli ve kesintisiz denetlenmek zorundadır.*

*Fon yönetimi ve SCO Uzmanı birlikte yatırım süresi boyunca hedef firmaların faaliyetlerini ve gelişmelerini takip eder ve uyumsuzlukları kurula raporlamak suretiyle bilgilendirme yapar. Fon yönetimi yatırımın gelişimi ve aşamaları hakkında ortaklara düzenli olarak bilgilendirme ve raporlama yapar. Raporlama her aşamada gereken ve nicel bir zorunluluktur. Yatırımcının sadece güven ve vekâlet kavramı ile değil sürekli bilgilendirme ve rapor süreçleri ile desteklenmelidir.*

*Belirlenen yatırım sürecinin sonunda yatırımdan çıkılmak suretiyle yatırımdan doğan kâr veya zarar girişimciler ile birlikte paylaşılmak üzere sonlandırılır. Yatırım sonlandırılması daha önce bahsettiğimiz geleneksel ortaklıktan veya yatırımdan çıkış*

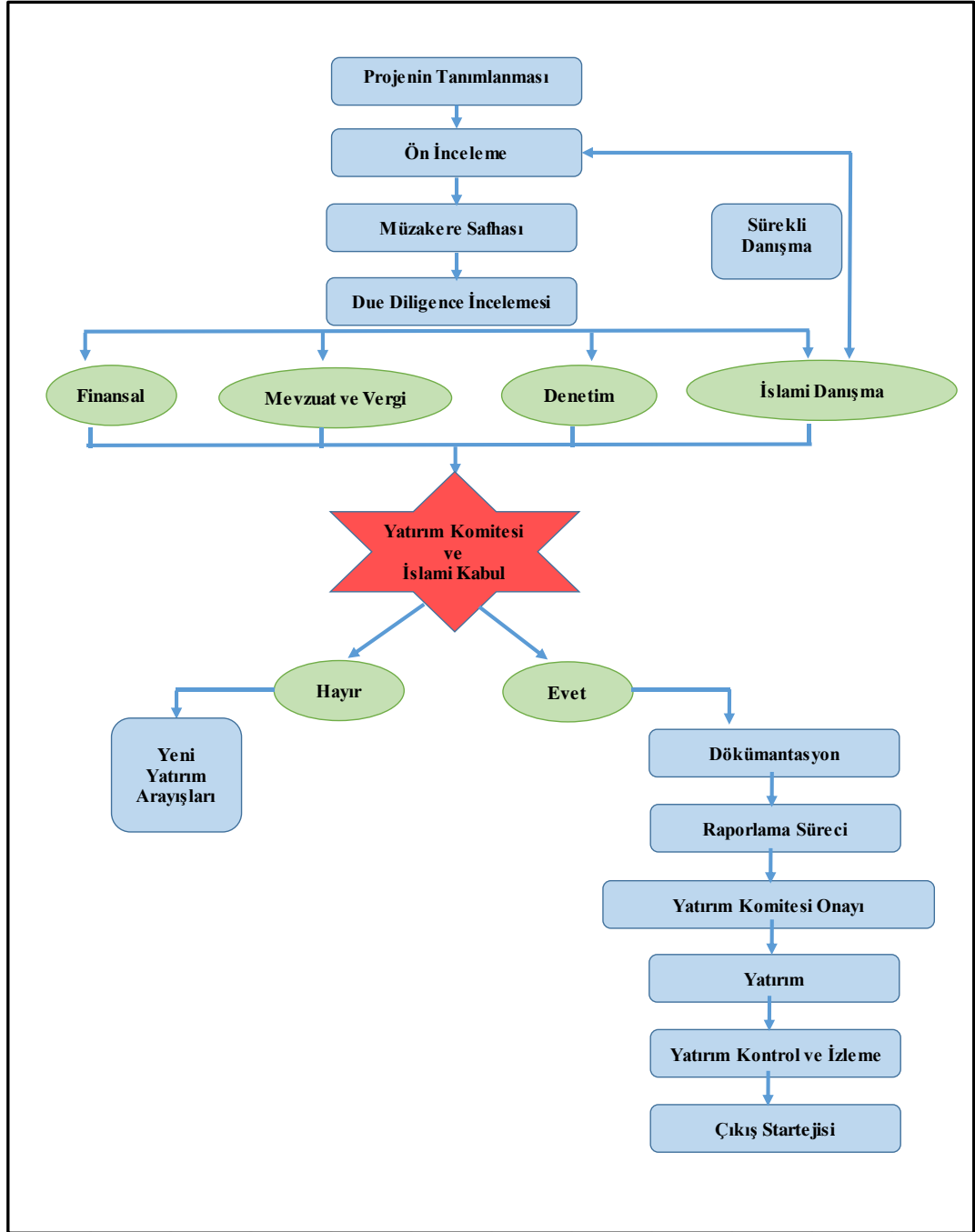


yöntemlerinden herhangi bir kullanılmak suretiyle yapılabilir. Sahip olunun şirket veya hisselerin tamamı satılabilir, başka bir ortaklık ile birleşme yapılabilir, halka arz edilebilir, yeni nesil şirket yöneticilerine satışı veya eski sahiplerine satışı yapılabilir. Yatırımdan çıkış yönteminin de başlangıç aşamasında yatırımcıların amacına uygun olarak planlanması gerekmektedir. Yatırımcılar çok uzun ve sürekli olarak sektörde kalmak gibi bir gayeleri yoksa satış veya halka arz ile tamamen çıkış uygun seçenek olacaktır.

Aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi fonun tüm stratejik kararlarında ve işlemlerinde uyum ve kontrol aşamaları İslami Uyum Yetkilisi tarafından düzenli ve sürekli olarak yapılmaktadır. İslami uyumluluk sadece hedef firmanın tercihi sürecinde değil, yatırım hayata geçtikten sonraki her aşamada ve gelişmeler boyunca yakinen takip edilmektedir. Geleneksel fon yönetiminden temel ve tek farkı olan yatırım filtreleme veya seçiminde İslami esaslara uyum kontrol ve onayı yer almaktadır. Yatırım metodunun bu açıdan küçük farklar taşıması küresel finans piyasalarına uyumu ve İslami yatırımcıların bu yöntemle daha geniş ve rahat fon değerlendirme imkânına sahip olmasına neden olacaktır.

İslami yatırım veya girişim süreçlerinde denetim ve izleme sadece yatırım alan ve sahasının belirlenmesi aşamasında değil yatırım çıkış aşamasına kadar süren tüm adımlarında aktif olarak görev almakta ve devam etmektedir. Denetim süreçleri dışındaki tüm değerlendirme, analiz ve ölçme aşamaları geleneksel girişim sermayesi aşamalarından pek farklı değildir. İslami girişim sermayesi fon yöneticilerinin sadece İslami hassasiyet ve farkındalık sahibi yatırımcılar dışında küresel olarak bir ürün sunmaları için belirlenen ilkeler ve esaslara uyumlu olduğu sürece rekabetçi ve kurumsal bir gelişim göstermesi beklenmektedir.

**Grafik 14: İslami Fonların Yatırım Süreci**



Kaynak: (ASSAIF, 2009:7)

İslami girişim fonlarında süreçten de anlaşılacağı gibi en kritik ve önemli rolü üstlenen ilke ve normlara uyumdan sorumlu denetim kurulumudur. Geleneksel yaklaşımdan sapma ve eksiklikleri belirlemek için kurulun etkin bir şekilde çalışması ve çalıştırılmasına olanak tanınmalıdır. Aksi takdirde doğru bir model üzerine kurulmayan ve gereken hassasiyet gösterilmeyen İslami fonlar zamanla geleneksel fonlara yaklaşır ve sadece tanımında yer alan bir kavrama dönüşebilecektir. Çerçevesi sıkı belirlenmiş ve

müdahale olanağı çok sınırlı olan özerk bir denetim yapısının kurulması fonların hassasiyetlerin korunması açısından büyük önem taşımaktadır. Esnetilen ve bağımsız karar alma fırsatı olmayan kurul ve mekanizmaların başarılı bir yönetim göstermesi mümkün olmayacaktır

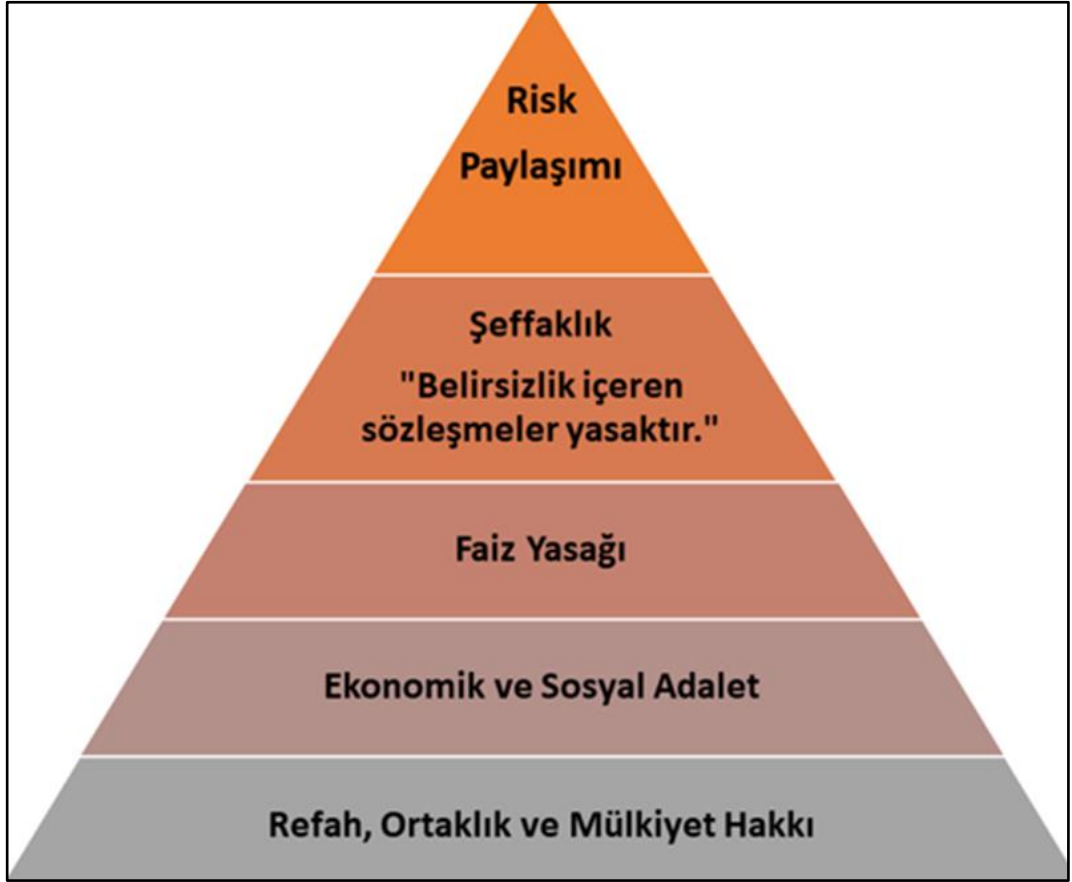
#### **2.4. İslami Girişim Sermayesi Yatırım İlke ve Prensipleri**

İslami finans kavramı, İslam ekonomisi veya iktisadının bir parçası olarak bütünsel bir modelin cüzü konumundadır. İslami finans kavramına, dolayısıyla İslami Girişim Sermayesi modelini teşekkül ettirmek için öncelikle esas kuramın temel ilke ve yaklaşımını doğru bir şekilde anlamak ve uyarlamak gerekmektedir. Mevcut finans ürünlerin veya yeni geliştirilecek ürünlerin mutlaka temel İslami ilkelere uyumu aranmaktadır. Ekonomik faaliyetlerin ana gayesi büyük resimde toplumsal refah ve gelirin sağlanması olmak üzere toplumsal fayda ile çelişen ve aykırılık taşıyan model ve ekonomik çabaların ruhsat alması mümkün değildir.

Toplumsal faydanın altında bireylerin ve tarafların adaletinin sağlandığı ve teminat altına alındığı etkin bir denetim sistemine bağlı adil bir ekonomik sistemin korunması ve sağlanması hedeflenmektedir. Toplumsal fayda esası üzerine kurulmayan hiçbir ekonomik aktivite veya finansal yatırımın İslam iktisadı perspektifinde yer bulması olanak değildir.

Toplumun genel çıkarlarına ters ve çelişkili duran bir ekonomik aktivite bireysel kazanç ve çıkarların üzerinde değerlendirilir ve uyumsuzluk nedeniyle sistemin dışında bırakılır. Bireysel kazanç ve gelir batı yaklaşımının aksine sınırsız ve kontrolsüz olarak çalışamaz. Bireyin sınırsız kazanç ve ekonomik özgürlüğü ilkeler ile sınırlıdır. İslam iktisadi yaklaşımında birey mülkün yaratıcıya ait olduğu inanç ve idraki ile emanetçi kimliği ile hareket etmektedir. Bu nedenle sahip olduğu mal ve servetin tasarrufunda da mutlak serbestlik olması mümkün değildir.

## Grafik 15: İslami Finans Sisteminin Teorik Temelleri



Kaynak: (Global Islamic Finance Center, 2017:13)

Kuramın öncelikle oturduğu temel ve zemin, toplumsal refahın sağlanması ve korunması ile mümkün olacaktır. Sosyal fayda sağlamayan ve toplum çıkarlarına ters düşen hiçbir aktivite temel yaklaşım olarak uygun görülmemektedir. Toplum refahı sağlamak bütün iktisadi yaklaşımın esasını oluşturmaktadır. Sahip olduğu değerlerin hak ve hakkaniyet üzerine oturduğu sistemin kişilerin mal ve servetlerine yaklaşımı mülkiyetin korunması ve değerinin sürdürülmesi şeklinde izah edilebilir. Toplumsal refahın sağlanması için temel idari ve yönetsel yaklaşımın ise adaletin toplumun ekonomik faaliyetlerine doğru şekilde taşınmasıdır. Emeği temel değer ölçüsü gören İslam iktisadi yaklaşımında çalışmak ve emek ölçüsünde değer üretmek ve faydalanmak hak kavramı ile özdeşleşmiştir.

Kuran'ı Kerim'de (Nisa-29) "Müminler, mallarınızı aranızda haksızlıkla yemeyin, ama karşılıklı rıza ile yapılan bir ticaretle yiyebilirsiniz." ayeti ile helal kazancın temel

sınırını çizilmiştir. İslami iktisat yaklaşımında gelirin elde edilmesi ve ‘Kesb’ diye tarif edilen meşru ve helal kazanç yollarının ne olduğu ve nasıl sağlanacağı konusunda tarihsel belge ve tecrübeler mevcuttur. İslam iktisat tarihinin önemli eserlerinden İmam Muhammed’in Kitabul Kesb eserinde meşru gelir ve kazanç yolları detaylı olarak anlatılmıştır. Girişim sermayesi yaklaşımında bu eserden bizlere düşen temel çerçevesi çizilen meşru gelir ve kazanç metotlarına dikkat çekerek ilkelerin belirlenmesine yardımcı olmaktır. Eserde İmam Muhammed kazancın yağmacılık, zorla ele geçirme, talan etme, hırsızlık ve soygun yoluyla değil tek meşru yol olan iktisab yoluyla elde edileceğine değinir. Helal yoldan mal kazanmanın yöntemlerini açıklarken ise ticaret, ziraat, zanaat ve kira gelirlerinin meşruiyetini belirtir (Orman, 2015:32). Bu tasnif günümüzden 1200 yıl öncesinde İslam’ın iktisadi gelir alanlarını ve meşru faaliyetleri tasnif ettiğini göstermektedir. Özetle eser gayrimeşru mal edinme sınırlarını ve helal kazancın kanallarını net bir şekilde tasnif ederek rehber niteliğinde bir iktisadi yaklaşımı doktrin olarak belirlemiştir. Kazancın yolları ve sınırlarının net bir şekilde belirlenmesi ve çizilmesi tüm modern finans İslami finans kuruluşları için yol gösterici ve belirleyici kriterler ortaya koyacaktır. Konvansiyonel finansal ürünleri ile rekabet ve mücadele ederken konumlanması gereken ve sınırları çizilmiş bir serbesti alanı belirlenmelidir. Aksi halde bu ürünler İslami iktisat kriterlerinin veya modelinin dışına çıkmış işin ruhunu ıskalamış bir yaklaşım ortaya koyabilecektir.

İslami ilkelere göre, müslüman girişimci veya fon sahibi kazanç elde etmek için belirli sınırlar dâhilinde hareket etmek ve kırmızı çizgiler ile belirtilen yasaklı alanlarda işlem yapmaması önemle vurgulanmaktadır. İslam iktisadına göre birey ve kurumlar alacakları tüm kararlarda tam serbestlik veya mutlak serbestlik ilkesiyle değil İslami kaynaklarda belirtilen kurallara göre karar alırlar. Tek amaç ticari getiri veya faydanın maksimizasyonu olmamaktadır. Toplumsal adalet ve refahın merkeze alındığı ilkeli bir ekonomik insan modeli tavsiye edilmektedir. İktisadi kararlarda tüm sistemin genel ilkelerine uygun hareket etmek esas olduğuna göre finansal kararlarda da temel ilkelerin ışığında karar almak uygun olacaktır. İktisadi gayenin altında tüm cüzler benzer hedefin gerçekleşmesi için fonksiyon üstlenmektedir. Girişim sermayesi kuramında da İslam iktisadının temel gayesi ve normlarının bir parçası olarak ana hedefin ıskalanmadan stratejisinin ve uygulama politikalarının belirlenmesi daha uygun olabilir. Yasaklı faaliyet ve gelir kaynaklarından uzak durmak ve bu alanların net çizgilerle aktivasyon alanının dışında tutulması gerekir.

## Grafik 16: İslami Girişim Sermayesi İlkeleri ve Prensipleri



Kaynak: (Chatti & Yousfi, 2013:120)

İslami Danışma Kurulu'nun temel fonksiyonu da yukarıda özetlediğimiz hassasiyet ve temel ilkelerin korunması ve sürekli izlenmesi için denetim görevini üstlenmektir. Geleneksel fon organizasyonunda fon komitesi veya kurulu hedef firmaları belirler ve karar alır. İslami finans yaklaşımında ilave olarak fon yönetim kurulunun alacağı karar ve hedef firmaların onaylanması gerekmektedir. Yalnız İslami ilkelere ve normlara uygun olarak onaylanan projeler sürece alınmaktadır (Chatti & Yousfi, 2013:122). İslam iktisadının temel karakteri olan toplumsal refaha uyum ve sınırları belirlenmiş göreceli kazanç kavramına uygun olarak tek hedef kâr güdüsü ile hareket eden girişimci ve yatırımcıların bir araya gelmesi değildir.

İslami Denetim Kurulu, bağımsız bir kurul ve en az üç İslami fıkıh konularında uzman olan âlimden oluşmaktadır. Bu üyeler yalnız İslam fikhı değil aynı zamanda İslami finans kuralları ve uygulamaları hakkında da uzman olması gerekmektedir. Tüm İslami finans kurumlarında var olan fetva ve danışma kurullarının en önemli ihtiyacı bağımsız ve özgür karar alabilme imkânının tanınmasıdır. Kurumlara bağlı olarak çalışan ve maddi imkânları bu kurumlar tarafından karşılanan uzmanların bağımsız ve etki altında kalmadan karar alabilmesi hayati önem taşımaktadır

#### 2.4.1. Faizsiz Çalışma İlkesi

Arapça karşılığı riba olan faiz kavramı önceki kutsal kitaplarda olduğu gibi hem Kuran'ı Kerim hem de Sünnet'te kesin olarak yasaklanmıştır. Modern yaklaşımla 'borçtan elde edilen gelir' olarak tarif edilen faiz Kuran'da on sürede ve on yedi ayrı yerde geçmektedir. Kuran'ı Kerim'de geçen on iki faiz ayetinden dokuzunda, bunlar Al-i İmran Suresi'nin 130-131 ve Bakara Suresi'nin 276-282 ayetlerinde kesin bir şekilde yasak anlatılırken, geri kalan üç ayet içerisinde Rum Suresi 39'inci ayette ekonomik bir kötülük olarak açıklanmakta ve Nisa Suresi'nin 161-162 ayetlerinde faiz alan Medineli Yahudiler kınanmaktadır (Ziüaddin, 2003:455)İslam ekonomisinin bel kemiği sayılan ve temel gayeyi anlatan, "Müminler, mallarınızı aranızda haksızlıkla yemeyin, ama karşılıklı rıza ile yapılan bir ticaretle yiyebilirsiniz." (Nisa 4-29) ayetinde karşılıklı rızaya dayanan bir ticaretin ekonominin temeli olduğu ifade edilmektedir. Ticaret üretimi artırıcı, işsizliği azaltıcı ve toplumsal refahı artırıcı etkisiyle ekonomiye can verir. Ayette belirtilen haksızlıkla yemeyin ifadesinin en önemli örneği faizli işlemlerdir.

**Tablo 11: Kuran'ı Kerim'de Faiz Yasağı Ayetleri**

Faiz Yasağı ile İlgili Kuran'ı Kerim Ayetleri	
Sure-Ayet	Meali
Bakara Suresi, 275. ayet	Faiz (riba) yiyenler, ancak şeytan çarpmış olanın kalkışı gibi, çarpılmış olmaktan başka (bir tarzda) kalkmazlar. Bu, onların: "Alım-satım da ancak faiz gibidir" demelerinden dolayıdır. Oysa Allah, alış-verişi helal, faizi haram kılmıştır. Kime Rabbinden bir öğüt gelir de (faize) bir son verirse, artık geçmişi kendisine, işi de Allah'a aittir. Kim (faize) geri dönerse, artık onlar ateşin halkıdır, orada sürekli kalacaklardır.
Bakara Suresi, 276. ayet	Allah, faizi yok eder de, sadakaları artırır. Allah, günahkar kafirlerin hiçbirini sevmez.
Bakara Suresi, 278. ayet	Ey iman edenler, Allah'tan sakının ve eğer inanmışsanız, faizden artakalanı bırakın.
Bakara Suresi, 279. ayet	Şayet böyle yapmazsanız, Allah'a ve Resulüne karşı savaş açtığımızı bilin. Eğer tevbe ederseniz, artık sermayeleriniz sizindir. (Böylece) Ne zulmetmiş olursunuz, ne zulme uğratılmış olursunuz.
Al-i İmran Suresi, 130. ayet	Ey iman edenler, faizi kat kat artırılmış olarak yemeyin. Ve Allah'tan sakının, umulur ki kurtulursunuz.
Nisa Suresi, 161. ayet	Ondan nehyedildikleri halde faiz almaları ve insanların mallarını haksız yere yemeleri nedeniyle (öyle yaptık.) Onlardan kafir olanlara pek acıklı bir azap hazırlamışızdır.
Rum Suresi, 39. ayet	İnsanların mallarından artsın diye, verdiğiniz faiz Allah Katında artmaz. Ama Allah'ın yüzünü (rızasını) isteyerek verdiğiniz zekat ise, işte (sevablarını ve gelirlerini) kat kat arttıranlar onlardır.

*“Müminler! Allah’tan korkun! Eğer inanmış kişilerseniz faizden geriye ne kaldıysa, bırakın! Bunu yapmadınız mı bilin ki; Allah’a ve Elçisine karşı savaş halindediniz. Eğer tövbe ederseniz, ana mallarınız sizindir. Ne haksızlık edersiniz ne de haksızlığa uğrarsınız. Borçlu, darlık içinde ise, rahata çıkıncaya kadar beklemek gerekir. Bağışta bulunmanız sizin için daha hayırlıdır. Bunu bir bileydiniz!” (Bakara 2/278-280)*

Ayette belirtilen faiz yasağında faizin tüm insanlık için ne denli büyük bir felaket olduğunu açıkça ifade etmektedir. İslam kredi mekanizması yerine ortaklık sistemini teşvik ve tavsiye eder. Ortaklık yaklaşımında ortakların sermaye katkısı karşılığında bir fazlalık istenmediği için finans maliyeti veya giderinden de bahsedilmez. Ortaklık modelinde sermayeden gelir elde etmenin yolu onunla iş kurmak, üretmek ve ticaret yapmaktır. Sermayedar ve ortaklar aynı riski ve getiriyi paylaşarak adil bir sisteme hizmet ederler (Bayındır A. , 2007:17-19). Ortaklık hukukunda adaletin sağlanması için tarafların üstlendiği risk ve harcadıkları çaba ölçüsünde getirilerin paylaşılması hedeflenmektedir.

İslam’ın faiz yasağı yatırımlarda yatırımcı ve girişimcinin ne faiz uygulanacağını ne de faiz alınacağını ifade eder. Faiz yükü hem borç veren, hem borçlanan hem de ekonomi için adil olmayan bir yükür. Borçlanan açısından aldığı fon veya kaynak ile daha düşük kâr veya getirili ticari faaliyet elde etmesi sonucu sermayeye ödeyeceği faizin yükü borçlanana mağdur edecektir. Elde ettiği kâr ile faiz yükünü ödeyemeyen ve sürekli fark olması durumunda ise üretici veya borçlanan en sonunda işsiz kalacak veya iflas edecektir. Borç veren açısından ise enflasyonist ortamlarda haksız bir durum ortaya çıkabilmektedir. Faiz enflasyonun altında kalarak borç veren sermaye sahibi bu kez haksızlığa uğrayabilir. Hatta aldığı faiz üzerinde bir kâr ile çalışması halinde ise kardan mahrum kalarak borçlanan lehine bir durum ortaya çıkar. Faiz ekonominin genel durumunda ise istikrarsız ve kaynakların verimli bir şekilde dağılımını engeller. Faiz temelli ekonomilerde sürekli para üretim veya hizmete değil faiz getirisine kayarak ekonominin büyümesini ve sosyal refahı engeller (Schoon, 2011:10). Görüldüğü üzere faiz kavramı adaletsizlik temelli olarak hem borç veren hem de borç alan açısından iki taraflı olarak belirsizlik ve kayıp oluşturmaktadır. Kaynakların etkin ve adil dağılımının sağlanmasa istikrarlı ve sürdürülebilir güçlü bir ekonominin sağlanması için önemli bir etkidir. İslami finans düşünürleri faiz uygulamaları ve faiz temelli finansal sistem küresel krizlerin ve istikrarsızlığın temelini oluşturmaktadır.



Bankaların batışları, işsizlik krizleri ve fakirliğin genişlemesi faiz temelli finansal alt yapıdan kaynaklandığı düşünülmektedir (Obiyathulla & Mirakhor, 2013:68).

#### **2.4.2. Ahlaki Çalışma İlkesi**

İslami norm ve kurallar yalnız Müslümanların günlük hayatlarını ve bireysel faaliyetlerini değil toplumsal ve ekonomik faaliyetlerinde de izlenecek hal ve davranışlara yönelik kurallar ve rehberlik etmektedir. Ticaret ile uğraşan, tüketici veya işveren her kesimden insanın uyması gereken kurallar ve ahlaki ilkeler bulunmaktadır. Yatırımcı, fon yöneticisi veya yatırıma konu girişimcinin de aralarındaki ticari ilişkide ve ortaklık süresi boyunca uymaları gereken ilklere dikkat etmelidir. Bu ilkeler modern kapitalist yaklaşımın ticaret ve üretim ekonomisinde tavsiye ettiği rasyonel insan veya ekonomik insan modelinin dışında toplumsal ahlakın korunması ve dini değerlerden derlenmektedir. İslam medeniyetinin vaat ettiği toplumsal refah ve barış için toplumun tüm katmanlarında olduğu gibi iktisadi faaliyetlerinde bir ahenk ve düzen içerisinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Müslüman bir iktisat insanı yatırım kararlarında veya sürecinde hangi etik ilkelere dikkat etmeli ve bunları ihmal etmemelidir (Schoon, 2011:7). Burada vurgulanmak istenen konu sadece kazanç güdüsü ile hareket eden ekonomik insan modeli yerinen İslam medeniyetinin tavsiye ettiği erdemli ekonomik insan karakteristiğinin ortaya konulması hedeflenmelidir. Erdemli insan sadece kâr ve kazanç hırsı ile kazanmanın merkezde olduğu hırs ve ihtiras boyutunda bir ekonomik faaliyet değil ilkeleri ve sınırları olan ahlak veya etik omurga üzerine inşa edilmiş kontrollü veya ilkeli ekonomik bir sistem kurgulanmalıdır. İslam iktisadi yaklaşımında bireysel yaklaşım yerine daha geniş bir perspektif ile insanlığın ve toplumun çıkar ve faydasının temel olarak merkeze alındığı ideal bir hedef etrafında hareket edilmektedir.

Kapitalizmin haz ve fayda bireyinin aksine toplumsal refah ve zenginliğe hizmet etmek daha önde gelir. Mülkün ve varlığın sahibinin yaratıcı olduğu bilinci ile davranan bir birey yapacağı tüm eylem ve kararlarda emanetin ağırlığı ve sorumluluğu ile davranacaktır. Emanetin adil ve hakkaniyetle dağıtılması ve kullanılması gerektiği prensibi ile insanlığın ortak değeri olan doğal kaynakların da kullanılmasında bu yüksek gaye ve bilinç ile hareket edilmelidir.

İdeal olarak hedeflenen bütünsel ekonomik sistemde insan modeli tüm mekanizmanın belirleyici merkez unsurudur. Aynı şekilde insan emeği de temel üretim faktörü olarak değer belirlendiği ve ölçüldüğü bir kıymet ölçütü olarak görülmektedir. İnsan veya bireyin ekonomik davranışlarında seküler yaklaşımların aksine değerleri ve ilkeleri ile hazcı olmayan toplumsal değerleri öne alıp hakkaniyet ve adalet esaslı hareket edebilen yüksek ideali olan bir davranış seti beklenmektedir. Bu ekonomik felsefe girişimin tüm taraflarının alacağı kararlarda ve beklentilerinde belirleyici olarak merkezde olmalıdır. Fon sahiplerinin ve fon ihtiyacı olan girişimcilerin ekonomik faaliyetlerden beklentilerinde bu ideal çerçeve olursa sonuçlara verilen reaksiyonlarda o denli makul ve ahlaki olacaktır. İslam iktisadı yaklaşımında insan özgür karar almak imkanına sahip olmakla birlikte çizilen sorumluluk sınırları dışına çıkarak toplumsal dengenin bozulmasına neden olmaması gerekmektedir (Karadoğan, 2014:116).

**Bütünlük:** İslam kural ve ilkeleri bir bütün olarak işlev görürse ancak amacına ulaşır. Ruhsat verilen izinler veya engellenen fiiller arasından kısmi tercih veya uygulama ile İslami ekonomik davranış gösterilmiş olmaz. Örneğin faiz yasağını uygulamadan diğer ilkelere uyarak İslam iktisadı modeli kuramazsınız. Bir ekonomik oluşumda veya bir fonun faaliyet gösterdiği tüm alanlarda var olan tüm yasak ve ahlaki değerler bütün olarak dikkate alınır veya istisna uygulanmaz. Kuralların ve ilkelerin uygulanmasında istisna olamaz. Örneğin domuzdan mamul ürünlerin satış ve imalatında kâr odaklı bir ticaret anlaşması yapılması bütün bir sistemin yıkılması ve ihmali anlamına gelir aynı şekilde tarımın ve toprağın kullanımına destek olunması için şarap imalatına yönelik üzüm yetiştiriciliği de temel ilkelerin uygulanmadan haram veya kırmızıçizgilere geçilmesi anlamını taşımaktadır.

**Dürüstlük:** Yatırımın başlangıç aşamasından sonlandırılma aşamasına kadar tüm tarafların yatırımcının, fon yönetiminin ve girişimcinin tüm davranışlarında hile veya aldatma olmaksızın, dürüst davranmalıdır. Yatırım sürecinde tüm taraflara yapılacak raporlama ve bilgilendirme işlemlerinde dürüstlikle ve aldatmadan kaçınılmalıdır. Tüm işlemler tarafsızca ve adilce yapılmalıdır. Yatırımcının da çalışanın da hakkını koruyacak şekilde davranılmalıdır. Tüm ekonomik aktivitelerde her ne kadar sistemsel denetim ve kontrol süreçleri konulsa da güven esaslı olmadan ortaklık veya birlikte iş yapma performansı gösterilemez. Doğruluk veya dürüst hareket etmek evrensel bir ahlaki norm olarak İslami finans kuramlarında da elbette esasa ilkelerden birisidir.

Ahlak ilkeler üzerinde hareket etmeyen hiçbir bireyin faaliyet alanı ve konusu ne olursa olsun gerçekleştirdiği ekonomik faaliyetlerin başarılı ve olumlu neticeler vermesini beklemek hatalı olacaktır. Yatırımcı veya fon yöneticinin tüm davranışlarında ve kararlarında İslami normlara sıkı sıkıya bağlı ve azami hassasiyetle davranması gerekmektedir. İdeal bir Müslüman modele yaklaşımdan veya hedeflemeden kurulacak tüm modeller gibi iktisadi oluşumlarda problem potansiyeli ve başarısızlık riski taşımaktadır.

Hakkaniyet; Tüm işlemlerde ve süreçlerde yatırım üç tarafının da hakkını koruyarak adil bir yönetimle hakkaniyetle davranmak gerekmektedir. Sermaye sahibinin korunması veya fonun tek taraflı kendi çıkarlarını ayırmak suretiyle haksız muamele veya uygulamalarda yapması kabul edilemez bir yaklaşım olacaktır. İslami girişim sermayesi modelinin en temel yönü olan kâr ve zarara ortak olma ilkesi gereğince doğabilecek karın veya zararın dolaylı masrafların adil bir çerçevede tüm tarafların paylaşması ve hak ihlalinin olmaması gerekmektedir.

İşini doğru ve Mükemmel Yapmak; Sermayedarın güven ve dürüstlük ilkesi ile yönetimini fona bıraktığı kapitalin ve bu kapitalin değerlendirildiği girişimin doğru bir şekilde ve işini en iyi şekilde yerine getirecek bir sorumluluk anlayışı ile davranması gerekmektedir. Fon yöneticisi ve girişimci yapabileceği en iyi performans ve gayret ile çalışmalıdır. Emanet prensibi fon yönetimin temel hassasiyeti olarak üstlenilmelidir. Fon sahiplerinin emanet ettiği serveti doğru girişimci ve iş sahalarına yatırmak, yatırım sonrası tüm aşamalarını takip ederek doğru şekilde sonuçlanması için azami gayreti göstermek için gereken çaba ve emeği vermelidir.

Görüldüğü gibi yatırım veya finans modelinin farkı sahip olduğu ahlaki ilkeler ve sınırlar ile çevrenin olmasıdır. İlkeleri olmayan ve ilkelere gereken özenin gösterilmediği sadece kâr ve kazanç gayesi ile yola çıkmış bir fon modelinin İslami bir finans modeli olarak savunmak veya iddia etmek imkânsızdır. Bugün ülkemizde en çok sorgulanan yatırım kıstası ortakların birbirlerine karşı dürüst ve açık davranmama endişesidir. Ahlaki bir norm olarak yatırım taraflarının temel bir dürüstlük ve açıklıkla doğruluk ilkesi ile hareket etmesi tüm modelin üzerine oturduğu temel ilkedir.

İslam iktisat modelinde insan modeli modern yaklaşımdan ve klasik iktisat modelindeki ekonomik insan modelinden ayrıldığı için İslami Girişim sermayesinin yönetici ve murakabesinde görev alan kişilerin belirli bir erdem ve fazilet çerçevesinde davranması muhakkak lazım gelen bir husustur. İslam iktisat tarihinin önde gelen filozoflarından Farabi ünlü eseri El Medinetü-l Fazıla eserinde önemli bir tahlil yaparak erdemli yönetici modeline ilişkin olması gereken nitelikleri maddeler halinde tahlil ve tespit etmiştir (Farabi, 2001:87-91). Farabi'nin erdemli insan tanımında gerek sosyal gerekse ekonomik bir birimin temsilcisi olan insanda olması gereken yüksek nitelikleri izah ederek ideal bir yönetim ve liderlik yaklaşımını ortaya koymaktadır. Faziletli şehrin yöneticisini tarif ederken aslında günümüze de ışık tutarak yönetilen ister bir fon olsun ister bir yatırım olsun sevk edilen organizasyonda mutlaka liderlik fonksiyonunun belirli niteliklere sahip yönetsel becerilere sahip kişiler tarafından yerine getirilmesi gerekmektedir. Kitapta izah edilen erdemli insan modelinde taşıması lazım olan liderlik ve yöneticilik meziyetleri izah edilirken;

- Kavrama ve muhakeme özelliğinin yeterli düzeyde olması ve hafızasının kuvvetli olması,
- Sağlıklı bir vücuda sahip olması,
- Uyanık ve zeki olarak çevresinde var olan değişimleri ve tehditleri doğru bir şekilde erken algılamalı,
- Öğrenmeyi ve öğretmeyi seven, didaktik olması,
- Güzel konuşma becerisine sahip olması,
- Zafiyetlerinin olmaması,
- Doğruluk ve dürüstlükten ayrılmaması,
- İdealist olması ve ilkelerinden ayrılmaması,
- Adaletli bir şekilde muamele etmesi,
- Mutedil bir mizaca sahip olması,
- Azim ve irade sahibi olması beklenir.

Bu sayılan özellikler erdemli veya ilkeli bir yöneticide bulunması arzu edilen veya gaye edinilen nitelikleri ifade etmektedir. Bu özelliklerden ne kadar çoğunu içerisinde barındıran liderlik ve yöneticilik özelliklerine sahip kişiler istihdam edilirse o kadar çok nitelikli ve başarılı sonuçların alınacağı öngörülebilir.

### 2.4.3. Reel Üretim ve Hizmetlere Yatırım İlkesi

“İslam iktisadı emeğe, kapitalizm sermayeye dayanır.” (Tabakoğlu, 1979:303) Emeği en önemli üretim faktörü kabul eden İslam iktisadı üretim ve katma değer taşımayan tüm çaba ve girişimleri faydasız kabul etmektedir. Sermayenin faiz getirisi ve emeğe dayanmayan spekülâtif ve aşırı risk taşıyan getiri ürünleri kabul görmemektedir. Emeğin ve üretimin desteklenmesi esastır.

Modern ekonominin güç kazandığı ve evrensel bir model olarak kabul edilen kapitalizmin XVII. yy'den sonra başlayan yükselme ve yayılma süreci ile birlikte üretimde de kapitalizmin öğretileri merkez kabul edilerek liberal ve serbest girişim politikaları tüm dünyada özendirilmiştir. Kapitalizmin üretimde belirlediği piyasa dengesine ve toplumsal refaha üreticinin ve tüketicinin fayda yaklaşımı ile rasyonel iktisadi kararları ile ulaşılabileceği ifade edildi. Kitle üretim ve kâr maksimizasyonu ideali dünya üretiminde dengeleri batı lehine değiştirdi dünya üzerinde fakirlik ve zenginlik aşırı uçlarda yaşanmaya başladı. Sanayi devrimi ile modern ilim ve teknikte sağlanan gelişmeler makineleşme ile üretimi batılı ülkeler lehine değiştirdi. Kapitalizmin omurgasını oluşturan burjuva sınıfının oluşturulması, dünya üzerindeki ticaretin gümrük, kambiyo mevzuatı, üretim izni vb. kısıtlamalar ile burjuva dışında yeni üretici ve rakiplerin oluşmasını engellemeye çalıştı. Makinede sağlanan hızlı gelişmeler insani girişim ve üretim kolaylığının kaldırılması ile toplumsal uyum ve ahenk bozuldu. Batının yüksek sermaye ve üretim gücüne sahip burjuva temelli ekonomik modeli dünya geneline barış ve refah değil savaş ve sömürü getirdi. (Osman, 1999:27) Kapitalizmin büyük sermaye ve ölçek ekonomisine dayalı büyük üretim modeli yalnız büyük ölçekli kurumsal firmaların yaşamasına olanak tanırken küçük işletme ve girişimcilerin bu modelde hayatta kalma imkanlarını da ortadan kaldıracak bir sistem kurgulanmıştır. Girişim sermayesi modelinin hedef kitlesi olan küçük ve orta büyüklükteki işletmeler genel ekonomik sistemin sağlıklı bir şekilde yürümesi ve devam etmesi için önemli katkı sağlamaktadır. İslami finans yaklaşımı, servetin kısıtlı ve küçük bir kesimin elinde temerküz etmesi yerine taban yayılması ve çok sayıda girişimcinin ekonomik aktör olarak üretim ve ticaret dünyasında aktif rol almasını sağlamayı hedeflemektedir. Girişimcilik İslam iktisadi düşüncesinde desteklenen ve her zaman özendirilmesi tavsiye edilen bir kavramdır. Toplumun gelir ve servet

katmanları arasında uçurum ve derin farklar olmaması için toplum tabanında çok sayıda iş veren ve girişimci olması düzenleyici bir rol üstlenecektir.

İslam iktisadının temel ihtiyaç ekonomisi yaklaşımı bolluk ve sosyal refahı esas almış israf ve zenginliğin sadece belirli zümre ve kesimlerde toplanmasına ise karşı çıkmıştır. Toplumda üretim ve zanaat teşvik edilerek sermayenin tabana yaygın ve girişimciliğin önü açılmak istenmiştir. Ticareti ve emeği ile kazanç elde etmeyi kutsal sayan İslami kurallar değer üretmeyen ve toplumun genel faydasına olmayan uygulamaları baştan ret etmiştir. Girişim sermayesi fonları bu genel amaç ve hedef doğrultusunda yatırımcıların sermaye birikimini değerlendirirken doğrudan ülke üretimine ve istihdama katkı sağlayacak üretici ve ticaret firmalarına yapmak zorundadır. Getiri garantili ve sadece faiz gibi yasaklı getirileri olan finansal ürünlere ve türev piyasalar dediğimiz dolaylı ikinci el piyasalar yerine doğrudan üreticinin yanında ortaklık veya satın almak suretiyle üretimi ve milli geliri artırmayı hedeflemektedir.

#### **2.4.4. Risk Paylaşım İlkesi**

Kur'an-ı Kerim'de "Allah, alışverişi helal, faizi ise haram kıldı." (Bakara-275) ayeti ticaretin meşruiyetini ve faizin yasak olduğunu açıkça göstermektedir. İslam iktisadında mal edinme ve varlığın insanlar arasında transfer edilmesinde meşru olan yollar; miras, hibe, vasiyet, vakıf gibi yollar dışında karşılıklı rıza ile yapılan ticareti helal bir kazanç yolu olarak kabul etmiştir. Ticaretin helal olmasındaki esas unsur iktisadi fiilin veya faaliyetin kâr veya zarar riski taşıması yâda riziko içermesidir. Bir ticaret veya üretim risk taşımıyorsa tamamen veya kısmen belirli taahhüt veya garantileri kapsıyorsa meşru olmayacaktır. Ticaretten elde edilen gelirin meşru olarak kabul edilmesi için tacirin veya girişimcinin riske katlanması gerekmektedir (Osman, 1999:33). Girişim sermayesinin en temel ilkesi olan makul ve katlanılabilir bir risk düzeyinde ortaklık yöntemiyle sermaye aktarımı bulunmaktadır. Fon sahipleri aktardıkları sermayeden bağımsız olarak sadece getiri vadesine beklemek yerine tüm aşamalarında riske ortak olarak katlanmaktadır. İslami finans yaklaşımında paranın zaman değeri kavramı yerine yasal ekonomik faaliyetlerden ticari risk sonucu elde edilen gelir elde edilmesi vardır (Hassan & Mahlknecht, 2011:174).

Bazı görüşlere göre risk ve belirsizliği üstlenmek yerine faiz gibi sınırları belirli veya düşük de olsa sabit getiri garantisi olan faizli tasarrufları tercih etmek yatırımcılar için daha çok tercih edilir bir seçenektir. Hâlbuki insanda kâr beklentisi ve geleceğe yönelik pozitif beklentiler her zaman daha kuvvetli ve katlanmaya değer bir inançtır. İnsan girişim kabiliyeti ve güveni arttıkça hem yeni yatırımların hem de helal kazancın motivasyonu ile daha cesur şekilde davranabilir. Faiz gibi reel ekonominin en büyük düşmanı bir yaklaşım yerine üretim ve yatırım gibi büyümenin ve refahın itici gücü olan ticaret hem kazanır hem de kazandırır (Hasan, 1983:6). Modern ekonomik modellerde kısa ve getiri garantili finansal araçlar her zaman özendirilmiş ve tercih edilir şekilde tasarlanmıştır. Kapitalist modelin ortaya çıkardığı tatminsiz ve sürekli kazanan insan tipine sabrı ve ortaklıkta riski birlikte karşılamak fikri itici ve kabul edilebilir gelmemektedir. İdeal bir ekonomik modelin temelini oluşturan insan modelinin doğru bir varsayım ve değerler ile kuşanması gerekmektedir.

Girişim sermayesi yaklaşımı doğrudan ortaklık modeli ile girişimci ve sermayedarın ortak bir gaye etrafında reel bir ekonomik faaliyet için birlikte hareket ettikleri ekonomik akıbetin sonuçların kâr veya zarar şeklinde ortak katlandıkları bir eylemi işaret etmektedir. Faiz ve borçlanma yaklaşımında ise tek taraflı bencil bir yaklaşımla sermaye ile girişim arasında bağ kopuktur. Ekonomik faaliyetin tarafları sosyal olarak birbirinden bağımsız hareket ederek kader birliği yapmaktan kaçınmaktadır. Bencil ve tek yanlı kazanç yaklaşımının kazanan tarafı var gibi gözükse de bütünsel bir resimde toplumsal kayıp net bir şekilde görülmektedir. Riski paylaşmak sadece zararın bölünmesi anlamına gelmemektedir. Riskin paylaşılması ekonomik zarar ve çöküntü durumunda toplumsal hasarlarında asgari düzeye indirilerek olumsuz etkisinin hafifletilmesi anlamını da taşımaktadır. Riski paylaşan taraflar zararın baskısını ve karın büyüklüğünü bölüşmek suretiyle ağır zarar ve yüksek kâr gibi her iki etkisinin de zarar doğuracağı etkileri asgari düzeye çekilmesini kolaylaştırmaktadır. Paylaşım olması taraflar arasında sadece borçlu alacaklı ilişkisi dışında bir bağ ve birliktelik gücü oluşturmaktadır. Toplumda borçlular ve alacaklılardan oluşacak sevimsiz bir ilişki ağı yerine birlikte borçlanıp birlikte kazanan bağın olduğu bir ekonomik ilişki düzeyi toplumsal anlamda da olumlu tesirlerini gösterecektir. Bu bağlamda katılım bankalarının da ortaklık esası ile toplumda var olan mevcut ve potansiyel girişimciler ile sadece banka müşteri ilişkisi değil aralarında bağ olan manevi bir birlikteliklerin sağlandığı farklılaşmış bir girişimci ve fon sağlayıcı düzeyinde bir hizmet

verebilecektir. Bu stratejiler bu kurumların İslami finansın gerçek farkını ve olumlu etkisini göstereceği sonuçlara götürebilecektir.

#### **2.4.5. Spekülasyon ve Garar (Belirsizlik) Yasağı İlkesi**

Akde konu bir ticari faaliyette akit konusunun meydana gelip gelmeyeceğinin belirsiz olması, akıbetinin muğlak olması, akit sonucu taraflardan en az birinin zarara uğramasına sebep olabilecek şekilde belirsiz olması durumunu ifade eder. Garar yalın bir ifadeyle bilinmezlik veya belirsizlik şeklinde ifade edilirken, Hz. Peygamber'in gararlı ticareti yasakladığı hadisler net olarak bulunmaktadır. Garar, akdin haksız kazanca yol açacak ölçüde belirsizlik veya kapalılık taşımasını ifade etmektedir. Şerahi'nin tanımı ile sonu bilinmeyen işlem, eylem ve davranış şeklinde özetlenebilir (İsmail, 1996:367). Belirsizlik altında yapılan her türlü ticari işlem hem alıcı hem satıcı için bir haksızlık doğuracak ve telafisi mümkün olmayacaktır. Belirsizlik taraflardan mutlak olarak bir taraf için haksızlık ve adaletsizlik doğuracağı için tarafın hangisi olduğuna bakılmaksızın belirsizliğin getireceği zararın veya haksız kazancın bertaraf edilmesi esastır.

İslam iktisadı ilkelerine göre belirsizlik taşıyan sözleşmelerin ve işlemlerin yasaklanmasındaki asıl amaç, hukuki işlemlerde karşılıklı rızaya dayalı, şeffaf ve dürüstlüğü muhafaza etmek, akdin her iki tarafını da beklenmedik zarar ve gereksiz risk altına girmesini engellemek, işlemde tarafların birbirini aldatmasına veya aldanmasına mâni olmak şeklinde özetleyebiliriz. İslam hukukunda akit serbestliği ve tarafların özgürce akit şartlarını belirleme serbestisi olmasına karşın, garar yasağı kapsamına giren işlem ve sözleşmelerde belirli kısıtlamalar getirmek suretiyle özellikle zayıf veya bilgisiz tarafın hakkının korunmasının sağlanması hedeflemiştir. İslam inanç sisteminde hakkaniyet ve adaletin temel ilkeleri altında tüm hukuki işlemlerde güven ve şeffaflığı sağlamak, belirsizlik ve muğlaklık gibi tarafların bir tarafına haksız veya bilinmeyen zararlar getirebilecek unsurlardan kaçınmak ilke kabul edilmiştir (Güney N. , 2010:492). Sınırsız serbestlik modern batı ticari uygulamaların temelini oluşturmaktadır. Bireyin veya belirli bir kesimin tatmini için toplumsal ve genelin refahı ihmal edilmektedir.



Hem belirsizlik (garar) hem de kumar (maysir) aşırı risk alma unsurları taşıdığı için de yasaklanmıştır. Garar'ın belirsizlik tanımının dışında diğer bir tanımını da bilmeyerek bir kişinin varlığını veya malını tehlikeye atmak şeklinde de tanımlanabilir. Bilmeyerek yapılan bu fiilde nasıl böyle bir tehlike doğar. Öncelikle bir işlemin yapılıp yapılmayacağı hakkında taşının şüphe ve belirsizlik böyle bir risk doğur. Satılacak bir aktif varlığın özelliklerinin ve sahibinin belirsizliği örnek verilebilir. Diğer bir unsuru da satıcı ne sattığı alıcı da ne aldığı hakkında eksik ve tatmin edici bilgiye sahip olmadığı durumdur. Alım satıma konu olan şirket veya malın unsurlarının ve detaylarının bilinmeden şüpheler içerisinde gerçekleşmesini ifade eder. Şüpheli ve bilinmezlik gararın temel özelliğidir (Schoon, 2011:11).

Girişim Sermayesi özelinde garar konusu alım satıma konu olan aktif veya şirketin fiyatının, özelliklerinin ve satış tarihinin bilinmeden bir akit yapılması garar doğurur. Tüketici Koruma Yasaları gararın engellenmesi için modern iktisat uygulamalarına örnek verilebilir. Açıklık ve şeffaflık için tüketicinin veya alıcının aldığı malla ilgili tüm özellikleri, içeriği ve detayları bilmesi satış sonrası veya sorun durumunda çözüm unsurlarını da önermeyi sağlayarak doğabilecek gelecekle ilgili ve ürünle ilgili şüphe ve belirsizlikleri ortadan kaldırmak hedeflenmektedir.

Garardaki belirsizlik ile ticari kâr veya yatırımın sonucunun belirsizliği karıştırılmamalıdır. Bir yatırımcı belirli bir oranda kâr veya getiri beklediği bir şirket ortaklığı veya satın alması bu oranın çok altına veya üstünde gerçekleşmesi belirsizlik veya garar değil, ticari akıbetin önceden kestirilmemesi ve risk olarak yapılan ticari girişimin bir sonucudur. Bahse konu belirsizlik ortaklık şart ve koşullarında meydana gelen veya süren belirsizlikleri ifade etmektedir (Kamsu, 2013:37). İslami iktisatta belirsizlik geleceğin getireceği kestirilemeyen gelişmeler ve riskleri değil ortaklığın şartlarında ve işleyişinde baştan belirlenmeyen karmaşa ve belirsiz zemini işaret etmektedir.

Diğer bir yasaklı yatırım veya iktisadi eylemde spekülasyon içeren ticari işlemlerdir. Kumar, tek tarafın kazanacağı bir yaklaşım olarak İslam inanç sistemiyle asla bağdamaz. Spekülatif işlemler de bir tarafın tamamen kazanacağı veya kaybedeceği aşırı risk taşıyan işlemlerdir. Bir girişimci veya yatırımcının katıldığı ortaklık veya iş kolunda risk alması makul bir eylemdir. Ancak bu ticari girişimin sınırları ve metodu

aşırılık veya kumar özelliği taşırsa bu risk almak dışında farklı bir faaliyet hüviyetine bürünecektir. Bu yüzden girişimcinin riski normal bir ticari iş riski taşıyacaktır. Bir ortaklık veya satın almada riskten veya zarardan tamamen kurtulmak veya bu yanda bir eylemde bulunmak ortaklık ve risk paylaşım mantığına uymamaktadır. Her reel ticari girişim zarar ve karar ihtimalini barındırır ve girişim sermayesindeki taraflarda bu ihtimal ve geleceğin belirsizliğini kabullenmek durumundadır. Sadece girişim performansı değil aynı zamanda doğal afetler ve dışarıdan kontrol edilemeyen müdahaleler veya değişimlerde bu yatırımın veya girişimin akıbetini doğrudan etkileyebilecektir. Burada alınan risk iyi niyetle yola çıkmış tarafların gelecekte muhatap olabilecekleri doğal riskleri taşımaktadır. Bunun dışında yüksek kâr iştahı veya hiç kaybetmemek amacıyla kumar yaklaşımıyla spekülatif bir yatırım aracına çevirmemek gerekmektedir.

Yatırımcının ve girişimcinin tüm varlığını ve sermayesini aşırı risk taşıyan, tamamen kazanabileceği veya her şeyini kaybedebileceği bir alana yatırmak suretiyle kumar mantığıyla bir yatırımda bulunması yasaklanmıştır. Yani yatırımcı veya fon yöneticilerin yatırım alanı konusunda gerekli planlama ve araştırmaları yapmadan ve olası risk noktalarını hesaba katmadan bir yatırım kararı alması akılcı olmayacaktır. Yatırım kararı alınmasında şartların önceden hesaba katılması ve gerekli tetkiklerin yapılması doğal ve olağan bir yaklaşımdır. Yatırımcı ve girişimcinin de bu saik ile hareket etmesi basiretli bir yaklaşımın sonucudur.

## **2.5. İslam İktisadında Yatırım Yasağı Olan Sektör ve İş Kolları**

Geleneksel finans yaklaşımında yatırım yasakları uluslararası suç ve sağlık kanunları gereği engellenen uyuşturucu ve silah ticareti gibi evrensel yasaklar ile sınırlandırılmıştır. Yatırımcı veya girişimcinin kanunlar ile belirlenen yasaklar dışındaki firma ve faaliyet alanlarına yatırım yapmasında herhangi bir sakınca bulunmamaktadır. İslami iktisat anlayışında yatırım veya faaliyet sınırlamaları belirlenen kanunlar dışında dini norm ve yasaklar ile belirlenmiş madde ve faaliyet alanlarında üretim yapmak, satış ve ticaret yapmak yasaklanmıştır. Bu yasaklı alanları şöyle özetleyebiliriz (Schoon, 2011:15):

- *Geleneksel Bankacılık ve Sigorta Firmalarına:* İslami normlarda en önemli ve vurgulanan yasak olan faiz yasağının ihlal edildiği geleneksel finans sisteminin en önemli aktörleri olan banka ve sigorta firmalarına yatırım yapılamaz. Girişim sermayesi ve ortaklığın İslam iktisadını temel yasaklarından faiz gelirine dayalı bir finans döngüsüne yatırım yaparak kâr elde etmesi beklenemez. Ortaklık ve risk paylaşımı altında yasaklı bir gelirin elde edilmesi ve faizli işlemlere aracılık edilmesi temel normlara aykırı bir yaklaşımdır olacaktır.
- *Alkol:* Kuran’da kesin emirlerle yasaklanan alkol konusunda faaliyet gösteren ve ticaretini yapan firmalara yatırım ve ortaklık yapılamaz. Alkol ve alkol yapımına doğrudan katkı sağlayacak şekilde üretim yapan firmalara ortak olmak İslam dininin yasakladığı haram veya yasaklı alanlara girmektedir. Alkol ister Müslüman toplumunda isterse de gayrimüslim toplumda üretilsin fark etmeksizin üretilmesine aracılık edecek şekilde ekonomik faaliyetlere katılmak yasaktır.
- *Domuz ve Domuz ürünlerine yatırım yapmak yasaktır:* Domuz etinin haram olması dışında domuz hayvanının her türlü organ ve derisinden yapılan kozmetik, aksesuar ve tekstil ürünlerinin de ticareti de bu yasak kapsamına girmektedir. Ayrıca domuz ürünlerinin yağ veya tüylerinin işleme konularak farklılaştırmak suretiyle üretim veya ticaretine katılmakta aynı şekilde yasaklı ekonomik faaliyet alanına girmektedir.
- *Kumar:* Kumar ve şans oyunları firmalarına ve bu tarz girişimlere yatırım yapmak ve ticaretlerine ortak olmak yasaktır. Yalnız kumarhane ve şans oyunu merkezleri değil internet üzerinden işlem yapan bahis ve şans oyunları sitelerine de yatırım yapılamaz. Kumar toplumsal çürüme ve bozulmanın önemli etken eylemlerinden birisi olarak günümüz dijital çağında doğrudan ve dolaylı olarak bireylerin önüne konulmaktadır. Yatırıma konu şirketlerin de bu konuda dikkatli olarak kendileri doğrudan katılmasalar da bu tür kumar aktivitelerinin reklam veya özendirilmesine olanak verecek dolaylı ekonomik ortamların oluşmasını engellemelidir.

- *Sigara*: Alkol gibi sigara ve sigara ürünlerine de yatırım yapmak, İslami normlara göre tüketilmesi yasak olduğu için yasaktır. Tütün ürünleri özellikle perakende sektöründe çok yaygın olarak karşımıza çıkmaktadır. Sigara ticareti toplumsal hayatta ne kadar yaygın olursa olsun yatırıma konu edilerek büyütülmesi ve zararlarının toplum üzerindeki etkisinin çoğaltılmasına yardımcı olmak hedef ekonomik alanlarımızın dışında kalmaktadır.
- *Pornografi*: Ahlaki olarak uygun olmayan yetişkin faaliyetlerine katılım da yasaktır.

Görüldüğü gibi İslami ticari kararlarda kişisel veya ticari kaygılar bir kenara bırakılarak planlanan faaliyetin İslami kurallara ve emirlere uyumuna göre karar verilir. Örneğin kumarhane işletmek için çok karlı bir ortak veya işletme bulabilirsiniz ve yatırımın getirisi tüm alternatiflerden de çok yüksek olabilir ama temel yasaklara uymadığı için İslam bir fon bu alanda tereddüt etmeden yatırım kararı almaz. Bu yasaklar yalnız İslam dini için değil tüm kutsal kitaplarda ve kadim ahlaki değerlere göre yapılmasında sakıncalı olan işlerdir. Fakat kapitalizmin aşırı faydacı ve kâr odaklı yaklaşımı sonrası sınırlar zorlanmış ve etik değerler önem sıralamasındaki yerine kaybetmiştir.

İslami fon yönetiminin geleneksel fon yönetiminden ayrımında temel gösterge olan uygunluk taraması iki açıdan yapılır. Yatırım konusu şirket veya faaliyet hem nitelik hem de nicelik açıdan istenilen özelliklere sahip olmalıdır (Kamso, 2013:35). Daha öncede ifade ettiğimiz gibi İslami norm ve kriterlere uygun olarak faaliyet göstermek isteyen girişim sermayesi şirketlerinde sürekli denetim en önemli fonksiyonlardan birisidir. Denetim sürekli olarak yatırımın sonuna kadar ilkelerin doğru bir şekilde hayata geçirildiğinin takibi gerçekleşmelidir.

*Nitel Sektör Özellikleri (Qualitative )*; İslami fonlar yatırım yaparken öncelikle bakmaları gereken husus anahtar prensiplere uygun bir sektör seçimi yapıp yapılmadığıdır. Haram faaliyet konusu içeren şirketlere ve sektörlerle yatırım yasağı bulunmaktadır. Yatırım yapılan faaliyet konusunun garar içermemesi ve ahlaki prensiplere uyumlu olması gerekmektedir. Uyulması gereken bu kurallar ve yasaklar ile ilgili olarak İslami finans sektöründe düzenli olarak İslami Danışma Kurulu

panelleri düzenlenmekte güncel yasaklar veya yatırım alanları konusunda ortak bir yaklaşım benimsenmeye veya belirlenmeye çalışılmaktadır. Yatırım konusu endeksler konusunda dünya üzerinde en çok kabul gören FTSE, S&P Dow Jones ve MSCI endeksleridir. Yatırım yöneticileri bu endeksleri incelemek suretiyle İslami ilke taraması yapılan portföy ve sektörleri detaylı bir şekilde inceleyebilmektedir.

*Nicel Sektör Özellikleri (Financial):* Sadece firmaların faaliyet konularının İslami ilkelere uyumu açısından değil aynı zamanda firmaların sahip olduğu finansal veya mali durumlarına bakarak da yatırım kararları alınmaktadır. Finansal sağlık veya uygunluk da yatırımcılar için ikinci temel önemli yatırım tercih nedenidir. Firmaların borçlanma yapısı ve faizli borç düzeyleri bu açıdan incelemeye tabidir. Finansal taramadaki temel amaç borç yüksek borçlanmaya maruz kalmış veya faiz yükü altında olan firmaları ayıklamak veya tespit etmektir. Sadece borç açısından değil faiz geliri yüksek olan veya belirli bir oranın üzerinde olan firmalara da faiz yasağından dolayı ortak veya yatırımcı olarak iştirak edilmesi uygun değildir. Bu bakımdan birçok büyük veya küresel firma sahip oldukları faizli kredi veya faizli mevduat birikmeleri nedeniyle İslami finansal kriterlere uymamaktadır. Bu özellikleri nedeniyle yatırım yapılabilir firma listelerinde çıkarılmaktadır. Finansal yeterlilik veya uyum için önde gelen İslami kuruluş ve denetim standartları organizasyonları belirli oranlar belirlemiştir. Bu finansal oranlara göre bir firmanın finansal yapısı İslami finansal yeterlilik şartlarına sahip olup olmadığına karar verilmektedir.

S&P Dow Jones İslami Pazar Endeksi tarafından belirlenen üç finansal oran genel olarak kabul görmüş ve tercih edilmektedir. Bu oranlara sahip ve uluşan firmalar İslami uyum standartlarına ve yatırım yapılabilir sınıfına girmektedir. Bu oranlar:

- *Borçlanma Oranı:* Firmanın bilançosunda yer alan faizli toplam borç miktarının aktiflere oranı % 33 ve üzerinde ise o firma yatırım için uygun görülmemektedir. Girişim sermayesi fonu böyle bir aktife sermaye yatırımında bulunamaz. Faiz yasağı ilkesinin oransal ifadesi olarak da görülebilir. Belirli bir oranın üzerindeki faiz yükü İslami prensiplere ters veya uyumsuz olarak kabul edilmektedir.

- *Nakit Oranı:* Firmanın aktiflerinde ve varlıklarında yer alan faizli getiriye sahip bono veya tahvil senetleri ile nakit tutarının toplamı toplam varlıklar içerisinde % 33 oranını geçiyorsa yatırım yapılamaz firma sınıfına girmektedir. Haram veya faiz gelirinin yasak olma ilkesinden hareketle firmanın faizli ürünlerden getirisi veya kazanç yerine temel ürün ve hizmetlerin satışından gelir elde etmesi hedeflenmektedir. Yukarıda bahsettiğimiz reel hizmet ve üretim ilkesi gereğince yatırımcı katma değer sağlayan ve ekonomik değer üreten firmaları temel yatırım tercihi olarak kabul etmektedir.
- *Ticari Alacak Oranı;* Firmanın vadeli mal ve hizmet satışlarından doğan alacaklarının oranı % 33 oranı ve üzerinde olmaması gerekmektedir. Vadeli ticari alacaklar faktöring ve bankalarda ıskonto ettirilmek suretiyle faizle bir ürünle nakde çevrildiği için belirli oranın üzerinde olması kabul görmemektedir.

Bu oranların belirlenmesinde bazı kurumların farklı payda uygulamaları bulunabilmektedir. FTSE ve S&P özellikle aktif veya Pazar değeri ayırımında farklı bir yol izlemektedir. Firmanın aktif toplam değeri ile Pazar değerinin bulunması arasında çok ciddi bir fark ve değerlendirme ayırımı olmayacağı kanaatindeyim. Fonların veya fon yöneticilerinin ortaklık veya yatırım yaptıkları bu alanlarda her üçer aylık dönemlerde inceleme ve denetimlerini sürekli olarak yerine getirmelidir. Sektör araştırması ve faaliyet süzgeçlerinin sürekli olarak açık olması hassasiyetlerin korunması açısından önem arz etmektedir.

İslami fonların geleneksel fonlar karşısında kıyasladığımızda daha karlı veya daha az getirili başarısız fonlara sahip olduğuna söyleyemeyiz. İslami kurallara uygun veya şartlara bağlı fon yönetimi fonun başarısı için tek başına yeterli bir özellik değildir. Yatırım konusunu ortaklığın veya satın almanın başarısı planlama ve faaliyet kolundaki beklentilerin gerçekleşmesi ile ilgilidir. Daha yenilikçi, doğru potansiyele sahip ve riskin doğru analiz edildiği yatırım alanlarını doğru bir şekilde analiz ederek yatırım kararı almak fonun başarısını ve gelecekteki performansını belirleyecektir (Hassan, Antoniou, & Paudyal, 2005:69). İslami Girişim Sermayesi fonlarının gelişimini gözlemlemek için veya fonların performansını görmek için daha geniş bir zaman diliminin verilerine ihtiyaç bulunmaktadır. Bu fonların spekülatif olmayan ve

daha ilkeli yatırım tarzları nedeniyle hemen getiri tepkisi vermesi ve sonuçlarının orta vadede anlam ifade ettiğini söylemek yanlış olmayacaktır.

## 2.6. İslam İktisadında Ortaklık Esasları

İslam iktisadi yaklaşımında sermayenin değerlendirilmesinde faiz geliri yerine sermayenin reel üretime ve yatırıma dönüşerek kâr ve zarar ortaklığı şeklinde değerlendirilmesi ve katma değer oluşturması esastır. Sermayenin tek yanlı zaman değeri veya riske katılmadan kazanç sağlaması kabul edilmemektedir. Bu nedenle sermaye mutlaka riziko ile ticari faaliyete katılması gerekmektedir. Faiz yasağı tahrif edilmemiş tüm kitabi dinlerde yasaklanmış ve men edilmiştir. Hristiyan toplumunda orta çağ sonrası Protestan akımı ile birlikte müsaade ve uygulama alanı bulabilmiştir. Ortaklıklar ticari olan veya ticari olmayan ortaklıklar olarak iki ana kısma ayrıldıktan sonra ekonomik ve ticari sonuçları olan ticari ortaklıklar iktisadın incelemesine ve asıl ilgisine maruz kalan kısmını ihtiva etmektedir. Ticari ortaklıklar tarafları irade ve kabul esaslarına dayanan sözleşme ile teşekkül eden ticari birliktelikleri ifade etmektedir. Sözleşmelerde ortaklığın ana esasları sermaye katılımı, karın paylaşımı ve ortaklığın süresi gibi konular net bir şekilde ortaya konulmaktadır.

İslam iktisadi ortaklık modelinde karın mutlak bir değer veya tutar olarak belirlenmesi mümkün olmayıp ortaklıktan doğan karın oransal olarak belirlenmesi esas olarak kabul edilmiştir. İslam iktisadi yaklaşımında ticari ortaklıklar mal, iş ve itibar şirketleri olarak üçe ayrılmıştır. Mal şirketleri veya sermaye şirketleri olarak ifade edilen müşareke şirketleri ortakların bir araya getirdikleri sermaye ile katıldıkları ekonomik faaliyetin karını paylaştıkları ticari teşekküldür. Şirket-ül Emval olarak da adlandırılan bu ortaklık türünde kâr oransal olarak belirlenir ve sermayedar olan iki tarafta riske katılmak suretiyle sermayelerinden kâr veya zarar etmek suretiyle sonuçlanabilecek bir akit altına imza atmaktadırlar (Tabakoğlu, 1979:349).

İş şirketleri ise sanat ve zanaat sahibi kişilerin aynı iş kolunda benzer veya tamamlayıcı olarak yaptıkları iş veya becerileri ile bir araya gelerek aynı katkıyı sağlayacakları ortaklık sistemidir. Örneğin bir ayakkabı imalatı için saya işlemini yapacak kişi ile derici ustasının birlikte iki aşamalı olarak üretimi birlikte gerçekleştirmeleri veya

ahşap ustası ile demir ustasının birlikte iş ve mutfak gereçlerini imal etmek için bir araya gelmeleri bu şekilde bir birlikteliği işaret etmektedir. İtibar şirketleri veya şirket-i vücuh olarak adlandırılan ortaklık yaklaşımında ise sermaye birikimleri olmadıkları halde ticari hayatta ve tüccarlar nezdinde güven ve kredilitesi bulunan itibarlı kişilerin veresiye olarak vadeli şekilde sonra ödemek koşuluyla mal temin edebildikleri ve veresiye mallar ile ticaret yaparak kazanç sağladıkları güvene dayalı ortaklıklardır. Veresiye olarak temin ettikleri malların bedelini ise satış sonrası elde ettikleri gelir ile ödemektedirler. Bu tür şirketler sadece itibar ve güvenilirlik salikiyle kuruldukları için şirket-i mefalis olarak da adlandırılmaktadır.

Bu üç tür ortaklık çeşidinde ortaklığın doğuracağı karın eşit olarak paylaşıldığı durumda mufavada eşitlik şartı yerine karın oransal bölüşüldüğü durumda ise inan şirketi olarak kabul edilmektedir. Bu ortaklık türlerinin en temel özelliği ise ortakların sermayeleri ile veya emek-sermaye katılımı ile bir araya gelmesidir. Bu bağlamda ticari ortaklıkların sermaye-sermaye ve sermaye-emek ortaklık türlerine detaylı bir şekilde inceleyelim.

### **2.6.1. Mudarebe (Emek ve Sermaye Ortaklığı)**

Mudârebe emek-sermaye ortaklığı olarak ifade edilen ortaklardan birinin sermaye birikimine sahip yatırımcının rabbul-mal olarak ve ticari ortaklığın faaliyetlerini yerine getirmek için emeği ile katılan mudarib tarafın birlikteliğini akit ile belirledikleri ortaklık şeklidir. İslam iktisadında meşru kazaç ve gelir kaynağı olarak Kuran, sünnet ve sahabe uygulamalarından yola çıkılarak ticaret ve ortaklık gösterilmiştir. İslam tarihinde önce Hz. Peygamber tarafından ruhsat verilen mudarebe Hz. Ömer'in yetim mallarını, Hz. Osman'ın kendi mallarını mudarebeye verdiği örnekleri bulunmaktadır (Döndüren, İslam'da Ekonominin Dayanağı Başlıca Temel İlkeler, 2012:118). Oluşacak kâr oransal olarak sözleşme ile belirlenen esaslar ile ticari faaliyetin sonunda taraflara dağıtılmaktadır. Kâr oluşmaması durumunda emeğini veren mudarib emeğini zayi ederken sermayedar da zarar kadar sermayesinden kayıp yaşayarak birlikte zararı üstlenmektedir. Akit şartlarına göre sermaye sahibi rabbul-mal sermayesini veya servetini emanet olarak işletmek üzere emek veren tarafa teslim etmektedir. Emanet özelliği sermayenin sadece ticari faaliyet için üretim veya ticaret amacıyla kullanılacağı sınırsız bir ruhsatla istenildiği gibi ödünç, borç veya başka üçüncü



şahıslara aktarılamayacağı anlamına gelmektedir. Emeğini koyan tarafın basiretli bir yatırımcı gibi davranması ve sermayeyi en verimli ve hakkaniyetli şekilde kullanması beklenmektedir.

İslami finans uygulamalarında tek sermayedar ve tek emek sahibinin bulunduğu emek sermaye ortaklıkları ikili mudarebe olarak adlandırılırken, çağdaş İslami finans kuruluşlarının uyguladığı ise çok sermayedarın katıldığı çok ortaklı mudarebe olarak ifade edilmektedir (Bayındır, 2005:106-107). Günümüz katılım bankacılığı uygulamaları açısından bakarsak ise mevduat sahibi veya sermaye sahibi mudi, sermayenin toplandığı banka ve girişimci arasında gerçekleşen ortak bir yatırım modelini ifade etmektedir. Sermaye sahibi rabbül-mal sahip olduğu birikimi girişime dönüştürmek üzere sermayedar vekili ve girişimcinin pasif ortağı olarak 1.mudarib olarak sıfatıyla kabul eder ve çok sayıda sermayedarın birikimini ortak bir havuzda biriktirmek suretiyle girişime aktaracağı 2.mudarib sıfatıyla girişimciye aktarır. Girişim sonucunda ortaya çıkacak karı kâr ve zarar ortaklık esasına göre sermaye katılım havuzundaki mudilere paylaşmaktadır (Akin, 2012:102). Mudilerin tasarruf ve sermayelerinin bir havuzda 1.mudarib ve 2.mudarib şeklinde yatırıma dönüştüğü vekâlet ve alt-üst yatırımcı yaklaşımının dışında katılım bankalarının sahip oldukları sermayelerini doğrudan girişimciye aktardığı tüzel kişilik ve girişimcinin ikili yatırım şeklinde bulunmaktadır. Bu şekilde aktarılan sermaye belirlenen oranda paylaşılmaktadır. İlk görüşe göre hesap sahiplerinin veya mudilerin rızası ve bilgisi dâhilinde sermayenin ortak havuzda toplanması Hanefi, Hanbeli ve Şafi mezhep fıkıhçılarının görüşlerine göre caizdir. İkinci görüşe göre sermayenin ortak havuzda toplanmasında mahsur bulunmayıp caiz bulunmuştur.

Çok ortaklı mudarebenin İslam hukuku yönden tartışılan yönleri ise mudilerin birikimlerinden oluşan havuz sistemi ile oluşan sermaye havuzu, aracı görev üstelenen katılım veya İslami bankanın fonksiyonu ile ortaklığın sürekliliği konusu dikkat çekicidir. (Bayındır, 2005:168) İkili mudarebe yönteminde tek sermayedar ve girişimci olduğu için havuz birikim problemi bulunmamaktadır. Havuzda birikimin toplanması için hesap sahibinin veya sermaye sahibinin rızasına ihtiyaç bulunmamaktadır. Maliki mezhep görüşü bu şekildedir. Çok ortaklı mudarebe görüldüğü üzere katılım bankacılığı ve girişim sermayesi yatırım modelinin temel özelliklerinden birisi olarak çok önemli bir konuma sahip bulunmaktadır. Küçük

sermaye birikimlerinin bir araya gelerek yüksek bütçeli ve büyük yatırım girişimleri için havuz şeklinde bir araya gelmeleri doğal ve ihtiyaç olarak dikkat çekmektedir. Katılım hesapları da bu şekilde sınırsız sayıda mudi tarafından temin edilen sermaye yatırımlara katılarak oluşacak karlara payları oranında iştirak etmektedir.

Çoklu mudarebe konusunda tartışılan diğer bir hususta ortaklığın sürekliliği konusu olup, organizasyonu gerçekleştiren banka dışında sermaye ve girişim taraflarındaki sürekli değişkenlik ve hareketlilik bulunmaktadır. Hesap sahipleri tamamen veya kısmen tasarruflarını geri alırken girişimcilerde değişmekte ortaklık yapıları ve katılımcılar dinamik bir yapıda devam etmektedir. Girişim veya yatırım sonuçlanmadan karın alınması veya girişimden ayrılması konusunda fıkıh görüşleri bulunmaktadır. İlk görüşe göre Hanefi mezhebi oluşacak karı ana sermayenin güvencesi olarak görmüş ve ortaklık sona ermeden karın çekilemeyeceğini iddia etmiştir. Çünkü sonuçlanmadan çekilen kâr daha sonra girişim zarar ile sonuçlanırsa tekrar çekilen karın geri dönüşümü çok zor hatta mümkün görülmemektedir. Oysaki reel olarak bir zarar gerçekleştiğinde karın iadesi hakkaniyet gerektirmektedir. İkinci görüşe göre ise ortaklık devam ettiği sürece kâr dağıtımı yapıldığında mudinin dağıtılan kâr payından almasında mahsur bulunmamaktadır. Bu görüşte karın dağıtılması tarafların ortak rızasıyla gerçekleşmekte olup karın dağıtılıp ortaklıktan ayrılmasında bir engel yoktur.

Mudarebe ortaklığının izaha muhtaç diğer tarafı da İslami finans kuruluşu veya katılım bankasının konumudur. Banka havuz sahiplerinin emanet ettiği tasarrufu vekalet ile değerlendiren sıfatı ve yatırımcı sıfatıyla kâr taahhüdüyle kabul girişimin taraf rolünü aynı anda üstlenmektedir. Ayrıca önemli bir organizasyon ve ilişki hukukunu da yönetmektedir. Öncelikle sermayedarın veya hesap sahibinin izni ve bilgisi dahilinde sermayenin 1.mudarib olan katılım bankası veya girişim sermayesi tarafından ikinci bir kişi veya taraf ile mudarebe ortaklığına gidilmesi konusunda ihtilaf bulunmamaktadır. Burada esas olan sermaye sahibinin izninin aranması veya bulunması şartının yerine getirilmesidir.

Genel itibariyle fıkıh açısından çoklu ortaklık yöntemiyle katılım bankalarının sermaye havuzlarında girişimci sıfatıyla önce mudarib rolünü üstlenmesi daha sonra izin aldıkları ruhsala sermayedar sıfatıyla girişimci ile mudarebe ortaklığı yapılması

temel olarak uygun bulunmuştur. Önemli olan temel kâr ve zarar haklarının doğru şekilde tasnif ve dağıtılmasına riayet edilmesidir.

### **2.6.2. Müşareke (Sermaye ve Sermaye Ortaklığı)**

Müşareke bir ekonomik faaliyeti ve işi gerçekleştirmek için iki veya daha fazla kişinin sermayelerini bir araya getirdikleri ortaklık türüdür. Ortaklığın kâr paylaşımı akit esaslarında belirtilen kâr paylaşım oranlarına göre yapılmakta, zararın paylaşımı ise ortaklıktaki sermaye paylarına göredir. Bu ortaklık türü daimi veya sürekli müşareke ve eksilen (mülkiyetin devri ile sona eren) müşareke olmak üzere iki çeşidi bulunmaktadır (Durmuş, 2011:69). Sürekli müşareke yaklaşımında ortaklar belirli bir süre ile sınırlı olmayan ortaklıktan çıkma niyeti taşımayan veya finansman sağlama amacı gütmeyen iş kurup sürekliliği olan ticari ortaklığı ifade etmektedir. Eksilen ortaklık yaklaşımında ise taraflardan birisi belirli bir sürede kâr amacı veya hissesini değerli hale kılmak suretiyle kazanç sağlayarak ortaklıktan çıkmak gayesi taşımaktadır. Girişim sermayesi fonları ve katılım bankalarının müşareke ortaklıkları da benzer amaç dahilinde gerçekleşmektedir. Müşareke işleminde kâr ve zarar sözleşmede belirlenen paylaşım şartları dahilinde dağıtılır. Sözleşmede bir taraf kâr garantisi veya zarardan korunmak gibi tek yanlı şartlar belirlenemez. Riskin kâr ve zarar paylaşım oranlarına göre belirlenmesi esastır. (Thomas, Cox, & Kraty, 2005:56)

Girişim sermayesi yaklaşımında fon sahiplerine kâr elde etmek olup özel bir iş kolunda sürekli büyümek ve var olmak değildir. Karlı ortaklıklar ile süreli olarak kazanç sağlamak hedeflenmektedir. Bu amaçla girişim sermayesi fonları orta ve uzun vadeli fonlama ile girişime dahil olarak kardan ve ortaklığın değer artışından kazanç sağlayarak ortaklıktan çıkış hedeflemektedir. Çünkü fon sahiplerinin emanet olarak verdikleri sermaye birikimini süreli olarak kullanmak zorundadır. Aksi halde fon sahibi doğrudan şirkete ortak olarak süresiz iş kolunda faaliyet gösterirdi.

Katılım bankaları veya İslami finans kuruluşları girişimciler veya yatırımcılar ile kendi öz sermayeleri ile ortak olarak iş kurabilir veya proje gerçekleştirebilmektedir. Bu şekilde örneğin inşaat projesi veya özel süreli bir yatırım gerçekleştirilir. İnşaatın tamamlanması ve satışı ile ortaklık sona erer. İnşaat projesinin gelirleri maliyetler ve

masraflar düşüldükten sonra baştan anlaşılan kâr paylaşımı oran ve esaslarına göre taraflar arasında paylaşılabilir. Mülkiyetin sonlandırılması yönteminde ise banka veya girişim sermayesi fonu belirli bir süre sonunda hisselerin yönetici ortağa devrini öngören veya mutabık kalınan bir hisse devri ile girişimi sonuçlandırabilir. Mülkiyetin devri ile sonuçlanan ortaklıkta akit metninde şartların devir koşullarının net bir şekilde ortaya konulması ve tarafların bilgisi dahilinde olması zaruri bir durumdur.

Ortaklıktan çıkış veya sona erdirilmesi süreli müşareke yaklaşımının en önemli akit şartlarını içermektedir. Ortaklığın sona ermesi ve özellikle sermayedarın süreli veya şarta bağlı ortaklıktan ayrılması koşullarının ortaklık sözleşmesinin esasını oluşturduğu rahatlıkla söylenebilir. Ortaklığın sona erdirilmesinde farklı yöntem ve süreçler takip edilebilir. Birinci yaklaşımda ortaklık ve mülkiyet devri anlaşmaların ayrı bir şekilde yapılarak birbirinden ayrılması şeklinde iki ayrı sözleşmenin yapılmasıdır. Bu ayrılma şartların içeren sözleşmede mevcut diğer ortaklara, üçüncü şahıslara satmak suretiyle hisselerinin satışını gerçekleştirir ve ortaklık sona erdirilir. Diğer yönteme göre bankanın sahip olduğu hisselerinin satışı için ortaklık karının bir bölümünün devir işlemiyle gelecekte kullanılmak üzere yedek akçe yaklaşımıyla ayrılması ve biriktirilmesi. Faaliyetlerden doğan kâr içerisinde bu şekilde devir bedeli tutarı biriktirilir ve birikim oluştuğunda bu stok karından oluşan bedel ile yatırımcı banka veya girişim sermayesi ortaklıktan ayrılabilir. Nihai yaklaşımda ise ortaklık paylarının hisse senedi üzerine kurulmasıdır. Katılım bankası veya girişimci kurumun hisseleri yönetici ortak veya asıl girişimci tarafından ödenmek suretiyle hisselerin satışını gerçekleştirmek suretiyle ortaklık sonlandırılabilir (Bayındır S. , İslam Hukuku Penceresinden Faizsiz Bankacılık, 2005:128).

Mülkiyetin devri ile son bulan müşareke ortaklıkları girişim sermayesinin ana İslami finansal aracını oluşturmaktadır. Ortaklık esasına göre kurulan fonların belirli süreli ve şarta bağlı ortaklıklar ile sermaye değerlendirilmesi uygulanabilir ve kabul edilebilir bir yaklaşım olarak görülmektedir. Bu şekilde fon ve sermaye ihtiyacı duyan birçok proje yatırım hayata geçirilebilir. Bilgi ve tecrübeyi sahip girişimcinin ticari fikrini fonlayarak hem toplumsal fayda hem de ortaklar kâr elde ederek bir araya gelebilecektir.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE KOBİ'LERİN EKONOMİK DURUMU VE FİNANSAL PROBLEMLERİ

#### 3.1. KOBİ Tanımı ve Özellikleri

KOBİ tanımında dünya üzerinde genel kabul görmüş kesin ve evrensel bir tanım bulunmamaktadır. Ülkelere ve ülkelerin standart belirleyen kurumlarınca farklı tarifler getirilmektedir. Ülkenin ekonomik büyüklüğü ve gelişmişlik düzeyine göre işletmelerin düzeyi tanımlanmakta dolayısıyla KOBİ tanımı farklılaşmaktadır (Türkoğlu, 2002:279). Ülkemizde kullanılan en yaygın tanım Ekonomi Bakanlığı tarafından belirlenen kriterlere göre 250 çalışandan az ve yıllık cirosu 40 milyon TL'nin altında olan işletmeler KOBİ olarak tanımlanmaktadır. Dünya'da 1980'li yıllardan sonra ekonomide görülen neo-liberal yaklaşım ile birlikte fordizmin veya kitlesel üretim yaklaşımına uygun dev ölçekli firmaların yerine yeni iletişim ve bilgi çağı ile birlikte yeniden KOBİ'lerin önemi fark edilmiş ve yeniden ilgi odağı haline gelmiştir. Kitlesel üretim ve ölçek ekonomisine dayalı üretim modeli beraberinde ciddi ekonomik problemlerin doğumuna ve kendini yeni rekabet düzeyine uyum göstermemesine neden olmuştur. Yeni ekonomi modelinde girişimciliğin öne çıktığı, esnek ve değişken üretim yaklaşımı öne çıkmaktadır. Girişimcilik ve çok sayıda işletmenin piyasa koşullarında rekabet ettiği bu model ekonomilerin sağlıklı ve istikrarlı bir görünüm arz etmesi için hayati rol almaktadır. Küresel ekonomik modelde bir ekonominin gücü ve sağlıklı olup olmadığı faaliyet gösteren KOBİ'lerin hacmi ve mali performansları ile ölçülmektedir. Ülke ekonomisinin istihdama dayalı ve üretim odaklı büyüme gerçekleştirmesi için KOBİ'lerin desteklenmesi ve merkeze alınması kaçınılmazdır. Hem yeni girişimlerin hem de mevcut firmaların ekonomide aktif olarak rol alması için piyasa koşullarının yanı sıra devlet destekleyici ve koruyucu roller alarak KOBİ'lerin en büyük destekçisi olmaktadır (Aykaç, Parlak, & Özdemir, 2008:14). KOBİ'lerin desteklenmesi ve güçlendirilmesi yalnız firmaların ve piyasa oyuncularının görevi veya bilincine değil, ülke ekonomi politika belirleyicilerinin de

önem ve dikkatle üzerinde durmaları gereken önemli bir ekonomik aktör olarak önümüzde durmaktadır.

Türkiye’de KOBİ tanımının konusunda yeknesaklık bulunmamaktadır. Gerek kamu gerekse özel sektörde kurumların KOBİ kriterleri farklılık ve değişiklik arz etmektedir. Bu durum ise farklı yaklaşımları beraberinde getirmekte ve tanımlanan segment ise teşviklerin veya politikaların maruz kalacağı firma veya girişimci grubunda farklı anlayış ve yöntemlerin uygulanmasına neden olmaktadır. Farklı tanımların yapılması teşvik ve destekten firmaların kapsamında karmaşaya sebep olabilmektedir. Bir kurumda kapsam içinde kalan firmalar diğer kurumun KOBİ standartlarına göre kapsam dışında kalarak destek veya teşvikten faydalanamamaktadır. Aynı karmaşa kredi veren bankalar içinde önemlidir çünkü belirlenen kredi müşteri grupları kredi vade, tür ve teminat yapılarında farklı avantaj ve fırsatları taşıyabilmektedir.

**Tablo 12: Türkiye’de KOBİ Kriterleri**

Kriter	Mikro Ölçekli KOBİ	Küçük Ölçekli KOBİ	Orta Ölçekli KOBİ
Çalışan Personel Sayısı	< 10	< 50	< 250
Yıllık Net Satış Hâsılatı	≤ 3 Milyon TL	≤ 25 Milyon TL	≤ 125 Milyon TL
Yıllık Mali Bilanço Toplamı	≤ 3 Milyon TL	≤ 25 Milyon TL	≤ 125 Milyon TL

Kaynak: (Kobi Bilgi Sitesi-TOBB, 2018)

24 Haziran 2008 tarihli yönetmelikle KOBİ tanımları tabloda görüldüğü şekilde revize edilmiştir. Ülkemizde KOBİ tanımı örneğin Eximbank, Halk Bankası, DPT, TÜİK, Hazine Müsteşarlığı, Ekonomi Bakanlığı ve KOSGEB gibi ekonominin etkin aktör ve kamu kuruluşları tarafından bile farklı standart ve koşullar belirlenmesi yeknesak bir KOBİ politikasının oluşmasını engellemektedir. Rakamsal büyüklükler dışında bazı kurumların tanıma sadece imalatçı firmaları temel alması imalat yapmayan hizmet ve ticaret firmaların kapsam dışında kalmasına devletin teşvik kapsamının dışına itilmesi yol açabilmektedir. Bu açıdan tanımın doğru ve standart bir yaklaşımla belirlenmesi ortak bir gaye ve amaç etrafında politika üretilmesini kolay kılacak ülkemizde tüm kurumların aynı algı ile çözüm üretmesine olanak sağlayacağı açıktır.

**Tablo 13: Avrupa Birliği KOBİ Kriterleri**

Kriter	Mikro Ölçekli KOBİ	Küçük Ölçekli KOBİ	Orta Ölçekli KOBİ
Çalışan Personel Sayısı	< 10	< 50	< 250
Yıllık Net Satış Hâsılatı	≤ 2 Milyon Avro	≤ 10 Milyon Avro	≤ 50 Milyon Avro
Yıllık Mali Bilanço Toplamı	≤ 2 Milyon Avro	≤ 5 Milyon Avro	≤ 43 Milyon Avro

Kaynak: (Kobi Bilgi Sitesi-TOBB, 2018)

Avrupa Birliği KOBİ tanımına baktığımızda ise çalışan sayılarında benzer bir kriter ortaya konulmakla birlikte aktif büyüklüğü ve şirketlerin yıllık satış hasılatları bakımından ele alındığında AB ülkelerinde daha yüksek potansiyelli katma değer sağlayan ve satış hacmine sahip firmalar KOBİ tanımı içerisinde yer aldığı görülmektedir. Aşağıdaki tabloda ise çalışan sayıları açısından Avrupa Birliği ülkelerinin tanımlarında nasıl bir standart kurduklarını göstermektedir. Her ülke istihdam ve çalışan firmalarda hedeflediği istihdam sayılarını dikkate alarak bir ölçek belirlemiştir. Ülkenin işsizlik oranı ve demografik yapısı belirlenecek ölçek için önemli bir etkidir.

**Tablo 14: AB Ülkelerinde Çalışan Kişi Kriterine Göre KOBİ Tanımları**

Ülke	Çalışan Kişi Sayısı	Ülke	Çalışan Kişi Sayısı
Belçika	1-50	İspanya	1-50
Danimarka	6-50	Portekiz	1-100
Fransa	10-500	Finlandiya	1-500
Almanya	6-500	İsveç	1-500
İrlanda	1-50	Avusturya	1-200
İtalya	1-500	Çekya	1-50
Hollanda	1-100	Macaristan	1-100
İngiltere	1-200	Polonya	1-50

Kaynak: (European Commission, 2017:28)

### 3.2. Kobilerin Gelişimi ve Potansiyeli Önündeki Engeller

Türkiye’de firmaların veya işletmelerin tamamına yakını KOBİ sınıfında faaliyet gösteren firmalardan oluşmasına karşın üretilen değer toplam ülke katma değer içerisinde payı istenilen düzeyde olmamaktadır. KOBİ’ler sahip oldukları oran karşısında değer üretmedeki sıkıntı bu tür işletmelerin verimlilik sorunu yaşadıkları ve sorunların varlığı noktasında bir uyarı oluşturmaktadır. Küçük ve Orta ölçekli işletmelerin verimsizlik veya istikrarsızlık sorunu ile karşı karşıya kalmalarındaki en temel sorunlardan birisi bu tür firmaların gelişimine ve büyümesine engel olan istenilen katma değeri üretmelerini engelleyen bir finansman sorunu ile karşı karşıya olduklarıdır. Finansman veya kaynak sorunu aslında diğer temel sorunlarında kaynağı veya çıkış noktası olduğu düşünülebilir (Hüseyin Ali Kutlu, 2007:189). Finansman sorunu bu gruptaki firmaların gelişiminde veya varoluşları için gerekli rekabet gücünün oluşmasında doğrudan bir faktör olarak bulunmaktadır. KOBİ’lerin temel sorunlarına baktığımızda:

*Yetersiz ve Düşük Sermaye Düzeyi:* KOBİ’ler şahıs ve küçük aile şirketi olarak kuruluş aşamasında genellikle düşük sermayeli başlangıç sermayesine sahip firmalar olarak faaliyete başlamaktadır. Düşük sermaye, kaynak yapısının sınırlı olması anlamına gelmekte bu durumda mali olarak firmanın sahip olabileceği varlıkların veya aktiflerin belirli sınırları aşamamasına veya büyüme haddinin dar olacağı anlamına gelmektedir. Ülkemizde serbest piyasa ekonomisinin 80’li yıllarda başladığı dikkate alındığında henüz girişimcilerin veya işletmelerin yeterli düzeyde temerküz edememeleri belirli düzeyde anlaşılabilir görülmektedir. Bunun yansısı ülkemizde kuruluş ve emekleme dönemindeki firmalarının ömürlerinin çok kısa olması nedeniyle küçük ve orta ölçekli işletmelerin sermayesinin sınırlı olmasının önemli bir etken olduğu muhakkaktır. Sermayesi sınırlı küçük işletmeler haliyle varlıklarını mali borçlanma veya piyasa satıcılarından sağlayacağı piyasa vadeleriyle sağlamakta bu durumda borçlanma baskısı ve maliyetinin etkisiyle firmanın krizler karşısında çok kırılgan olmasına ve yeterli fon üretmedikleri için sermayelerine katkı sağlayamamalarına neden olmaktadır. Kâr üretemeyen işletmeler var olmak adına daha çok borçlanmaya ve dolayısıyla yüksek vade farkı ve faiz giderlerine katlanmaya maruz kalmakta olup bu döngü veya finansal girdap firmaların yaşam sürelerini kısaltmaktadır. Kobilerin kuruluş aşamasında sahip oldukları düşük sermaye onların faaliyet sürecine başlangıç



aşamasında zafiyet ile başlamasına neden olmaktadır. (Oktay & Güney, 2002:4) Firmaların sahip oldukları yetersiz sermaye kriz dönemlerinde ve ekonomik konjonktürün dalgalandığı dönemlerde KOBİ'lerin dayanıklılık ve sağlamlık düzeyini olumsuz etkilemektedir. İlave olarak enflasyon oranlarının yükseldiği dönemlerde sermaye erimesi ile birlikte firma her geçen gün daha kısıtlı bir kaynak yapısına sahip olmaktadır. KOBİ'ler kaynak olarak piyasadan yeterli düzeyde yabancı kaynak veya banka kredisi temin edemedikleri için sınırlı sermayeleri ile birlikte kısıtlı kaynak kapasiteleri birleşince iş hacimleri ve büyüme yolu kısa sürede tavan noktasına ulaşmakta ve bu noktayı aşmamaktadır.

*Üretim Kapasitesinin ve Teknoloji Alt Yapının Yetersizliği:* Küçük ve Orta Ölçekli işletmelerde yetersiz sermaye üzerine kurulu üretim veya imalat hatlarında üretim büyük ölçekli firmalarla mukayese edilemeyecek düzeyde düşük kapasite ile gerçekleşmektedir. Büyük üretim hatlarına ve toplu dağıtım ağına sahip büyük ölçekli firmaların sahip oldukları arz gücü küçük ve orta ölçekli işletmeler karşısında önemli bir avantaj sağlamaktadır. Yeni üretim modelinde hızlı ve seri üretim becerisi işletmelerin rekabet gücünün belirlenmesinde ve serbest piyasa ortamında büyük firmalar karşısında rekabet etmesi için önemli bir etkidir. Küçük işletmelerin üretim ve imalat sürecinde esnek üretim kapasitesinin sınırlı olması da müşteri karşısında olumsuz bir husus olarak var olmaktadır. (Kazan & Uygun, 2002:1-21) Müşteri talep ve ihtiyaçlarının hızlı değiştiği günümüzde esnek üretim ve müşteri özelinde terzi usulü üretim yapacak bir üretim modeli kurmak ciddi bir sermaye ve know-how gerektirdiğinden küçük işletmeler bu talepler karşısında cevap verememe durumunu yaşamaktadır.

Büyük perakende ağları tedarik zincirlerine katacakları işletmelerin büyük üretim kapasitesine sahip ve yüksek tüketim rakamlarına cevap verecek firmalar ile alım sözleşmesi imzalamayı tercih etmektedir. Örneğin ülkemizde faaliyet gösteren 10 bin şubesi bulunan perakende market zincirinin anlaşma yapacağı gıda üreticilerinin çok hızlı ve gerekli sipariş büyüklüğüne cevap verecek şekilde üretim kapasitesine sahip tedarikçileri seçmesini sağlamaktadır. Ölçek ekonomisi temelli merkezi maliyetlerinin büyük ölçekli üretimi teşvik eden yaklaşımı sürdürdükçe işletmelerin ideal olarak yüksek üretim hattına sahip sanayi işletmelerine dönüşüm motivasyonu devam edecektir. Ekonomilerin küçük işletmeleri koruma ve destekleme politikalarının var

olması girişimciliğin desteklenerek yalnız büyük işletmelerin olduğu ve sermayenin kısıtlı bir kesimin elinde temerküz ettiği bir ekonomik modeli tercih etmemesi gerekmektedir.

Teknoloji günümüz sanayi ve imalat sektörlerinin en önemli üretim girdileri arasına girmiş ve rekabet gücünün belirlenmesinde öne çıkan faktör konumuna yükselmiştir. Yüksek teknoloji veya teknolojiye dayalı üretim modeli firmaların maliyet ve rekabet avantajını sağlayarak kârlılık ve büyüme stratejilerini doğrudan desteklemektedir. Teknolojik gelişimin dinamik bir yapıda olması sürekli bir teknoloji yatırımını gerekli kılmaktadır. Küçük işletmeler sınırlı sermayeleri ile bu yatırımın sürekliliğini mümkün kılacak bir kaynak bulamamaktadır. Ar-Ge çalışmaları beraberinde teknolojik gelişimin gelmesini dolayısıyla sürekli yenilenme ve inovasyon ile şirketlerin rekabette dinamik bir gelişme göstermelerini sağlamaktadır. Büyük ölçekli ve uluslararası firmalar sağladıkları teknoloji avantajı ile lider ve öncü konumunu hep korumakta dolayısıyla piyasanın tercih edilen ve karlılığı hep yukarıda kalan oyuncusu olarak var olmaktadır. Yüksek teknoloji firmalara kalitenin standart bir şekilde üretime yansımaları ve kalite sistemlerinin şirketlerde uygulanarak verimliliği yüksek oranlara çekilmesini sağlamaktadır. Verimlilik sınırlı kaynak ve iş gücünün en doğru oranda kullanılması olarak rekabetin veya hayatta kalmanın gerekliliği konumunda bulunmaktadır. KOBİ'ler teknolojik desteğin yetersiz olduğu durumlarda kaynaklarını verimli kullanmak noktasında zayıf durumda görünmektedir. Hangi ürünün ne oranda stok düzeyinde bulundurulması bile önemli bir teknolojik yatırım ve bilişim ağı gerektiren alt yapı yatırımını gerektirmektedir.

*Rekabet Gücünün Yetersizliği:* KOBİ'lerin yaşam sürelerini kısa olması ve kuruluş aşamasında çok yüksek oranda tasfiye ile sonuçlanmasının en önemli faktörlerinden birisidir. Rekabet gücü piyasada var olmak veya var olanlar arasında tercih sebebi olmak anlamına da gelmektedir. Rekabet piyasa ekonomisinin en önemli dinamiklerinden birisi olarak her zaman teşvik edilen ve dikkate alınan bir unsurdur. Büyük işletmeler veya çok uluslu firmalar sahip oldukları yüksek teknolojik alt yapıya dayalı yüksek üretim kapasiteleri ve sermaye güçleri ile birlikte yıkıcı bir rekabet gücüne sahip oldukları söylenebilir.

Küresel ekonomik modellerde yerinde saymak veya değişim karşısında tepkisiz bir yöntem izlemek şirketler için daralan ve piyasa tehditlerinin artmasını doğuracaktır. KOBİ'lerin rekabet gücünü etkileyen en önemli faktörler düşük verimlilik, maliyetlerin yüksekliği, esnek üretim becerisinin sınırlı olması, Ar-Ge imkanlarının sınırlı olması, Teknolojik altyapıya ulaşımının kısıtlı olması ve uluslararası piyasalarda etkinlik imkanlarının olmamasını sıralayabiliriz (Timurçin, 2010:53). Rekabet gücü bir anlamda işletmelerin değişen şart ve piyasa koşulları karşısındaki bağımsızlık sisteminin veya organizasyonunun değişim becerisini ifade etmektedir. İşletmeler değişim ve dönüşüm gücüne sahip oldukları müddetçe piyasanın diğer oyuncularını veya aktörleri ile rekabet edebilmektedir. Rekabet gücünden kasıt sadece büyüklük olarak algılanmamalıdır. Rekabet gücü müşteri karşısında tercih edilme gücünü ve kabiliyetini işaret etmektedir. Firma küçük bir işletme de olsa kalitesi ve hizmet düzeyi ile rakipler arasından sıyrılıp müşterinin tercihi olabilmektedir. Kalite ifadesinin altında üretim ve hizmetin tüm süreçlerinde iyileştirme ve olumlu farklılaşmanın detaylarını bulabiliriz.

*Finansman Kaynakları Yetersizliği:* KOBİ'ler sahip oldukları kurumsal olmayan mali verileri ve yönetim yaklaşımları ile kredi veren kuruluşlar tarafında temkinli ve mesafeli bakılan bir müşteri grubunu temsil etmektedir KOBİ'lerin sahip oldukları sınırlı sermaye ile girişimcilikleri ve yatırımları finanse etmesi yetersiz kaldığı için aynı şekilde fon sahipleri ve bu fonları yatırıma çevirmek isteyen kreditor kuruluşlarda aynı refleks ve yaklaşımla mali görünüşleri yetersiz buldukları için sınırlı kaynak veya teminat açısından KOBİ'lere temin edemeyecekleri ağır teminat koşulları ile kredi tahsisi yapmaktadır. (Aykaç, Parlak, & Özdemir, 2008:160) Küçük ölçekli firmaların temel mücadelesi ticari faaliyetlerini olağan bir döngü ve sisteme çevirecek istikrarlı bir yapıya kavuşmaktadır. Bu mücadele ve değişim için firmanın her anlamda gelişime ve değişime ihtiyacı bulunmaktadır. Bunu sağlamak içinde üretim, pazarlama ve yönetim fonksiyonlarının revizyonuna dolayısıyla yatırıma ihtiyaç duyulmaktadır. Yatırımında kaynak ve fon gerektiği dikkate alınca gelişmenin önünde ciddi bir finansal problem olduğu görülmektedir. Özel finansman ve bankaların isteksiz ve ağır koşullar ile hizmet verdiği bu müşteri grubunda devletin düzenleyici ve stratejik gelişim alanlarının geliştirilmesine yönelik politikalarına uygun olarak desteklenmesi ve kolaylaştırılması önemli bir destek olacaktır. Ülkemizde son yıllarda bu konuda gereken hassasiyetin ve desteğin verilmesine yönelik katkı sağlayıcı ürünler ve

destekler verildiği görülmektedir. Hükümetin güncel kredi uygulamalarında aktif olarak kullandığı Kredi Garanti Fonu yaklaşımı bu çalışmanın ve politikanın önemli bir örneği olarak dikkat çekmektedir. Kredi Garanti Fonu ülkemizde faaliyet gösteren KOBİ ölçeğinde firmaların gelişiminin ve büyümesinin önündeki finansman ihtiyacının karşılanması için devletin bankalara küçük ve orta ölçekli firmaların kredi ödemelerinde garanti vermesi şeklinde bankaların kredi desteğini ve piyasaların ihtiyaç duyduğu fon kaynaklarına ulaşması için ortaya konulmuş bir üründür. Özellikle geçmiş iki yıldır Kredi Garanti Fonu kapsamında verilen ve fonlanan piyasaların ekonomik daralma ve sıkışıklık dönemlerinde önemli bir fonksiyonu yerine getirdiği firmaların hem büyümesine hem de yaşadıkları ekonomik sıkıntılar karşısında dayanıklılığına ve ihtiyaç duydukları fonlara rahatlıkla ulaşmasına imkân verdiği görülmektedir.

KOBİ'lerin ölçekleri ve yapısı gereği, faaliyetlerinin bir bölümünün kayıt dışı olarak gerçekleşmesi ve mali görünümün gerçekleşen fiili hacmi yansıtmaması da önemli eksiklik olarak görülmektedir. Bankalar ve kredi kuruluşları, derecelendirme ve kredi analiz yöntemlerinde objektif kriterlerle ağırlıklı bir analiz yöntemi kullandıkları için küçük ölçekli işletmelerin bu analiz tekniğinde yeterli bir kredibilite notuna sahip olamadıkları ortaya çıkmaktadır. Her ne kadar potansiyel taşısalar da rating veya derecelendirme notları bankaların kredi limitlerinde daha muhafazakâr yaklaşım sergilemelerine neden olduğu açıktır. Kayıt dışı olarak faaliyet göstermek buldukları ölçek gereği ortaya çıkan bir problemdir. Müşterilerinin ve tedarikçilerin kayıt dışı alım ve satımlarda sağladığı vergi avantajı nedeniyle kayıt altına alınmayan mali hareketler daha sonra firmanın görünümüne de zarar vermekte ve gerçek durumu yansıtmamaktadır. Firmaların mali denetleme ve kontroller esnasında bu durumun ceza şeklinde firmalara dönmemesi içinde firmalar bu kayıt dışı işlem bilgilerini ve gerçek potansiyellerini paylaşmaktan imtina etmekte ve bankalar ile paylaşmamaktadırlar.

*Yönetmel Sıkıntılar ve Kurumsallaşamama*; Küçük ve Orta ölçekte bulunan firmaların yapı gereği büyük bölümü aile şirketi ve sınırlı ortaklık yapıları ile faaliyet göstermektedir. Aile şirketlerinde yönetim ve idare doğal olarak hâkim hissedarın veya aile üyeleri tarafından gerçekleştirilmektedir. Aile üyeleri ise sahip oldukları beceri ve birikimi kişisel olarak değiştirmekte ve geliştirmektedir. Gelişmeyen ve değişime açık

olmayan yönetici profiline sahip olan firmalarda piyasa koşullarında reaktif veya proaktif olarak doğmuş veya doğacak problemlere karşı aksiyon almak ve çözüm almakta zorluklar yaşanabilmektedir. Aile şirketlerinde şirket yönetimindeki üyelerin kalifikasyonlarına veya yeterliliklerine bakılmaksızın doğal sahiplik kuralı gereğince yönetimi gerçekleştirmekte olup, bu durumda aile şirketlerinde yeni kuşak yöneticilerin tarzı ve becerileri doğrudan yönetimi, dolaylı firmanın geleceğini etkilemektedir. Ülkemizde ise çoğunlukla görülen bu problemde firmalar yönetim ve fonksiyonlarını profesyonel yöneticiler ile paylaşmak yerine yeni kuşak aile üyelerine devretmek zorunda kalmaları veya tercih etmeleri sonucunda firmalarda ciddi yönetsel sıkıntılar sonrası firmaların batış hikayelerine varan olumsuz gelişmeler yaşanabilmektedir.

Kurumsallık belirli bir ölçüğe ulaşmak için piyasa koşullarında aranan ve yeterlilik kriteri gibi görülen bir husustur. Bankalar ve kredi kuruluşları yeterli kurumsal yapıya kavuşamayan firmalar veya organizasyonlarda eksiklik ve kredi notu düşürücü bir husus olarak dikkate almaktadır. Aile ortaklık yapılarında aile üyeleri kontrol ve yönetimin tek merkezden yapılması yönündeki alışkanlıkları ve şirket kültürü nedeniyle bu düzeye geçmek istememekte geçmek için irade gösterecekler dahi organizasyonda şekillenen yeni fonksiyonlar sadece kâğıt üzerinde sembolik olarak kalabilmektedir. Bir kurum kültürü olarak yönetsel değişimin veya dönüşümün gerçekleşmesi görüldüğü kadar kolay bir karar veya aksiyon olmamaktadır. Bu konuda gerek devlet gerekse meslek örgütleri yöneticilerin veya liderlerin kurumsal bir şirket kültürünün kurulması ve bu değişimin gerekliliği konusunda sürekli olarak bilgilendirme ve destekleme çalışmaları yürütmektedir. Kurumsallığın önemi alınacak stratejik kararlar ve şirket yönetiminde belirlenecek politikaların rasyonel ve tutarlı bir şekilde belirlenmesi için önemli kısıttır. Kurumsal olmayan şirketlerde kararlar bireyin dar bakış açısı veya yetersiz tecrübesi ile tek yanlı olarak verilmektedir. Kurul veya istişare yönteminin devrede olmadığı kararların alınması ise potansiyel risk ve tehditleri içerisinde barındırmaktadır

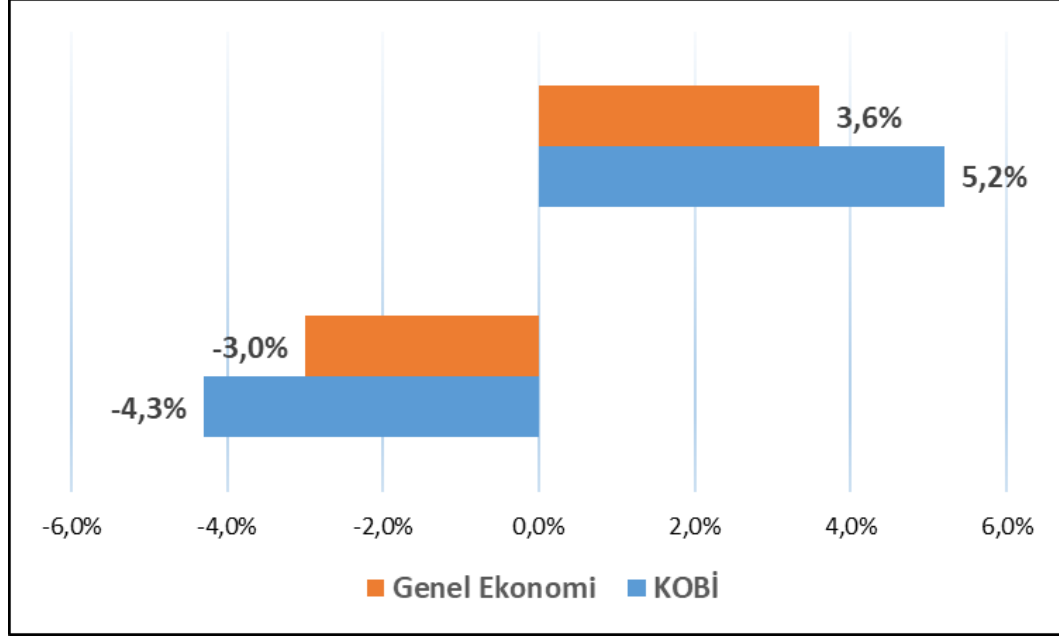
### 3.3. KOBİ'lerin Ülke Ekonomisi İçin Önemi

Avrupa Birliği Komisyonu tarafından yayınlanan yıllık Küçük ve Orta Ölçekli Firmalar raporunda 2017 yılında elde edilen verilerde KOBİ'ler birlik içerisindeki ekonomiye olan katkıları ve öneminin vurgusu bir kez daha yapılmıştır (Patrice Muller, Kasım 2017:11). Raporda finans dışı iş sektörlerinde % 57 katma değer ve 93 milyon çalışan ile toplam birlik içerisinde % 67 oranında bir istihdam katkısının olduğu vurgulanmış temel bir vurgu olarak KOBİ'lerin AB ekonomisinin omurgası olduğunu belirtmiştir. KOBİ'ler ekonomik en önemli aktörlerinden olan firmalar içerisinde ağırlıklı payları ile milli gelir, istihdam ve üretim gibi temel makro göstergelerin performansını ve gelişimini belirlemektedir. Firmaların üretim ve büyüme çarkları dönmeden ülkenin ekonomik büyüme gerçekleştirmesi ve milli gelirin artması da mümkün olmayacaktır.

2016 yılında KOBİ'lerin AB içerisindeki önem ve etkinliğinin arttığı ve düzenli olarak istihdam ve katma değer katkısının artış eğiliminde olduğu vurgulanmıştır. Raporda birliğin ekonomik olarak refahı ve gelişimi için omurga olarak tabir edilen bu ölçekteki firmaların ne kadar önemli bir destek ve teşvik kapsamında olduğu temel politika olarak korunması ve desteklenmesi ihtiyacı yinelenmiştir. Özellikle AB 2008 yılında yaşanan finansal kriz ile birlikte ekonomilerinde ciddi sıkıntılar ve buhranlar yaşamış ve halen etkileri devam etmektedir. 2016 KOBİ verilerinde 2008 rakamlarının nihayet geçilerek krizin belirli ölçüde aşıldığı ve ekonomik düzelmeye müşteriler nezdinde görülmeye başlandığı ifade edilmiştir. 2008 finansal krizin etkilerinden kurtulmak ve reel ekonominin sağlıklı bir büyümeye kavuşması uzun zaman almıştır. Bozulan ekonomik çarkların rutin akışına dönmesi veya bozulan ekonomik sistemin düzene gelmesi yeni kurulum veya gelişim sürecinden daha zordur.

Gelişmekte ve gelişmiş ülke ekonomilerinde KOBİ'lerin istihdama katkısı önemle ele alınmaktadır. KOBİ'ler yeni iş imkanları ve girişimler ile ekonomik büyümenin dolayısıyla yeni iş alanlarının en önemli etkenlerinden kabul edilmektedir. Bu önemi nedeniyle hükümetler istihdam artırıcı etkisini geliştirmek için KOBİ'lere yönelik destek, teşvik, yasal kolaylıklar ve yasal korumalar uygulamaktadır. Bu şekilde firmaların yeni iş imkanları açması ve istihdam etmesine destek verilmektedir. (Başçı & Durukan, 2017:60)

**Grafik 17: İstihdam Değişimi KOBİ ve Genel Ekonomi Açısından 2008-2013 yılları ve 2013-2016 yılları mukayeseli**



Kaynak: (European Commission, 2017:11)

Raporda yukarıda gösterilen grafik detayında 2008 yılında yaşanan kriz AB ülkelerinde ekonomiyi derinden etkilemiş ve sonuçları ancak 2013 yılından bu yana düzelme eğilimine girmiştir. Yaşanan krizin en çok olumsuz etkisi KOBİ'lerde görüldüğü gibi iyileşme ve istihdam artışı da en çok KOBİ'lerde görülmüştür. KOBİ'ler yalnız ülkemizde değil AB ülkelerinde de krizlerden en çok etkilenen ve kırılgan grup olarak görülmektedir. KOBİ'lerin taşıdığı yüksek istihdam yükü nedeniyle krizlerde ülke ekonomilerine ve bireysel refaha doğrudan etkisi görülmektedir.

Tabloda görülen kırılganlık veya tepkime etkisi KOBİ'lerin hem düzelme hem de kriz etkisi için ne kadar etkili ve önemli olduğunu göstermektedir. KOBİ'ler tüm gelişmelere hızlı bir şekilde tepki vererek üretim ve hizmet üretimini artırabilmekte veya azaltabilmektedir. Kurumsal firmalar ise büyük ölçekli imalat hacimleri ile üretimin kısılması ve artırılması için ciddi bütçe ve süreçlere ihtiyaç duymaktadır. Yeni bir üretim hattının kurulması için hazırlık, planlama ve yatırım aşamaları geç tepki verebilmektedir. Kurumsal firmaların bürokratik ve çok aşamalı karar mekanizmaları nedeniyle yatırım ve büyüme aksiyonları uzun zaman dilemlerine

yayılmaktadır. Aynı düzeyde yatırım büyüklükleri de yüksek maliyet taşıdığı için yatırımın finansmanında kaynak temini ve planlaması da gerekmektedir.

**Tablo 15: AB’de KOBİ ve Büyük Ölçekli Firmaların İstihdam, Sayı ve Katma Değer Açısından Ölçeklerine Göre Adetsel ve Oransal Mukayesesi**

	Mikro	Küçük	Orta	KOBİ	Büyük	Toplam
<b>Şirket Sayısı Bakımından</b>						
Bin Kişi	22.232	1.392	225	23.849	45	23.894
Toplam Şirket Sayısı İçerisindeki Payı	93,0%	5,8%	0,9%	99,8%	0,2%	100%
<b>İstihdam Edilen Çalışan Sayısı bakımından</b>						
Bin Kişi	41.669	27.982	23.398	93.049	46.665	139.714
Toplam İstihdam İçerisindeki Payı	29,8%	20,0%	16,7%	66,6%	33,4%	100%
<b>Katma Değer Bakımından</b>						
Trilyon EUR	1.482	1.260	1.288	4.030	3.065	7.095
Toplam Katma Değer İçerisindeki Payı	20,9%	17,8%	18,2%	56,8%	43,2%	100%

Kaynak: (IMF, National SMEs Statistics 2012)

Tablodan da görüldüğü üzere ülkemizdeki toplam işletmelerin içerisindeki KOBİ payı AB ülkelerindeki oran ile benzer düzeydedir.. Dikkat çekici oran ise mikro ölçekli küçük işletmelerin sayısında görülen yüksek orandır. Bu oran girişimciliğin ve bireysel işletme teşebbüslerinin birlik içerisinde sağlanan kolaylığı ve gücü de doğrudan göstermektedir. KOBİ’lerin katkısı ve istihdamı o ülke ekonomisinin doğrudan performansını belirlemektedir. KOBİ’lerin sağlıklı olarak faaliyetlerini göstermesi ve desteklenmesi doğrudan genel ekonominin de desteklenmesi anlamına gelmektedir. Orta büyüklükteki işletmelerde ciddi bir pay ile istihdama katkısı ve katma değer düzeyi oldukça yüksek firma ölçeğini göstermektedir.

TÜİK kayıtlarına göre 2013 yılında 3,529,541 adet firma Türkiye’de faaliyet göstermektedir. Çalışan sayısının 250’nin altında olduğu KOBİ ölçeğindeki firmaların



sayısı bu çalışmaya göre 3,524,331 adet yani ülke ekonomisinde faaliyet gösteren firmaların %99,9'u KOBİ işletmelerden oluşmaktadır. Kurumsal firmaların adetsel büyüklüğü ihmal edilebilir bir oranda olduğu görülmektedir. Bu kadar büyük bir firma sayısı ile istihdam ve üretimin itici gücü olmaları tabii sonuçtur.

AB ve Türkiye oranlarında benzer bir profil görmekle birlikte AB ülkelerinde büyük ölçekli firmaların toplam istihdamdan aldığı pay daha çok görülmektedir. Türkiye özelinde KOBİ'lerin gelişimi ve yapısını değerlendirirken bir anlamda ülke ekonomisinin makro görünümünü de değerlendirmiş oluyoruz.

Firma ölçeğinin en büyük payını ticaret işletmelerinin aldığı görülmektedir. Ticaretin arkasından imalat sanayi en çok istihdam alan ve adetsel büyüklüğe sahip sektörler olarak dikkat çekmektedir. Hizmet sektörü ise en çok çalışan istihdam eden sektörler arasında yer alarak istihdama katkısı bu tablodan net bir şekilde görülmektedir. Avrupa Birliği ülkeleri ile benzer gösterge ve firma çalışan dağılımına sahip olmamız işletmelerimizin benzer istihdam düzeyi ile çalıştığını da göstermektedir.

**Tablo 16: Girişimin Ana Faaliyet Türü ve Çalışan Sayısına Göre Dış Ticaret, 2009-2016**

Çalışan sayısı	İhracat- Exports				İthalat -Imports				Bin USD			
	Toplam	Sanayi	Ticaret	Diğer	Toplam	Sanayi	Ticaret	Diğer				
	142.405.393	80.483.806	53.726.007	8.195.580	198.522.972	105.900.951	70.298.069	22.323.953				
1-9	27.370.790	4.357.734	21.688.447	1.324.609	15.197.491	3.963.271	10.016.872	1.217.349				
10-49	27.976.991	8.238.292	18.695.565	1.043.134	27.045.043	6.632.818	18.791.946	1.620.279				
50-249	23.463.562	15.682.380	7.232.390	548.792	38.201.805	17.592.761	17.277.614	3.331.430				
250+	63.580.903	52.202.712	6.100.715	5.277.476	118.003.724	77.709.198	24.201.437	16.093.090				

Kaynak: (TUİK, İstatistik Göstergeler,2016)

Dış ticaretin ekonomilerdeki önemi ve büyüme oranlarına katkısı önemli bir etkidir. Firmaların ölçeklerine göre dış ticarete katılımları ise firmaların katma değer üretme ve üretilen mal veya hizmetlerin uluslararası piyasalarda alım imkanına sahip olması önemli bir nitelik gücünü göstermektedir. Ülkemizdeki istatistiki verilere göre 250 çalışan üzeri büyük ve kurumsal firmaların gelişmiş organizasyon yapıları ve kurumsal yönetim anlayışlarına göre ağırlıklı olarak ithalatın büyümesine katkı sağladıkları dikkat çekmektedir. 250 üzeri çalışanı olan firmaların 2016 yılında toplam ithalatın %60'ının gerçekleştirdiği dikkat çekicidir. Aynı firma grubu ise ihracatın %45'ini

gerçekleştirmektedir. Kurumsal firmaların ülke ekonomisinde ithalat ağırlıklı bir mal ve hizmet akışı sağladıkları net bir farkla görülmektedir. KOBİ'lerin görünümüne baktığımızda ise 2016 yılında ihracatın %55'inin gerçekleştirdiği dikkat çekici bir veri olarak ise çalışan sayısı 10 kişiden az olan firmaların doğrudan ihracata %20'ye yakın bir katkı sağlayarak destek verdikleridir. İhracatın firmalar arasında belirli bir oranda ve homojen olarak gerçekleşmesi dış ticaret becerilerinin ve uluslararası piyasalar ulaşmakta yerli firmaların önemli bir potansiyel ve bilgiye sahip olduğuna dair de bir kanaat uyandırmaktadır.

Küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin en çok zorlandıkları alan olan dış ticaret işlemlerinde alacakları teorik ve pratik destek önemli bir ivmenin kazanılmasına yol açabilir. Dış ticaret işlemleri uluslararası hukuk ve mevzuat kuralları nedeniyle dışarıdan karmaşık ve zor ekonomik işlemler olarak algılanmaktadır. Hâlbuki hem kamunun hem de sivil toplum örgütlerinin dış ticaret eğitimleri ve destekleri oldukça yaygın ve kolay ulaşılabilir düzeydedir.

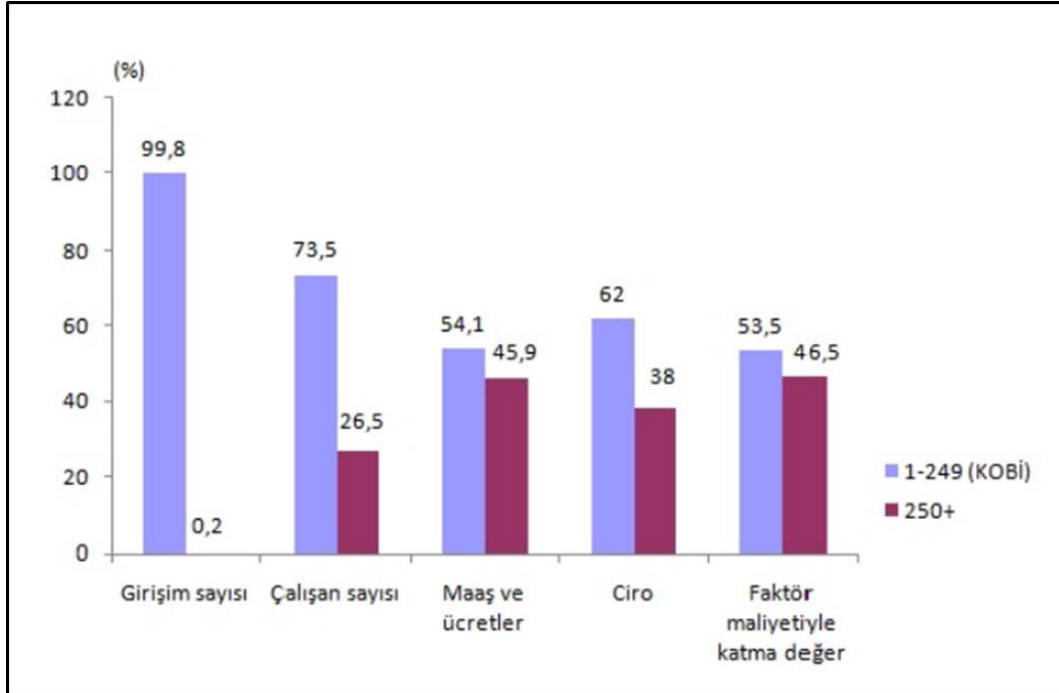
*Ekonomik Büyümenin İtici Gücü Olarak;* Modern ekonomik anlayışta sürdürülebilir bir ekonomik büyüme için küçük ve orta ölçekli firmaların dinamik ve sağlıklı bir ekonomik yapıda faaliyet göstermeleri en temel etkenlerden birisi olarak kabul edilmektedir (Taş, 2015:31). Büyük ölçekli firmaların kuruluş, büyüme ve yatırım süreçleri hem ağır hem de uzun yıllara yaygın bir araştırma ve girişim kararları gerektiren uzun vadeli bir planlama gerektirir. Ekonomide KOBİ'ler ise hızlı yatırım ve girişim kararları ile hızlı büyüme ve gelişme potansiyeli taşımaktadır. Yeni girişimciler ve yeni kurulan işletmeler hızlı bir üretim ve ticaret hacmi ile ekonomide doğrudan etki sağlayacak bir genişleme ve değer üretimine neden olmaktadır. Bu ölçekteki firmalar küresel veya yerel ekonomik krizler büyük ölçekli firmalara nazaran daha kolay atlattığı ve krizi yönetebilecek esnekliğe sahip olduğu görülmüştür. Ölçekleri gereği alacakları hızlı önlemler ile korumacı pozisyonlarını sağlayabildikleri ve küçük olmanın hızlı veya esneklik becerileri ile korunabildikleri görülmektedir. Bir ekonomide üretimin tabana yaygın geniş bir kitle firma tarafından yapılması riskin taşıdığı veya ekonomik küçülmeye, dolayısıyla darboğaza neden olacak firma sağlığının olmaması anlamına da gelmektedir.

KOBİ'lerin ihtisaslaşma ve belirli alanlarda odaklanacak ölçekleri nedeniyle kaynakları daha etkin ve verimli şekilde kullandığı da söylenebilir. Verimlilik ekonomik büyümenin besleyici unsurlarından birisi olarak firmaların girdilerini en yüksek katma değer üretecek üretim modeli ve süreçte kullanmalarını sağlayacaktır. KOBİ'lerin ekonomilerde sağladığı bu önemli rol sadece ülkemizde değil tüm dünya ekonomilerinde fark edilmiş ve ülke ekonomileri yeni ekonomi politikalarında bu ekonomik aktörleri en önemli etken olarak destekleyecek politikaların ve teşviklerin geliştirilmesi için arayışlara gitmiştir (Çatal, 2007:339). KOBİ'ler sadece kendi üretim ve hizmet süreçlerinde değil büyük ölçekli firmaların ihtiyaç duyduğu girdilerin ve hizmetlerin üretiminde de kritik rol oynamaktadır. Kurumsal firmaların üretim süreçlerinde veya faaliyetlerinde yer alan hizmetlerin önemli bir bölümünü dış kaynaklardan sağlamak suretiyle küçük işletmelerin desteğini alarak dolaylı bir ortaklık ile faaliyet göstermektedir. Dev sanayi kuruluşların üretimin temel noktalarından başlayarak güvenlik, temizlik, yemek, yazılım ve ulaşım dahil birçok hizmette küçük işletmelerden faydalanmaktadır. Sanayi işletmelerin göreceli olarak küçük işlerini diğer firmalardan temin etmesi veya desteğini almaları hem ana faaliyetlerine odaklanmak suretiyle temel üretim veya imalat verimliliğini artırdıkları hem de maliyet avantajı sağlamak suretiyle şirketlerinin giderlerini daha verimli bir şekilde yönetebildikleri de söylenebilir.

Girişimcilerin bir ekonomideki varlıkları canlılık ve tazelenmesinin de işareti gibi görülecektir. Yeni girişimcilerin önünün açıldığı ekonomilerde yeni ürünlerin girmesi ve farklılaşmış üretim süreçlerin ile yeni sahaların açılmasına da imkân tanınması anlamına gelmektedir (Önce, Marangoz, & Erboy, 2014:2).Yenilik dinamizm dolayısıyla ekonomik canlılık ve yenilenme demektir. Yeni girişimlerin ve yeni işletmelerin ortaya çıkmadığı ekonomik sistemler hem küresel olarak rekabet avantajını yitirecek hem de iç oyuncuların statik yönetim ve vizyonları nedeniyle büyümenin önünde engel olacak bir gelişim trendi izleyecektir. KOBİ'ler sahip oldukları esneklikle doğan yeni talep ve ihtiyaçlara anında cevap verebilmektedir. Müşterinin değişen taleplerine ve yeni ihtiyaçlarına hızlı ayak uyduracak üretim modeli ve süreçleri var olduğundan hızlı bir büyüme ve yenilikçilik özellikleri de beraberinde gelmektedir. Bu dinamizm firmaları yenilikçilik ve değişken taleplere hızlı ayak uyduracak esnek üretim ve yönetim bakış açısını kazandırmıştır.

*İstihdam Sağlama ve Genişletme Etkisi:* KOBİ'lerin ülke ekonomilerindeki en önemli büyük ve kurumsal firma yapılarından farklılıklarından birisi de coğrafi yaygınlıkları ve geniş bir coğrafyada karşımıza üretim ve değer üretme becerileri ile çıkmaları olarak belirtebiliriz. Ekonomilerde sosyal refahın ve ekonomik gelişmişliğini ülke genelinde yaygınlaştırılması ve homojen bir hale getirilmesi hedeflenmektedir. Her şehir ve bölgede yeni girişimlerin ve işletmelerin var olması önce lokal piyasalar ve sakinler için önemli bir bütün olarak da ülke ekonomisinin genel yapısı için önemli olmaktadır. Büyük firmalar ölçekleri gereği ulaşım, nakliye ve insan kaynaklarına erişim açısından büyük şehirleri ve sanayi şehirlerini tercih etmektedir. Bu durum sanayi işletmelerinin büyük şehirlerde temerküz etmeleri dolayısıyla istihdamında belirli bölgelere yığılması ile dengesiz bir iş gücü kullanımına dolaylı etkileri olduğu söylenebilir. KOBİ'ler ile ülke genelinde her il veya ilçe yanında ortaya çıkabilmekte faaliyet gösterdikleri her ekonomik birimde katkı ve işgücü artışı sağladıkları bir gerçektir. Küçük işletmeler özellikle ekonomik refahın tabana ve coğrafi olarak yaygınlığın sağlanması açısından önemli katkı sağlamaktadır. Küçük şehir ve ilçelerde girişimlerin artması ve doğması ekonomik faaliyetlerin geniş bir alanda gerçekleşmesini sağlamaktadır.

**Grafik 18: Küçük ve Orta Büyüklükteki Girişim İstatistikleri**



Kaynak: (TÜİK, İstatistik Göstergeler,2016)

Türkiye İstatistik Kurumu'nun Kasım 2016 tarihinde yayınladığı yukarıdaki verilerde firmalarda çalışan sayısının 250 kişi kriterine göre KOBİ ve üzeri firmalar şekline göre yapılan tasnifinde değişik değerlendirme ölçütlerine göre ağırlıkları gösterilmiştir. KOBİ'ler ülke ekonomisindeki %99,8'lik girişim payı ile ana belirleyici ve temel aktörler olarak istihdam, ücret ve üretilen hasılanın önemli bir payına sahip görülmektedir. Toplam çalışan sayısının %73,4 lük gibi büyük bir oranını üstlenen bu ölçekteki firmalar ülkede sosyal refahın sağlanması ve sürdürülmesi için ne kadar önemli bir rol veya fonksiyon üstlendiklerini de açıkça göstermektedir. Tabloda diğer dikkat çekici hususlar KOBİ'ler sayısal üstünlükleri ve istihdam paylarına karşın ücretlerde yer aldıkları nispi düşük orana sahiptir. Burada kayıt dışı veya kayda alınmayan ücret konusunun dikkate değer bir yanılsamaya yol açabildiği ve bu verilerde sapmaya neden olduğu görülebilmektedir.

İstihdamın dolayısıyla işsizliğin düşürülmesinde kilit etkin KOBİ'lerin sayısının artması veya büyümelerine sağlanacak teşvik ve politikalarının önemli olduğu net bir şekilde görülmektedir. KOBİ'lerin çalışan sayısı azaldıkça düşük teknoloji ve otomasyon olmayan emek yoğun üretim ile faaliyet gösterdikleri ve zanaata doğru giden bir yalınlaşma görülmektedir. Vasıfsız iş gücünün istihdama katılması açısından küçük işletmeler önemli bir fonksiyon görevi icra etmekte ve düşük gelir gruplarının gelir oluşturma ve ekonomik refaha sahip olmasına önemli destek vermektedir.

Büyük işletmeler sahip oldukları kitlesel hacimleri nedeniyle kapanmaları ve daralmaları neticesinde ciddi bir işsizlik ve ekonomik probleme neden olmaktadır. Bir büyük işletmenin bile kapanması binlerce çalışanın işsiz kalması ve sosyal refahın olumsuz etkilenmesi ile sonuçlanabilecek neticeler doğurmaktadır. KOBİ'ler ise yaygınlıkları ve büyüklükleri ile yaygın bir şekilde dağıntık faaliyet göstermektedir. Bir veya birkaç işletmenin kapanması ile ciddi bir işsizlik sonucu doğuracak problemler baş görmez kapanan firma sayılarının yerine sürekli yeni girişim ve işletmelerin ise sisteme girerek âtil iş gücünü tekrar istihdama çevirecek bir döngü sağladıkları söylenebilir. Yeni iş alanlarına sağladıkları için KOBİ'ler sürekli olarak insan gücüne ihtiyaç duymaktadır. Yenilik ve yeni girişimler demek yeni iş sahaları ve istihdama yönelecek çalışan ihtiyacı anlamına gelmektedir. Kobilerin örgütlenme yetersizliği ve düşük kapasite sorunu işsizliğin düşürülmesinin önünde engel teşkil etmektedir. (Özdemir, Ersöz, & Sarioğlu, 2006:92). Girişimcilik ruhu ve dinamizmi

ekonominin tohumları ve filizleri gibi sürekli olarak yeni alanların inşasına imkân vermektedir. Dinamik yapı ve pazarlar ise hem gelişime hem de sorunların çözümünde gereken esnekliği gösterecek niteliklere sahip yapılardır anlamına gelmektedir.

*Gelir Dağılımı ve Ekonomik Dengenin Korunması:* Ekonomide küçük ve ortak ölçekli işletmelerin varlığı ve yeni girişimciliğin önünün açılarak fırsat eşitliği ortamının sağlanması ekonomide ve toplumda sosyal açıdan bir rahatlama ve dengenin oluşumuna önemli katkı sağlamaktadır (Yıldız & Alp , 2012:38). Özellikle mikro ölçekte yer alan firmalar gelir dağılımının dengeli olarak sağlanması ve gelir pastasında küçük yüksek gelirli işveren tabakasının oluşmasını engeller. Her bireyin veya girişimcinin kendi işini kurabilme imkânı ve ortamının var olması toplumda güven ve geleceğe olan umutla bakabilme ve sadakat duygusunu güçlendirecektir. Yalnız büyük ölçekli firmalardan oluşan bir ekonomik modelde refah yalnız küçük bir zümrenin elinde ve imkanların adil dağılmadığı bir sosyal ortam ortaya çıkacaktır. Böyle bir ortamda ise toplumun tabakaları arasında huzursuzluk ve çatışma doğmasına neden olacak değişik ortamlar meydana gelebilecektir. İslam iktisadının en temel gayelerinden olan sosyal refah ve gelirin tabana yayılması dolayısıyla sermayenin belirli ellerde temerküz etmemesi prensibine uygun olarak bir ekonomik yapıda ne kadar çok yeni girişimci ve işletme var ise o kadar yaygın bir refah ortamı anlamını taşır.

Küçük ve Orta Ölçekli firmalarda işveren ve çalışanlar arasında hiyerarşinin asgari düzeyde olması ve iletişim imkanlarının kolaylıkla sağlanması çalışma ortamında sosyal bir huzur ve dayanışma imkanlarının geliştirmektedir. İşveren ve işçi arasında haset, kin veya kıskançlık gibi kötü duygu ve düşüncelerin oluşmasına engel olur, bir birlik ve bütünlük içerisinde çalışma imkanının oluşmasına zemin hazırlar. Çalışanların ekonomik ihtiyaçlarında ve zorluk yaşadıkları dönemde kolaylıkla esnek ve insani yaklaşma sağlayabilir ve doğal bir sigorta mekanizması kurulmuş olur. Girişimciliğin imkân bulması her çalışanın veya bireyin şirket kurma, yeni fikir ve ideallerini gerçekleştireceği ticari başlangıç yapmasına olanak sağlayacaktır. Bu önemli hususta bireylerin bu fırsatı yakalayacağı imkân ve desteği sağlamasında birinci görev devletin destek ve teşvik edici güçlerini devreye sokmasıyla olacaktır. KOBİ'ler bölgesel kalkınma açısından ayrıca bir önem taşımaktadır. Gelir dağılımında bireysel adalet kadar ülke genelinde gelirin coğrafi olarak da yakın bir gelir paylaşımı

ile dolaşımında olması ülke huzuru ve refahının bütünlüğü açısından ehemmiyet taşımaktadır. Ülkenin doğusu ve batısı arasında derin ekonomik gelir ve refah farkının olması hem sosyal açıdan hem de ekonomik açıdan zafiyet doğmasına, buradan zuhur edecek sorunların daha büyük toplumsal problemlerin doğmasına zemin hazırlayacağı muhakkaktır. Bu nedenle işverenler doğdukları ve büyüdükleri şehir ve sosyal alanlarda girişimde bulunarak yeni bir şirket kurması, bölge insanının istihdam edilmesi ve gelirin yine o bölgede kalarak dağılması bu gelir dağılımının yaygın bir sosyal ağda paylaşılmasına imkân verecektir (Mikail, 2010:172). Piramit şeklinde bir gelir dağılımını gösterir ekonomik yapılar yerine elips şeklinde katmanlar arasında kesin ve derin farklar olmayan bir gelir dağılımı her ideal toplumsal refahın amaçladığı ekonomik paylaşım yapısını izah etmektedir. Özellikle küçük işletmeler emek yoğun yapılarıyla birlikte buldukları konumlarda geniş bir istihdam ve çalışma ortamı için fırsat sağlamaktadır. Bu durum sadece gelirin adil dağılımını değil sanayi ve iş bölgelerine yönelik iş göçünün de önüne geçerek insanların küçük ve büyük aile ortamlarında sağlıklı bir sosyal çevre içerisinde kalarak aynı zamanda ekonomik ihtiyaçlarının gidereceği kazançlarının sağlanmasına olanak verecektir.

Kırsal Kalkınma modeli veya farkındalığı son dönem önem kazanan bir yaklaşım olarak dikkat çekmektedir. Şehirlere yoğun göç ve sosyal problemler kırsalda yaşayan nüfusun ve iş gücünün doğru şekilde üretime yönlendirilmesi ve kırsalda girişim faaliyetlerinin desteklenmesi fikrini beraberinde getirmiştir (Ankara Kalkınma Ajansı, 2016). Gelir dağılımında kırsal nüfusun sosyal ve ekonomik refahının sağlanması gerekmektedir. Devletin kırsalda özellikle tarım sektörüne yönelik girişim ve yeni aktiviteleri destekleyecek önlemleri alması gerekmektedir. Kırsalda girişimcilik ve işletmelerin yaşadığı en büyük sorun yeni ürün ve yatırım niyetinden ziyade bu hareketi sağlayacak finans desteğini görememek ve sermaye imkanına sahip olmamaktan geçmektedir

### **3.4. KOBİ'lerin Finansal İhtiyaçları ve Sorunları**

Ülkemizde KOBİ'lerin ekonomik olarak yaşadığı problemlerin başında sermaye yetersizliği olduğunu ifade etmiştik. Sermayenin oluşumu ve sahip olunması kuramsal bir sorun olarak uzun vadeli bir ekonomik gelişimin sonucu olarak değişecek ve

çözülecek bir ihtiyaç olarak fark edilmektedir. Sermaye birikimi oluşmadan önce faaliyette bulunan firmalar ve yeni girişimcilerin yabancı kaynağa dolayısıyla girişim ve yatırımlarının finansmanına ihtiyaç duymaktadır. Finansman ihtiyacının varlığı tüm ölçekteki işletmeler için kabul edilen bir finansal durum olmakla birlikte yeni girişim ve emekleme dönemindeki işletmeler için bu finansman kaynağına ulaşmak onlar için daha hayati bir önem arz etmektedir. Yeni kurulan işletmelerin hayatta kalmaları ve yaşayacakları ekonomik zorluk ve kriz dönemlerinde varlıklarını sürdürmeleri için mutlaka finansman ihtiyacına cevap bulmak zorundadır. Batık bir ticari alacakları, eksik bir makine ihtiyacı, peşin almak zorunda oldukları hammadde girdileri gibi birçok finansmanın gerektiği durumlarda gereken kaynaklara ulaşamazlarsa firma mali bünyesinde yaşadığı darboğazı aşacak bir yöntem bulamaz ve şirketin tasfiyesine giden bir sürecin başlangıcına tanıklık edilmiş olur.

Eskişehir ilinde KOBİ'ler arasında yapılan anket ve çalışmada en temel sorunlarının finansman ihtiyacı olduğu ve kriz veya durgunluk dönemlerinde yeterli kredi olanağına dolayısıyla nakit ihtiyaçlarını gideremedikleri ifade edilmiştir (Torlak & Uçkun, 2005:213). Bu çalışma ve araştırma firmaların müşterilerin taleplerine cevap verme veya üretim aşamalarında yaşanan problemler gibi asli adılar ile ilgili değil finansman ve nakit ihtiyacı gibi destekleyici unsurların doğurduğu zafiyetin verdiği ekonomik sıkıntılar ve rahatsızlıklar üzerinde durulmuştur.

### **3.4.1. KOBİ'lerin Yüksek Borçluluk Düzeyi Sorunu**

Küçük ve Orta Ölçekli firmaların finansman problemlerinin altında yatan en önemli sebeplerden birisi de firmaların mali bünyelerindeki yapısal bozukluklardır. Bu grupta yer alan firmaların kuruluş ve büyüme aşamalarında yetersiz sermaye ile başlaması varlıklarının finansmanında dengesiz bir yapılanmanın olmasına neden olmaktadır. Genel finans tekniğinde firmaların sabit kıymetleri olan demirbaşlar, makine ve ekipmanları, taşıtları gibi varlıklarını sermaye veya uzun vadeli yabancı kaynaklar ile finanse edilmesi tavsiye edilmektedir. Küçük işletmeler kuruluş aşamasında yeterli sermaye ve destek alamadıkları için firmanın işletme sermayesinde kullanacağı kıymetlerini veya işletme sermayesi olarak ifade edilen çalışma sermayesi nakit akışını yatırımlara aktarmakta bu durumda da sağlıksız bir mali görünüm ortaya çıkmaktadır.



Bu mali görünümde bilançonun pasif yapısının ağırlıklı borç ve kısa vadeli kredilerden oluşmasına neden olmaktadır. Firma kuruluş ve yeni büyüme aşamasında ticari alacaklarında yaşayacağı bir tahsilat sorunu veya stoklarının ciddi bir değer düşüklüğüne neden olacak olumsuz bir gelişme ile karşı karşıya kalması sonucu bir anda işletme sermayesi açığı oluşmakta bu durumda firmanın borçlarını veya kısa vadeli yükümlülüklerini ödeyememe neticesini doğurmaktadır. Eğer bu mali yapı bozukluğu düzelmez ve giderilmez ise orta vadede firmaların faaliyetlerin sürdüremeyeceği nakit darboğazına veya borçluların firmanın tasfiyesine neden olacak takip süreci başlatmalarına olanak verebilmektedir.

KOBİ'leri mali olarak yaşadığı bu yaygın yapısal bozukluk firmaların krizlere ve ekonomik olumsuzluklara karşın daha geçirgen ve hassas bir yapıda olmalarına neden olmakta bu durum firma hayat sürelerinin büyük ölçekli firmalara nazaran daha kısa olmasına sebebiyet verebilmektedir (Uçar, 2015:98). Sermaye yetersizliğine bağlı kaynak bozukluğu firmaların yıllar veya dönemler itibariyle mali performanslarının dalgalı bir seyir izlemesine neden olmaktadır. Bu dalgalı ve istikrarlı olmayan mali görünümde tüm finansör kuruluşların firmanın oturmamış faaliyet döngüsü algısı veya kestirilemeyen risklerinin varlığı tahmini ile mesafeli olmasına kreditor olarak desteklemesine sebebiyet verebilmektedir.

Ülke ekonomisinde 2001 yılından önce çok sıklıkla gerçekleşen ekonomik kriz ve finansal zorluklar küçük ve orta ölçekli firmaların gelişiminin önünde engel olarak durmakta ve istikrarlı bir dönem yaşamayan firmaların öz kaynak birikimini durdurmaktadır (Atay M. , 2012:3). Düzenli yaşanan ekonomik sıkıntılar mali yapılarının düzelmesini engelleyerek mali bünyelerinin devamlı olarak borç baskısı altında kalmasına sebebiyet vermektedir. Yaşanan devalüasyonlar ve geçmişte görülen yüksek enflasyon ise sermayenin yerini borçlanma ile desteklenmesi zaruretini getirmektedir. Piyasa borçlanması veya banka kredisini yoğun bir şekilde kullanmak ise vade farkı ve faiz giderlerinin sürekli artışını doğurur, artan finansman gider yükü ise karlılığın düşerek yine şirkete sermaye olarak dönüşümünün yolunu kesecek bir döngüye neden olmaktadır.

### 3.4.2. Finansman ve Kredi İmkanına Ulaşamama Sorun

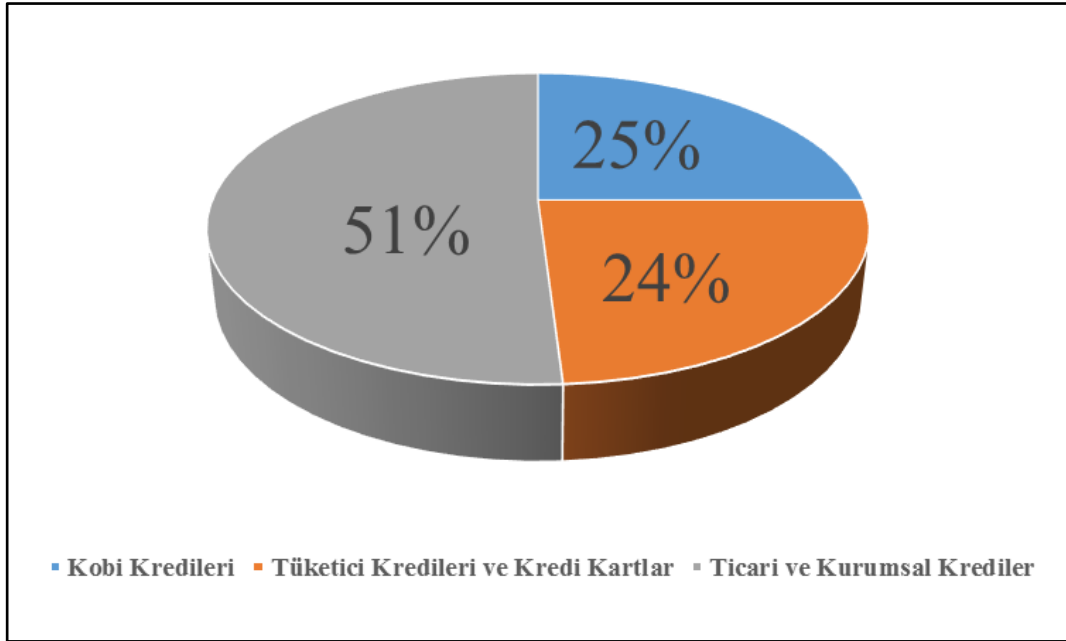
Küçük ve Orta Ölçekli firmaların gerçekleştirmeyi planladıkları yatırım ve işletmelerinin rutin faaliyet döngüsünde yer alan hammadde ve diğer girdilerinin finansmanında ihtiyaç duydukları yabancı kaynak kolay temin edilememektedir. Özellikle kuruluş aşaması en zor aşama olmak üzere firmanın kuruluş ve emekleme yılları dediğimiz ilk üç yılda firma finans piyasalarından ihtiyaç duyduğu desteği alamamaktadır. Bu aşamadaki başlangıç firmalarına bankalar ve leasing kuruluşları mesafeli davranmakta kredi limit tahsisi için ağır teminat şartları ve koşullar öne sürmektedir. Hali hazırda yeterli sermayesi ve aktif varlığa sahip olmayan firma ve sahiplerinden gayrimenkul ipoteği gibi temini zor teminat unsurları ile kredi kullandırım fırsatı tanımaktadır. Özellikle birçok banka yeni kurulmuş firmalara faaliyet süresi olgunlaşmadan ve özellikle asgari bir yıllık faaliyet süresini tamamlamadan kredi talebini değerlendirme sürecine dahi almamaktadır.

Farklı bölge ekonomilerinde KOBİ'lerin ekonomideki ağırlığının ülkemiz gerçeği ile benzerlik gösterdiği görülmektedir. Ekonomilerin büyük bölümünde KOBİ ağırlıklı bir mikro işletme yapısı bulunmaktadır. Buna karşın ekonomideki istihdam oranları farklılık ciddi oransal değişimler görülmektedir ülkemiz ekonomisinde istihdam yükünü çeken KOBİ'lerin kredi imkânlarına ulaşmak noktasında dünyadaki birçok büyük ekonomi örneğinden çok daha kötü bir yapıda ve yetersiz kredi kullanımına sahip olduğu oransal olarak net bir şekilde görülmektedir (Kutlu & Demirci, 2007:191). Bu durum ülkemiz bankacılık sisteminin KOBİ'lere kredi pastasından verdiği payın çok yetersiz olduğu ve bu konudaki isteklerinin düşük olduğunu göstermektedir. Bu tablodaki durum yıllar itibariyle yukarı yönlü bir gelişim ve değişim izlemeye girse de henüz bu konuda gereken büyüme yaşanmamıştır.

Bankacılık sistemi 2001 yılında derin bir kriz ve yeniden yapılandırma sürecine girmiştir. Yaşanan banka tasfiye süreçleri sonrasında sektör mevcut sermaye ve mevduat kaynaklarını devletinde yeterli alıcı olmaması sebebiyle piyasadaki reel ekonomiye aktarmak zorunda kalmıştır. Bankacılık düzenleme ve yasal mevzuatın çok sıkı bir şekilde düzenlemeler getirmesi nedeniyle batık veya donuk kredi alacağı oluşmaması için bankalar çok sıkı ve zorlu bir kredi tahsis ve değerlendirme metotları kullanmaya başlamıştır. Yeterli fon ve kaynağa sahip olmalarına karşın kredilerin

teminatında zorlayıcı ve sert teminat koşullarında ısrarcı olmaya devam etmiştir. Özellikle tüzel kişiliklerin kredinin teminatı ve tarafı olma konusunda kültür oluşmamış teminat bankacılığı olarak tabir edilen firma ortağının kredibilitesi ve mal varlığını öne çıkaran bir yaklaşım tercih edilmiştir. Ülkede geçmiş yıllarda çok yoğun olarak görülen kayıt dışılık ve firma patronlarının şirketlerinin tüzel kişilik yapılarına gereken önemi göstermemesi de bu algının oluşmasında etken olduğu söylenebilir.

**Grafik 19: Kredilerin Dağılımı (Eylül 2017)**

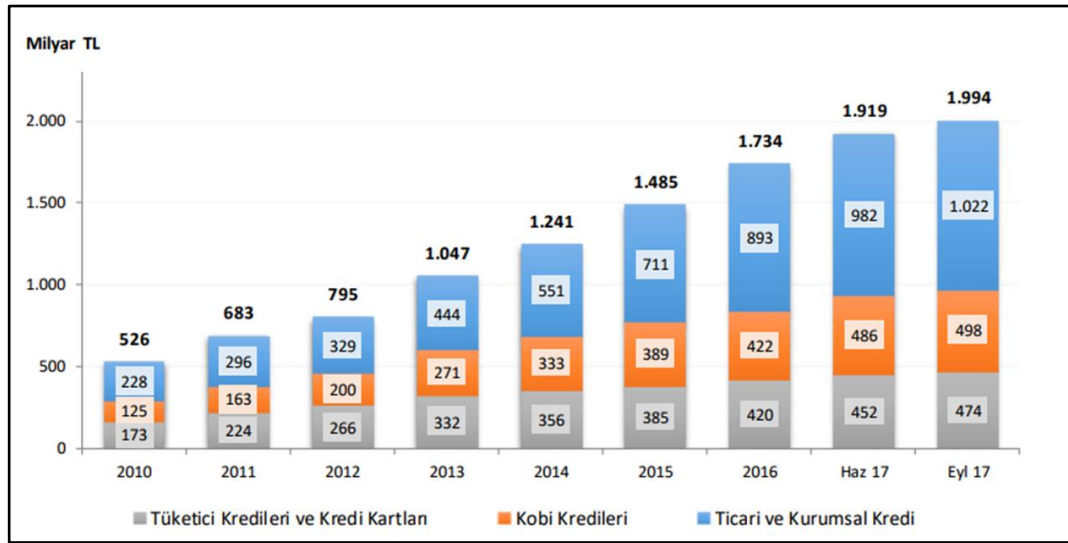


Kaynak: (BDDK, Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri 2017:10)

Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu tarafından düzenli olarak bankacılık sektör raporları yapılmakta olup, bu raporda son yıllarda KOBİ'lerin kredilerden aldığı payda gelişim ve değişim yaşanmasına karşın henüz ticari ve kurumsal kredi portföyü dediğimiz büyük ölçekli firmaların temel ağırlığı sektör üzerinde devam etmektedir.

Şirketler çok sık el değiştirmesi, şirketlerin mali bilançolarının patronlar tarafından gereken özen ve önemim görmemesi nedeniyle bankacılık ve finans sektörü şirketlerin kendi varlığını krediler için yeterli unsur olarak görmemiştir. Sınırlı sermaye düzeyleri ile çalışan firmalar bankaların istediği teminat türünü üretemedikleri için de gereken kaynak olmasına karşın bu kaynaktan faydalanmak noktasında gereken performans henüz oluşmamıştır.

## Grafik 20: Kredi Türlerinin Gelişimi



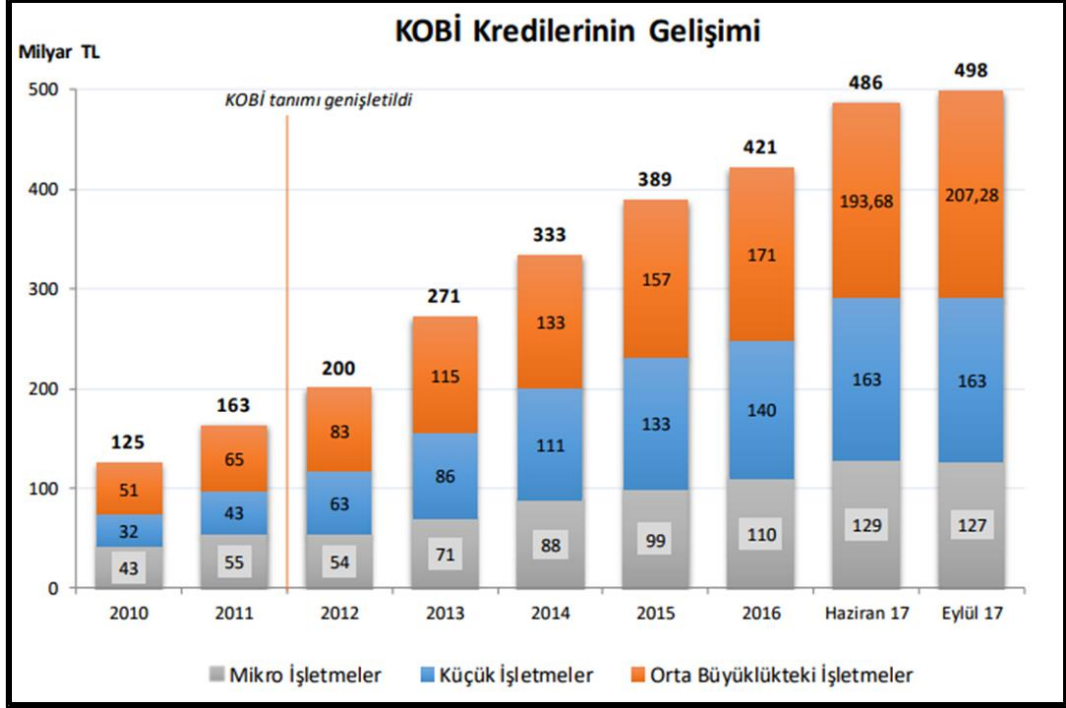
Kaynak: (BDDK, Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri,2017:11)

Raporda dönemler itibariyle görüldüğü gibi ticari kredilerin ağırlığı ve büyüme gelişimi daha yüksek oranda gerçekleşmektedir (BDDK, 2017). Bankacılık sektörünün yıllar itibariyle kredi büyümesi düzenli olarak devam etmektedir. Devletin güçlü bir bütçe ve kaynak yapısına sahip olması nedeniyle 2001 krizine de sebep olan devlet borçlanması şeklinde hazine bonosu ve devlet tahvili ihtiyacı kalmadığı için bankalar topladıkları mevduat ve sermayelerini zorunlu olarak şirketlere ve şahıslara kredi olarak kullanırmak zorunda kalmıştır. Daha düşük risk grubu olarak gördükleri ticari ve kurumsal müşterileri tercih ettikleri ise oransal olarak raporda da net bir şekilde gösterilmektedir.

Bankaların kredi verme tercihlerinde büyük ölçekli anonim şirketleri tercih ettikleri husus yalnız ülkemizde değil dünyada da dikkat çekmiş ve analiz konusu olmuştur. Mac Milan Gap Fenomeni olarak da adlandırılan bu analizde bankalar temkinli ve riskten kaçan yaklaşımları ile küçük işletmelere kredi vermekten uzak durduğu ve bu konuda gereken istek bulunmadığını ispatlamıştır (Erkumay, 2000:9-10). Bu risk yaklaşımı bankaların sadece küçük ve orta büyüklükteki işletmelere kredi verme isteği olarak değil verilen kredilerin maliyet ve masraflarının yüksek fiyatlandırılması gibi bir sorunu da beraberinde getirmektedir. Küçük işletmeler yerine büyük ölçekli firmalara yüksek tutarlı kredi vermek kârlılık açısından da bankalara cazip gelmektedir. Çok sayıda küçük işletmeyi değerlendirmek ve kredi tahsis veya operasyon maliyetlerine katlanmak yerine sınırlı sayıda düşük risk düzeyinde görülen

daha şeffaf yapıları olan kurumsal ölçekteki büyük firmaları kredilendirmek daha tercih edilen bir yaklaşım olarak görülmektedir.

**Grafik 21: KOBİ Kredilerinin Türk Bankacılık Sektöründe Gelişimi**



Kaynak: (BDDK, Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri, 2017:12)

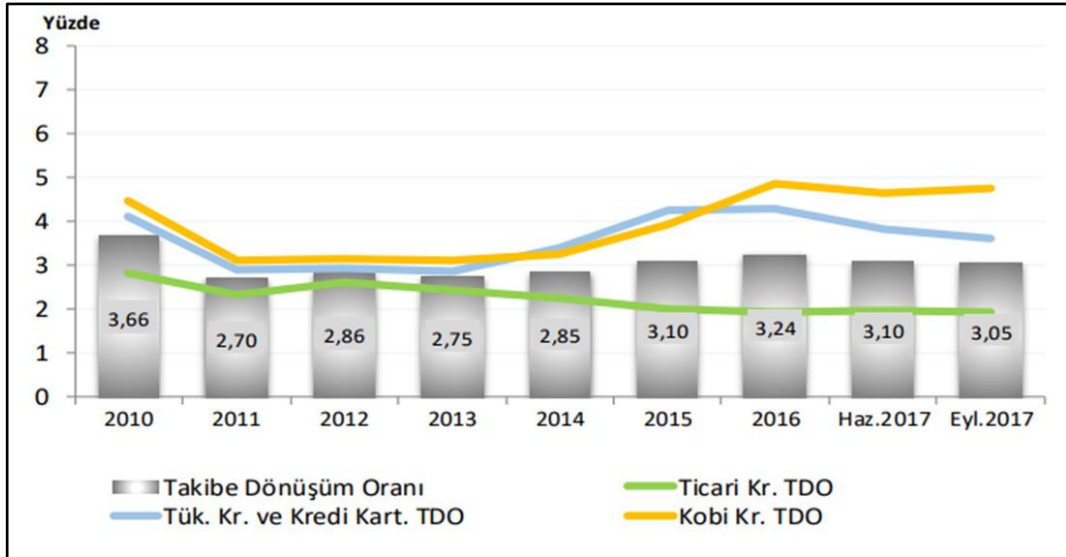
Raporda KOBİ'ler arasında en yüksek payı oransal olarak orta büyüklükteki işletmeler tarafından alındığı görülmektedir. İşletmelerin ölçeği küçüldükçe bankacılık sektöründen aldıkları kredi payı da gerilemektedir. Bu durum firmanın büyüklüğü ile risk katsayısı arasında bir ilişki kurulması ve küçük işletmelerin yetersiz sermaye ve kurumsal olmayan yapıları ile bankalar için kredi riski yüksek firmalar arasında görülmesinden kaynaklanmaktadır. Firmalar bu olgunluk evresinde karşılaştıkları krizlerden ve ekonomik sıkıntılardan daha çok etkilendiği görülmektedir.

Küçük işletmeler veya yeni girişimciler ekonominin dinamizm ölçütleri olarak kabul edilen en önemli birimlerinden birisi olarak kabul edilmektedir. Küçük işletmeler sonraki dönemlerde orta ölçeğe kavuşacak ve uzun dönemde büyük ölçekleri ile yoğun istihdam potansiyeli taşıyacak firma adayları olarak görülebilir. Bu gruptaki firmaların özel bankacılık için yüksek risk ve batık kredi potansiyeli taşıdığı için cazip görülmesi de kamu bankaları ve devletin kredi teşviki kapsamında desteklenmeleri ve

özendirilmeleri önemli bir husus olarak görülmektedir. Özellikle küçük işletmelere verilen kredilerde vergi ve bankacılık sermaye yeterlilik oranlarına olumlu etki gibi doğrudan ve dolaylı özendirilmesi gereken bir kredi grubudur. KOBİ'lerin bankacılık sektöründen aldığı payın yeterli olmaması yanı sıra maliyetlerinde bu firmalara özellikli olarak yüksek belirlendiği belirtilmelidir.

Küçük işletmelerin kuruluş aşamalarında rekabet edebilmek için kayıt dışı üretim ve satış kanallarını tercih etmesi nedeniyle firmanın mali verilerine yansıyan görünümü ile reel görünümü arasında paralel olmayan bir farklılık ortaya çıkabilmektedir. Firmaların kredi değerlendirme yöntemlerinde baz alınan bilanço ve gelir tablosuna bağlı objektif değerlendirme kriterleri öne çıktığı için firmaların bu mali görünümleri derecelendirme raporlarında firmaların geçer not almalarına mâni olarak yetersiz görünüm kredi notunun ortaya çıkmasını tetiklemektedir. Bankalarca uygulanan kredi derecelendirme ve analiz modelleri ağırlıklı objektif bilanço ve gelir tablosu verileri üzerinden puanlama yapmaktadır. Küçük işletmelerin yeterli sermaye birikimine sahip olmayan bilanço ve öz kaynakları nedeniyle mali likidite, kârlılık ve borçlanma rasyoları istenilen düzeyde çıkmamaktadır.

**Grafik 22: Kredilerin Kanuni Takibe Dönüşüm Oranı**



Kaynak: (BDDK, Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri, 2017:14)

Takibe dönüşüm oranı bankacılık sektöründe verilen kredilerin kanuni takip sürecine alınan veya ödenmeyen kısmını ifade etmektedir. Bu oran tüm bankalar için gösterge

oranlarından birisi olarak kabul edilir ve Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu tarafından da çok sıkı takip edilir. Bu oranda yaşanacak sert değişimler uyarı ve sinyal anlamına gelmekle birlikte ilgili bankanın belirli faaliyetlerinde kısıtlama ve uyarılması şeklinde de yorumlanmaktadır. Sektörün KOBİ'lere göreceli olarak risk grubu yüksek olduğu için temkinli yaklaştığını ifade etmiştik. Bu tabloda da görüldüğü gibi sektörün genel ortalaması %3 düzeyinde iken bu oran KOBİ'lerde %5 düzeyi yüksek görülmektedir. 2 puan küçük bir oran gibi gelse de bu oran karşılığındaki mutlak tutarın sermaye üzerindeki ve kârlılık üzerindeki etkisi çok yüksek olacaktır. Bankalar bırakın 1 puanlık değişimi bindelik düzeydeki değişimleri bile analiz ve değerlendirme konusu yaparak kredi politikalarını, pazarlama ve hukuk süreçlerini irdeleyebilmektedir.

### **3.4.3. KOBİ'lerin Teminat Üretememe Sorunu**

Kredi olanaklarına yeterince ulaşamamak sorunun önemli bir nedeni de KOBİ'lerin her zaman karşı karşıya kaldıkları teminat beklentisidir. Finans piyasalarından yapacakları borçlanma karşılığında teminat verebilecek bir varlık veya aktiflere sahip olmamasıdır. Özellikle yeni kurulan küçük işletmelerin finans piyasalarında oluşmuş bir kredi ödeme sicil ve geçmiş performans kayıtları olmadığı için sürekli olarak başvuru aşamasında değerlendirme kıstası olarak risk düzeyi yüksek olan firma grubuna girmekte ve maddi teminat şartıyla kredi kullanım olanağı tanınabilmektedir.

Bankalar arası kredi kayıt bürosu sorgulamalarında bir firmanın diğer bankalar ile hangi teminat ve limit şartları ile çalışmasının net bir şekilde görülmesi de yeni başvuru alan bankanın benzer bir şart ve koşulları öne sürmesine sebep olmaktadır. Bankalar yasal düzenlemeler ile verdikleri kredilerin karşılığında belirli oranlarda teminat almaları yasal yükümlülük ve sermaye yeterliliği de etkilediğinden büyük firmalardan almadıkları veya alamadıkları teminat koşullarını küçük ve orta ölçekli firmalardan talep etmek zorunda kaldıkları da ifade edilebilir. Alınan teminatlar kredilerin karşılığında ayrılacak sermaye tutarını doğrudan etkiledikleri için bankalarında sermaye düzeylerinin bir haddi olduğu için belirli kontrol ve sınırlarda bu ölçütlerin devreye alınması zorunlu hale gelmektedir.

Alınan teminatlar beraberinde ilave masrafların doğmasına neden olmaktadır. Verilen bir gayrimenkul rehin veya ipoteği ile birlikte ilgili taşınmazın dönemsel olarak gayrimenkul değerinin güncel tespiti ve kontrolü için gayrimenkul değerlendirme masrafı, doğal afet ve iş yeri sigortası gibi sigorta masrafları ve tapu harçları gibi firmalara ilave masraf ve mali yükleri de getirmektedir.

Bankaların teminata almalarında en önemli neden verilen kredinin vadesinde ödenmeme riskini karşın bankanın kendini güvence altına alacak bir değeri rehin olarak bünyesinde tutmak istemesidir. Bankalarda kredi politikalarında ortak olarak kabul edilen ve teamül haline gelen kredi tahsis politikaları da bu duruma neden olmaktadır. Örneğin orta ve uzun vadeli sabit kıymet yatırımlarına yönelik kredi taleplerinde bankalar uzun dönemin getirdiği risk ve belirsizlik şartlarına karşın ağırlıklı maddi teminat ile ancak olumlu yanıt verebilmektedir. Ülke ekonomisinde istikrarsızlık endişesi veya senaryolarının olduğu ekonomik ortamlarda hiçbir finans kuruluşu orta ve uzun vade de piyasa ve ülke riskinin getireceği sonuçları almak istemez.

Teamüller de önemli yargı ve davranış kalıpları oluşturmaktadır. İpotekli kredilerin mutlaka tahsil ile sonuçlanarak kredi riskinin kapanacağı yönündeki tecrübe ile aktarılan bankacılık bilgi setleri de kredi karar vericilerini riskten kaçarak daha sağlam koşullar ile yaklaşmasını sağlamaktadır. Batık veya takipteki krediler kredinin pazarlamasından tahsis sürecine kadar tüm aşamasındaki insanlar için sorgulama konusu olacağı için temkinli davranma ilkesi öne çıkmaktadır. Diğer bir oto kontrol mekanizması da kredi yetkileri ve kredi açma organlarının belirlenirken kefalet veya teminatsız kredilerin daha zorlaştırılması ve uzun bir değerlendirme işlemine tabi tutulması gibi doğal engel ve süzgeçler de bu akışın önündeki önemli bir engeldir. Müşteri içinde teminat vermek ve rehinli bir varlığın bankaya devredilmesi ödeme niyet ve isteği noktasında daha yüksek bir baskı oluşturduğu da muhakkaktır. Bireyler öncelikle teminat verdiği gayrimenkulün serbest kalması için teminat verdiği banka veya kuruluşlara olan borçlarını kapatmak yoluna gitmektedir. Bankalarda sorunlu krediler sürecinde bu yaklaşımı ve firma sahiplerinin davranış şeklini gördükçe bu konuda karar almayı tecrübe etmiş oluyor. Küçük ve Orta Ölçekli firmaların ağırlıklı aile firması olarak, sınırlı bir sermaye ve küçük bir aktif büyüklüğü ile faaliyet göstermesi de BASELL düzenleme ve değerlendirme kriterlerinin de etkisiyle riski



grup olarak tanımlanmalarını kolay hale getirmektedir (Ekşi & Yetgin, 2017:495). Aile şirketlerinin varlığı bu anlamda hem avantaj hem de belirli yönetsel yaklaşımlar açısından da ciddi riskler taşımaktadır. Aile şirketleri doğru dizayn edilip ve üyelerin iş bölümünü doğru şekilde yaptığı durumlarda çok başarılı sonuçlar ve büyüyen KOBİ performansları görülebilmektedir.

Türkiye’de bankaların teminat bankacılığı yaptığı ve tüzel kişiliklerin yalnız başına bir teminat taşıması gerektiği eleştirisi ilk bakışta haklı görülse de yalnız başlarına ya da yanlı yaklaşım olarak değerlendirilebilir. Kredilerin takibe dönüşümü sektörün en önemli performans ölçütlerinden birisi olarak banka kredi yönetimlerinin belirli politika ve stratejiler oluşturmasını zorunlu kılmaktadır. Bankacılık düzenleme kurul ve uygulamalarının 2001 krizinden sonra çok sıkı bir şekilde uygulanması ve yaşanacak bir bozulma sonrası banka üzerinde ciddi bir baskı ve murakabe sürecinin başlatılması endişesi ile bankalar yüksek sermaye yeterliliği ve muhafazakâr kredi tahsis politikaları gütmeyi tercih etmektedir. Bu açıdan ülkemiz bankacılık sektörü Avrupa bankalarına nazaran daha sağlam sermaye oranları ve denetleme sistemi ile faaliyet gösterdiğini söylemek doğru olacaktır.

#### **3.4.4. KOBİ’lerin Sermaye Piyasası Ürünlerinden Faydalanamaması**

KOBİ’lerin ağırlıklı olarak kısa vadeli bankacılık sektörüne ait ürünleri kullandığı görülmektedir. Daha sonra diğer finans kuruluşları kapsamında finansal kiralama ve faktöring şirketlerinden faydalandığı görülmektedir. Leasing şirketleri finansal kiralama yöntemiyle çalıştıkları için işletmelerin sabit kıymetlerini kendi aktiflerinde tutarak kiralama yöntemiyle çalışmakta bu durumda zaten kendi aktiflerinde bulunan makine ve ekipmanların ilave teminat isteme koşulunu azaltmasına neden olmaktadır. KOBİ’ler leasing şirketlerinin hem teminat hem de uzun vade seçeneği için çokça tercih ettikleri bir finans modeli haline getirmektedir. Finansal kiralamanın KDV avantajı getirmesi, icra veya haciz takibine uğramaması ve belirli bir peşinat düzeyi ile maddi teminat istenmeden fonlanması nedeniyle bu anlamda sabit kıymet yatırımlarında tercih edilen bir yöntem olarak kabul edilmektedir.

Faktöring firmaları ise firmaların yurt içinden ve yurt dışından olan vadeli alacaklarını iskonto etmek suretiyle işletmelerin kısa vadeli işletme sermayesi ihtiyacını gidermektedir. Alacakların iskonto ettirilmesi suretiyle finansman oluşturmak hem yüksek maliyetli hem de finans piyasalarında muteber görülmeyen bir teknik olarak algılanmaktadır. Özellikle belirli faktöring firmalarının yüksek oranlar ile şirketin ticaretten aldığı kârlılık oranın çok üzerinde bir finans maliyetiyle çek veya senedi kırdırmak suretiyle nakde dönmesi şirketler için kısa vadede nakit ihtiyacının giderilmesi anlamı taşısa da orta vadede firmanın mali yapısında olumsuz bir yapının oluşması için zemin hazırlayacaktır.

Şirketlerin KOBİ ölçeğinde uzun vadeli sermaye piyasalarından kaynak temini ise daha karmaşık ve yoğun bürokrasi gereken bir yöntem olarak çok tercih edilmeyen bir yaklaşımı işaret etmektedir. Aile şirketi şeklindeki yapılarda halka arz edilmek suretiyle sermayelerinin üçüncü şahıslar ile paylaşılması yönetimin kaybedilmesi, karın paylaşılması ve yoğun denetim süreçlerine tabi tutulması algısıyla imtina etmelerine neden olmaktadır (Erkumay , 2000:11-12). Küçük işletmelerin sahiplik duygusu ve halka açılmanın riskleri algısı nedeniyle temkinli bir şekilde davranmalarına neden olabilmektedir. KOBİ'lerin hisse senedi ihracı yoluyla kaynak temini hem vade hem maliyet açısından tercih edilebilir ve uygun bir kaynak olduğu muhakkaktır. Buna karşın halka arz edilme aşamasında talep toplayan veya alıcı durumundaki fon sahipleri tercih etmek noktasında isteksiz ve şüpheli davranabilmektedir. Riskli bir müşteri grubu gözüyle sahip oldukları fonları daha büyük ölçekli ve ulusal firmalara yönlendirmeyi tercih edebilmektedirler.

Menkul kıymet ihracı ile borçlanma metodu ise sınırlı ve tercih edilmeyen bir finansman yoludur. Sermaye Piyasası Kurulu tarafından halka açık veya açık olmayan şirketlerin sermayelerinin belirli bir oranda tahvil veya borçlanma senedi ihraç etmek suretiyle kaynak sağlayabilme fırsatı verilmektedir. Küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin yetersiz sermaye yapılarının sorununun temel kaynağı olduğu dikkate alınırca bu düşük sermaye oranına göre tahsis ve menkul kıymet ihraç etmekte firmalar için yetersiz olduğu görülecektir. Tahvilin tutarı yetersiz olduğu için karşılaşılan kaynak oranı da firmanın ihtiyaç duyduğu fon düzeyini karşılayamayacaktır. Firmalar tahvil ihraç edebilse dahi riskli görüldükleri için tasarruf sahipleri tarafından tercih edilen ve rağbet gösterilen bir müşteri grubu olarak algılanmamaktadır. İhraç edilen

tahvillere rağbet görülmediği gibi kupon ve anapara ödemeleri için alıcılar garantör banka talep edebilmekte ve bankalar da bu ölçekte bir riski ölçmek ve üstlenerek garantör olmanın maliyetinden kaçmaktadır.

Şirketlerin küçük bir büyüklüğe sahip olması halka arz veya tahvil ihracı gibi yüksek maliyetler gerektiren finansman metotlarının tercihini zor kılmaktadır. Ayrıca bu tür firmaların hem bireysel hem kurumsal yatırımcılar tarafından yetersiz veya riskli görülmesi nedeniyle borçlanma ve hisse satış taleplerine yetersiz talep ile karşılık gelebilmektedir. Küçük işletmelerin faaliyet döngüleri nedeniyle kayıt altına alınmayan işlem büyüklükleri de bulunduğu mevcut muhasebe sistemi ile birlikte mevcut mali görünüş yatırımcıların karar vermesine yardımcı olarak bir büyüklük ve görünüşten uzak olabilmektedir.

Sermaye piyasalarından temin edilecek fonların şirketlerin ve firma sahiplerinin tüm bilgileri ve gelişmeleri şeffaf bir şekilde kamu ile paylaşmaları ve bilgilendirme zorunluluğu taşımasıdır. Yatırımcılar ve denetimciler açısından zaruri bir durum olan bu özellik şirket sahiplerini belirli açılardan rahatsız edebilmekte ve sürekli denetim veya hesap verme zorunluluğu tehdit olarak algılanabilmektedir (Soydemir, 2012:14-15). Şirketleri belirli faaliyetlerinin kayıt ve kontrol dışı kalması isteğini taşıdığından bu şekilde sürekli ve cezai şartlar taşıyan bir denetim sisteminde bilgilendirme zorunluluğu şirketler için caydırıcı bir unsur olarak dikkat çekmektedir.

**Tablo 17: Türkiye’de Şirketlerin Halka Arz Edilmeme Gerekçeleri**

	Verilen Öne Göre			
	1	2	3	İlk Üç(%)
İhtiyaç Duyulmaması	1110	64	27	40,9
Kar Dağıtım Zorunluluğu	32	187	84	10,3
Karar Alma Güçlüğü	41	281	188	17,4
Kanuna Tabi Olma	18	68	106	6,5
Maliyetle Olması	10	62	116	6,4
Şirketin Kontrolünün Kaybı	79	130	135	11,7
Borsada Hisse Fiyatının Gerçeği Yansıtması	29	64	108	6,8

Kaynak: (Soydemir, Kobilerin Finansmanında Borsalar, 2012:10)

Yukarıdaki tablo asıl kaygıların sistematik olarak görülmesine imkân sağlamaktadır. Şirketler öncelikle metoda olan yetersiz bilgi ve farkındalık nedeniyle öncelikle ihtiyaç

duymamaktadırlar. Daha kolay ve kabul görmüş finans sistemi olan bankacılık sistemi pratik ve anlaşılabilir yöntem olarak gelmektedir. Karın dağıtılması ise diğer önemli çekince olarak dikkat çekmektedir. Firma sahipleri ve ortaklar sahip oldukları şirketin karını paylaşmak istememektedir. Kâr paylaşımı yerine doğrudan borçlanmak yoluyla kaynak temin etmek daha rasyonel gelmektedir. Karın paylaşımı hissedarlar için var oluş amacının dışına çıkılarak şirketin yönetiminin ve sahipliğinin sorgulanması anlamını taşımaktadır. Kamu denetimi ve bilgilendirmesine giren şirketler karar alma mekanizmalarında sıkı kurallara bağlı olarak hareket etmek zorunda kalacağından şirket yönetimin sınırlandırmaktadır. Firma ortakları ise her koşulda mali ve yönetim sınırlamasını rahatsız edici bir yaklaşım olarak gördüklerinden bu şekilde bir borçlanma yolunu ilk aşamada tercih sebebi olarak görmemektedirler.

KOBİ'lerin sermaye piyasası ürünlerinden faydalanması için karmaşık ve detaylı sermaye piyasası ürünleri hakkında firma sahiplerinin ve girişimcilerin bilgilendirilmesi gereklidir. (Şamiloğlu & Uygun, 2000:3) Firma sahiplerinin bu konuda bilgilendirilerek başvuru süreçlerinin nasıl ne şekilde ve hangi avantajlarının olduğunu doğru bir şekilde öğretilmesi gereklidir. Firmalar genellikle kısa ve pratik olan yolu tercih etme eğilimindedir. Banka kredilerinin en yüksek payı almasında yaygın bilgilendirme ve kısa sonuç almak en önemli etkidir. Firma sahiplerinin sermaye şeklinde orta ve uzun vadeli kaynak sağlayabilmesi, şeffaf ve bilgilendirmenin kaygılarından sıyrılması önem arz etmektedir.

### **3.4.5. KOBİ'lerin Yönetim Sorunları**

KOBİ'lerin yönetimi hem finansal hem de faaliyet süreçlerinin başarısını belirlemesi açısından bir kılavuz gibidir. Yeni kurulan ve kuruluş yıllarında tutunma mücadelesi veren firmaların ana odaklanması üretim ve pazarlama şeklinde olmaktadır. Küçük organizasyon yapılarında patron veya işletme sahibi birçok fonksiyonu üzerinde topladığından işletmenin tüm fonksiyonlarını kendisini yerine getirmeye çalışmaktadır. En iyi bildiği üretim ve satış süreçlerinde belirli bir aşama kaydedildiği zaman ise şirketin gelişimi için kendisinin de yeterli olduğu kanaati yaygınlık kazanmaya başlamaktadır. Firma yönetiminde üretim sürecinin oturması ve müşteri tutundurma aşamalarının tamamlanmasının şirketin geleceği için yeterli olmayacağını kavraması önemli bir yönetici algısı olacaktır. Piyasada faaliyet gösteren birçok

işletme finans yönetiminin firma sahibi tarafından yapılması gereken tali bir iş olarak görülmektedir. Finans yönetiminin basit algılanması ve gereken önemin gösterilmemesi dolayısıyla firma hissedarlarının bu konuda gereken farkındalık ve bilgi birikimine sahip olmaması ile birlikte finansal riskler şirketlerin üzerinde ciddi tehdit olarak algılanmaktadır. Bir firma sahibinin finans yönetimi konusunda öncelikle kendisinin temel finans mantığı ve yönetimi konusunda geliştirmesi ve gereken bilgilendirmeye sahip olması gerekir. Finans matematiği bir firmanın borçlanması kadar vadeli alacaklarının fiyatlanması maliyet ve birim satış fiyatının belirlenmesine kadar geniş bir hesap silsilesinde önemli bir bilgidir. Firmanın hangi aktifini veya nakit kıymetlerini ne şekilde kullanacağı, borçlanmanın veya kredi kullanmanın optimum vade seçimine kadar tüm tercihler firmanın başarısını dolayısıyla gücünü ve sağlamlığını doğrudan etkilemektedir. Firmaların kuruluş aşamasından sonra yaşadıkları büyüme ve gelişim süreçlerindeki değişimleri doğru okuması ve doğru kararlar ile dinamizm içerisinde şirketin yapısında değişim ve gelişimin önünü sürekli olarak açık tutması gerekmektedir (Özgener, 2003:145). Büyüme hedefi, birçok işletme ve girişimci için temel gaye olarak görülmektedir. Girişimciler bir an önce şirketin belirli büyüklüğe ulaşarak güçlü ve sağlam bir görünüme kavuşacağını tahayyül ederler. Büyümenin sağlıklı bir şekilde gerçekleşmesi için nicel büyüklüklerin ve aktif değerlerin artması kadar ölçülemeyen nicel değerlerinde sürekli bir gelişim göstermesi ve kendini yenilemesi muhakkak gereken bir husustur. ,

Planlama eksikliği KOBİ yöneticilerinin en çok karşılaştıkları eksiklik ve yönetsel noksanlık olarak dikkat çekmektedir. Günlük ve kısa vadeli aksiyonlara odaklanmaktan kaynaklı olarak işletme yöneticileri mevcut iş akışının içerisinde vizyon sahibi bir bakış açısına ulaşmadan akıntı içerisinde devam etmektedir. Bu geleceğe yönelik farkındalık olmadan plansız yönetim yaklaşımı doğacak tehdit ve risklere karşı savunmasız bir yapının da varlığına işaret etmektedir. Planlamak firmanın önündeki dönemlere ilişkin doğabilecek fırsatları ve karşılaşılabilecek tehditler karşısında nasıl bir aksiyon ve tutum içerisinde olacağını gösterecek davranış modelini ifade eder. Tehdit doğmadan önlemini almak ve bu öngörü içerisinde olmak büyüme aşamasında bir işletme için yöneticinin sahip olabileceği önemli meziyetlerden birisi olacaktır. Belirli bir büyüklüğe ulaşmadan organizasyonun ihtiyaçlarını ve alt yapı eksikliğini görerek buna uygun hamleler yapmak şirketin asıl enerji ve kaynaklarını doğru hedeflere yönlendirmesine olanak verecek ve güçlü kılacaktır. Örneğin belirli

bir büyüklüğe kadar finans departmanı veya uzmanı gerektirmeyen bir işletmenin belirli bir hacim ve aktif büyüklükten sonra finansının hem veri hem de yönetim anlamında ayrı bir birim tarafından takibinin zorunlu olduğunu görerek belirli bir zaman önceden bu planlamaya uygun alt yapının hazırlık sürecinin başlatılmış olması gerekli görülmelidir.

İnsan kaynağına yatırım küçük ve orta ölçekli işletmelerde en çok ihmal edilen alanlardan birisi olarak dikkat çekmektedir. Aile şirketi hüviyetine sahip bu organizasyonlar mevcut ortakların birçok fonksiyonunu gerçekleştirecek güce ve bilgiye sahip olduğunu düşünerek profesyonel yönetici ve çalışan tercihlerini zorunda kalmadıkça tercih etmemekte ve ihtiyaç olmadıklarını düşünmektedirler. Ağırlıklı olarak alaylı diye tabir edilen ilgili iş kolunun çıraklığından yükselerek gelen bu işletmelerde uzmanlık ve belirli eğitim düzeyine sahip insanların organizasyonun kalitesini ve gücünü artıracığına olan inanç kolay kurulmamaktadır. Organizasyon ve çalışan kalitesinin sağlanması yöneticinin becerisi ve performansı olarak dikkat çekmektedir. İnsan kaynağına yapılan yatırım giderleri artıran işletme giderleri gibi bir yaklaşım şirketi ileride daha büyük maliyetlere katlanacağına habercisidir. Rekabet avantajını sağlamak için tüm firmalar benzer bir makine ve üretim hattını kurmak noktasında eşit ve yakın şartlarda iken organizasyon ve insan kaynağının kalitesi yönetsel bir beceri ve planlama gerektiğinden rekabet avantajı ve şirketlerin farklılaşması için önemli bir etken olarak kabul edilmektedir. Çalışanların eğitim ihtiyacının sürekli bir gereklilik olarak desteklenmesi ve geliştirilmesi için zorunlu bir planlamanın gerektiği bilinci kazandırılmalıdır. Eğitim ve gelişim katkıları sanki sadece kurumsal firmaların ihtiyaç duyduğu bir gider gibi yaklaşılan ve KOBİ yöneticilerinin gereksiz bir gider ve alternatif bir maliyet yaklaşımı sergiledikleri eğitim harcamalarından kaçma temayülü görülmektedir. Halbuki eğitim, çalışanların nicelik olarak yukarı taşıdıkça firmanın kalitesi ve becerilerini de rakipleri karşısında yukarı taşıyan bir değer oluşturacaktır. (Atay O. , 2013:4-5) İşbaşı eğitimleri ve teorik eğitimlerin birlikte desteklenmesi gereklidir. Eğitim için profesyonel bir yaklaşım sergilenmesi zamanın ve doğru olarak kurgulanması eğitimin başarısını doğrudan etkilemektedir. Eğitim küçük ve orta ölçekli işletmelerin bütçe ve zaman olarak en az yatırım yaptıkları ve odaklandıkları ilgi alanı olarak söylenebilir.

Organizasyonların küçük olması ve bütçenin ağırlıklı işletme sermayesi harcamaları için ayrılması nedeniyle ikincil veya acil olmayan harcama kalemi olarak düşünülmektedir. Genellikle usta çırak gelişimine odaklanılmakta iş başı eğitimine inanılmaktadır.

### **3.5. Türkiye’de KOBİ’lere Sağlanan Teşvik ve Destekler**

#### **3.5.1. Kamu Teşvik Programları**

KOBİ’lerin gelişimi ve desteklenmesi amacıyla doğrudan ve dolaylı birçok kamu kuruluşunun destek ve gelişim programları mevcuttur. Programların ve teşviklerin farklı ihtisas konuları ve uzmanlık gerektiği için kurumların ayrı ve özellikle programlar geliştirmesi tabi bir durumdur.

*İŞKUR (Türkiye İş Kurumu)*; 1936 yılında çıkarılan İş Kanunu ile hizmete başlayan kurum, ülkenin genel istihdam politikaları ve stratejilerinin yerine getirilmesinde etkin rol almaktadır. İşsizliğin azaltılması, mevcut iş gücünün korunması ve mesleki niteliklerin artırılması gibi genel amaçları bulunan kurumun aynı zamanda KOBİ’lere yönelik girişimcilik programları bulunmaktadır. İşsiz nüfusun üretime katılması amacıyla kendi işlerini kurmasına destek sağlamak amacıyla KOSGEB ile ortak gelişim ve destek programı düzenlenmiştir. Programa katılan kişilere girişimcilik becerilerinin kazandırılması, iş fikri geliştirme imkânı tanınması ve iş planı hazırlanması için özel bir eğitim programı uygulanmaktadır.

*TÜBİTAK Destekleri*; Kurum ülke ekonomisinde yapılan araştırma-geliştirme harcama ve yatırımlarının, ağırlıklı büyük ölçekli kurumlar tarafından yerine getirilmesine karşın KOBİ firmalarının bu alanda gereken bilgi ve tecrübe birikiminin yetersiz olduğu görüşü hakimdir. Bu eksikliğin giderilmesi, teknolojik ve yenilik kapasitelerinin artırılması amacıyla kurum tarafından Teknoloji ve Yenilik Destek Programları Başkanlığı kurulmuştur. Başkanlığın uygulamaya aldığı programları;

- Sanayi Ar-Ge Projeleri Destekleme Programı; Program, firma düzeyinde katma değer yaratan kuruluşların (Ar-Ge) çalışmalarını teşvik etmek ve bu yolla Türk sanayisinin Ar-Ge yeteneğinin yükseltilmesine katkıda bulunmak üzere oluşturulmuştur. Bu program sanayi kuruluşlarının ar-ge harcamalarının % 60'ına yakını hibe şeklinde destek vermektedir. Programın sanayide yenilik ve geliştirme katkısı temel amaç olarak dikkat çekmektedir. Yeni bir ürünün üretilmesi veya geliştirilmesi, üretim maliyetlerinin düşürecek ve azaltacak yeni imalat tekniklerinin geliştirilmesi ve mevcut bir ürünün geliştirilerek iyileştirilmesi hedeflenmektedir.
- KOBİ Ar-Ge Başlangıç Destek Programı; KOBİ'lerin uluslararası pazarlarda rekabet gücünün artırılması ve katma değerli üretim yapabilmesi için yeni ürün ve üretim tekniği ile üretim yapmasına olanak verecek araştırma ve geliştirme harcamalarına destek verilmektedir. Bu destek kapsamında KOBİ tanımına giren firmaların ilk iki projesinin desteklenmesi amaçlanmıştır.
- Uluslararası Sanayi Ar-Ge Projeleri Destekleme Programı; şirketlerin uluslararası pazarlardaki rekabet gücünün artırılması için teknoloji transferinin desteklenmesi ve teknoloji yatırımların desteklendiği program türüdür.

*Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV) Destekleri:* Vakıf statüsünde faaliyet gösteren kuruluşun amacı işletmelerin uluslararası piyasalarda rekabet ve faaliyet gösterecek teknoloji alt yapıya sahip olabilmesi için geliştirme çaba ve harcamalarının desteklenmesini içermektedir. Destekten faydalanmak için sanayi ve bilgisayar/yazılım firmaları faydalanmakta olup, hangi faaliyetlerin destek kapsamında olduğu programların detayında açıklanmaktadır. Azami iki yıllık ve toplamda 1 milyon USD'lık bir destek sınırı olan bu desteğin geri ödemesi faizsiz şekilde gerçekleşmektedir. Araştırma ve geliştirmeye dayalı teknolojik yenilik gerektiren üretim süreçlerinde kullanılacak ve ekonomik katma değer sağlayabilecek projelere yönelik destek verilmektedir. Teknoloji Geliştirme Projeleri Desteği, Ticarileştirme Projeleri Desteği, İleri Teknoloji Projeleri Desteği, Çevre Teknolojileri Desteği, Enerji Verimliliği Desteği ve Yenilenebilir Enerji Desteği şeklinde farklılaştırılmış ve çeşitlendirilmiş alt destek programları bulunmaktadır. Her



programın başvuru şartları, içeriği ve destek programını destek konusu projenin büyüklüğü ve kapsamına göre çeşitlenmektedir.

*Sanayi ve Ticaret Odaları:* KOBİ'lerin gelişimine yönelik stratejik eylem planlarında her ilin ticaret ve sanayi odası ile özgü geliştirme ve kalkınma planlaması desteği vermektedir. Odalar firmaların bölgeye özgü ihtiyaçları ve desteklenmesi gereken hususları farklılaştığı için özgün bir destek modeli olarak önemli işlevler üstlenmişlerdir. Odalar kendi içerisinde de sanayi dallarına, sektör ve meslek gruplarına göre ihtisaslaşarak önemli bir uzmanlaşma sağlamaktadır. Uzmanlık gerektiren ve ilgili sektörün uzman yöneticilerinden kurulan mesleki komisyonlar ilgili sektörün firma ve işletme sahiplerine tutarlı ve tecrübe edilmiş bilgilerini ve birikimlerini rahatlıkla aktarabilmektedir. Özellikle mesleki eğitimler tecrübe ve köklü geçmişe sahip gerçek tacir ve sanayi firmaların faaliyet sürecinde karşı karşıya kaldıkları sorunları ve çözüm metotlarını aktarabilmektedir. Dış ticaret ve ihracat gibi özel destek gereken alanlarda yeni Pazar ve müşteri kazanımının yolları, ihracatın teknik güçlerinin ortadan kaldırılması ve dış Pazar risklerini yönetilmesi gibi özel ticari konularda önemli destekler verilebilmektedir. Girişimcilerin teorik bilgilendirme kadar örnek işletme modellerinin etkisi ve yönlendirmesi daha etkili olabilmektedir.

Ticaret odaları sahip oldukları yaygın üye grubu ve etki alanı ile ticari banka ve finans kuruluşları ile KOBİ'lere özel kredi paketleri ve anlaşmaları yapılmaktadır. Küçük işletmeler özellikle krediye ulaşmakta yaşadıkları zorluklara ilave olarak yüksek maliyetli ve ilave masraflara maruz kalabilmektedir. Anlaşma yapılan kredi kampanya ve paketleri işletmelere eşit şartlarda kredi olanağına ulaşmak fırsatı sağlamaktadır. Gerek kredilerin maliyetleri gerek özel vade seçenekleri ile işletmelere kendi başlarına ulaşamayacakları özel fırsatları sunabilmektedir.

### **3.5.2. Kredi Garanti Fonu**

Küçük ve Orta büyüklükteki işletmelerin finansman problemlerinde en çok üzerinde durulan hususlardan birisi bankaların bu ölçekteki firmalara kredi imkanlarına ulaşmakta yaşattığı engellerdir. Devlet bu sorunun çözümü için finans ve fon kaynağına sahip bankalara firma lehine garantör olmak suretiyle kolay kredi almak

fırsatını sunmayı hedeflemiştir. Özellikle bankaların istediği teminatlara sahip olmayan işletmelerin sahip oldukları işletme rehini, makine rehini ve üzerinde rehin bulunan taşınmazlar üzerinde iki veya üzeri derecede rehin almak suretiyle teminat oluşturabilmektedir.

1993 yılında kurulan kurum bu tarihten itibaren belirli bir amacın etrafında etkisini ve etkinliğini artırmaya devam etmiştir. Ticari bankalar kullandıkları kredilerin teminatına kefil bir kamu kuruluşunun varlığı önemli bir etki yapmış ve kredi garanti fonu teminatlının büyüklüğü ciddi tutarlara yükselmiştir. Özellikle kriz ve ekonomik sıkıntı yaşanan dönemlerde kredi iştahı ve isteği azalan finans sektörünü teşvik etmek için önemli bir araç olarak kullanılmaktadır. Son dönemlerde Hazine tarafından hacmi ve kefalet tutarı desteklenen kurum finans piyasalarında önemli bir kurum olarak faaliyet göstermektedir.

Kredi Garanti Fonu teminatı ile verilen kredilerin maliyetleri daha ucuz ve vadeleri daha uzun olduğu için teminat katkısı kadar kredinin yapısı açısından da küçük işletmeler için önemli destek unsuru olabilmektedir. Programa başvurmak ve sonuçlandırmak yalın ve kısa bir süreç aldığı için işletmeler tarafından da çok yoğun talep ve tercih edilen bir kurum haline gelmiştir. Tüm ticari bankaların protokolü bulunduğu için herhangi bir ticari banka şubesinden de kolaylıkla başvuru yapılabilmektedir. Teminat konusunda en büyük problem yaşayan ihracatçı KOBİ'lerin bu imkândan faydalanması ayrıca önemli bir husustur. İhracatçı firmaların bankaların en çok tercih ettiği ve kullandığı vadeli ticari alacaklarının karşılığında temin ettikleri müşteri çek ve senetleri olmadığı için ayrıca teminat noksanlığı yaşamaktadır. Yurt dışı alacakların teminat niteliği taşıyan bir aktife dönüşmemesi nedeniyle sadece kefalet ile kredi kullanmak gayesindedir. Kredi Garanti Fonu ile desteklenen ihracatçı daha çok ihracat yapmak suretiyle döviz kazandırıcı faaliyetlerini ve ekonomik faaliyetlerini artırabilmektedir. İhracat ülkenin döviz ihtiyacı, cari açığı ve milli gelirin artırılması için önemli faktör değer olduğu için ihracat potansiyeli taşıyan firmaların işletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanması önemli teşvik konusudur.

### 3.5.3. KOSGEB (Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme Başkanlığı) KOBİ Teşvikleri

KOSGEB'in tanımı 1990 yılında yürürlüğe giren kanun içeriğinde; *“Ülkenin ekonomik ve sosyal ihtiyaçlarının karşılanmasında küçük ve orta ölçekli işletmelerin payını ve etkinliğini artırmak, rekabet güçlerini ve düzeylerini yükseltmek, sanayide entegrasyonu ekonomik gelişmelere uygun biçimde gerçekleştirmek amacıyla, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı kurulmuştur. Kuruluşun kısa adı KOSGEB'dir.”* Özetle KOBİ'lerin desteklenmesi amacıyla kamu tarafından kurulmuş bir organizasyondur.

KOBİ'lere destek amacıyla kuruluş çok sayıda destek programı geliştirmiş ve şirketlerin hizmetine sunmuştur. Sunulan desteklere baktığımızda çok çeşitlilik gösterdiği bilgi, danışmanlık ve finansal bilgilendirme dahil birçok konuda fayda ve destek sağladığı görülmektedir. Kurum tarafından aşağıda belirtilen destek programları yürütülmektedir (Ersan, 2012:9-127):

- KOBİ Proje Destek Programı; KOBİ'lere ilişkin ulusal politikalarda ve KOBİ'lerin ihtiyaçlarındaki değişim göz önünde bulundurularak KOBİGEL-KOBİ Gelişim Destek Programı yürürlüğe alınmıştır. Bu program kapsamında KOBİ'ler, KOSGEB tarafından belirlenen önceliklere göre hazırladıkları projeleri Proje Teklif Çağrısı dönemlerinde sunabilmektedir. KOBİGEL-KOBİ Gelişim Destek Programı Proje Teklif Çağrılarında, "Destekler/KOBİGEL Destek Programı" menüsünden erişilebilirsiniz.
- İş birliği- Güç birliği Destek Programı; KOBİ'lerin iş birliği-güçbirliği anlayışıyla bir araya gelerek; ortak tedarik, ortak tasarım, ortak pazarlama, ortak laboratuvar, ortak imalat, ortak hizmet sunumu ve benzeri konular ile Orta-Yüksek ve Yüksek Teknoloji alanlarında hazırlayacakları ortak imalata yönelik iş birliği-güçbirliği projelerinin desteklenmesi amaçlanmaktadır.
- Girişimcilik Destek Programı; ekonomik kalkınma ve istihdam sorunlarının çözümünün temel faktörü olan girişimciliğin desteklenmesi, yaygınlaştırılması ve başarılı işletmelerin kurulmasını sağlamaktır. Girişimci Desteğine; bu

Program kapsamında Uygulamalı Girişimcilik Eğitimini tamamlayan girişimcilerin kurdukları işletmeler ile İŞGEM’de yer alan İşletmeler (sahip veya ortaklarının Uygulamalı Girişimcilik Eğitimine katılım şartı aranmaksızın)

- Genel Destek Programı; Proje hazırlama kapasitesi düşük KOBİ’lerin de mevcut KOSGEB desteklerinden faydalanması, KOBİ’lerin kaliteli ve verimli mal/hizmet üretmelerinin sağlanması, KOBİ’lerin rekabet güçlerini ve düzeylerini yükseltmek amacıyla genel işletme geliştirme faaliyetlerinin teşvik edilmesi, KOBİ’lerin yurt içi ve yurt dışı pazar paylarını artırmak amacıyla tanıtım ve pazarlama faaliyetlerinin geliştirilmesi, amacıyla işletmelerin desteklenmesidir.
- Araştırma- Geliştirme, İnovasyon ve Endüstriyel Uygulama; Ar-Ge ve İnovasyon Programının amacı; bilim ve teknolojiye dayalı yeni fikir ve buluşlara sahip küçük ve orta ölçekli işletmeler ile girişimcilerin geliştirilmesi, yeni ürün, yeni süreç, bilgi ve/veya hizmet üretilmesi konularında yürütülen projelerin KOSGEB tarafından desteklenmesidir.
- KOBİGEL-Destek Programı; Ülkenin ulusal ve uluslararası hedefleri doğrultusunda, küçük ve orta ölçekli işletmelerin, ekonomideki paylarının ve etkinliklerinin artırılması, KOBİ’lerin rekabet güçlerinin ve sağladıkları katma değerini yükseltilmesi, amacıyla hazırlayacakları projelerin desteklenmesidir.
- Tematik Proje Destek Programı; KOBİ’lere ilişkin ulusal politikalarda ve KOBİ’lerin ihtiyaçlarındaki değişim göz önünde bulundurularak KOBİGEL-KOBİ Gelişim Destek Programı yürürlüğe alınmıştır. Bu program kapsamında KOBİ’ler, KOSGEB tarafından belirlenen önceliklere göre hazırladıkları projeleri Proje Teklif Çağrısı dönemlerinde sunabilmektedir. KOBİGEL-KOBİ Gelişim Destek Programı Proje Teklif Çağrılarında, “Destekler / KOBİGEL Programı” menüsünden erişebilirsiniz.

- Gelişen İşletmeler Piyasası KOBİ Destek Programı; Gelişen İşletmeler Piyasası KOBİ Destek Programı” ile gelişme ve büyüme potansiyeline sahip küçük ve orta ölçekli işletmelerin; Borsa İstanbul (BIST) Gelişen İşletmeler Piyasası’nda işlem görmesinin sağlanması, Sermaye piyasalarından fon temin edilmesine imkan sağlanması Program kapsamında, KOBİ’lerin paylarının Gelişen İşletmeler Piyasası’nda(GİP) işlem görmek üzere halka açılma sürecinde; Piyasa danışmanı danışmanlık hizmet bedeli, Bağımsız denetim hizmeti bedeli, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kurul kaydına alma ücreti, Borsa İstanbul (BIST) Listesine kabul ücreti, Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) masrafı, Aracı kuruluşa ödenecek aracılık komisyonu, KOSGEB tarafından geri ödemesiz destek olarak söz konusu maliyetler KOSGEB tarafından karşılanacaktır.
- KOBİ Teknoloji Ürün Yatırım Destek Programı; Öncelikli teknoloji alanlarında yer alan Ar-Ge ve yenilik faaliyetleri sonucu ortaya çıkan yeni ürün/ürünleri ticarileştirmek, ülke ekonomisine katma değer oluşturmak, uluslararası pazarlarda yer alarak teknolojik ürün ihracatını artırmak için işletmelerin yapacakları teknolojik ürün yatırımlarının desteklenmesidir. İdare Başkanlığınca belirlenen; KOBİ Teknoyatırım Destek Programı Öncelikli Teknoloji Alanları Tablosunda belirlenen alanlarda yer alan; KOSGEB ve diğer kamu kurum ve kuruluşları, kanunla kurulan vakıflar veya uluslararası fonlar tarafından desteklenen ar-ge ve yenilik projeleri sonucunda ortaya çıkan, Yurtdışı teknoloji bölgeleri/araştırma merkezleri/enstitüler/bilim parkları/kuluçka merkezleri/hızlandırıcılarda ar-ge ve yenilik projeleri sonucunda ortaya çıkan, Yurt içi teknoloji geliştirme bölgelerinde yer alan işletmelerin, bölgede sonuçlandırdıkları ar-ge ve yenilik projeleri sonucunda ortaya çıkan, Kamu araştırma enstitülerinde/merkezlerinde ar-ge faaliyetleri sonucunda ortaya çıkan, Patent belgesi ile koruma altına alınan, Doktora çalışması neticesinde ortaya çıkan, Teknolojik Ürün (TÜR) Deneyim belgesi alan, prototip çalışması tamamlanmış teknolojik ürün sahipleri veya kullanım hakkını sözleşme ile hak sahibinden devralmış işletmeler yararlanır.

KOSGEB ihtisas kuruluş olarak danışmanlık, eğitim ve mali destekler ile KOBİ'lerin desteğini ve teşvikini doğrudan sağlayabilmektedir. Kurum geniş iletişim ve ulaşım ağı ile ayrıca anlaşmalı bankalar ile çok rahatlıkla firmaların ve girişimcilerin ihtiyaçlarını alabilmekte, çözüm getirebilmektedir. Kurum hantal ve bürokratik bir iş akışı yerine piyasa ve ekonomik sistemin dinamizmine uygun olarak müşteri ve çözüm odaklı bir felsefe ile faaliyet gösterebilmektedir

### **3.6. Girişim Sermayesi Fonlarının KOBİ'lere Sağlayacağı Faydalar**

Girişim Sermayesi finansman tekniği olarak KOBİ'lere sağlayacağı faydalar ve avantajları temel ana başlıklar halinde özetleyebiliriz. Özellikle küçük işletmelerin finansman ihtiyacına olan bağımlılığı ve geleneksel finansman ürünlerinin ciddi uyumsuzluk ve sakıncalar taşıdığını daha önceki bölümlerde detaylı olarak açıklanmıştır.

Girişim Sermayesi ortaklık modeli öncelikle finansman tekniği açısından bir borçlanma veya kredilendirme yöntemi değil hisse alımı veya sermaye artışı yöntemiyle firmanın sermayesine doğrudan katılım yoluyla ortaklık esasına dayalı finansman metodudur. Bu açıdan ortaklık yoluyla sağlanan avantajlar ürünün işletmelere getireceği faydaların içeriğini de oluşturmaktadır.

#### **3.6.1. Büyüme ve Yatırım Faydası**

Küçük ve Orta ölçekli işletmelerin finansman problemlerinin başında fon sahiplerinin veya finans kuruluşlarının riskli firmalar sınıfında bulunması nedeniyle bu grupta yer alan firmalara sınırlı kaynak aktardığı ve aktardığı kaynakların vadesinin çok kısa ve maliyetli olduğunu belirtmiştik. KOBİ sınıfına giren firmaların yabancı kaynak temini finans piyasalarından ağırlıklı kısa vadeli işletme sermayesi ihtiyacına yönelik kredilerden oluşmaktadır. Yeni kurulmuş ve büyüme aşamasındaki firmaların yetersiz sermaye oranı nedeniyle yapmayı planladıkları sabit kıymet yatırımlarını kısa vadeli finansal ürünler ile karşılamaya çalışması finansman tekniği açısından yanlıştır. Sabit kıymetlerin ve amorti süresi uzun süren yatırımların mutlaka öz kaynak veya uzun vadeli yabancı kaynaklar ile finanse edilmesi gereklidir. Aksi takdirde işletmenin

temel ihtiyaçları için gereken ve nakit döngüsünü sağlayan kısa vadeli satıcı veya mali borçların yatırıma aktarılması firmaları nakit sıkışıklığına götürecektir. Zaten yetersiz sermaye nedeniyle sınırlı bir işletme sermayesi ile çalışan firmaların üretim veya hizmetlerinin büyütülmesi veya geliştirilmesi için ihtiyaç duyduğu fon kaynağını sağlıklı bir vade ve maliyetle bulması firmalar için hayati önem arz etmektedir. Bu prensipten yola çıkarak sağlıklı bir finansman yönteminin işletmelerin kaynak ihtiyacına uygun olarak ve finansman tekniğine uygun olarak temin edilmesi firmaların faaliyetlerine devam etmesi ve büyütmesi açısından hayati değere sahiptir.

Yeni kurulan firmanın emekleme döneminde yoğun kaynak ihtiyacı bulunmaktadır. Hem yeni siparişlere cevap vermek hem de üretim ölçeğini büyütme suretiyle giderlerinin üzerinde gelir hasılasına ulaşmak için kapasitesini artırması gereklidir. Kapasite artışı ise makine, ekipman ve demirbaş alımına ihtiyacı beraberinde getirmektedir. Yapılan makine yatırımının gelir ve satış olarak doğrudan katkısı zaman alacağından kaynağın vadesi yatırımın geri dönüşümüne ve fizibilitesine uyumlu olarak planlanmalıdır.

Girişim Sermayesi fonları ise firmaların farklı büyüme ve faaliyet evrelerinde ortaklık veya sermaye şeklinde katılım sağladıkları için vade baskısı olmadan yatırımın fonlamasına yapabileceklerdir. Kaynak doğrudan firmanın bilançosunda sermaye kalemlerine yer alarak mali bünyenin sağlıklı bir dağılıma kavuşmasını sağlayacaktır. Kaynakların ve varlıkların dengeli olması ve kaynaklar içerisinde yüksek sermaye düzeyine kavuşan firma büyümesi için gerekli kaynağa ulaşmış olacaktır. Kaynak girişi aktifin büyümesine dolayısıyla firmanın ölçeğinin artarak rekabet gücünün ve becerisinin yükselmesi anlamını taşımaktadır. Küçük işletmelerin belirli büyüklüğe ulaşmaları piyasa koşullarında rekabet etmeleri ve piyasada hayatta kalmaları için gerekli şarttır.

Sabit giderleri nedeniyle üstlendikleri giderler karşısında firmanın sermaye oluşturacak fon girişlerine ve kâr sağlayacak ekonomik faaliyetlere ulaşması gereklidir. Kâr elde etmek ve faaliyetlerinden pozitif bir değer ile çıkmak için ölçeğin optimum bir seviyeye ulaşması gereklidir. Firmaların ilk kuruluş yıllarında sadık ve sağlam müşteri portföylerinin oluşması zaman almaktadır. Satış ve kâr baskısı ile hareket edebilen girişimciler riskli müşteriler ile satış ilişkisine girebilmektedir. Bu

dönemde batık veya zarar niteliğinde vadeli alacakların oluşma ihtimali yüksek olup, bu zarar niteliğindeki karşılıkları kaldırabilecek sermaye düzeyine ulaşması için yabancı kaynak ihtiyacı vardır.

KOBİ'lerin ekonomideki ağırlığı ve büyüme potansiyeli hem ülke ekonomisi hem de toplum refahı için önemli bir faktördür. Büyüme ve gelişme demek daha çok istihdam ve katma değer anlamına gelmektedir. Üretilen mal ve hizmetler ulusların zenginliği ve hasılası olarak bireylere gelir şeklinde geri dönmektedir. Bu açıdan işletmelerin büyüme potansiyelini keşfeden ve doğrudan üretim faktörlerine katılan fonların önemli bir ekonomik gelişim aktörü olarak reel piyasalara etkisi olacağı kesindir. Sadece tek yönlü getiri bekleyen fon ve borçlanma piyasaları yerine ortaklık esasına göre iş birliği ve güç birliği oluşturan ortaklık oluşumları organik yapılardır.

### **3.6.2. Üretim Faktörlerinin Temininde Maliyet Faydası**

Girişim Sermayesi fonlarının şirketlerin hisselerine yaptığı yatırım ile birlikte maliyetsiz ve risksiz kaynak türü olan sermaye girişi sağlanmakta ve borçlanmanın getireceği finansman giderleri ve borçlanma maliyetlerine katlanılmayacaktır. Borçlanma beraberinde faiz yükü ve diğer finansal maliyetleri getirmektedir. Finans piyasalarından temin edilen kaynaklarda ciddi yan masraflar ve giderler bulunmaktadır. Küçük ve Orta ölçekli firmalar kaynak temininde zorluk yaşadıkları için kaynak sunan ve finans sağlayan bankalar karşısında pazarlık güçleri de zayıf bulunmaktadır. Bu zayıf tarafın finans kuruluşunun öne sürdüğü finans maliyetleri, komisyon ve ücretlere itiraz etme imkânı da sınırlı bulunmaktadır. Bu nedenle firmaların borçlanma yoluyla mali piyasalardan temin ettiği kredilerde ciddi maliyetlere katlandığını ifade etmeliyiz. Finans kıtlığı yaşayan işletmeler gerek finans bilgisi eksikliği gerekse de zorunluluk üzere bu maliyetler karşısında sessiz kalmaktadır. Katlanılan maliyetler doğrudan ve dolaylı şirketin karını ve toplam maliyetlerini etkilemektedir. Zaten ölçekleri gereğinde rekabet gücü sınırlı olan işletmeler bu noksanlıklarına ilave olarak ilave finans maliyetleri nedeniyle müşteri nezdinde ve piyasa koşullarında fiyat rekabeti yapacak maliyetlere de sahip olamamaktadır. Bir malın fiyatı belirlenirken üretim girdilerine harcanan emek, hammadde, enerji gibi finans maliyetlerini ekleyerek müşterisine fiyat sunabilmektedir. Eşit girdiler arasında finans maliyeti olmayan veya daha ucuz kaynak



bulan diğ er işletmeler sağlam müşterilere daha rekabetçi fiyatlar sunabilmekte ve müşterileri kazanabilmektedir. Maliyetli ve pahalı fiyatlar ile mal satmak imkânı bulmak için piyasa koşullarında alıcılarına vade tanımak ve daha riskli müşteri gruplarına satış yapmak zorunda kalan pahalı üreticilerin hem tahsilat riski hem de düşük kârlılık performansları bulunmaktadır. Girişim Sermayesi Fonu ile şirkete giren sermaye ve kaynak doğrudan ilave maliyet yükü getirmeden firmanın maliyet hesaplamasında yerini alacaktır. Firma sadece üretim girdilerine finans gideri yüklemeyip ayrıca peşin alım gücünün getireceği avantaj ile ihtiyaç duyduğu hammadde, yarı mamul ve malzemeleri daha ıskontolu olarak piyasadan tedarik etmek fırsatına sahip olacaktır. Fiyatların piyasa şartlarında rekabet etkisi ile yaklaştığı koşullarda maliyetlerini aşağı çeken firmaların avantajlı bir konumda olacaktır. Satılan malların veya hizmetin maliyet kalemleri görece olarak daha uygun olan sermaye yoğun işletmeler rahatlıkla kaliteli müşteri portföyüne ulaşabilecek ve rekabet güçleri ile kısa sürede büyüme ve gelişme gösterebilecektir

### **3.6.3. Nitelikli İş Gücü Faydası**

Fonların varlığı üretim faktörlerinden emeğin kalitesini ve firmalara olan tercih sebebini de artıracaktır. Çalışanlar arasında maaş ödeme gücü ve kalitesi olan firmaların tercih edildiği muhakkaktır. Özellikle nitelikli iş gücü çalıştığı firmalarda kurumsal ve büyük ölçekli firmaları tercih etmektedir. Kurumsal yapıdaki firmaların iki çok yönlü gerekçeleri mevcuttur. Yüksek ve düzenli maaş almak isteyen iş gücü köklü ve büyük ölçekli firmaların bu özelliğe sahip olduğunu düşünerek tercih ederler. Kurumsal firmalarda çalışanlar gelecek kariyer planlarına uygun olarak yükselme ve gelişme olanağı olduğu için tercih yaparlar. Patron veya aile şirketi kimliğine sahip KOBİ firmalarında iş gücü kısıtlı ve dar bir insan kaynağı ile çalıştığından daha çok ilişkilere dayalı ve sınırları belirli olmayan görev tanımları ile çalışmak zorunda kalırlar. Küçük işletmelerin finansal olarak kırılgan olması nedeniyle maaşlarını düzenli alamamaları, özlük hakları olarak yeterli hakların tanınmaması ve kişisel gelişim için eğitim gibi desteklerin alınmaması nedeniyle az tercih edilir veya nitelikli iş gücü tarafından tercih edilmez diyebiliriz.

Girişim Sermayesi Fonlarının iştirak ettiği firmalar ise gelecek açısından yüksek potansiyel taşıyan ve büyüme arifesindeki firma adayı olarak yatırım için tercih edildiği kanaatine sahip olduğu için fırsat firma veya işletme olarak görülecektir. Özellikle işletmelerin ilk yıllarında kişisel niteliklerin firmaların büyümesi ve gelişiminde önemli rol oynadığı dönemlerde nitelikli ve deneyimli iş gücünün kadrolara dahil olması sabit kıymet yatırımı kadar firmalara destek sağlayacaktır. Fonların sadece sermaye olarak değil danışmanlık etkisiyle doğru iş gücü istihdamında tercih ve kabul şartlarını aktarması veya uygulaması da doğrudan işletmelerde nitelikli iş gücü varlığına bağlı olarak verimliliğin artışına neden olacaktır.

Fonların ortaklık etkisi ile profesyonel yaklaşımlarda firmanın kültürüne transfer olacaktır. İnsan gücünün önemi ve katkısı bilindiğinden mevcut iş gücünün doğru pozisyon ve görevlere tayin edilmesi, kişisel performans, hedef ve gelişimin sisteme bağlanması gibi ölçülemeyen fakat rekabet avantajından sübjektif bir değer olarak farkındalık oluşturan insan kalitesi ile işletmelere önemli katkı sağlayabilecektir. Örneğin dış ticaret deneyimine sahip donanımlı ve bilgiye sahip bir personelin varlığı bile firmanın yeni yurt dışı piyasalara satış fırsatı sağlayarak karlı, rekabet alanı sınırlı ve büyüme potansiyeli yüksek bir sahada olmasına olanak verebilir. Bu şekilde deneyime sahip olan iş gücü fonların varlığı ile bu ölçekteki firmaları tercih edecektir.

#### **3.6.4. Kurumsal Danışmanlık Faydası**

Şirketlerin ölçekleri gereği kuruluş, emekleme ve olgunlaşma evrelerinde enerjilerini ve odaklanmasını üretim, satış ve nakit akışı gibi hayati konulara harcayabilmektedir. Hissedarların veya dar bir ekiple başlanan ticari faaliyetlerde rutin veya olağan ekonomik faaliyetlerin dışındaki alanlara zaman ve maliyet ayıracak mali bir görünüme sahip olmadıkları için bu aşamada var olmak temel güdüdür. Küçük işletmelerin patron şirketi olarak bilgi ve becerileri ağırlıklı iş kolu ile sınırlıdır. Genellikle çalışan olarak veya eğitim olarak aşına oldukları iş kolunda girişimci olarak devam etmek veya başlamak şeklinde karar alırlar. İşletmenin belirli bir evresine kadar temel işleyişe odaklanmaları makul ve rasyonel olsa da belirli bir dönem sonra dönüşüm ve gelişim amacıyla adımlar atılmadığında işletmelerin rekabet yarışında geri kalması ve dinamik bir organizasyona dönüşmesi engellenmiş olur. Dış

danışmanlık almak ise yüksek maliyet ve uzmanlık gerektiğinden çoğu zaman tercihi sınırlı olarak görülmektedir. Girişim sermayesinde ortak olarak bulunan fon yöneticilerinin şirketin gelişimi ve geleceğinden kurucu hissedarlar kadar ilgili ve kaygılı olması ise farklı bir yaklaşımı beraberinde getirecektir.

Kurumsal fon yöneticileri organizasyona dışarıdan ve sonradan katılan profesyoneller olarak şirketin aksayan ve ihtiyaç duyulan destek alanlarını rahatlıkla fark edecektir. Geçmiş firma tecrübelerinin de birikimi ile firmanın sektörü, faaliyet süresi, hissedarların profili gibi birçok değişken ile birlikte firmaya özgü bir reçete hazırlanması gerekmektedir. Her firmaya ve her şirkete rutin bir danışmanlık verilmesi muhtemel değildir. Şirketin karlılığı dolayısıyla büyümesi fon yöneticilerinin de birincil görev ve amaçları arasında yer alacağı için ortak hedef ile aynı vizyona yönelik çalışma yapmak zorunda olacaklardır. İşlerine karışılmasında ve yönetim erkini elinde tutmak isteyen firma yöneticileri ise ortaklık hukukundan gelen güç ile bu güç birliğine yanaşmak ve faydalanmak isteyecektir.

Fonlar yatırım kararı verirken iş kolu, firmanın faaliyet hacmi ve potansiyeli kadar ortaklık ve iştirak edecekleri firmanın diğer hissedarlarının ve yöneticilerinin de profilini analiz ederler. Sermaye girişi tek başına başarı getirmeyecektir. Çünkü yönetimi ve stratejiyi birlikte kurmak istemeyen mevcut hissedarların varlığı işletmenin sadece kısa vadeli bir başarı sağlamasını ve önemli gelişmeleri göstermesini engelleyecek kültüre sahip olduğunu göstermektedir. Bu nedenle yeni hissedarların vizyonu ve tecrübesi ile danışmanlık etkisi hızlı bir şekilde küçük ve orta büyüklükteki işletmelerde görülür.

### **3.6.5. Yönetim Motivasyonu ve Uzman Desteği Faydası**

Kuruluş aşamasında olan ve faaliyet süresinin ilk yıllarını geçiren şirketlerin karşı karşıya olduğu tehdit ve riskler çok fazla olduğu için kurucu ortakların üzerinde yoğun baskı oluşmaktadır. Hem operasyon aktivitelerin gerçekleşmesi hem de yönetsel kararların alınması için çok yönlü olarak kararlar almak ve çaba sarf etmek zorunda kalınmaktadır. Olanakları sınırlı olan küçük işletmelerin bu aşamada karşılaştıkları sorunlar karşısında çözüm bulmak hem finansal güç hem de tecrübe gerektirebilir. Bu

aşamada fon yöneticilerinin varlığı ve gücü ile şirketin aktif hissedarları ve yöneticileri daha özgüvenli ve baskıyı hissetmeden rasyonel kararlar alabilecektir. Güçlü bir hissedar olan fon ile desteklenen firma sermayesi nedeniyle yöneticiler kısa vadeli geçici çözümler yerine alınması gereken doğru yönetsel kararları alabilecektir. Yönetimde soğukkanlı ve günü birlik kararlar yerine etkileri uzun vadede sürecek şirket politikaları belirlemek firmanın ilk yıllarında ve büyüme sürecinde sağlam bir zeminde yükselmesini de kolay kılacaktır.

Fon yöneticilerinin doğrudan veya dolaylı olarak yönetsel kararlara katıldığı ve şirketin temel fonksiyonlarında düzeltilmesi gereken veya desteklenmesi gereken hususlarda desteği firmanın gelişimi için önem arz etmektedir. Girişim Sermayesi yaklaşımında fon yönetiminin kazanabilmesi için firmanın sadece borcunu geri ödemesi veya kredinin vadesinde ödenmesi gibi hususlar bulunmayıp şirketin değerinin artması ve karlı bir faaliyet döngüsüne kavuşması zorunludur. Misyonun herkesin kazanacağı şekilde kurgulandığı finans tekniğinden haliyle sosyal fayda da beraberinde gelecektir. Firmaların esas faaliyet karları veya EBITDA oranları değer belirlenmesinde faaliyet başarısının ölçülmesinde uluslararası ölçüt olarak görülmektedir. Bu kıstaslar aynı zamanda faaliyetinden asli işinden kâr elde etmesini sağlamak anlamına gelmektedir.

Firmanın faaliyet dışı gelir veya fon getirisi yerine doğrudan ürettiği mal veya verdiği hizmetten sağladığı artı değer şirketin değerinin yükselmesi, fonun pay sahiplerinin katıldığı pay miktarının değerlendirilmesi anlamına gelecektir. Bu nedenle fon yöneticileri özellikle finans alanında sahip oldukları tecrübe ve yönetsel beceriye şirkete uyarlayacak ve nakit akışı dahil mali bünyesinin sağlıklı bir çerçeveye oturmasına olanak sağlanacaktır. Yöneticinin veya kurucu hissedarların gelişimi açısından da ortağın uzmanlık alanlarından faydalanmak önemli bir getiri ve tecrübe olarak gelecek yıllarda karşılaşılabilecek problemlerin çözümünde avantaj sağlayacaktır. Yönetsel deneyim ve vizyonun fon yöneticisi/uzmanların geçmiş firma deneyimlerinden yatırım konusu firma yönetimine aktarılması ölçülemeyen öznel bir değer katmaktadır.

### 3.6.6. Ortaklığın Getireceği Güç Birliği ve İş Birliği Faydası

Girişim Sermayesi finans modelinde fon sahipleri, fon yöneticileri ve girişim firmasının ortak bir gaye etrafında tüm tarafların kazanmasını sağlayacak bir eylem planı ve vizyonu bulunmaktadır. Borçlanma yöntemi ile sağlanan geleneksel finansman ürünlerinin tamamında borç veren taraf alacağının vadesine kadar borçlu ve yapacağı işler ile illiyet kurmamaktadır. Tek gaye ve çekincesi borçlunun borcunu vadesinde ödemesi ve tahsilatın sağlanmasıdır fon sahibi veya finans kuruluşu borçlanma yaklaşımında borçlanan veya girişimcinin ticari işlerindeki risklere ve rizikolara katlanmaksızın bir bağ kurmadan takip eder. Borçlanan girişimci o faaliyeti ile zarar etmesi, düşük kâr elde etmesi veya vadesinin beklenenden uzun sürmesi borç veren finans kuruluşu açısından önemsenmez ve dikkate alınmaz. Kredi vadesi, bono veya poliçe vadesinde koşulsuz olarak alacağını tahsil etmek gayesi güder. Borçlunun üzerindeki bu mutlak yükümlülük ve baskı ise sadece faaliyetlerinin akıbeti konusunda değil yönetsel kararlarda da baskının getirdiği hatalı kararların almasına kadar giden sakıncalara neden olabilir. İyi niyetli bir girişimci sermaye olarak kullandığı fon ile ürettiği mal veya hizmetin üretim süreçlerinde, pazarlama aşamasında ve müşteri tahsilat aşamasında türlü zorluk ve engelleri aşmak için çaba ve emek sarf eder. Borç veren taraf ise bu emeklerin sonucunun ne olduğu ile ilgilenmez ve girişimciyi yalnız bir mücadelenin içerisinde bırakmaktadır.

Ortaklık ise sinerji anlamına gelmektedir. Fon sahipleri kadar fon kullanan tarafında psikolojik rahatlığı ve güveni tüm ekonomik faaliyet ve kararlara doğrudan tesir etmektedir. Her iki tarafta ortaklığın geliştirilmesi ve kazanca dönmesi için çaba sarf ettiği için tarafların tüm çabaları iki tarafı da mutlu ve tatmin edecektir. Orta bir gaye etrafında bir araya gelen tarafların farklı uzmanlık ve ihtisas alanları ortaya başarılı bir sonuç doğuracaktır. Kısa vadeli veya belirli bir vade baskısı olmadan ana işlerine odaklanan firmanın diğer piyasa aktörleri arasında öne çıkması ve yüksek rekabet gücüne ulaşması tesadüf olmayacaktır. Fon uzmanları sektör ve firma ölçeği bazında sahip oldukları tecrübe, firmanın karşılaştığı sorunlarda mukayese ve uyarılma fırsatı tanıyacağından firmaya sorunların çözümünde tecrübe etmeden geçmiş birikimlerin getirdiği bilgi seti ile köklü bir firma yönetimi gibi doğru kararlar almasına yardımcı olacaktır.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### KOBİ'LERİN FİNANSAL PROBLEMLERİN ÇÖZÜMÜNDE GİRİŞİM SERMAYESİ YAKLAŞIMI ve KATILIM BANKACILIĞI GİRİŞİM SERMAYESİ MODELİ

#### 4.1. Girişim Sermayesi ve İslami Finans Ortaklık Esaslı Ürünlerin Mukayesesi

Girişim sermayesi finansman modelinin İslami finans veya katılım bankacılığı faaliyetleri içerisinde yer alması için mevcut teorik ve pratik uygulamalar ile karşılıklı mukayese edilmesi ve değerlendirilmesi önemli bir husustur. Geleneksel finans ürünlerinden farklı olarak borçlanma tekniği yerine ortaklık esasına dayalı riskin ve karın paylaşıldığı hisse yaklaşımına dayanan girişim sermayesi fonları veya ülkemizdeki resmi adıyla Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı tüzel kişilikleri temel yaklaşım ile İslami Finansın ilkeleri ile uyumluluk göstermektedir. İslam iktisadında ortaklık yoluyla ticaret ve üretim her zaman teşvik ve tercih edilen bir yöntem olarak tarihsel süreçte uygulama alanı bulmuştur. İslam müteşebbis kişilerin varlığını ekonomik refah ve kalkınma için önemli bir konuma oturtmuş ve riski alan tacirlerin kazanç ve geçimlerini sağlamak konusunda teşvik etmiştir. Girişimcinin varlığının sağlanması ve korunması için modern zamanlarda ise destek ve farklı dayanışma modellerine ihtiyaç bulunmaktadır.

Küresel finans ve ekonomide küçük ve orta ölçekli firmalar ile yeni firmaların piyasa rekabet koşullarında var olması önemli engel ve krizlerin aşılmasına gerektirmektedir. Bu nedenle girişimcilerin ortaklık kültürü kavramı ile tanışmaları mevcut ekonomik pazarlarda kurulmaları, gelişmeleri ve büyümeleri için gereklidir. Bu nedenle işletmelerin birlikte hareket edebilme, yeni ortaklık yapmak ve birlikte iş kurmak gibi kolektif ekonomik aktivitelere açık olması gereklidir (İştar, 2013:187-188). Ortaklık kültürü bencil ve tek taraflı kazanç hırsı yerine farklı güç ve üstünlükleri olan tarafların bir araya gelmek suretiyle her iki tarafında kazanç sağlayacağı meşru bir ortak sinerjinin sonucunu doğurmaktadır. Tek veya sınırlı güç ile başarılacak işlerin oranı ile ortak gücün getireceği potansiyelin ulaşabileceği hedef elbette farklılık

gösterecektir. İşsizliğin çözümünden ekonomik refahın tabana yayılmasına kadar birçok açıdan önemli olan girişimcilik ve ortaklık yoluyla ekonomik faaliyetlere katılım teşvik ve özendirilmesi gereken ekonomik bir eylemdir. İslam iktisadında sadece ücretle çalışan emek getirisi sağlayan ve sınırlı işverenin olduğu ölçek ekonomisi modellenen küresel kapitalist yaklaşımın yerine çok sayıda üretici ve ticaret firmasının veya ortaklığın olduğu ekonomik sistemin kurulması arzu edilmektedir. Girişim sermayesi modeli de servet veya fon sahibi varlıklı kişilerin bir araya gelerek kurdukları ortak fon havuzunu yine girişimci ve hissedarlar ile birlikte kurdukları ortaklık ile reel ekonomik faaliyetler ile değerlendirmek suretiyle kâr ve kazanç sağladıkları bir sistemi hedeflemektedir. Girişim sermayesi bu açıdan toplum ve birey faydasını tarafların birlikte kazanabildikleri ve ortak bir gaye etrafında toplandıkları bir dayanışma sistemini ifade etmektedir.

Girişim sermayesi hak ve adalet esasları üzerine kurulu bir finans yaklaşımı olduğu için ortaklığın getireceği dayanışma ve uzmanlaşmanın etkisi tek başına girişimci ve sermayenin yapabileceklerinden çok daha fazlasını verimli ve etkin bir şekilde yerine getirebilecektir. İslam iktisat yaklaşımında faiz gelirin yasak kazanç türlerinden birisi olmasının altında yatan bir nedenle mutlaka iki taraftan birinin zarar edeceği bir getiri olmasıdır. Faiz yaklaşımında mutlaka fonu kullanan taraf veya fonu temin eden sermayedar faiz tutarı veya oranının ya altında ya üstünde bir getiri veya zarar elde edecektir. Her iki durumda da adalet gereğince kâr veya zarar paylaşılmadığı ve tek taraflı mutluk bir kazanç sağladığı için faydası tek yönlü olmaktadır. Riskin paylaşıldığı ortaklıkta ise tarafların bağları sadece sermaye ile değil manevi bir bağ ile de birliktir bir işi başarmak duygusu ve isteği ile birlikte hareket edeceklerdir. Ortaklıkta bencil olmayan bir yaklaşım esastır. Taraflar ne kadar uyumlu ve ahenk ile ortak hareket eder ve emek verirse o oranda sonuç alırlar. Ticari faaliyet ve girişimin başarısızlıkla sonuçlanma riski vardır. Ama alınan ticari riskin zararı veya tazmini sadece emek sahibi veya sermaye sahibi için değil tarafların birlikte üstlendiği bir bedeldir.

Riskin getiri ile doğru oranlı bir ilişkiye sahip olduğu açıktır. Riziko üstlenmek meşru faaliyet ve kazanç alanlarında girişimcinin kâr amacıyla ürettiği ve ticaretini gerçekleştirdiği malların karlı bir şekilde katma değer üretmek suretiyle el değiştirmesi veya satışı ile gerçekleşmektedir. Modern finans yaklaşımında risksiz sabit getirili

ürünler ise ekonomik faaliyetin sonucuna bakmaksızın girişimciyi cezalandıran adil olmayan bir sosyal yaklaşımı beraberinde getirmektedir. Girişimci fon sahibinden verdiği sermaye desteğinin risk ile bağlanmasını ortak kaderin akıbetini birlikte paylaşılmasını arzu eder. Basiretli ve rasyonel bir girişimci ortaklığın getirdiği sermaye gücü ile kazanacağı ve karlı bir ekonomik faaliyeti hedefler. Bununla birlikte yönetemedikleri veya baş edemedikleri riskler de bulunabilmektedir. Doğal afetler, krizler, beklenmedik piyasa gelişmeleri, müşterilerinin ödeme gücünü kaybetmesi ve yasal değişiklikler gibi girişimcinin emeği ve basireti ile ilgili olmayan dışsal faktörler ekonomik yaşamın bir gerçeği ve firmanın akıbetinin doğrudan etkileyen gelişmelerdir. Firma yöneticileri karşılaştıkları bu badire ve sıkıntılar karşısında zararı tek başlarına üstlenemezler. Üstlenmeleri ise toplumda girişimciler lehine adil olmayan bir ekonomik denge oluşturur ki bu durum girişimcilerin yeni teşebbüs ve yatırım niyetlerini olumsuz olarak etkileyerek daha çekingen davranmalarına neden olmaktadır. Finans sisteminin faiz ve vade baskısı olmadan girişimcilerin güvende hareket etmeleri sağlanmalıdır.

#### **4.1.1. Mudarebe ile Mukayesesi**

Yöntem basit bir kâr paylaşımının taraflarca belirlendiği ve ticaretin temelde girişimciye serbest bırakıldığı bir ortaklıktır. Bazı durumlarda ortaklık kurulurken sermayedar bazı şartları öne sürmek koşuluyla kullanım yeri ve koşullarını baştan belirlemek hakkına da sahiptir. (Döndüren,1996:59-63) Mutlak veya şarta bağlı ortaklık üzerine kurulabilecek şirketlerde tarafların İslam hukukuna göre Müslüman olması şartı aranmaz. Müslüman bir sermayedar veya girişimci gayrimüslim bir kişi ile iş ortaklığı kurabilir. Burada sermaye sahibi kişinin ve işletecek olan girişimcinin vekalet veya vekil şartlarına dolayısıyla ehliyete sahip olması zorunlu bir koşuldur. Diğer bir koşul olarak sermaye nakit veya misli mal cinsinden belirlenebilir. Yani nakdi sermaye dışında aynı kapital olarak verilen tasarruflarda işletilmek suretiyle kâr paylaşımına konu olabilmektedir.

Katılım bankacılığının fon toplama veya yasal adıyla mevduat kabulü tamamen mudarabe yönetimine dayanmaktadır. Tasarruf sahibi kişi ve kuruluşlar birikimlerini ve sermayelerini işletme üzere belirli bir paylaşım oranı ile girişimci olan katılım



bankasına emanet etmektedir. Belirlenen dönem sonunda oluşan karı ise anapara ile birlikte teslim almaktadır. Katılım bankacılığı emek-sermaye ortaklığı ile fon kabulünde sadece bir veya birkaç taraf olmayıp binlerce küçük, orta ve büyük sermaye sahibinin tasarrufunu yöneten havuz yatırım modeli bulunmaktadır. Katılım bankacılığı yöneticileri aldıkları vekalet ile topladıkları sermaye karşılığında reel ticaret gerçekleştirir. Tasarruf sahibi 70-30, 80-20, 90-10 hatta 98-2 gibi yüksek kâr paylaşımı şeklinde bir akit ile kaynağını kuruluşa aktarmaktadır. Katılım bankaları ise bu fonları yine sayıları binlerce ifade edilecek farklı firma ve iş kolu ile ağırlıklı murabaha esasına dayalı ticaret ile malın peşin alınıp vadeli satımından kaynaklı kâr elde etmektedir. Elde edilen kâr tasarrufların riskin sepet şeklinde yönetilmesi ve dağıtılması nedeniyle yüksek oranlı karlı faaliyet sonucu doğurmaktadır. Bir ekonomide yerel veya küresel bir çöküş ve ekonomik buhran olmadıkça riskin havuz şeklinde yönetilmesi sonucu zarar ile sonuçlanacak bir ortaklık hesabı oldukça güç görülmektedir.

Fon toplama yöntemi olarak tüm katılım bankalarının mudarabe yöntemini kullanmalarına karşın fon kullandırma yöntemi olarak da emek-sermaye ortaklığını kullanabilmektedir. Topladıkları fonları girişimciye kâr paylaşımı baştan belirlenmiş bir oranda bir iş ortaklığında değerlendirmek imkânı ve yeterliliğine sahiptirler. Hali hazırda katılım bankaları fon kullandırma yöntemi olarak ağırlıklı murabaha yöntemi ile kâr elde etmeyi tercih etmekte olup, ortaklık yöntemi ile fonların değerlendirilmesi yönünde istek ve talep ise göreceli olarak düşük görülmektedir. Geleneksel finans kaynaklarının sabit getirili ve rekabetçi faiz kazançları karşısında İslami finansın sabit olmayan ve göreceli olarak düşük kâr getirileri geleneksel finans karşılaştırması açısından zayıf görülmektedir. Bunun getirdiği bir baskı olarak katılım bankaları da kaynaklarını İslami hassasiyet taşıyan mudiler dışındaki geniş bir müşteri kitlesine ulaştırmak için daha riskli yatırım alanlarında kullanmak istemekten imtina edebilmektedir. Mudarebe yöntemiyle kaynak kullandırma Özel Finans Kurumları dönemini ilk yıllarında denenmiş ve başarısız ortaklık sonuçlarının getirdiği tecrübe ile kısa sürede yerine daha garanti ve kolay bir yöntem olarak murabaha yöntemine bırakmıştır. Geçmiş olumsuz tecrübelerin katılım bankacılığının ilk yıllarında ve mevzuatın henüz emekleme dönemlerine gelmiş olması dikkate alındığında daha köklü ve tecrübeye sahip bir yapıya kavuşan sektörün fon kaynaklarını artık ortaklık temelli fon kullandırma yöntemi ile değerlendirmesi için gereken ekonomik ve yasal

ortamın oluştuğu kanaatindeyim. Katılım bankalarının fıkıh açısından daha çok tercih edilen ortaklık esasına dayalı fonlama yöntemlerini de tercih ve tavsiye ettiği de malumdur. Çünkü ortaklığın getireceği katma değer sadece kurum ve kişiler için toplumsal refahın faydası ve artışı için de önemli bir değer ifade etmektedir. İslam iktisadında toplumsal refah ve kalkınmanın önemini dikkate alındığında katılım bankacılığı veya İslami bankacılığın daha geniş bir perspektif ile girişimcilere ve yatırımcılara fırsat sağlayacak bir faaliyet düzlemine doğru kendini geliştirmesi ve revize etmesi beklenmektedir. Garantili ve kısa vadeli getirilerin sağlayacağı ölçülebilir kârlılık kadar içinde buldukları ekonomik hayatın iyileştirilmesi ve geliştirilmesi içinde rol oynayacakları daha yüksek misyonların belirlenmesi için çaba harcanmalıdır.

Girişim Sermayesi veya iş ortaklığının batı toplumlarında çıkışı ise bazı batılı iktisatılarında fark ettiği gibi orta ağda İslam dünyası ile temasları sonucu öğrendikleri ve uyarladıkları commenda ile ortaya çıktığı kabul edilmektedir. Özellikle 12. Ve 13. Yüzyılda görülen commenda ortaklıkları yapısal kuruluğu ve işleyişi açısında mudarabe ortaklığı ile benzer özellikler taşıdığı gerçektir. Müslüman tacirler yoluyla batı dünyasına geçtiği tezine olan inancımızla commenda orta ağ Akdeniz ticaretinin gelişmesinde önemli rol oynamıştır. Özellikle deniz ticaretinde ve İtalya şehir devletlerinde sıklıkla başvurulan bir ticaret yaklaşımı olarak dikkat çekmiştir (Kumaş M. S., 2006:372-373). Commenda da mudarabe de olduğu gibi iki taraf bulunmaktadır. Taraflardan biri sermayedar diğer i ise işletmecidir. Taraflar ortaklığı aynı şekilde sınırlı veya sınırsız ortaklık kuralları ile kurabilmektedir. Ortaklığın getirdiği karın paylaşımı da benzer şekilde oransal olarak belirlenmekte olup, sermayedar % 75'ini işletmeci ise % 25'ini almaktadır. Diğer bir benzerlikte işletmecinin kasti bir kusuru veya hatası olmadıkça ortaklığın doğuracağı zararı sermaye sahibi olan taraf üstlenmektedir. Görüldüğu gibi İslam medeniyetinin ürettiği iş ortaklığı modeli doğrudan batı toplumuna commenda olarak aktarılmış ve yeni bir forma kavuşmuştur. Commenda'nın Müslümanlar ile ticaretin oluştuğu bölgelerde oluşmaya ve genişleme başlaması da bu tezin doğruluğu için kabul edilebilir bir delil özelliği taşımaktadır. Commenda ise risk sermayesinin dolayısıyla girişim sermayesi yönteminin de ilk temeli anlamına gelmektedir. İş ortaklıkları İslam coğrafyasında doğmuş, gelişmiş ve batı toplumlarına aktarılmış bir güvene dayalı riskin olduğu faizsiz bir yatırım modelidir. Mudaraba fonlama yöntemi olarak katılım bankacılığı

veya İslam bankacılığında oranı ise bu tarihsel geçmiş ve deneyime bakarak oldukça yetersizdir. Dünya İslam bankacılığının toplam aktifleri içerisindeki payı %3,9 ve ülkemizde ise bu oran %1 düzeyinde bulunmaktadır (Kumaş & Abdullayev, 2016:70). Daha önce de bahsettiğimiz gibi klasik finans pazarlarında rekabet etmek baskısı ile katılım bankaları da teminata dayalı ve rizikonun minimum olduğu fonlama yöntemi olan murabaha ile çalışmak istemektedir.

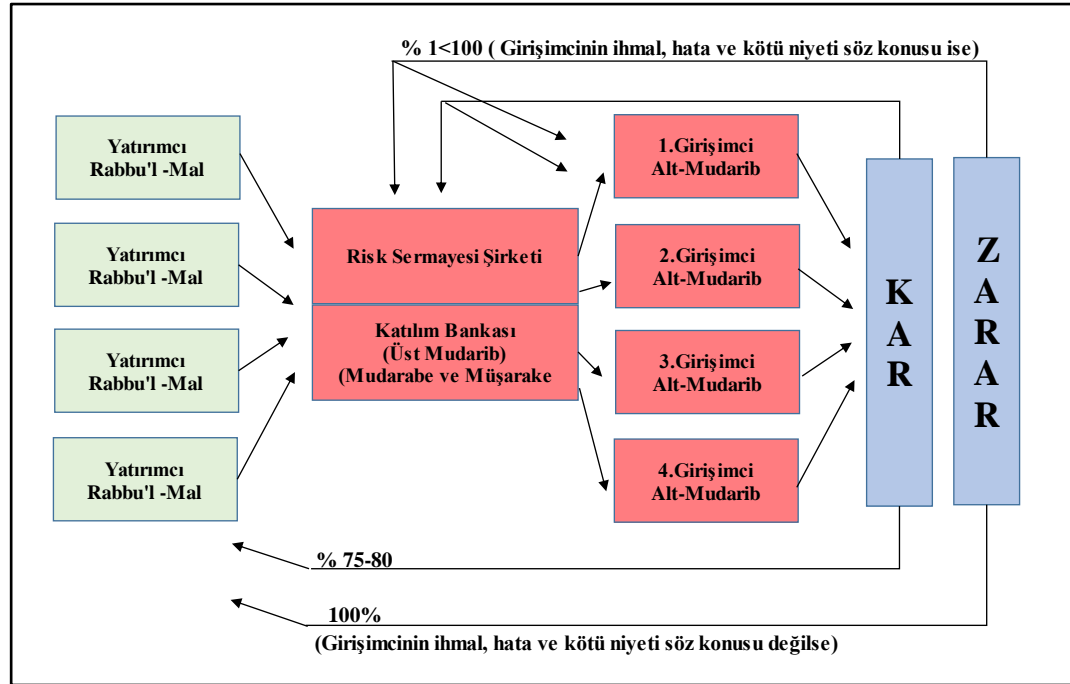
Murabaha ile fonlamanın katılım bankaları için mantıklı gelebilecek gerekçeleri sıralanabilir. Fon kaynaklarının vadesi, tasarruf sahibinin endişeleri, getiri vadeleri, teminat ihtiyacı ve güvene dayalı bir sistem için yaşanan kaygılar gibi birçok gerekçe ortaklık temelli orta veya uzun vadeli fonlamanın önündeki engellerdir. Bununla birlikte ideal ve özendirilmesi gereken yaklaşımın fon sahibi ve fon kullanıcısı kadar bir bütün olarak ekonomik hayatın istikrarı ve gelişimi için ekonomik katkı ve katma değer üreten bir sistemin olduğu inancındayız. İslam iktisadı yaklaşımında girişimciliğin özendirilmesi ve küçük işletmelerin korunması konusundaki hassasiyetin malum olduğu dikkate alındığında teminat üretemeyen ve riskli görülen KOBİ işletmelerine geleneksel borçlanma esaslı kısa vadeli fon kaynağı yerine ortaklık esaslı hareket edilen girişim sermayesi modelinin daha uygun olduğu görüşüne katılmaktayım.

İslam iktisadı İslami norm ve ilkelerin altında vücut bulan ve parçası hükmünde bir ekonomik sistem kurgusu bulunmaktadır. İslam toplumlarında hem Müslümanlar hem de Müslüman olmayan topluluklar ile güven ilişkisinin kurulması ve güvene dayalı ekonomik faaliyetlerin kurulması kaçınılmazdır. Modern zaman yaklaşımı ile güvene dayalı akit yapılmaz veya tarafların insafına bırakılmaz yaklaşımı ile hareket etmek medeniyetimizin ilkelerine ve tavsiye ettiği sisteme güvensizliği ifade etmektedir. Güçlü ve sermayenin tek taraflı kural koyucu olarak sistem yaptığı güven yerine teminat ve taahhüt kavramları ile teşekkül etmiş bir finans veya iktisadi faaliyet bu anlamda İslami ekonomik modelin parçası olmaktan uzak olacaktır.

Güvene dayalı bir ekonomik modelin gerçekleşmesi kontrol veya cezai şartların konulmaması veya uygulanmaması anlamına da gelmemektedir. Devlet ve sivil toplum kuruluşları da üstelenecekleri rol ve fonksiyonlar ile ortaklıkların olumsuz koşullarını bertaraf edebilecek sistemler kurabilirler. Fon sahibinin girişimcinin,

devletin ve toplumun kazanacağı bir ekonomik sistemin hayata geçirilmesine tüm paydaşların istekli ve niyetli olacakları kesindir. Önemli olan herkesin kazanacağı adil ve güvenilir bir sistem üzerine kurulu ekonomik hayatın kurulması için iyi niyetli çabalar göstermektir. Kontrol sistemlerinin varlığı ve denetimin etkin bir şekilde işletilmesi güven ilişkisinin kurulmaması anlamına gelmemelidir. Güvenin sağlanması ve olumsuz kullanılmasını engellemek amacıyla dışsal bir denetim sisteminin kurulması zaruri bir durumdur. Denetim tüm tarafların haklarını doğru bir şekilde korumak ve hak ihlallerinde engelleyici önlemler almak şeklinde aksiyon alınmasına önemli destek sağlayacaktır. Temel olarak sistemin güven esasına dayanmasında bir mahsur olmayıp, önemli olan kasıtlı yanıltma, hile ve suiistimal durumlarında mağdur olan tarafın hak ve zararını bertaraf edecek ceza sisteminin kurulmasıdır. Ceza sisteminin kurulması tarafların haklarını güvenceye alacaktır.

**Grafik 23: Risk Sermayesi ve Mudarabe Finans Yöntemlerinde Kâr-Zarar Paylaşımı**



Kaynak: (Kumaş M. S., 2017:295)

Tabloda da görüldüğü üzere katılım bankacılığının fon toplama ve kullandırım yöntemi ile girişim sermayesi ve risk sermayesi şirketlerinin fon toplama kullandırım yöntemleri temelde aynıdır. Riskin paylaşıldığı ve karlılığın oran ile tespit edildiği ticari akitler olarak girişim sermayesi modeli katılım bankacılığı veya İslami finans

ürünü olarak kullanılması esas olarak mümkün görülmektedir. Karın veya oluşacak zararın tazmininde esas olan hakkaniyet ve adalet prensibi ile hareket etmektir. Sistemin hem sermaye sahibi hem de girişimcinin haklarını koruması tarafların akit dışına çıkan ve güven dışı ekonomik faaliyetlerinden doğacak sorumlulukların da adil olarak paylaşılması veya cezalandırılması mekanizmasının kurulmasını zorunlu kılmaktadır. Katılım bankaları üst müdarib olarak kabul ettikleri sermayeyi doğru tespit ve analiz ettikleri girişimlere aktarmakla yükümlüdür. Burada geleneksel bankacılık fonksiyonlarından farklı olarak katılım bankacılığının reel piyasa işlemlerine bilgi ve tecrübe bakımından hâkim olması ve doğru yatırım sahaları tespit etmesi gereklidir. En önemli husus burada kalifiye insan kaynağının oluşması ve yetiştirilmesidir. Klasik finans okullarının getirdiği risksiz ve sabit getirili borçlanma ürünleri yerine riziko ve yatırım yönetebilecek vizyon ve bilgiye sahip uzman kadroların yetiştirilmesine ihtiyaç bulunmaktadır. Burada katılım bankaları belirli sektör veya iş kollarında uzmanlaşabileceği gibi kendi bünyesi dışında dış uzmanlık veya danışmanlık şeklinde hizmet almak suretiyle de bu alanı yönetebilecektir.

Sistemin en önemli katkısının sadece bireysel veya kurumsal çıkarlar değil bütün olarak ekonomik hayatın tamamına katkı sağlayacak ve yüksek katma değer üretebilecek ekonomik bir aktivite taahhüt edilmektedir. Yüksek risk alınması yüksek getirinin doğmasını sağlayacağı gibi her yeni girişim istihdam, milli gelir artışı ve ekonomik büyüme olarak da ülkenin refahına doğrudan katkı sağlayacaktır. Bu önemli vurgunun desteklenmesi kişilere ve kurumlara bırakılmadan devlet ve sivil toplum örgütleri tarafından da desteklenmelidir. Devletin ortaklık esası ile çalışacak bu tarz yapıların vergilendirme gibi özendirici unsurları kullanarak tercih edilmesini sağlamalı sivil toplum kuruluşları da ortaklık temelli finans ürünlerini kurulması ve özendirilmesi noktasında toplumsal bilincin kurulması ve tercih edilmesi için etkin bir aktör olarak ekonomik hayatta yerini alması beklenmektedir. Kapitalizm tecrübesi kolay ve risksiz geleneksel ürünleri bizlere aşına kılmış ve katılım bankalarının da merkezde bu tür ürünlerin tercih edildiği varsayımı ile farklı ürünlerin geliştirilmesi sağlamaktan uzak durmuşlardır. Geçmişte yaşanmış münferit veya olumsuz tecrübelerin arkasına sığınmak yerine çözüm odaklı olmak ve İslam finans anlayışının temel değerlerine uygun olarak dönüşüm geçirmek için çabalamak esas olmalıdır. Batı geleneksel küresel finans tecrübesi İslam iktisadının vadettiği adil ekonomik sistem yaklaşımının tecrübe ederek yaklaşmakta ve dönüştürmekte olduğuna dikkate etmek

gerekir. Her ekonomik buhran ve çöküşün temelinde spekülasyon, fiktif ticaret ve faizin yıkıcı unsurlarını görmek ve analiz etmek gereklidir.

Mudarabe ile girişimciliğin desteklenmesi ve yeni iş ortaklıklarının kurulması girişim sermayesi yaklaşımının temel adımlarından birisidir. Riski ne derece yüksek olursa olsun gerçekleşmesi halinde taraflara kazancı ve toplumsal refah etkisi de o denli büyük olmaktadır. İş ortaklıkları riskin doğru şekilde üstlenildiği ve denetimin etkin bir şekilde izlendiği sistemlerde sağlıklı bir şekilde yürümesi gayet mümkündür. Ön yargılarımız ile hareket ederek güvene dayalı bir ekonomik getiri ve aktivite olmaz demek toplumsal bir problemin ve sosyal sıkıntıların habercisidir. Ahlaki değerlere sahip olmayan ve İslami ilkelere sadık davranmayan fon sahibi veya girişimci saten bir bütün sistem olarak İslami iktisadın oluşumuna izin vermeyeceği için etik bir ekonomik modelin kurgulanması zaruridir.

#### **4.1.2. Müşareke ile Mukayesesi**

Mudarebe ortaklıkları bir tarafın sermaye diğer tarafın ise emek koyduğu ortaklıklar olarak tanımlanırken müşareke ise her iki tarafın sermaye koymak suretiyle yaptıkları ortaklık yapılarını ifade etmektedir. Kısaca müşareke sermaye ortaklığı anlamına gelmektedir ve emek-sermaye ayrımı bulunmamaktadır. Akit üzere ortaklar tarafından konulan sermaye oranlarına bağlı olarak veya olmayarak belirledikleri bir oran üzerinden karı paylaşabilmektedir. Müşareke ortaklıkları da bir takım şart ve koşullar gerektirmektedir. Bu akit türünde tarafların vekalet şartların haiz olmaları birincil şart olarak nakdi sermaye konulmasında ittifak ve aynı sermaye olarak katılımı ise farklı mezhep görüşlerinde farklılıklar bulunmaktadır. Tarafların aynı şekilde sermaye payları, karın maktu değil oransal olarak belirlenmesi de mudarabe şartlarında olduğu gibi geçerlidir.

Katılım bankaları sermaye ortaklığını ya doğrudan kendileri şirket kurmak üzere ya da başka şirketlere sermaye ortağı olmak suretiyle gerçekleştirir. İslam bankası tarafından kurulacak şirketin yönetim ve idaresi tamamen bankanın sorumluluğunda gerçekleşir. Doğrudan sermaye aktarabileceği gibi mudarib sıfatıyla topladığı fonlardan yeni bir tüzel kişilik kurmak suretiyle doğrudan girişim veya yatırım da

gerçekleştirebilmektedir. Burada işletmeci olarak bankanın kurduğu iştirak ticari faaliyeti sonucunda elde ettiği net karı paylaşım oranında bölüşür ve kendi payına düşen kısmı ile kâr elde eder. Katılım hesaplarından aktarılan bedeller ise payları oranında katılım hesabı sahiplerine ortaklık karı olarak dağıtılmaktadır. Bu yöntemle gerçekleşen yatırımların sayısı neredeyse yok denecek kadar azdır denilebilir. Az sayıda inşaat projesi olarak kurulmuş ve tasfiye olmuş şirket örnekleri geçmiş uygulamalardan görülmektedir. Katılım bankacılığı yöneticilerinin vizyon olarak geleneksel banka uygulamalarının dışına çıkmadan asgari riskli ve sabit getiriye yakın ürün arayışı nedeniyle yatırımcı kimliği kazanacak iştirak ve kuruluşlara yatırım yapması neredeyse mümkün görülmemektedir. Bu beceri ve çabanın oluşması için yönetsel vizyonun hem hissedarlar hem de üst düzey yöneticiler nezdinde kavranıyor ve kabul ediliyor olması gereklidir. Burada eleştiri ve kritik edilen taraf sadece katılım bankaları yöneticiler değil tasarruf sahiplerinin de tercihinin mevcut uygulamalar lehinde geleneksel finans yöntemlerine yakın ürünlere olan ilgisi ve talebinden kaynaklanmaktadır. Sistem bir bütün olarak tüm tarafların desteği ve ilgisi ile ancak kalkınabilir. Bu konuda talep oluşturacak gereken hassasiyetin oluşması sistemin de kurulmasını zorunlu kılar (Bayındır, 2016:143-144).

Bir başka şirket veya girişimci ile ortak olmak suretiyle de sermaye ortaklığı kurulabilir. Bu tür ortaklıklar süreli veya süresiz kurulacağı gibi belirli veya sınırlı bir iş veya yatırım ile ilgili de özel ihtisas amaçlı olarak kurulabilmektedir. Sınırsız veya süresiz ortaklıkta bir başka şirketin hisselerinden belirli bir oranda pay almak suretiyle ortak olunur şirketin faaliyetlerinden de hissedar olarak bu oran ölçüsünde kâr veya zarara katlanılır. Girişim sermayesi yatırımları bu şekilde yapılan başka bir şirketin hisselerine sınırsız süreli ortaklık ifade eden müşareke yatırımı şeklinde yapılmaktadır. Prensip olarak girişim sermayesi yatırımı ile İslami bankacılık sermaye ortaklığı yatırımının işlevi ve getirisi arasında fark yoktur. Detaylarda görülen farklar ise İslami yatırım kararlarında daha önce zikrettiğimiz yasaklı faaliyet ve kazanç alanlarında ve usullerinde hizmet verilmemesidir. Alkol veya domuz ürünleri satan bir şirket ne kadar karlı olursa olsun İslami katılım bankacılığında yasaklı faaliyet alanlarına girdiğinden dolayı bu alana yatırım yapmanız yasaktır. Aynı şekilde spekülâtif gelir elde eden veya faiz geliri ile kazanç sağlayan bir şirkete de ortak olarak destekleyemezsiniz. Yatırımın temel ilkelere uyumlu olarak faaliyet gösteren şirket veya girişimlere katılması zorunlu bir şarttır. Sadece kazanç veya yüksek getiri ilkesi ile değil belirlenen normların

içerisinde kalacak helal kümesindeki sahalarda ve alanlarda faaliyet serbestisi tanınmıştır.

Girişim sermayelerinde olduğu gibi müşareke ortaklığında da esas yönetim ve idare görevi girişimin kurucu üye ve hissedarlarına aittir. Sermaye ortağı olarak katılan katılım bankası veya girişim sermayesi yöneticileri izleme, denetleme ve gerektiğinde katılma haklarına da sahiptir. Her iş kolu özel bir ihtisas ve tecrübe gerektiğinden dolayı ne kadar da denetimsel yetki ve imkanlar olsa da işin sahibine güven duymak zorunludur. Öncelikli kural yatırım yapılacak doğru iş kolu ve girişimciye ulaşmaktan geçmektedir. Günümüzde hem gerçek kişilerin hem tüzel kişiliklerin ticari performansları ve sicilleri net bir şekilde izlenmekte ve görülmektedir. Ortaklık kuracağınız kişinin geçmiş ve cari dönem borç ödeme gücü ve niyetini ölçebilirsiniz. Aynı şekilde belirli sektörlerde ticaretin ve karlılığın yönetimi yüksek kayıtlı ekonomik değerler ile birlikte çok rahatlıkla mümkün olabilmektedir. Geçmiş iş tecrübesinde güveniler ve itibarlı bir geçmişe sahip kişinin geleceğe yönelik güven verdiği açıktır. Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları veya katılım bankaları sektörleri dışarıdan net bir şekilde izleyebilmekte sektörlerin ve iş kollarının karlılıklarını ve gelişim eğilimini rahatlıkla değerlendirecek veri ve bilgiye sahip oldukları kesindir. Bu açıdan bu konuda bir arayış ve kaygı taşıyan katılım bankası doğru girişimci ve iş koluna yatırım yapmak veya sermaye aktarmak suretiyle karlı bir ticaret gerçekleştirebilir. Diğer bir ortaklık yaklaşımında ise belirli bir süre ile yapılan ortaklık sözleşmesinde ortaklık sürenin sonunda mülkiyet devredilmek suretiyle sonlandırılır. Burada ortaklık boyunca elde edilen kâr paylaşılırken zarar da doğrudan öz kaynak ile karşılanacağından hisse değerleri güncel olarak belirlenir ve güncel hisse değeri üzerinde mevcut yönetici ortağa mülkiyet hakkı baştan mutabık kalınması suretiyle devredilir. Özellikle bankalar asli işleri olmadığı için mülkiyet hakkı devri içeren sözleşmeler ile belirli süreler dahilinde hisselerin doğrudan girişimciye satmak veya devrederek ortaklıktan ayrılmak imkanına kavuşabilmektedir.

Özetle sermaye ortaklığı şeklinde iş ortaklıkları İslam iktisadının müsaade verdiği ve esas ticari faaliyetler arasındadır. Girişim sermayesi ve fonları da aynı prensip ve ilkelere sahip faiz temelli olmayan risk taşıyan kâr esaslı kazanç yöntemidir. Bu açıdan müşareke yöntemiyle fonların ortaklık yaparak kazanç sağlamasında bir engel bulunmamaktadır. Mukayese ettiğimiz her iki İslami finans yaklaşımı da temel olarak



girişim sermayesi fonlama yöntemleri arasında uygulanabilen ve ruhsat problemi bulunmayan yöntemdir.

Faizsiz bankacılık veya katılım bankacılığın amaçlanan etkinliğe ve fonksiyonlara kavuşması için emek-sermaye ve sermaye-sermaye ortaklık temelli girişimlerde bulunması ve payının %1 değil ciddi bir ağırlıkta olması gereklidir. Bu oran ne zaman murabaha oranı düzeyinin üzerinde olur o zaman İslami finansın etkin bir şekilde ideal boyutlara ulaşabildiği iddia edilebilir kanaatindeyim. Aksi takdirde geleneksel bankacılık ürünlerini İslami şekillere dönüştüren ve özgün model üretemeyen alternatif bir yapı olarak kalacaklardır. Olması arzu edilen asli ve merkez bir değer olarak takip eden veya taklitçi bir yaklaşım ile değil üreten ve vizyon açacak uygulamalara sahip olunmasıdır. Özgün olmayan kurum ve fikirler asli değerlerinde uzak kaldıkça kaybolmak ve yok olmak zorunda kalabilirler. (Bayındır, 2016:156-157) Bu yaklaşımla asli değerlere dayalı bir sisteme kavuşmak İslami finans için oldukça elzem bir konudur. Özgün ve esas ilkelerine bağlı olan bir yapı kurulmadıkça sistemin payının ve ağırlığının neden bir türlü yükselemediği ve topluma bir seçenek üretemediği sorgulamasının devam etmesi muhtemeldir. Hiçbir taklit aslının yerine tutamayacağı için sahip olduğumuz köklü değer ve ilkeler ile adil bir ekonomik sistem üretecek geçmişe ve bilgi birikimine sahip olduğumuz kesindir. Ortaklık temelli iktisadi sistemin esas olduğunu ve bu ilkeye merkeze oturarak yeni ürün ve alternatif yaklaşımlar meydana getirmemiz gerektiğini anlamalıyız. Mevcut küresel finans sistemi sorulara başka sorunlar doğuracak yapay çözümler getirmeye çalışmaktadır.

#### **4.2. Katılım Bankacılığının Ortaklık Esaslı Ürün Geliştirmesi Önündeki Engeller**

Katılım bankaları 1980'li yıllardan bu yana Özel Finans Kurumu gibi zayıf hukuki ve sistem yapısından bugünkü yapısına ulaşmaya değin meşakkatli bir gelişim sürecine maruz kalmıştır. Türkiye'nin 2000'li yıllardan önce sürekli yaşadığı ekonomik kriz ve istikrarsızlık dönemi sadece katılım bankalarını değil ulusal finans piyasalarının da sağlıklı bir şekilde büyümesi ve gelişmesinin önünde engel olmuştur. Katılım bankacılığı veya İslami bankacılığın gelişmesi ve sağlam bir zemin üzerinde yükselmesi için sadece ilgili kuruluşların değil siyasal ve bürokratik yapının da bu

gelişime fırsat ve olanak sağlaması gerekmektedir. 2001 Türkiye bankacılık krizinde çoğu banka tasfiye olmuş bir kısmı da konsolide olarak varlığını sürdürebilmiştir. Aynı kriz döneminin Özel Finans Kurumlarını da derinden etkilemiş İhlas Finans'ın tasfiyesi ile birlikte Faisal Finans ve Anadolu Finans kurumları da kapanmanın eşiğinden dönmüştür. Kriz sonrası devletin bankacılık sektörünün düzenlemelerinde sıkı ve Avrupa Birliği düzenlemelerini esas alan denetim modelini kabul etmiştir. Bu denetimde ciddi bir sermaye yeterliliği ve aktif kontrolü yapılmaktadır. Bir banka sahibi olmak ve büyütme ciddi bir sermaye gücü gerektiren ve düzenli sermaye desteği gerektiren yapıya kavuşarak yeni banka açılmasını ve alınmasını zorlu şartlara bağlanmıştır. Katılım bankaları olarak kriz öncesi emekleme ve amatör bir yaklaşımla büyüme çabası gösteren kurumlar krizden sonra var olmak ve başarı için yeniden yapılanmanın şart ve gerekliliğini görerek değişim ve dönüşüm başlatmışlardır. Bu dönüşümde yeterli insan kaynağı gücü ve tecrübesine sahip olmadıkları için genellikle teknolojik alt yapı ve şubeleşme gibi teknik ve fiziki dönüşümde etkisini göstermiştir. İslami bankacılığın her zaman ülkemizde dile getirilen yeni ürün ve finansal araçlara olan ihtiyacı ve geliştirilmesi konusunda farkındalık ve niyet dile getirilse de bu konuda önemli mesafeler alınamamıştır. Sektörün büyüklüklerine baktığımızda fon kullandırım dediğimiz toplanan kaynakların değerlendirilmesi ve fon sahiplerine mudarib sıfatıyla kâr dağıtılması için %98 oranında murabaha yöntemini tercih etmeye devam etmişlerdir.

Katılım bankaları geleneksel bankalardan farklı olarak kendi bünyelerinde finansal kiralama işlemleri yapabilmelerine rağmen zaten ulusal çok sayıda bağımsız finansal kiralama şirketi veya bankaların iştiraki şeklinde faaliyet göstermektedir. Katılım bankacılığının ağırlıklı olarak murabaha yöntemini tercih etmesi bir anlamda ortaklık esaslı mudarabe ve müşareke ürünlerinin önündeki engellerden kaynaklanmaktadır.

#### **4.2.1. Fon Kaynaklarının Vade Yapısı**

Katılım bankaları, fon kullandırım için gerekli olan kaynakları hissedarların sermaye girişleri ve mudilerin fon veya mevduat birikimleri ile gerçekleştirirler. Sermayenin sınırlı ve pahalı bir kaynak olduğu dikkate alındığında sistemin toplanan mevduatların krediye dönüştürülmesi gerektiği söylenebilir. Ülkemizde mevduat veya toplanan

fonların vade yapısı geçmişten günümüze kısa olmuştur. Bireyler sahip oldukları birikimlerini ağırlıklı olarak kısa vadeli olarak değerlendirmek niyet ve çabası taşımaktadır.

Haziran 2017 sektör verilerinde toplam mevduatın %70'i 1-3 ay, % 18'i 1 aydan kısa ve 1 yıl üzeri mevduatın oranı ise % 1,6 düzeyindedir. Bu oranlar katılım bankaları içinde benzer olup ülkenin genel finansal beklenti ve tecrübelerine dayalı bir durum olarak bu noktaya gelinmiştir. Geçmişte yaşanan finansal kriz ve bankacılık tecrübeleri mudilerin birikimlerini tedbirli bir şekilde davranmak suretiyle kısa vadeli değerlendirdikleri görülmektedir. Bu durum toplanan fonların en geç 90 gün içerisinde geri talep edilme ve kâr beklentisi ile kabul edildiğini de göstermektedir. Bu kısa vadeli kaynak süreci toplanan fonlarında kısa vadeli getirilere veya araçlara yönlendirilmesini bir anlamda zaruri kılmaktadır. Toplanan fonların çok kısa vadede geri talep edilme riski nedeniyle oluşan aktif portföyünü kaynakların vadesini ve sermaye düzeyini dikkate alarak belirlenmesi gerektirmektedir. Fon yönetimi şeklinde özetlenen bu yaklaşımda katılım bankalarının murabaha aracının 30 günden başlamak üzere çok esnek vade ve kısa vadede kâr kazancı sağlaması bu arzın sonucudur. Banka kaynaklarının tamamına yakını 90 günle sınırlı iken kredi portföyünün büyük bölümünü uzun vadeli yatırım kredilerine veya araçlarına aktarması ciddi riskler doğurmaktadır.

Kaynak ve kredi ilişkisi temel bir ilişkidir bu nedenle katılım bankalarının kaynak yapısında ulusal bankacılık mevduat yapısına paralel bir görünüm devam ettiği sürece fon yönetiminin de bu baskı ile murabaha tercihinde bulanacağı kesindir. Katılım bankaları bu baskı ile bırakın yeni orta vadeli ürün arayışını finansal kiralama dediğimiz işlemlerde bile belirledikleri dar bütçenin üzerinde bir büyüme hedeflememektedir. Bu darboğaz ve kaynak vade sıkıntısı nedeniyle hem bankalar hem de katılım bankaları dış kaynak dediğimiz yurt dışı borçlanma yöntemiyle orta veya uzun vadeli kaynak bulabilmek için çaba harcamaktadır. Yurt dışı kaynaklar da dönemsel maliyet riski ve kaynağa ulaşma problemleri taşıyabilmektedir. Bununla birlikte İslami fon kaynakları oluşmaya başlamış sukuk ve murabaha sendikasyon piyasalarında fon temin edilmeye başlanmıştır.

Katılım bankaların ağırlıklı murabaha aracı ile kısa vadeli getiriye odaklanmasının

ortadan kalkıp ortaklık esaslı mudarabe ve müşareke yöntemlerine dönmesi için kaynak yapısında da açılım ve revizyon yapması gerekmektedir. Ortaklık esaslı ürünlerin orta ve uzun vadede getiri sağlaması dikkate alındığında bu metodun özel bir mevduat havuzu ile fonlanması muhakkaktır. Hali hazırda tüm katılım bankaları topladıkları fonları belirli mevduat havuzu olarak adlandırılan paylaşım havuzlarına mudarabe yöntemi ile kabul etmektedir. Bu havuzlarda kâr paylaşımı vade ve sağlanan kaynağın büyüklüğüne göre değişmektedir. Vade uzadıkça ve kaynak büyüdükçe fon sahibine verilen kâr paylaşım oranı arttırılmaktadır. Orta vadeli bir fonlama için fon sahiplerine özel havuz seçenekleri ile fon toplanmak suretiyle yatırım bütçesi oluşturulabilir. Örneğin katılım bankası kuracağı girişim sermayesi fonu ile yatırım firmalarına ait bütçelerine ve tahmini getirilerini belirleyerek yatırımcıya aktaracağı fonu bu getiri üzerinde mudilerden belirli bir vade ve kâr paylaşım oranı ile talep edebilecektir. Mevcut durumda katılım bankaları fon sahiplerine geçmiş kâr paylarının dağıtım tablosunu referans almak suretiyle önümüzdeki dönem getirilerini taahhüt veya garanti etmez kıyas için veya beklenti için ortaya koymaktadır. Örneğin mevcut yapıda fon sahipleri murabaha havuzlarından yıllık %10 kâr payı kazanırken ortaklık havuzlarından %20-25 düzeyinde kâr alabileceklerini doğru bir şekilde ortaya konulursa ciddi fon kaynağına ulaşılabilir. Katılım bankaları zaten müşterilerine herhangi bir getiri oranı veya sözü vermemektedir. Ortaklık fonlarında değerlendirilen fonlarda benzer aktif yönetimi ile değerlendirilecek olup riske katılan fon sahibi riskin havuzda yöntemiyle ve uzman portföy yöneticileriyle zarar üstlenme oranları çok düşük düzeyde kalacaklardır. Özel havuz ve yüksek getiri hedefli fon toplama katılım bankalarının önümüzdeki dönem ana misyonuna veya kâr zarar ortaklığına dayalı iş ve yatırımın finansmanına imkân verecektir.

Özetle mevcut fon kaynak yapısı katılım bankalarının fonlama veya kredilendirme dediğimiz aktif yapılarının murabaha temelli bir metotla oluşturmalarını teşvik etmiş, uzun ve orta vadeli fon toplama imkânı sağlayacak gerekli yöntem ve açılımlar da kısıtlı kaldığı için diğer İslami araçlara yönelim olmamıştır diyebiliriz. Ama bu tercih ve çaba katılım bankacılığı yöneticilerinin inisiyatifindedir. Bu konuda gereken çaba ve niyet oluşursa hem mevduat hem de uluslararası piyasalardan uzun ve orta vadeli kaynak temin ederek girişim sermayesi yöntemiyle firmalara mudarabe ve müşareke ortaklıkları ile katılım sağlayabilecektir. Sermaye ve emek ortaklıkları hem kuruluş aşamasında yeterli sermayeden yoksun girişimcilerin ihtiyacını hem de olgunlaşma

evresine ulaşmış firmaların yatırımlarının fonlanmasına doğrudan katkı sağlayacaktır.

#### 4.2.2. Sermaye Kazanç Getiri Oranları Beklentisi

Bankacılık sektöründe yatırımcıların veya hissedarların performans ve kazançlarının ölçüldüğü birçok yöntem bulunmaktadır. Bu yaklaşımlardan en çok tercih edilenlerden biriside ortakların sermaye veya öz kaynaklarının kâr dönüşüm oranının takip edilmesi ve bütçelenmesidir. Banka sermayedarları banka kurduklarında veya sermaye artışı ile kaynak sağladıklarında ilgili banka bilançosunda belirli bir getiri oranı hedeflerler. Örneğin 1 milyar TL sermaye koyan bir ortak % 15 vergi sonrası yıllık getiri ile faaliyet gösterilmesini ve bütçenin bu kâr hedefine uygun olarak belirlenmesi yönetim kurulunda hedef olarak icra kuruluna söyler. Katılım Bankacılığı hem özel hem de devlet sermayeli olsun hâlihazırda performansları ve yönetim başarısı bu kârlılık veya gelişime göre belirlenmektedir.

Katılım bankacılığının küresel finans sistemi içerisinde özgün veya bağımsız bir felsefeye kavuşmasının istenilen düzeyde olmaması nedeniyle mevcut geleneksel yaklaşımların etkisi ve baskısı burada da kendisini göstermektedir. Kâr veya kazanç getirisinin sağlanması nedeniyle yöneticiler ve icra sorumluları kısa vadeli planlama ve getirinin avantajından faydalanmak ister. Murabaha yaklaşımında fon kullandırım tarihinde vadeli satıştan gelecek kâr fazlası ve getirisi belirli olduğu için toplam murabaha portföyünün getirisini ve kâr katkısını da kolaylıkla hesaplayabilmektedir. Murabaha yaklaşımında batık krediler veya donuk alacakları çıkarsak getirinin değişme ihtimali zamanında tahsil koşullarında yoktur. Ortaklık yaklaşımında ise kâr veya zarar belirli dönem verisinde ortaya çıkacağı ve bütçelenmesi daha zor olduğu için sadece getiri yaklaşımı bakan bir modelde tercih edilmemesi aşîkârdır.

Yıllık bütçe planlamaları yönetim kurulu ve genel kurul gündeminde karara bağlanan ve yöneticilerin eylem planını belirleyen politika araçlarıdır. Bu nedenle icranın yeni ürünler ortaya koyması ve İslam iktisadının ruhuna daha uygun yeni ürünler geliştirmesi için sadece kâr ve kazanç yaklaşımı yerine orta vadeli getiri ve beklentileri karşılayacak misyon ve ideal merkezli yaklaşımların ortaya konulması gerekmektedir. İdeal veya hedeflenen İslam bankacılığı modeli için taviz veya emek harcamadıkça

mevcut uygulamaların sadece taklit veya alternatif bir yaklaşım olmaktan öteye gitmesine engel olamayız. Sadece beklentileri yönetmek yerine beklentilerin hem hissedarlar hem tasarruf sahipleri hem de düzenleyiciler nezdinden yeniden oluşturulması ve farkındalığın sağlanmasına gayret edilmelidir. Gaye sadece karlı veya getirili kuruluşlar oluşturmak değil ilkeleri ve normları belirlenmiş bir çerçevede daha geniş ve özü itibarıyla esasa uygun yaklaşım ve metotlar ortaya koymaktır.

#### **4.2.3. Ortaklık Esaslı Girişimlerde Denetim Gereksesi**

Finans kuruluşları ve bankalar risk getiri dengesinde faaliyet gösteren mümkün olduğunca riskten uzak ve yüksek getiri hedefleyen bir strateji belirlemekten yana bir tutum içerisindedir. Bu nedenle koşulları ve değişkenlerin mümkün olduğunca belirli ve belirsizliğin asgari düzeyde olması beklenir. İslam iktisadı yaklaşımında temel olan kâr ve riske birlikte katılmak olup, doğabilecek risk ve belirsizlikleri birlikte paylaşmaktır. Bu nedenle ortaklık veya birlikte iş yapmak güven ilişkisi ve itimat esasını birlikte getirmektedir. Katılım Bankalarının doğrudan veya dolaylı şirketler ile birlikte ortak iş yapması ve ekonomik faaliyetten elde ettiği karı paylaşmasında ilk bakışta çok sayıda belirsizlik bulunduğu söylenebilir. Mevcut yapıda ortaklıkta girişimcinin aktarılan fonu yanlış kullanması, karı gizlemesi, saklaması veya şeffaf bir şekilde paylaşmaması gibi kötü senaryolar üzerinde ortaklık yaklaşımının engellenmesi ise yanlış bir yöntem olacaktır.

Ortaklık modellerinin tamamında denetim ve şeffaf bilgi paylaşımı esas olmakla birlikte ortakların güven esasıyla bir araya gelmesi temel bir yaklaşımdır. Her iki tüzel kişilik de olsa yöneticiler hissedarlar iki tarafında kazanması ilkesine dayalı bir modelde güven esaslı bir ilişki kurmasında bir mahsur bulunmamaktadır. Özel Finans kurumlarının ilk yıllarında mudarabe ve müşareke yöntemiyle yapılan ticari faaliyetlerinde karşı tarafın kötü niyetine bağlı olarak olumsuz birkaç tecrübe yaşanması daha sonraki dönemlerde ortaklık esaslı ürünlerden uzak durulması sebeplerinden birisi olarak söylenmektedir. Münferit girişimler bir sistemin kurulması için engel olmayacağı gibi yaşanmış kötü tecrübelerden dersler çıkarılması daha doğru olacaktır. 1980’li yıllarda yoğun kayıt dışı ekonominin olduğu, mali kontrol ve denetimin zorluğunu kabul etmekle başlanmalıdır. Mevcut durumda bir kişinin veya firmanın geçmiş ticari sicili, gelişimi performansı ve ödeme ahlakı gibi birçok veri ve

bilgiye kolaylıkla ulaşılmaktadır. Hem tüzel kişiliklerin hem de bireylerin ekonomik gücü ve kredibilitesine ilişkin derecelendirme notları bile kolayca sahip olunmaktadır. Muhasebe sistemleri ve mali işlemler bilgi işlem alt yapısı ile çok kolaylıkla eş zamanlı ve kolaylıkla takip edilmektedir.

Katılım bankaları sahip oldukları analiz ve istihbarat ağları ile hem doğru girişimciye hem de doğru iş koluna rahatlıkla ulaşabilir ve ortaklık süresince ticari faaliyetlerin gelişimini takip edebilir durumdadır. Katılım bankası yöneticilerinin ortaklığın güvensizlik ve endişe üzerine kurulması sistemin baştan yanlış kurgulanmasını sağlayacaktır. Unutmamak lazım İslami finans İslam yaşamının parçası olarak toplumsal ahlak ve değerlerin içerisinde yer almaktadır. Yanlış beyan, sahtekârlık, gizleme, dolandırma ve yalan gibi temel yasakların bulunduğu bir toplumsal zeminde ekonomik etik kurallarında bir bütünün parçası olarak yaşaması ve savunulması gerekmektedir. Kimseye güvenilmez ve güvene dayalı iş yapılmaz demek sahip olduğumuz değerlere ve ilkelere inanmamak veya savunmamak anlamına gelmektedir. Ticaretin rizikolarını kabullenmek ayrı bir husus sürekli güvensizlik ve itimatsızlık üzerine yaklaşmak ise başka bir husustur. Katılım bankaları toplum nezdinde daha insafli ve iletişim düzeyi yüksek kolay temas kurulabilir bir organizasyon olarak görülmektedir. Sahip oldukları güvenilir kurum imajının güçlendirilmesi ve sürdürülmesi için ekonomide yer alan girişimciler ile birlikte iş yapabilecek anlayışının ve güveninin de kurulması gerekmektedir.

Güven üzerine kurulması önemli bir husus olmakla birlikte ortaklığını ve fon aktarımının sonucu olarak emanet edilen kaynağın doğru bir şekilde yönetilip yönetilmediğini kontrol etmek önemli bir fonksiyondur. Doğru ve etkin bir murakabe sistemi konulması ve ortaklık sözleşmesinde cezai hüküm veya koşulların baştan doğru bir şekilde belirlenmesi ile birçok sorunun önüne geçilmesi mümkündür. Ticarete ekonomik veya ticari faaliyetlerin muhasebesi artık teknolojik ve daha az dış müdahaleye müsait görülmektedir. Kolaylıkla elinizdeki tableten bir şirketin lojistik deposunda ne kadar mal bulunduğunu, hangilerinin sevk aşamasında olup satışının gerçekleştiği gibi birçok veriye kolaylıkla ulaşılmaktadır. Denetim önemli bir fonksiyon olup hem devletin hem de ortaklık taraflarının sistemi denetlenebilir kılması ve sürekli bir şekilde takibi önemlidir. Örneğin 2001 finans krizinde etkin bir denetim sisteminin olmaması nedeniyle çok sayıda banka sahip olduğu mevduat kaynaklarını

ortaklarının şirketlerine aktarmış ve dolaylı krediler ile kendi sahip oldukları şirketlere fonlama yapmıştır. Batık krediler ve hortumlama olarak ifade edilen kredilendirme süreçleri nedeniyle devlet ve vatandaş ciddi zararlar üstlenmiştir. Denetim sadece firmalar için değil her kuruluş için gereklidir. Devletin ekonomideki üstleneceği rollerden en önemlisi de denetim ve izleme fonksiyonu olarak görülmektedir. Girişimcilik ve ortaklık meşru kazanç yöntemleri arasında asırlardır insanlığın gelişiminde ve ekonomik faaliyetlerinde önemli bir işlev görmüştür. Ortaklığın özendirilmesi ve artırılması sadece banka yöneticileri açısından değil şirket ortakları ve sahipleri açısından da ihtiyaç olarak görülmektedir. Yönetim ve karı paylaşmak birlikte bir şeyler başarmak ve faaliyet yapabilmek için motivasyonunun güçlenmesi gerekmektedir. Katılım bankaları bu tarz ürünler ile de sosyal farkındalık ve fayda sağlayarak toplumda birlikte ekonomik faaliyetler katılma ve iş gerçekleştirme duygusunu artırabilir.

#### **4.2.4. Uzman İnsan Kaynağının Yetersizliği**

Katılım Bankalarının murabaha ağırlıklı bir aktif yönetimi belirlemesinin ve ortaklık esaslı bir fonlamadan imtina etmesinin diğer bir sebebi de yetişmiş uzman iş gücünün eksikliğidir. Katılım bankalarının hızlı büyüme ve genişleme yaklaşımı nedeniyle mevcut yetişmiş insan gücü yeterli kalmamış ve geleneksel finans sisteminden insan gücü transfer etmiştir. Katılım bankacılığının sadece uygulama alanında değil mevcut tekniklerin geliştirilmesi ve yeni İslami finans ürünlerinin geliştirilmesi için gerekli bilgi setine ve arayış niyetine sahip kalifiye insan gücüne ihtiyaç bulunmaktadır. Geleneksel bankalardan gelen ekipler ve kişiler deneyimleri gereği sadece geleneksel finans uygulamalarının uyarlanması ve geliştirilmesi çaba harcama bilmektedir. Sınırlı insan gücü ise sadece yoğun hedef ve performans ile rutin iş çabalarının içerisinde kalabilmektedir.

Katılım bankacılığının diğer alanlarında olduğu gibi fonlama tekniklerinin geliştirilmesi ve çeşitlendirilmesi için de yetişmiş insan kaynağına gerek duyulmaktadır. Bu amaçla son dönem çok sayıda üniversitenin faizsiz finans ve İslam ekonomisi lisans ve lisansüstü programları gelecek için önemli bir umut ve olumlu sinyaller verebilmektedir. Riske dayalı ticari ortaklık kazançlarına ihtiyaç duyulması sadece ekonomik bir gereksinim değil İslam iktisadının temel anlayışının ve



yaklaşımının bir parçası olarak görülmesi ve desteklenmesi gereken bir husus olarak farkındalık sağlanmalıdır. Bu farkındalığa sahip yönetici ve uzmanlar ise sadece ideal bir sistem için sürekli emek ve çaba sarf edeceklerdir.

Bu bağlamda temel İslami finans tekniklerinin ve araçlarının geliştirilmesi için donanımlı bir ekibe gerek olduğu gibi ortaklık esasına dayalı girişimlerin yönetimi ve idaresi konusunda ihtisaslaşmış ve beceri kazanmış teknik ekiplere ihtiyaç vardır. Bu konuda başlangıç aşamasında dış müşavirlikler yoluyla destek alınabileceği gibi katılım bankaları sektörü veya iş kolu uzmanlaşması yoluyla belirli ihtisas alanlarında da yatırım becerisine sahip olabileceklerdir. Örneğin medikal sektöründe gerekli bilgi ve yatırım deneyimine sahip bir özel ihtisas ekibi birçok şirkette yatırımın ve ortaklığın idaresini ve takibini çok rahatlıkla yapabilir. Reel sektörü bilen ve yönetebilen uzman ekiplerin varlığı sadece ortaklık idaresi için değil genel kredi yönetiminde önemli bir deneyim ve tecrübe aktarımı da sağlayacaktır. Firmaların ve sektörlerin analizinde performansları ile ölçülen bilgi ve deneyim ağına sahip olabileceklerdir. Bu konuda yatırım ve kalkınma bankaları özel ekipler istihdam etmekte ve belirli projelere aktarılan kredileri mühendis veya teknik eleman düzeyinde görevlendirme yapabilmektedir.

İhtisaslaşma ve sektör uzmanlığının oluşturulması girişim fonlarının yönetilmesinde ve yatırımların başarılı bir şekilde sevk edilmesinde hayati öneme sahiptir. Fonların istihdam ettiği fon uzmanlarının reel sektör tecrübesi ve birikimine sahip üyeler ile karma bir şekilde yetiştirilmesi ve piyasa veya reel sektör gelişmelerini doğru bir şekilde yönetmelerinde çok önemli bir etken olacaktır. Uzmanlık veya profesyonel ekiplerin kurulması önemli bir zaman yatırımı gerektiğinden fonlar faaliyete geçmeden yıllar önce bu insan kaynağı gücünün yetiştirilmesi ve hazırlanması çalışmalarının başlatılması gereklidir. Kalifiye bir yönetim ekibinin olmadığı girişim fonlarının yatırımcıların beklentilerine cevap verecek ortaklık yönetimin göstermeleri beklemek doğru olmayacaktır. Yetişmiş bir ekibin yönettiği girişim fonları yurt içinden ve yurt dışından gereken ilgiyi ve desteği göreceği muhakkaktır.

#### **4.3. İslami Finans İlkeleri Çerçevesinde Katılım Girişim Sermayesi Modeli**

## Metodolojisi

### 4.3.1. Araştırma Yöntemi

Tez, KOBİ'lerin finansal problemlerinin çözümüne ilişkin borçlanma yerine ortaklık esaslı sermaye veya fon aktarımı modeli üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bu çalışmanın temelini oluşturan girişim sermayesi modeli için öncelikle literatür taraması yapılarak tez konusu finans modeline ilişkin teorik çerçeve ve genel amaç belirlenmiştir. Girişim sermayesi konusundaki araştırmalar ve çalışmalar incelenmiştir. Teorik araştırmalarda modelin kurumsal temelini oluşturacak yeterli doküman ve bilgi setlerine ulaşılmıştır. Geçmiş ve güncel çok sayıda doküman ve araştırma makalesi çalışmanın alt yapısı için yeterli veriyi sunabilmiştir. Hem dünya üzerinde hem de ülkemizde faaliyet gösteren girişim sermayesi fonlarının dönemsel sektör ve firma raporları incelenerek sadece teorik alt yapı bilgileri değil pratik uygulamaların tarihsel gelişimi ve istatistik verilerine ulaşılmıştır. Özellikle araştırma metin ve raporlarında özelden oluşturmak istediğimiz katılım bankacılığı modeline uygun tecrübe ve performans neticeleri irdelenerek analiz edilmiştir. Fonlama modelinin teorik alt yapısı üzerine Türkiye'deki KOBİ'lere ait durum analizi yapılmıştır. Bu konuda çok sayıda akademik ve mesleki örgüt çalışması bulunduğu için analiz verilerine ve sonuçlarına ulaşmak mümkün olmuştur. Çalışmada ortaya konulması hedeflenen modelin uygulanabilir ve kabul edilebilir olması için sistemin tüm tarafları ile derinlemesine mülakat görüşmeleri gerçekleştirilmiştir.

*Derinlemesine Mülakat veya Görüşme Tekniği:* Nitel araştırma tekniği olarak sosyal gerçekliklerin araştırılmasında ve doğru bir şekilde algılanmasına yardımcı olması amacıyla derinlemesine görüşme yöntemiyle yapılan bilimsel analiz yöntemini ifade etmektedir (Tekin, 2006:101-102). Derinlemesine mülakat tekniği birebir görüşme şeklinde özel soru teknikleri ile araştırma konusunun her yönüyle incelenmesini ve sorulan sorulara cevaplar bulunması amacıyla yüz yüze görüşme şeklinde veri toplama şeklinde gerçekleştirilmektedir. Görüşmeci ve görüşülen kişinin araştırma konusunun özelliğine göre farklılaştığı ve durumsal olarak değişebilen dinamik yöntemdir. Nitel tekniğin güçlü yanları olduğu gibi zayıf yanları da bulunmaktadır. Görüşmenin tarafların karşılıklı etkileşimine açık olması verilerin sapma ihtimalini ve etkisini artırabilmektedir.

Esnek bir araştırma olan derinlemesine mülakat tekniği, yapılandırılmış ve yapılandırılmamış görüşme şeklinde iki türdür. Yapılandırılmış görüşme metodunda önceden standart olarak belirlenen sorulara cevap aranırken görüşmecilerin farklılıkları ihmal edilir. Burada amaç esnekliği asgari düzeye indirerek daha analitik verilerin teminini sağlamaktır. Yapılandırılmamış mülakat metodu ise açık uçlu sorular ile standart olmayan bir görüşmeyi ifade eder.

Derinlemesine mülakat görüşmelerinde teknik ve öznel sorularla hedeflenen ana ve tali sorular ile cevap aranmıştır. Görüşme ve mülakat sürecinde aşağıda belirtilen hususlara dikkat edilerek azami verim alacak şekilde içerik ve görüşme metodu belirlenmiştir:

- *Görüşme Öncesi Hazırlık:* Görüşme öncesi görüşülecek kişi ve kurum hakkında bilgi ve kısa araştırma yaparak görüşmenin ciddiyeti ve hazırlıklı yapıldığı kanaatinin uyandırılmasına dikkat edilmiştir. Güven unsurunun görüşmeyi daha etkin kılacağı öngörüsü ile görüşmeden önce kimlik bilgileri ve görüşmenin amacını net bir şekilde ortaya konulmuştur.
- *Görüşme Yeri ve Zamanı:* Mülakat yapılacak kişiler ile kendilerinin uygun gördüğü yer ve zamanda rahat konuşabilecekleri, fikir ve kanaatlerini kolayca paylaşabilecekleri ve yeterli zaman ayrılmış ortam ve mekânlarda görüşülmeye gayret edilmiştir. Bazı mülakatlar görüşmecinin tavrı ve tarzı gereği kaydedilmiş bazı görüşmecilerde tedirginlik ve endişe oluşmaması amacıyla yazılı not almak suretiyle görüşmeler gerçekleştirilmiştir. Görüşmenin sıcak ve samimi bir ortamda gerçekleşmesi için görüşme amacı ve mahremiyeti konusunda bilgilendirme yapılmıştır.
- *Teknik Sorular:* Görüşülen fon yöneticileri, firma sahipleri ve banka üst düzey yöneticilerinin ihtisas ve uzmanlık alanları dikkate alınarak ilgi ve yetkinlik alanlarında özelleştirilmiş sorular ile görüşme gerçekleştirilmiştir. Görüşmenin içeriğinde ve süresince şahsım tarafından dinleyici olarak sadece sorular ve detay bilgi kısımlarında görüş belirtilmiştir. Görüşmeyi belirli bir fikre yöneltmek ve görüşmeciyi etkileyecek ifadelerden kaçınılmıştır. Mülakat

sırasında görüşmeciye kesmeden dinlemeye çalışırken ve anlamadığımız veya detaylandırılması beklenen kısımlarda alt sorular ile derinleşmesini sağlamaya çalışılmıştır. Sorular yarı-yapılandırılmış mülakat yöntemiyle gerçekleştirilmiştir. Görüşülen kurum ve kişiye sorulacak sorular bir akış dâhilinde ve bir soru düzeni bulunmaktadır. Sorular her görüşmede farklılaşmıştır. Mülakat esnasında görüşmecinin ilgisi, bilgisi ve akışına uygun olarak soru içerikleri ve sıralamasında değişiklikler dinamik olarak yapılabilmektedir. Bazı durumlarda görüşmecide tedirginlik ve imtina hissedildiğinde yeni sorular veya soruların değiştirilmesi tercih edilmiştir.

- *Öznel Sorular:* Görüşmecinin kanaati ve fikrini doğru anlayabilmek için subjektif sorular ile kanaat ve görüşleri derinleştirilmeye çalışılmıştır. Kapalı uçlu sorular yerine açık uçlu sorular ile anlatması ve içeriğinin anlaşılmasına gayret edilmiştir. Sorular görüşmecinin kanaatini ortaya koyacak şekilde geniş perspektif ve alan tanınacak şekilde sorulmuştur.
- *Görüşmede Kaçınılan Hususlar:* Görüşmeciye yönlendirici sorulardan kaçınılmıştır. Daha çok görüşmecinin konuşmasına imkân sağlayacak ve kendisinin görüşmeyi yönetmesine olanak verecek dinleme kalitesi ile yapılmıştır. Görüşmelerde utandırıcı, kilitleyici, öğretici ve kesintiler ile konuyu dağıtacak müdahalelerden kaçınılmıştır. Cevap alınamayan sorularda zorlamadan hoşgörü gösterilmiştir.
- *Görüşmeler sesli ve yazılı notlar alınmak suretiyle görüşmecinin ve görüşme yerinin durumuna göre farklılaşmıştır.* Görüşmecinin müsait olması durumunda ve müsaadesiyle ses kayıt yöntemiyle kayda alınan görüşmeler daha sonra detaylı olarak ve görüşmenin detaylarının atlanmadan ele alınmasına imkân tanımıştır.

Tez mülakatlarında özellikle konunun uzmanı ve geçmiş tecrübe birikimi ile örnek teşkil edecek görüşmeci ve kurumlar tercih edilmiştir. Aynı şekilde girişimciler ile yapılan görüşmede girişimin fon desteğine ihtiyaç duyan ve büyüme potansiyeli taşıyan nitelikli firmalar arasından seçilerek doğru bir görüşmeci alanı seçilmeye

gayret edilmiştir. Katılım bankaları ile yapılan görüşmelerde yöneticilerin konunun ilgili ve tarafları arasından seçilmesine dikkat edilmiştir.

Katılım Bankaları Birliği ile yapılan görüşmede çatı kurul olarak konunun genel perspektifi ve algısı derinlemesine irdelenebilmiştir. Devlet tarafından 2015 yılında kurulan Faizsiz Finans Koordinasyon Kurulu vizyonunda katılım bankalarının kamunun da teşvik ve desteği ile önümüzdeki dönem alacağı etkin role uygun olarak yeni ürün ve düzenlemelerin olması planlanmaktadır. Bu bağlamda birliğin ortaklık esaslı ürünlerin uygulanması ve sisteme girmesi için farkındalık, teşvik ve özendirme politikaları izleyeceği belirtilmiştir. Birliğin vizyonu ve stratejik planlamaları bu açıdan sektör için bağlayıcı ve rota belirleyici bir öneme sahiptir.

Aktif çalışan girişim sermayesi yatırım ortaklık fonları ile yapılan görüşmede Türkiye örneklerinden yola çıkarak uygulamanın tüm aşamaları detaylı bir şekilde irdelenmiştir. Kamu kurumlarının ortalığı ile kurulan örnek girişim sermayesi KOBİ A.Ş.'nin örnekleri sadece kâr amaçlı değil etik ilkeleri de öne çıkaran değerlendirme ve uygulamaları ile özel bir örnek girişim fonu olarak öne çıkmıştır. Uygulamalarda karşılaşılan sorunlar ve engeller ile ülkemize özgün yaşanan farklılıklar ayrıştırılmaya gayret edilmiştir. Başarılı ve başarısız girişimlerin nedenleri ve sonuçları analiz edilmeye çalışılmıştır. Girişim sermayesinin büyüme ve uygulama fırsatları gözlemlenerek modelin tasarımında dikkat edilecek hususlar belirlenmiştir.

Derinlemesine mülakat görüşmelerinde yetkin görüşmeciler ile hedeflenen modelin temel sorularına ışık tutacak önemli verilere ulaşılmış ve KOBİ'lere yönelik sağlayacağı çözüm ve faydaların analizi yapılabilmektedir. Uygulamanın ülkemizde hem girişimciler hem de finans kurumları tarafından yeterince bilinmemesi nedeniyle anket yöntemiyle bilgi ve veri toplama tercih edilmemiştir. Yöntem olarak derinlemesine mülakat tercih edilerek ülkemize özgü somut örnek ve uygulamalar esas alınarak gerçekçi ve uygulanabilir bir model ortaya konmaya gayret edilmiştir.

*Çalışmanın Kısıtları:* Çalışmanın başarılı sonuçlar vermesi için kullanılan derinlemesine mülakat tekniğinin sağladığı veriler ve araştırma konusunun yapısından kaynaklı bir takım engel ve sınırlamalar ortaya çıkmıştır. Bu kısıtların çalışmanın

genel performansını ve amacını saptıracak büyüklük ve etkide değildir. Çalışmanın ve araştırmanın önündeki sınırlamaları şu şekilde özetleyebiliriz:

- *Yeterli Performans Geçmişinin Olmaması*: Ülkemizde girişim sermayesi ortaklıkları 2012 yılından sonra yasal zemini şekillenmeye başlayan ve emekleme evresinde olan bir finansman tekniği olarak yeterli geçmiş performans ve veri sunamamaktadır. Girişim sermayesi fon ve yatırım ortaklıklarının sınırlı sayıda olması ve faaliyet sürelerinin de yeni olması nedeniyle yorumlanacak bir gelişim ve değişim verisi sunmamaktadır. Özellikle faizsiz yatırım ilkesiyle çalışan iki adet portföy yönetim şirketi bulunmakta olup fonların kuruluş evresinde olması, girişim sermayesi ortaklık sonuçlarının görülmemiş olması nedeniyle hem taraflara hem de ülkemizin ekonomik sistemine katkısı ölçülememektedir. Batı ve Körfez ülkeleri uygulamalarda geçmiş performansının ölçülmesi ve gelişimi önemli veriler sunsa da ülkemize özgü ekonomik koşulların ve sistemin farklılığı nedeniyle yakın geçmişte faaliyet geçen sistemin kısıtlı veriler bulunmaktadır.
- *Derinlemesine Görüşme Verileri Eksikliği*: Araştırmanın yöntemi olarak kullanılan derinlemesine mülakat çalışmasında firmaların ve fonların mevcut ve planlanan yatırımlar konusunda bilgi ve belge vermekten imtina ettikleri görülmüştür. Özellikle yatırım rakamları, kârlılık rakamları ve yeni yatırım bilgileri konusunda mahremiyet ve şirket sırları kapsamında sınırlı bilgi verildiği durumlar olmuştur.
- *Görüşme Kümesi Darlığı*: Aktif faaliyet gösteren faizsiz fon yönetim şirketlerinin çok sınırlı olması ve yeterli geçmişe sahip olmamaları nedeniyle aktif iki fon ile görüşme gerçekleştirilmiştir. Yurt dışında görülen fon büyüklüklerine ve yatırım sayılarına sahip olmadığı için verilerin ve görüşme bilgilerinin derinliği sınırlı kalmıştır. Aynı şekilde katılım bankaları yöneticilerinin girişim sermayesi fon yönetimi konusunda yeterli tecrübesi ve bilgi birikimi olmaması nedeniyle görüşme sorularının bir kısmına yeterli ve tatmin edici cevaplar alınamamıştır.

Görüşme kümesinin darlığının temel sebeplerinden birisi de girişim sermayesi tekniği konusunda hem işletme sahiplerinin hem de tasarruf sahiplerinin yeterince bilgiye sahip olmamasıdır. Bilgi sahibi olmamaları nedeniyle mülakat sorularının muhatapları yeterli ve tatminkâr cevap verememektedir. Özellikle ticari işletmelerin ülkemizde faaliyet gösteren fonların batık firmalara veya tamamına sahip olmak istedikleri firmalara ortak olmak suretiyle yönetime sahip olmak gayreti taşıdıklarına yönelik olumsuz ön yargılar taşıması dikkat çekici olarak gözlemlenmiştir.

Kısıtlar temelde ülkemiz tecrübesi ve geçmiş performansının olmamasından temelde kaynaklanmakta olup, dünya ve körfez ülke tecrübeleri ile girişim sermayesi gelişimi örnek teşkil edecek yaklaşımlar sunabilmektedir. Yeni ve gelişmekte olan fonlama modeli olarak yakın gelecekte kısıtların kalkmasıyla daha objektif veriler sağlanabilecektir.

#### **4.3.2. Girişim Sermayesi Fonu Modeli Derinlemesine Mülakatları**

Ülkemiz sosyal ve ekonomik koşulları kendine özgü özellikleri ile körfez ülkelerinden veya batı uygulamalarından farklı özgün bir uygulama alanına ihtiyaç duyulmaktadır. Girişimcilerin ve fon sahiplerinin beklentileri ve kararları ülkelerin kültürel birikiminden ve yaşanan ekonomik tecrübeden olgunlaşarak özgün bir hal almaktadır. Ülkemizde de yaşanan ekonomik gelişim beraberinde finans sektöründe ve girişimcilerin ekonomik kararlarında benzer eğilim ve karar yaklaşımlarının oluşmasına sebebiyet vermiştir. Evrensel değerler ve İslami normlar ana çerçevenin çizilmesini sağlasa dahi yerel ekonomik aktörlerin davranışları ve tepkilerinin dikkate alındığı bir model ortaya konması başarılı ve somut aksiyon imkânı bulunan bir uygulama alanının oluşmasına olanak sağlayacaktır. Bu amaçla fon sahipleri, girişimciler ve aracılık işlemini gerçekleştiren katılım bankalarının ortaklık modeline dayalı finansman yaklaşımının oluşturulmasında beklentileri, görüşleri ve çekincelerinin doğru bir şekilde analiz edilerek uyarlanması amaçlanmaktadır. Sadece iyimser bir yaklaşım veya kötümser bir çıkarımla değil ortaya konulacak modelin güçlü ve zayıf yanları ile piyasa koşullarında karşılaşılabilecek fırsat ve tehditlerinin de doğru bir şekilde betimlenmesi gerekmektedir.

Modelin sa ayağı olarak tarif edilecek taraflarını ifade ettiğimiz gibi girişimciler veya yatırımcılar, fon sahipleri veya tasarruf sahipleri ile organizasyon ve aracılık işlemine yapacak girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ve katılım bankalarının doğru rol ve konumları ortaya koymaya çalışacağız. Tarafların durumunun doğru bir şekilde ortaya konulması, uygulama fırsatı bulması ve kabulü için hayati önem taşımaktadır. Belirli bir gelişim ve değişim süreci yaşayan ekonomik dünya tüm aktörleri derinden ve dinamik bir şekilde etkilemekte ve değişime zorlamaktadır.

Katılım bankaları 40 yıla yakın ülkemiz tecrübesi ile hem yeterli hem yetersiz ifade edebileceğimiz bir tarihsel tecrübe yaşamıştır. Katılım bankacılığı tarihsel dönemi 2001 öncesi ve sonrası olarak hem ekonomik değişim hem de politik değişim dönemlerinin etkisi ile ikiye ayırmak mümkün görülmektedir. 2001 bankacılık krizine kadar amatör ve kamu teşviki olmadan özel finans kurumu statüsünde Bakanlar Kurulu kararı ile sağlam bir mevzuat zemini olmaksızın geçirilen kuruluş ve emekleme dönemi'dir. Bu dönem İhlas finans tasfiyesi ile sektörün güven ve itibar kaybettiği bir süreçle sonlanmıştır. 2001 kriz döneminde yerli ortaklığa sahip Anadolu Finans ve Faisal Finans Kurumları tasfiye ve fona devrolma sürecinin kısıyından dönmüştür. Muhtemel ki bu dönemde yerli İslami bankalar batsaydı kriz sonrası dönemde yeniden büyüme ve gelişme süreci çok daha zorlu ve gecikmeli olarak gerçekleşebilirdi. 2001 krizinden önce ürünleri ve şube ağları ile çok sınırlı dar bir alanda faaliyet gösteren zel Finans Kurumları piyasa nezdinde %3 gibi ihmal edilebilir bir büyüklük ile ağırlıklarını ekonomik hayatta hissettirememişlerdir. Yetişmiş insan gücüne sahip olmayan dönemin kurumları sınırlı bilgi ve tecrübe ile yoğun gayret ile kuruluş döneminin tamamlamıştır. Dönemin yasal ortamı ve mevzuatı da İslami bankacılık kurumlarını desteklemediği ve kolaylaştırıcı tedbirler almadığı için geleneksel bankacılık karşısında çok gerilerde kalmış ve beklenen büyüme eğilimini yakalayamamıştır. Büyümenin gerçekleşmesi için yabancı körfez sermayedarları hem girmekten imtina etmiş hem de girişleri zor bir hal almıştır. Yerli ortaklarında güçsüz mali yapıları nedeniyle büyümenin itici gücü olan sermaye ortaya konulmamıştır. Kriz ile birlikte kurumlar batmasa dahi mevduatları ve dolayısıyla kredi büyüklükleri asgari düzeylere gerilemiştir. Piyasa bilinilirliği ve tercih sebebi de oluşmadığı için yoğun bir tutundurma ve kabul edilme çabası yaşamışlardır. 2001 sonrasında ülkede oluşan güven ve istikrar ortamı tüm ekonomik birimleri olumlu olarak etkilediği gibi Katılım Bankalarını da doğrudan etkilemiştir.



Katılım bankacılığı statüsüne kanun ile geçen kurumlar devlet güvencesi ile birlikte yasal zemine kavuşmuş ve güvenilir bir sisteme sahip olmuştur. Geçmiş dönem tecrübeleri kurumsal yapılanma dönemi yaşayan katılım bankaları rekabet üstünlüğü sağlamak ve sektörden pay alabilmek için stratejiler geliştirmiştir. Kamunun İslami bankacılığı destekleyen yeni bankaların kuruluşuna ortam sağlaması ve hayata geçirmesi ile hızlı bir ekonomik genişleme yaşanmıştır. Devlet katılım bankalarının sektöre girişi ile kamu güvencesi ve gücünü de arkasına alan sektörde büyümenin ve gelişimin tohumları güçlenerek atıldığı görülmektedir. Temel yapılanma ve gelişim evrelerinin tamamlayan katılım bankalarının olgunlaşma evresinde ise farklılaşarak büyümesi beklenmektedir. Katılım bankalarının ortaklık esası ile çalışan sistemler kurarak belirli sektör ve ortaklık alanlarında uzmanlaşması veya ihtisaslaşması beklenebilir.

#### *Medikal Firması ile Derinlemesine Mülakat Notları*

*Firma Künyesi:* 2012 yılında Gayrettepe İstanbul adresinde kurulmuştur. Firmanın ödenmiş sermayesi 2,5 milyon TL'dir. İlaç sektöründe faaliyet gösteren firma ağırlıklı olarak göz damlaları ve ilaçları konusunda ihtisaslaşmış bir küçük ölçekli firma görünümündedir. 11,6 milyon TL aktif büyüklüğü ve 5,1 milyon TL satış hacmine sahiptir. Satışların 1,2 milyon TL'lik kısmı ihracat olarak gerçekleşmektedir. Firmanın dört adet ilaç üretim ruhsatına sahiptir.

**Soru: KOBİ'ler olarak kaynak ve finansman ihtiyacı nerede doğuyor ve nasıl zorluklar yaşıyor?**

**Cevap:** "Eczacılık okumuş bir girişimci olarak sağlık konusu her ülke için hayati bir önem ve ehemmiyet taşıyan bir konudur. Ülkelerin güvenlik sonrası en önemli konusu sağlık alanında kendi ihtiyaçlarını giderir bir güç ve birikime sahip olmasıdır. İlaç alanında dünya üzerinde uluslararası dev üretici firmaların hâkimiyeti ve liderliği bulunmaktadır. Yeni bir ilaç üretip pazara girmek yoğun bir çaba ve gayret gerektirmektedir. Örneğin bir ilaç ruhsat çalışmam yaklaşık 6 yıllık bir süreç gerektirdi. İlaç Amerika'da üretilen bir ilacın jenerik ürünü olarak formül ve sentezi tarafımızca yapılmıştır. Bu süreçte ruhsat ve izin alabilmek için yeni kurulmuş bir firmayı sürekli sermaye ihtiyacı bulunmaktadır. Uluslararası laboratuvarlar ile

çalışmak ve bu ilaç merkezlerinden belirli onayların alınması için on binlerce Euro ödemeniz gerekmektedir.

Devletin değişik kurumlar üzerinde teşvik ve desteği olsa da bu destekler çok sınırlı ve yeterli gelmemektedir. Fikir aşamasından üretim aşamasına geldiğinizde bankalar teminatsız çalışmak istemediği için mesafeli yaklaşıyor ve üretimin girdilerinin finanse edecek kaynak temin etmekte zorlanır duruma geliyorsunuz. Bankalar fikir ve üretimin önemine değil teminata ve riske baktıkları için kaynak temin etmek zorlaşıyor. Kamu bankaları da olsa işlem bu şekilde yürüyor ve işleminiz nihai aşamada riskli bulunup kabul görmüyor. İlaç sektörü stratejik bir sektör olarak yüksek katma değer sağlayan ve ülkenin önemli döviz çıkışına neden olan ithalatını ikame edecek bir ekonomik faaliyettir. Özellikle yatırım ve büyüme evresinde ciddi harcamalar ve uzun vadeli yatırım çabaları gerektiğinden sürekli olarak nakit ihtiyacı yaşıyoruz. Anlık ödemelerimiz ve yurt dışı harcamalar için ödemenin peşin olarak gerçekleşmesi için mecbur olarak çok yüksek maliyetle piyasa factoring firmalarına yöneliyoruz. Aylık çek iskonto maliyetleri çok yüksek olan bu finansman modeli karımızın büyük bölümünü almaktadır. Yeterli vadede kaynak bulamadığımız için borç baskısı ile çalışmak zorunda kalıyoruz. İlacımızın uluslararası tedavül etmesi ve ihracatı için Avrupa ruhsatı almak için hali hazırda çaba gösteriyorum. İrlanda üzerinden yaptığım başvuruda ilgili ülkenin Sağlık Bakanlığı yakın ilgi ve yönlendirmesi ile önemli destek aldım. Her testin 40 bin Euro olduğunu düşünürseniz ne kadar maliyetli bir aşama olduğunu anlayabilirsiniz.”

Firma idarecisi bu soruda yeni büyüme aşamasında olan bir küçük işletmenin kaynak zorluğunu örnekler ile detaylı olarak izah etmiştir. Yapılan iş ne kadar nitelikli ve katma değer üreten bir iş alanı ise bu alanda rekabet edecek ve faaliyet gösterecek marka ve değere ulaşmak için önemli mali kaynaklara ihtiyaç bulunduğu vurgulanmıştır. Girişimci sınırlı sermayesinin kuruluşun izin ve ruhsat süreçlerinden önemli ölçüde harcadığı için hazırlık ve ön kuruluş aşamasında tüm sermayesi tükenen yatırımcı üretimin başlaması ve satış aşamasına gelindiğinde organizasyon yetersizlik göstermeye başlamaktadır. Bankaların çoğu yeni kurulmuş firmada satış oluşmadan ve bilanço dönemi oluşmadan değerlemeye almamaktadır. Kamu bankalarının girişimci kredileri ise çok kısıtlı ve ağır yürüyen süreçler ile gereken ihtiyacı karşılamaktan uzak görünümündedir.

Üretim girdileri ve yatırım harcamaları peşin ödeme gerektiğinden firma mutlaka yabancı kaynak arayışına girmektedir. Yurt içinde elde ettiği vadeli alacaklarını da yüksek maliyetler ile kırdırmak suretiyle nakde dönüştürmektedir. Yeni kurulmuş firmalarda tasfiye oranının bu kadar yüksek olması bu aşamada ekonomik aktivitelerin finansmanı için doğru bir finansman modelinin sunulmamasından veya çok ağır şartlarda temin edilmesinden kaynaklanmaktadır. İpotek verecek çok sınırlı bir firma olduğu için de kredi imkânına ulaşılmamaktadır. Bankalar ve yatırım kuruluşları ise başlangıç aşamasında bulunan firmalar ile kredi ilişkisine girmekten kaçınmaktadır. Yatırımlar bu aşamada işin fikir hayatından ticari hayata geçiş aşaması olan ilk kuruluş ve emekleme aşamasını zorlu bir çaba ile aşmasına karşın itici güç veya büyüme kaynağı için gereken desteği bulamamaktadır. Bu firma görüşme örneğinde ülkemiz ekonomisi ve sosyal faydası yüksek bir ilaç girişiminin fark edilip desteklenmesi ve gereken fon desteğinin sağlanması için bilgilendirme yapılması ihtiyacı dikkat çekici bir düzeydedir.

**Soru: Girişim sermayesi yaklaşımı ile ortaklık modeli ile ilgili düşünceleriniz nelerdir?**

**Cevap:** “Girişim sermayesi fonlarının ortak olduğu firmalarda yönetimi ve şirketin idaresini ele geçirmek niyeti oldukları için fon yoluyla finansman tercihinde sıcak bakmıyoruz. Fonlar yönetimi ele alması ve fırsat kollayan yaklaşımları ile kaynak sağlamak riskli ve uygun görülmemektedir. Yatırımımızda tüm riskli ve zor evreleri tamamladık. Sadece ihracat için uluslararası lisan ve izin hakları için harcamalarımız kaldı. Yurt içi satış rakamlarımız artıyor ihracat bağlantılarımızın artması ve yeni ürünlü lisansımızın ihracat hedefine ulaşmamıza yetecektir.”

Firma ile yapılan görüşmede fonların veya ortaklık yoluyla ihtiyaç duyulan sermaye girişinin firmayı ele geçirme ve mevcut ortakların tasfiyesi şeklinde yorumlandığı dikkati çekmektedir. Firmanın mevcut mali görünümü ile bankalardan uzun vadeli kredi ve kaynak bulacak imkânı ve teminatı olmamasına karşın firma ortakları ve yöneticileri ortaklığın getireceği şirketin yönetimini kaybetme ve şirketin sahip olduğu birikimin kaybedilmesi endişesi ile ortaklık esaslı bir girişim sermayesi ortaklık girişinden kaçındıkları görülmektedir. Fonların piyasada sıkışık ve problem yaşayan firmaları satın almak suretiyle kâr elde eden şirketler algısı bulunması nedeniyle

yabancı ortak algısı olumsuz görülmektedir. Bu durumun nedeni ülkemiz şirket ortaklarının ortaklık kültürüne olan mesafesi de bir neden olarak gözlemlenmiştir. Mevcut firma sahiplerinin şirketin en zor dönemlerini atlatıp işin karının toplanacağı ve değerinin çok yükseleceği bu dönemde kendi çabaları ile aşım başka bir ortaklık ile paylaşmak istemedikleri de dikkat çekmiştir.

Görüşme yaptığımız bu firma başlangıç evresinde olan küçük ölçekli bir KOBİ görünümünde olan firmanın borçlanma veya kredi yoluyla faaliyetlerinin düzene girmesi ve büyüme evresine geçmesi mümkün görülmemektedir. Firma ortağının mevcut mal varlığını satmak suretiyle sermaye girişi yapması gerekmekte olup, bu mal varlığı da bulunmadığı için ortaklık girişi veya hisse satışı en makul yaklaşım olarak dikkat çekmektedir. Firma ortaklarının ortaklıkla ilgili çekincelerinin ortadan kaldırılması ve ortaklık hisselerinin tekrar firmaya dönüşü yolundaki kaygılarının giderilmesi sonrası firmanın bu şekilde bir ortaklık ile fon sağlamanın en verimli metot olduğu kanaatindeyim. Firmaların ve sektörün finansal okuryazarlık sorununun yüksek düzeyde olduğu ve finans yönetimine vakıf olmadıkları görülmektedir. Firmaların hem doğru bilgilendirme hem de farklı finansal ürünler konusunda yeterince bilgilendirilmedikleri görülmektedir. Katılım Bankalarının girişim sermayesi şeklinde teşekkül edecek girişim şirketlerinde öncelikle piyasa ve firma yöneticilerine yönelik bilgi ve teknik detayların anlatılması zaruri görülmektedir.

#### *Sanayi Firması ile Derinlemesine Mülakat Notları*

*Firma Künyesi:* 1985 yılında kurulan firmanın ödenmiş sermayesi 42 milyon TL düzeyindedir. Firma ısı, su, sel ve yangın yalıtımı malzemeleri imalatı ve ticareti ile iştigal etmektedir. 1985 yılında taahhüt faaliyetleriyle ticaret hayatına başlayan Firma, 1988 yılında yalıtım sektöründe ilerleme kararı almıştır. 1990 yılında ithalatçı, 1996 yılında ise üretici kimliğine kavuşan firma olmak üzere 2 ayrı kategoride üretim yapmaktadır. Fabrikasında cam yünü, ısıpan, membran ve kauçuk üretimi, Eskişehir'de ise sadece membran üretimi yapılmaktadır. Taşyünü ise ticari mal olarak alınıp satılmaktadır.

2007-2012 yılları arasında Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı tarafından %17 payla ortak olunan firma, söz konusu dönemde cam yünü üretimi yatırımı tamamlamış ve

ürün gamını genişletmiştir. Girişim sermayesi firmasının elinde bulunan paylar 2012 yılında önce firma tarafından satın alınmış ardından iki grup firmasını birleşme yoluyla devralmıştır. Türkiye çapında 150 bayisi bulunan firmanın Ankara ve İzmir'de irtibat ofisleri de bulunmaktadır. Firmanın Rusya'da bulunan iştiraki ise 2016 yılında tasfiye edilmiştir. Firma, 2016 yılında İstanbul Sanayi Odası tarafından hazırlanan Türkiye'nin 1.000 Sanayi Kuruluşu isimli çalışmada üretimden satışlar temel alınarak yapılan sıralamada 737. sırada yer almıştır.

Görüşme firmanın hissedar ve mali işler yöneticisi ile gerçekleştirilmiştir. Görüşmede girişim aşamaları ve sonuçlanması üzerinde detaylı bilgi alınmıştır.

**Soru: Firmanızın Girişim Sermayesi şirketi ile yaşadığı girişim sermayesi sürecini anlatır mısınız?**

**Cevap:** “ Firmamızın 2006 yılında cam yünü yatırımı planlandı. Mevcut üretim hattımızın geliştirilmesi ve büyümek amacıyla 40 milyon USD düzeyinde bir yatırım bütçesi ile yatırım kararı aldık. O dönem ciromuz 60 milyon TL düzeyinde olduğu için bankalar tek başına ilgili tutar ve vade konusunda yatırımın finansmanı için bizlere gereken kredi imkânını oluşturmadılar. Bu yatırım döneminde girişim firması sürekli bizleri ziyaret ederek yatırım ve ortaklık tekliflerini sunuyorlardı. Başka fonlarda bize gelerek ortak olmayı ve yatırıma katılmayı öneriyorlardı. Biz girişim fonları arasında girişim ile ortaklığı uygun bulduk. Bu amaçla fonların yatırım yapılacak ve mali bünyesi sağlıklı olan firmaları aradığımızı biliyorduk. İlgili girişim kuruluşu şirketimize % 17 hisse ile 5 milyon USD’lık bir ortaklık gerçekleştirdi. 2007 yılında başlayan ortaklık 2012 yılında çıkış kararı ile sonuçlandı. Ortaklık boyunca yönetime bir yönetim kurulu atadılar ve yönetim kurulu üyesi aylık düzenli olarak şirketimizin toplantılara katılarak durum değerlendirilmesi yapıldı.”

**Soru: Girişim sermayesi yapılan ortaklıkta en çok zorlanılan hususlar nelerdir?**

**Cevap:** “Ortaklığın kurulması aşaması uzun ve meşakkatli bir dönemdi. Özellikle ortaklık sözleşmesinin yazılması aşamasında ciddi süreler aldı. İki tarafında avukatları arasında sözleşme maddeleri müzakere edildi. Hatta öyle yoğun ve sıkıntılı dönemler oldu ki vaz geçilme aşamasına gelindi. En temel sorun ortaklık şartlarında giriş ve çıkış

aşamasında şirket değerlemesinin belirlenmesidir. Girişim şirketi girişte değeri düşük çıkışta ise yüksek tutardan değerlemek istiyor. Bizim ortaklığımızda 5 milyon USD ile ortaklığa girip aynı hisseyi 11 milyon USD olarak geri bize sattılar. Sözleşmemiz gereği ortaklık çıkışını üç opsiyonla belirledik. Birinci opsiyon şirket hissedarlarına geri satış, ikinci opsiyon halka arz ve üçüncü opsiyon ise stratejik satış olarak üçüncü şahıslara satış ihtimali bulunuyordu. Biz birinci aşamada satın alarak girişim çıkışını gerçekleştirdi. Ama genelde stratejik satış ve üçüncü şahıslara hisse satışı daha yüksek bedel ile olabildiği için bu seçeneği tercih ediyorlar. Biz burada oldukça sert ve dik bir şekilde durduk ve imkân vermedik.

Denetime alışkın ve şeffaf bir mali yapımız olduğu için girişimin denetimi ve kontrolü konusunda herhangi bir sıkıntı yaşamadık. Günlük ve genel operasyon işlemlerimize karışmadılar. Bununla birlikte önemli alım ve yatırımlarda görüş beyan ederek bizlere fikirlerini açıkladılar. Bizim için ortaklık süresince herhangi bir problem ve anlaşmazlık yaşanmadı. Burada önemli olan şirketin ve yönetimin bu konulara yatkınlığı ve müsaadesidir.”

#### **Soru: Girişim sermayesi modeli KOBİ'lere sağladığı avantajlar nelerdir?**

**Cevap:** “En önemli katkısı büyüme sürecini hızlandırması ve yatırıma doğrudan katkı sağlamasıdır. Bu yatırım ve ortaklık ile birlikte hem onlar hem de biz kazanmış olduk. Onlar koydukları sermayenin çok üzerinde kazanç sağlarken bizde istediğimiz kaynağı uygun vade ile bulabildik. Diğer bir katkısı ise bizlere kurumsallaşma yönünde önemli katkı sağladılar. Her aşamasında ortaklık hukuku ve uygulamaları ile denetim, kontrol ve yönetim süreçlerinde kurumsal bir yapının kurulmasına yardımcı oldu. İş girişimin ortak olduğu bir firma olmak bankalar nezdinde ve piyasa nezdinde önemli katkı sağladı. 2008 yılında krize bu şekilde girerek krizden etkilenmedik. Bankalar bizi desteklemeye devam etti ve arkamızdaki kurumsal ortağın varlığı ile rahat hareket edebildik.”

#### **Görüşme Özeti:**

- Girişim Sermayesi bu örnekte görüldüğü gibi kolaylıkla uygulanabilir ve pratik olarak karşılığı olan bir finansman tekniğidir

- Ortaklık süreçlerinde en önemli ve zorlu aşama giriş ve çıkış aşamalarındaki şirket değerinin hesaplanmasıdır
- Girişim sermayesi yaklaşımı şirketlerin kurumsallaşma aşamasında doğrudan olumlu etki sağlayarak dönüşüme yardımcı olur.
- KOBİ'lerin büyümesi için önemli bir etken olarak uygun bir fonlama yöntemidir.
- KOBİ'lerin uzun vade ve büyük tutarlı kredi imkânına sahip olamayacakları için bu şekilde yatırım ve büyümenin önündeki engeller kaldırılabilir.

### **4.3.3. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Mülakatları ve Değerlendirmeler**

#### *KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Derinlemesine Mülakat Notları*

*Firma Künyesi:* 1999 yılında TOBB, Halk Bankası, KOSGEB, TESK ve 16 Sanayi ve Ticaret Odası'nın ortaklığında "KOBİ Yatırımlarına Ortaklık A.Ş." adı altında 317.800 TL sermaye ile kurulmuştur. 2003 yılında şirketin girişim sermayesi alanında faaliyet göstermesine karar verilmiştir. Bu amaçla şirketin unvanı SPK mevzuatının seri III, 48,3 nolu tebliği kapsamında girişim sermayesi alanında faaliyet göstermek üzere "KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı" olarak değiştirilmiştir. 2004 yılı sonunda SPK'dan almış olduğu "Portföy Yönetim Belgesi" ile ödenmiş sermayesi 20 milyon TL'ye çıkarılarak bu tarih itibarıyla faaliyetlerine başlamıştır. 2009 yılında şirketin sermayesi 38 milyon TL'ye çıkarılmıştır. KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. girişim sermayesi fonu olarak faaliyette bulunmaktadır. Şirketin genel merkezi Ankara adresinde bulunmaktadır.

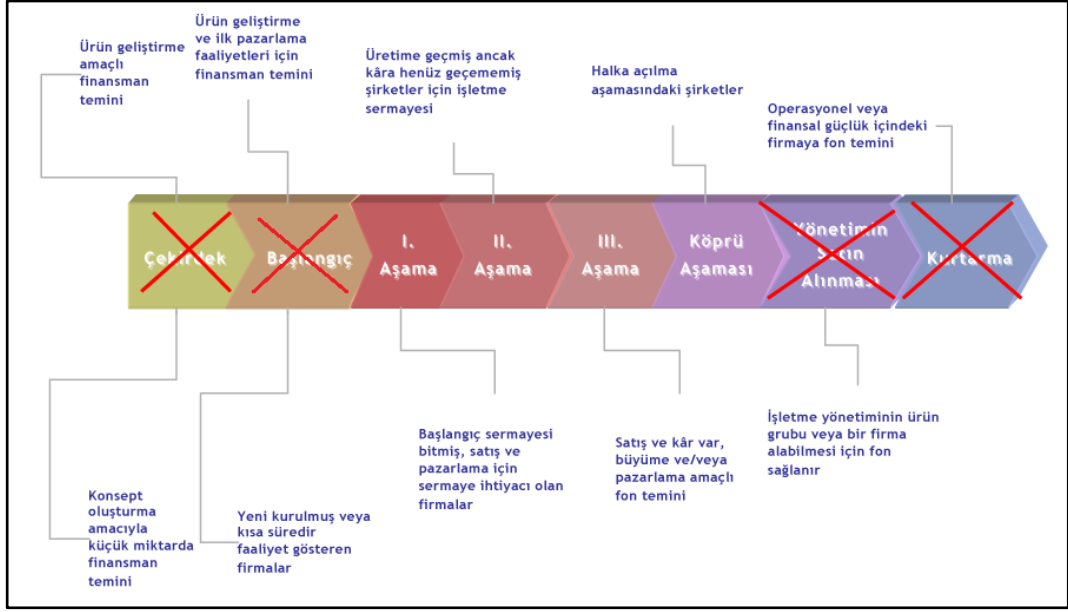
*Yatırım Stratejisi:* Teknolojik gelişme ve farklılaşma sağlayarak rekabet avantajı oluşturabilecek, gelişme potansiyeli yüksek ürün veya hizmet sunabilen, yeni ürün ve inovasyon başarısı sağlamış firmaları kendisine hedef müşteri olarak belirlemiştir.

*Mevcut ortaklıklar:* Fonu mevcut durumda yatırım veya ortaklığı devam eden dokuz iştiraki bulunmaktadır.

- Butek Makine San. Tic. A.Ş.; Ortaklık tarihi Temmuz 2006 olup, Bursa'da faaliyet gösteren firmanın %71 oranında hissesine sahip bulunmaktadır. Sac işleme makineleri, geri dönüşüm makineleri, paslanmaz parça taşıyıcı, parça taşıma ekipmanları, iş istasyonları ve transfer hatları ve takım tezgâhları imalatı konularında faaliyet göstermektedir.
- Makim Makine Teknolojileri San. Tic. A.Ş.; Şubat 2007 tarihinde ortaklık gerçekleşmiş olup Ankara adresinde faaliyet gösteren firma geçiş kontrol sistemleri, döner ocakları, döner kesme makineleri ve ürünleri imalatı ile hassas döküm iş kolunda faaliyet göstermektedir
- İntermak Makine İmalat İthalat San. Ve Tic. A.Ş.; Temmuz 2007 tarihinde ortak olunmuş e %40 hisseye sahip bulunmaktadır. Konya adresinde faaliyet gösteren firma paslanmaz çelik makine ve ekipmanları üretimi gerçekleştirmektedir.
- İmıcryl Diş Malzemeleri San. Ve Tic. A.Ş.; Temmuz 2007 tarihinde ortak olunun firmanın %40 oranında iştirak edilmiştir. Firma diş hekimliği ve diş laboratuvarlarında kullanılan protez malzemelerin imalatını ve ticaretini gerçekleştirmektedir.
- ATB İktisadi İşletmesi A.Ş., Temmuz 2008 tarihinde ortak olunan firmadan Haziran 2010 tarihinde çıkış gerçekleşmiştir.
- EMD Medikal İnşaat Yazılım A.Ş.; Ağustos 2010 tarihinde %45 oranında ortak olunmuş firma sağlık sektörüne yönelik tıbbi cihaz üretimi ve satışını gerçekleştirmektedir.
- EMD Savunma Teknolojileri Ltd. Şti.; Ağustos 2010 tarihinde %35 oranında ortaklık yapılan iştirak Ankara adresinde savunma sanayisine yönelik talaşlı imalat ve elektromekanik imalat gerçekleştirmektedir.
- SL Enerji Led Aydınlatma San. Ve Tic. A.Ş.; Aralık 2011 tarihinde girişim tarafından %45 hisseleri satın alınmış firma LED aydınlatma ürünlerinin imalatını ve satışını gerçekleştirmektedir.



## Grafik 24: KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Strateji Tablosu



Kaynak: (Kobi Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş., 2018)

Grafikten görüldüğü gibi çekirdek ve başlangıç aşaması olarak ifade edilen yeni kurulacak veya yeni kuruluş sürecini yaşayan firmalar yüksek risk ve belirsizlikler nedeniyle yatırım tercihi olan firma kategorisi dışında kalmaktadır. I. Aşama dediğimiz süreç içerisinde fikir aşamasından üretim aşamasına gelmiş ve büyüme aşamasına ulaşmış girişimleri kapsamaktadır. Üretimin başladığı süreçte henüz pazarlama ve dağıtım ağır oturmamış ve seri üretimin avantajlarını sağlayarak kara ulaşabilecek firmalar bu bağlamda yatırım yapılabilir firma grubuna girmektedir.

Köprü aşaması olarak ifade edilen halka arz aşamasında olan firmalara yatırım yapılabilir olmakla birlikte firmalar tarafından çok tercih edilen bir şirket aşaması olmadığı da belirtilmiştir. Girişim sermayesi fonu şirketin hâkim hisselerinin alınması veya zora girmiş mali sıkıntılar yaşayan firmaları kurtarma şeklinde girişim veya ortaklık yapmaktan kaçınmaktadır. Yatırım aşaması olarak özetle ilk kuruluş ve ürün üretim aşaması tamamlanmış büyüme ve seri üretim aşamasında kaynak ve danışmanlık ihtiyacı olan firmalar hedef şirket olarak tespit edilmektedir.

Yatırım yapılacak firma kriterleri; KOBİ A.Ş. tarafından firmaların yatırım yapılırken bakılan veya koşulları aranan özellikleri;

- Sanayi Bakanlığı tebliğine uygun olarak KOBİ tanımına uygun firma büyüklüğüne sahip olması,
- Girişimden çıkış süreci olarak belirlenen 5-6 yıllık zaman zarfında çıkılma şartlarına haiz olması,
- Girişimcinin sunacağı iş planının makul veya kabul edilebilir içeriğe sahip olması,
- Pazar’da rekabet avantajı sağlayacak ve teknolojik fark oluşturacak nitelikli firmalar olması,
- Girişimcinin mesleki ve ahlaki olarak yeterlilik şartlarına sahip olması,
- Girişime konu firmanın gecikmiş banka, vergi, SGK vb. borçlarının bulunmaması şartları aranmaktadır.

Ayrıca girişim sermayesi şirketi tarafından net bir sektör veya iş kolu ayrımı bulunmamaktadır. Önemli olan girişime konu firma ve faaliyet konusunun ülke ekonomisine ve sosyal refaha katkı sağlayacak proje ve ekonomik faaliyetler ile destek sağlaması olarak ifade edilmektedir.

**Soru: KOBİ Girişim A.Ş. nasıl çalışıyor? Detaylı olarak anlatabilir misiniz?**

**Cevap:** “Devlet tarafından desteklenen bir ürün olarak girişim sermayesi ve fonları sürekli gündeme gelmeye başladı. Türkiye’de İslam coğrafyasında uygulanan girişim sermayesi uygulamasının bir benzerinin ülkemizde uygulanması için de kamunun teşviki ve özendirmesi bulunmaktadır. Toplam varlıklar ve büyüklük bakımından SPK mevzuatına uygun çalışan 13 girişim şirketi arasında İş Girişim en büyüğüdür. Bildiğimiz anlamda girişim sermayesi ve yatırım bankacılığı yapan bir kurumdur. Temel olarak işini yapan bir kurumdur. Her şirketin odak noktası farklı, İş Girişim hali vakti yerinde her süreci oturmuş Aras Kargo, Mars Sinema gibi firmalara yatırım yapıyor. Egeli Girişim var tarım sektörüne yönelik çalışıyor.

Şirketimizin öncelikli amacı etik daha sonra kâr sağlamaktadır. Bizim kurucu ortaklarımız ikinci fazda olan şirketlere özellikle KOBİ’lere ciro yapan, ürün tutmuş ve talebi karşılamayacak noktada sermayesi yetmeyecek noktada olan firmalara odaklanmış. Büyük bir üretim ve sipariş talebini karşılayacak sermaye olmadığı için büyüyemeyen ve potansiyelini kullanamayan firmaları kapsıyor. Teminat olmadığı

için bankalara gidemiyor ve büyüme evresinde bulunuyor kefalet değerliliği de bulunmuyor. Bu noktada kaynak bulmak şartları ve koşulları çok zordur. Bizim yaklaşımımız kredi değil evlilik gibi ortak olarak birlikte beraber işi büyütmeyi hedefliyoruz. Etik bir amaç amaçla kurulmuş ve 1 ila 5 milyon USD arasında yatırım yaparak azınlık hissesi olarak en fazla 49 azami oranda ortak olarak yönetim kuruluna da azınlıkta kalacak şekilde imtiyazlı ortaklıkla katılım olacak şekilde girişimleri kapsamaktadır.

Örneğimizi Makim Makine firması üzerinden gidersek ortaklık yaklaşımımızı daha doğru izah edebiliriz. Hassas döküm makinaları ve geçiş turnikeleri gibi özellikli imalat yapan bir firmadır. 100 ülkeye ihracat yapan yüksek potansiyeli olan bir şirket olarak katma değeri yüksek işler yapmaktadır. İmalat yanında ticaret işleri de yapıyor güvenlik kameraları ve yüz okuma sistemleri gibi teknolojik ürün ticaretini de gerçekleştirmektedir. Son derece karlı bir firmadır. Bizim bir yatırım veya girişim ortaklığı sürecimiz şu şekilde başlıyor;

**1. Başvuru Süreci:** Müşteriler doğrudan bize başvuruyor. Kurum olarak road-show'lar ile sürekli olarak amacımızı ve kendimizi tanıtıyoruz. Ülke çapında çok sayıda teknoloji bölgesinde gidip kendimizi ve imkânlarımızı tanıttık. Bu ortamlar teknoloji ve yenilik üretin firmaları için en uygun zemin olarak dikkat çekiyor. Bu özellikli bölgelere gidip bizlerin firmaları toplayarak girişim sermayesi yaklaşımını anlatacağımızı bölgelerinde bu şekilde ortaklık ve yatırım ihtiyacı olan firmalar var ise toplantıya davet ederek bilgilendirme yapabilecekleri açıklıyoruz. Bizi ya da doğrudan internetten bulabiliyorlar. SPK'nın resmi internet sitesinde ismimiz bulunduğu için doğrudan gelen çok başvuru da bulunmaktadır. Bizim başvuran firmalarda aradığımız temel özellik kendisinin Ar-Ge neticesinde kendine has ve özgün bir ticari faaliyet ile uğraşan rekabet avantajı sağlayan firma olmasını bekliyoruz. Ticaret işletmesi değil üretici firma olmasını üretirken de ar-ge ile üretim de istemiyoruz. Örneğin yurt dışı teknoloji ile tamamen üretim yapan bir firma da istemiyoruz. İthal bir know-how ile üretim yapan firmaları tercih etmiyoruz. Önemli olan üretime ait makine ve fikrin özgün ve yerel olmasına dikkat ediyoruz. Bu niteliklere dikkat ediyoruz aksi takdirde müşteri seçiminde hissedarlarımızın ayrıcalığı ile mi çalışıyoruz şeklinde eleştiri alabiliriz. Makim örneğine dönersek ODTÜ mezunu iki ortağın sürekli ar-ge çabaları ile bugünlere gelmiş. Başvuruları iki form ile alıyoruz. Birincisi Excel tabanlı ve

ikincisi sistem üzerinde girişi yapılan başvuru formu şeklindedir. Şirketin unvanı ile başlayan girişimcinin iletişim bilgileri, eğitim düzeyi, adresleri, şirketin bilgileri, sermayesi, faaliyet konusu, çalışan sayısı ve detaylı üretim bilgileri işlenmektedir. Başvuru aşamasında ne kadar sermaye talep ettiğini belirterek talep edilen sermayenin alt detaylarını da net bir şekilde belirtilmesini istiyoruz. Örneğin 1 milyon USD'lık bir sermaye talebinde 200 bin USD makine, 250 bin USD hammadde, 250 bin USD işletme sermayesi ve 300 bin USD teknolojik alt yapı harcaması gibi net bir harcama detayını görmek istiyoruz. Girişimcinin detaylandırmadığı başvuru formlarını dikkate almıyoruz. Bu bilgileri girmeyen girişimcileri ciddi bulmuyoruz ve dikkate almıyoruz. Şu ana kadar kuruluştan bu yana 1500 adet bilgi ve bilgilendirme yapılmıştır. Hepsi değerlendirme aşamasına gelmese de görüşmeler dâhil bu adette kayıt alınmıştır. Bilgilendirme görüşmeleri bu rakama dâhildir. 2015 yılında sekiz adet iş planı aşamasına gelen başvuru olmuştu. Talep çok olmasına karşın olgunlaştırılan çok sayıda. Süreçte müşteriye göre esneklik ve kolaylıklar sağlanabilmektedir. Kamunun bürokrasi algısı ve süreçlerin katılığı nedeniyle caydırıcı ve engelleyici olmasın diye esnekliğe yardımcı olmaya çalışıyoruz. Başvuru sürecinde girişimciye üç veya dört aylık bir süre zarfında tüm yatırım kararının karara bağlanacağını ve sonuçlanacağını söylüyoruz. Yatırım kararının sonuca bağlanması için birden fazla değerlendirme ve onay sürecine tabi olduğu için ve yönetim kurulu gibi belirli sıklıkla toplanan gündemler nedeniyle süreç zaman almaktadır. Başvuru sürecinde asla fabrika ve arsa gibi gayrimenkul finansmanı için talep edilen sermaye ortaklıklarını kabul etmiyoruz. Mümkünse kendi tesisi ve fabrikası olan firmaları tercih sebebi yapıyoruz.

**2. Ön Değerlendirme Süreci:** Başvuru formları ile tüm bilgi ve verileri gönderilen firmanın net bir fotoğrafı çekilerek inceleme başlanmaktadır. Firma başvuru sürecinde 1 ila 5 milyon USD arasında bir yatırım tutarı için başvurmaktadır. Başvuru tutarını da bu formlarda açık bir şekilde belirtmektedir. Bilişim Teknoloji firmalarında istisnai olarak 500 bin USD olarak bir yatırım bedeli olabiliyor. Ne kadar sermaye istediği en önemli bir başlangıç noktasıdır. Başvurusu alınan girişimcinin t+5 yıl yani bugünden itibaren 2023 yılına kadar planlamasını talep ediyoruz. Proforma bilanço ve gelir tabloları ile birlikte 5 yıllık finansal planlamasını görmek istiyoruz. Yani girişimcinin hayalini ve hedefini görmek istiyoruz, zor bir konu olmasına karşın firmaların da kendine çeki düzen vererek düşünmeye iten bir talep olduğu açıktır. Yoksa ülkemizde politik ve jeopolitik riskler çok yüksek ve değişkenlik göstermektedir. Projeksiyon

hazırlayan girişimci en altta kâr var mı yok mu diye bakıyoruz. Ama ilk iki yıl kâr beklemiyoruz, yatırım ve yüksek giderler nedeniyle hızlı bir kâr gerçekleştirme imkânı çok sınırlı olacaktır. J Eğrisi dediğimiz yaklaşıma göre önce zarar ve başa baş daha sonra kârlılık ortaya çıkacaktır. Yatırım ilk yıllarında zarar lüksü olabilir ama daha sonra bu kârlılık nasıl oluşacak ve bizim sermaye katkımız ne zaman ortaya çıkacak diye bakıyoruz. Biz net bugünkü değer yaklaşımı ile gelecekteki karımı bugüne indirgeyerek kıyaslama yapıyoruz. Bazen kâğıt üzerinde her şey tamam ama görüşmeye geldiğinde ayakları yere basmayan kibirli yönetici ve patronlar ile karşılaşırız. Bu tür talepleri ret ediyoruz. Ortaklarımız ismi ülke genelinde güven veren isimler ve markalar olduğu için çok ilgi görüyoruz. Özel fonların piyasa algısı zayıf ve kötü olduğu için biz daha çok tercih ediliyoruz. Nakit akım indirgeme yöntemi ile risk düzeyine bağlı olarak değerlendirme değişiyor. KOBİ'lere rating veya scoring yöntemi uygulamıyoruz. Firmanın riskini analiz ederken girişimcinin kendisine öncelikli bakıyoruz. Girişimcinin finansal okuryazarlığı, vizyonu ve yeterliliğine bakıyoruz. Bize çat kapı çok sayıda başvuru geliyor. Bunların arasında kişi çok düzgün ve iyi olsa da batmış ve geleceği olmayan çok şirket geliyor. Bazen girişimciye doğrudan söylüyor içinde bulunduğu sıkıntı ve problemi görünce gelin bu işi bırakın yapmayın diyebiliyoruz. Girişimci iyi ise bunun üzerine katma değerli üretim yapabilecek, ürünlerin satış potansiyeli nasıl ve ürünün satılacağı piyasanın büyüme hızı nedir sorularının doğru cevabını alırsak analizi tamamlamış oluyoruz. Potansiyeli doğru ölçek ve görme çok önemli bir husustur. Sadece potansiyele değil potansiyelin büyüme hızına da bakarız. Ne kadar hızda bu fidan ağaç olacak bunu görmemiz lazım. İlk görüşme sürecinde firma ile detaylı görüşerek iş planını oluşturuyoruz. Alacağı para ile gerçekçi bir planlama bekliyoruz. Müşteri ile görüşürken planlamasının rasyonel ve tutarlı olması için birlikte istişare ediyoruz. Tartışma ortamı ile iş planının üzerinden geçiyoruz. Başvuru yapıldıktan sonra şirketin talebini sunum haline getirerek Genel Müdüre sunuyoruz. Genel Müdür ile yapılan toplantıda ilave sorular ve bilgiler istenirse bunları da tamamlayarak 1 ay sonra yeniden toplantı istiyoruz.

**3. Nihai Değerlendirme Süreci:** Başvuru formu beş sayfalık daha dar kapsamlı bir bilgiler içerirken ön görüşmeyi geçmiş firmadan iş planı hazırlamasını istiyoruz ki 35-40 sayfalık bir rapor olarak hazırlanmaktadır. İş planı üretim odaklı firmalar için hazırlanmış bir formattır. Henüz bilişim firmalarına özgün bir format hazırlamadık. İş planı hazırlanıp incelendikten sonra uyguladığımız finansal modeller bulunmaktadır.

Temel olarak iç verim oranı ve net bugünkü değer ile temel değerlendirme yapılırken inceleme sonrası modeller oluşturmaya çalışıyoruz. Firmaların hazırladığı teknik raporlarda uluslararası kalite standartları belgeleri arandığı için bilgilerin doğruluğu daha tutarlı oluyor. Marka ve patent hakları var mı şeklinde detay bilgilere bakıyoruz. Faydalı model belgesi gibi önemli belgeleri dikkate alıyoruz. Sahip olunan patentin ticarileşme olanağına da bakıyoruz. Her yeni patent veya buluş ticari ürün olarak çevrilemez. Örneğin yeşil enerji gündemde olan bir konu bir girişimci sahile vuran dalgalardan bidon ile karadaki makine ile elektrik üretmek için bir fikre sahip olabiliyor. Ama ham ve endüstriyel tasarımdan geçmediği için fikir aşamasında kalabilecek bir ticari fikir anlamına geliyor. Her fikir ve girişim değerlendirme anlamını taşımamaktadır. Girişimin başvurusuna ilişkin senaryolar hazırlıyoruz. Firmanın getirdiği temel senaryo bulunmaktadır. 5 yıllık temel çalışmanın üzerinde modellemelerimizi oluşturuyoruz. Baz senaryo üzerinden biz kur riski, ithal girdi riski, alıcı riski ve piyasa risklerine göre kendimiz finansal planlama yaparak senaryolarımızı hazırlıyoruz. Dolar bazında şirket değerini bulmaya çalışıyoruz. Kayıt dışı inanılmaz boyutta olduğu için KOBİ piyasasında bu oran çok daha yüksek düzeyde bulunmaktadır. Baz çalışmada örneğin şirketin değeri 5 milyon USD olarak belirlendi. İş planı aşamasına gelen firmanın değerlemesi yapılıyor. Piyasa değerini yaparken fizibilite raporu hazırlıyoruz. Firmayı kendimiz yerinde ziyaret ederek hazırlıyoruz. Daha önce dışarıdan danışmanlık olarak hazırlanmış fakat verimli ve faydalı olmadığı için vaz geçildi. Kayıt dışı değerlerin kayıt altına alındığı ve reel durumu gösterir firma durumuna getiriyoruz. Daha sonra 2 veya 3 senaryo daha çalışıyoruz. Firmanı cirosunu %25 düşürmek suretiyle kriz ve daralma ortamındaki durumuna göre değerini yeniden revize ediyoruz. Senaryo II 4,2 milyon USD oluyor. Daha sonra daha kötü senaryo çalışıyorum ve vaat ettiğinin yarısını dikkate alarak çalışma yapıyoruz. Senaryo III de 2 milyon USD olarak hazırlanıyor. Bu üç senaryo sunum olarak hazırlanıyor.

*4. Yatırım Komitesi Aşaması;* Senaryo ve fizibilitesi hazırlanan ortaklık talebi karar aşamasında yatırım komitesinde görüşülmek üzere gündem yapılır. TOBB, Halk Bank ve KOSGEB adına birer kişi, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi'nden bir akademisyen ve Genel Müdür Süleyman Yılmaz katılmaktadır. Beş kişiye interaktif sunum yapılır ve konuşarak tartışarak karar alınır. Kararlar bugüne kadar oy birliği ile alındı. Olumlu ise herkes olumsuz ise herkes olumsuz olacak şekilde sonuçlandırdık.

Karar kabul ya da ret şeklinde sonuçlanıyor. Bu aşamaya kadar müşteriden veya girişimciden hiçbir ücret veya komisyon alınmıyor. Fizibilite raporu da ücretsiz olarak hazırlanmaktadır. Girişimcinin sadece bize ulaşım masrafı bulunuyor. Ret her aşamasında olabiliyor. Başvurunun ilk aşamasında da olabilir ve ret mektubu yazılabilir. Yatırım komitesi süreli veya periyodik olarak değil başvuru oldukça toplantıya çağrılabilir. Süreçlerde bu adımlar bazen esnek olarak işlemiyor. Bazen onaydan sonra da fizibilite veya iş planı talep ediliyor. Esneklik göstermek zorundayız ve işlerin aksamasına engel olmalıyız. Yatırım komitesinin tek görevi olumlu ve olumsuz görüş vermektir. Bu aşamada masada her şey konuşulsa da sonuç olarak ortaya çıkan durum yatırımın yönetim kuruluna sunulmasıdır.

*5. Yönetim Kurulu Aşaması:* Yatırım komitesi karar aldıktan sonra tüm senaryolar ile birlikte yatırım ve ortaklık talebi yönetim kuruluna taşınmaktadır. Dört aylık bir sürede sonuçlanan talepler müşterinin sorulara ve taleplere verdiği hızla ilgilidir. İstedığımız bilgilere ne kadar geç cevap alırsak o kadar süreç uzayabilir. Yönetim kurulu yedi kişiden oluşuyor Denizli Sanayi Odası Başkanı yönetim kurulu başkanımızdır. Eskişehir Sanayi Odası Başkanı, Halk Bank, KOSGEB, TOBB olmak üzere oluşmaktadır. Dönemsel olarak değişmektedir. Her ay toplanmaz talep üzerine toplanır. İki amaçla toplanır yeni iş başvuruları için ve mevcut yatırımların akıbeti veya durumunun takibi için bir araya gelmektedir. Şu ana kadar iki iştirak başarısız olmuş ve tasfiye olmuştur. Dünyada genel bir kanı var girişim sermayesi şirketleri yılda dört beş yatırım yapar ortalamada da iki tane başarısız sonuçlanmıştır. Yönetim kurulunda sunulan senaryolar arasında tercih yapılmaktadır. Genellikle baz senaryo dikkate alınmaz ve diğer olumsuz senaryolara detaylı bakılır. Yönetim kurulunda çok farklı durumlar yaşanabilir. Yönetim kurul üyeleri tecrübeli ve yetkin kişiler olduğu için çok hızlı ve farklı yönlerden bakan kararlar alınabiliyor. Örneğin benim iki buçuk ayda hazırladığım olumlu bir teklifi bir üyemiz numune ürüne bakarak ürünün piyasada tutunamayacağını söyleyerek ret ettik. Onay farklı çıkıyor. Müşteri 5 milyon USD istiyor yönetim kurulu 4,2 milyon USD değeri kabul ediyor.

*6.Ortaklık Aşaması;* Alınan karar ile yönetim kurulu bizden şirketi gidip şirkete 4,2 milyon USD ile %45 oranında ortaklık teklif etmemi söyler. Şirket ile bu görüşme pazarlık usulü devam eder. Şirket kendi değerlemesini de yaptırır. Bu örnekte pazarlıkla %38'da anlaşılabilir. Biz azınlık hissesi olarak alıyoruz %15 de

performans hissesi var, kalan hisse firmaya kalır. 47 şirketin, 38 bizin ve 15 oran performans hissesi bulunuyor. Performans hissesi şirketin planlamasına uygun olarak gerçekleştirileceği kâr üzerinden belirli oranda performans üzerine hisseler şirketin asıl ortaklarına devreder. Beklentinin ne kadar üzerinde kâr elde ederse 15'lik hisse üzerinden paylaş devredilir. Bu oran sabit olup hisseler yeddi Emine devredilir. Tam tersi planlanan getirinin üzerinden başarısız bir performans olursa bu hisselerden bize devir yapılır. Bursa başarısız ortaklığımızda örneğin bu pay oranımız %60 olarak kapanmıştı. Bu durum firmanın zora girmesi ve sıkıntılardan kaynaklanmıştı. Biz yatırımın her evresinde akbaba fonu gibi davranmıyoruz. Şirkete danışmadan ve görüşmeden karar almıyoruz.

Ortaklık sözleşmesi en önemli aşamalardan birisidir. Anlaşılan ve pazarlık edilen oranlar üzerinde 50-60 sayfalık bir metindir. Bu metinde karşılıklı hukuk görüşleri ve müzakereler ile hazırlanmaktadır. Sözleşme evresi zorlu aşamalardan birisidir. Maddeler uzun süreler ile görüşülebilir ve müzakere edilir. Bazen bu aşamada ortaklık son bulabilir. Örneğin bir medikal firmasında yabancı hukuk danışmanlık şirketi ile anlaşan firma danışman şirket sözleşmenin tüm metninde ve aşamalarında değişiklik veya yenileme istediği için bu aşamada ortaklıktan vaz geçtik. Matbu bir metin olmasına karşın temel maddeler üzerinden değişim yaşanıyor. Biz imtiyazlı ortak olarak sözleşmede en çok bu konuda ihtilaf yaşayabiliyoruz. Biz imtiyazlı hissedar olarak şirketin günlük operasyonlarını ve işleyişini engellemeyecek şekilde kontrol mekanizmaları koymak suretiyle denetim rolü üstleniyoruz. Ortaklık sözleşmesinde örneğin 100 bin TL ve üzeri tüm para hareketlerinde yönetim kurulu üyesinin onayı aranmaktadır. Bu rakam ve tutar firmanın ölçeğine ve gerçeğine uygun olarak belirlenmektedir. Firmanın kaynaklarının nerede kullanıldığını görmek ve takip etmek ortaklık hukukundan doğmaktadır. Buradaki amaç şirketin faaliyeti dışındaki harcamaları görmek ve engellemektir. Bu aşamada finans müdürü yetkin görülüyorsa finans müdürü atamak bizim görevimizdir. Burada önemli sorunlar ile karşılaşılıyor. Ortaklık kültürü eksik ve yetersiz olduğu için mevcut hissedarların hesap verebilir olması ortaklara paylaşması alışık olmayan bir durumdur. İpi sıkı tutarak mali disiplini sağlamayı hedefliyoruz ve amaç dışında kötü niyetli bir parasal çıkışın engellenmesi amaçlıyoruz. Örneğin bir makine alımı söz konusu olduğunda ihtiyacı olup olmadığına karar vererek müsaade ediyoruz. İmtiyaz bu tür kararlarda ortaya çıkıyor. Ortaklık mefhumunu kabul ettirmek en zor aşamalardan birisidir. Daha



sonra firmaya kurumsallaşmayı kabul ettirmek çok zor oluyor. Kurumsallaşma tabirinin içi doldurulmadığı için kontrol ve denetim maddeleri gelince girişimci sıkılmaktadır. Ortaklık sözleşmesine kadar olan süre nişanlılık evresi sözleşme sonrası evlilik sonrası dönem olarak özetleyebiliriz. İmtiyazlı ortaklıkta alınacak kararlarda alım-satım işlemlerinde ve belirli tutar üzerindeki işlemlerde onay yetkisi bizdedir.

7. *Çıkış Aşaması:* Ortaklık beraberinde ön görülen veya görülemeyen birçok sayıda risk barındırmaktadır. Ülkemiz gibi değişken koşullarda çok farklı ve sıklıkla krizler ile karşılaşabilirsiniz. Birçok kamu kurumunun ekonomik göstergelere ilişkin beklentileri ve tahminleri bile tutmuyor ve sürekli revize ediliyor. Ortaklık süresince altı aylık dönemlerde denetim yapılıyor. Ortalama 5 yıllık bir ortaklık öngörüyoruz. Altı aylık dönemlerde iç denetim yapılarak firmanın muhasebe işlemlerine detaylı bakılarak ve mutabakat yapılır. Şirket ne kadar rahat işliyorsa denetim o kadar rahat geçer. Stok sayımı gibi detay işlemler firma özelinde gerekli görülürse yapılıyor. Başarılı ortaklıklarda denetim süreçleri de hızlı ve kolay geçmektedir. Her firmada denetim süreci farklılaşmaktadır. Ortaklıkta her portföy uzmanının sorumlu olduğu firma portföyü bulunmaktadır. Bir şirketten çıkış üç şekilde yapılır. İlk şekil ve hedefimiz aldığımız hisseleri orijinal sahiplerine geri satmaktır. Emekleme evresinden koşan bir şirketin yeni değeri üzerinde şirketin asıl sahiplerine dönmesini bekleriz. Yatırım boyunca elde edilen karlar şirkete işletme sermayesi olarak konulmaktadır. Amaç büyümek olduğu için sürekli şirkete kaynak aktarıyoruz. Bizim hedefimiz karın hisse değerindeki artıştan kaynaklanmasıdır. Dünya üzerinde ülkelerin mevzuatlarına göre karın dağıtılması ve aktarılmasında farklılaşma bulunmaktadır. Bazı firmalarda farklı durumlar olabileceği için kâr dağıtımını ortaklık sözleşmesine koymuyoruz. Makim örneğinde olduğu gibi belirli düzeyde cüzi kâr alıyoruz. Sözleşmede ortaklık çıkış hakları belirtilmektedir. Tüm seçeneklerde etik davranıp mevcut ortaklara danışıyoruz. SPK mevzuatına göre bir ortaklıkta kalma süremiz azami 10 yıl süre ile sınırlıdır. Eğer 10 yıl süre içerisinde çıkış yapamazsak mevzuata göre hisselerimizi gerekirse bedelsiz bile devretmek zorunda kalabiliriz.

Çıkış girişim sermayelerinin en zorlu ve sıkıntılı hususudur. Çıkış yaparken de önemli bir değerlendirme aşaması olan şirketin değerlemesini yeniden yapıyoruz. Her iki tarafta çıkış aşamasında kendi şirket değerlemesini yaparak pazarlık usulü ile çıkış bedeli belirleniyor. SPK çıkış değerine karışmıyor ve taraflara bırakıyor. Çıkış aşamasında

ortaklar mevcut hisselerinin dışında bizim hisselerimizi almak için nasıl bir yol izleneceği konusu henüz pratikte görülmediği için bir boşluk ve muğlak bir durum bulunuyor. Firma ortakları kendi adına şirketten kredi çekerek hisse ödeyemeyeceği için ikilem bir durum bulunmaktadır. Çıkış işi net bir durum değil ve zorlandığımız bir husus olarak önümüzde duruyor.

Diğer bir çıkış yolu olan halka arz ise ayrıca başka bir sorun olarak duruyor. Halka açılmak ciddi bir bürokrasi ve şartlar gerektiği için mevcut girişimciler de halka arz yoluyla çıkışa sıcak bakmıyor. SPK mevzuatına girince çok fazla denetim, süreç ve kontrol mekanizmasını beraberinde getirmektedir. Etik değerlerimiz nedeniyle başarılı bir girişimimize teklif edilse dahi ortakların onayını ve görüşünü almadan adım atmıyoruz. Bu şekilde Alman bir şirket bizim hisselerimizi almak için geldiler. Biz firmamıza veya ortaklara ulaşarak talebi ilettik. Mevcut ortaklar bize birlikteliğimiz devam etsin yabancı ortak istemiyoruz değince girmekten veya satış fikrinden vaz geçtik. Batı uygulamalarında girişim fonlarının hisse satışında diğer ortakların rızasını aramadan çıkışlar üçüncü şahıslara devredilmektedir. Türkiye de ortaklar yabancı ortaklar ile ilişkiye girmekten çekinmekte ve uzak durmaktadır. Bu durum vizyon meselesi olarak yaklaşmamakta ve bu tarz birlikteliklere sıcak bakmamaktadır. Çıkışların dördüncü ve en kötüsü batış veya tasfiye şeklinde yapılan neticedir. Tüm girişim fonlarının batışla sonuçlanan bir girişimi muhakkak vardır.

**Soru: Müşteri Girişim Sermayesi Şirketini neden tercih eder?**

**Cevap:** Müşterinin girişim sermayesi ile ortaklığı tercih etmesinin nedenini üç madde halinde sıralayabiliriz. Öncelikle sermaye ihtiyacı, kurumsallaşma ve girişim sermayesinin gücünden faydalanmak şeklinde sayabiliriz. KOBİ AŞ'nin ana ortakları firmaya kapı açar algısı etkili bir algıdır. TOBB, KOSGEB ve Halk Bank'ın ortak olduğu bir firmanın ihale alması ve müşteri nezdinde tercih edilmesi daha yüksektir. Ne kadar yerli ve milli olursanız olun marka ve ortaklık yapınız kurumlar için önemli bir tercih sebebidir. Müşteriye ortaklık aşamasında hangi noktalarda yönetime karışacağımızı net olarak açıklıyoruz. Satış ve pazarlama aşamalarına kesinlikle katılmayacağımızı, günlük operasyonel işlemlere katılmayız. Aylık yönetim kurulunda stratejik kararları alırız ve birlikte uyguluyoruz. Şirketin stratejik kararlarında birlikte istişare ederek karar veririz. Şirketin aktifinde yer alan bir arsanın satışı

aşamasında satışın ne kadar rasyonel ve karlılığı olduğunu değişik yönlerden sorgulayarak doğru ve kabul edilebilir bulursak onaylarız. Ortaklıkta stratejiler dinamik yapıdadır. Zamanla strateji gelişebilir ve değişebilir. Zaman içerisinde bir rakip ve pazarda yaşanan değişimle birlikte farklı karar ve yöntemler belirlenebilir.

**Soru: Girişim sermayesi fonu ve Katılım Bankacılığı uyumluluk gösterir mi?**

**Cevap:** Geçtiğimiz hafta İslami girişim fonları konulu bir araştırma gerçekleştirdim. Devletin bu konudaki isteği ve farkındalığı dikkat çekici olduğu için hazırlık ve araştırma yaptık. Burada Katılım Bankaları geleneksel murabaha dışında ortaklık yoluyla piyasada var olabileceği finansal araçlar gözlemlenmiştir. Bankacılık sektöründe %5 gibi bir paya sahip olan katılım bankacılığının istenilen hedeflere ulaşması için ürünlerde bu şekilde farklılaşması gereklidir.

**Görüşme Özeti:**

- Türkiye’de ortaklık kültürünün ve pratiğinin istenilen düzeyde olmaması ortaklık esasına dayalı girişim fonlarının karşısındaki en öznel engellerden birisidir.
- Geleneksel finans araçları dışında ortaklık esaslı modeller konusunda hem girişimciler hem de kamuoyunda yeterli bilgi düzeyi bulunmamaktadır.
- Risk düzeyi yatırım ve girişimler hedefimizin dışında olduğu için sınırlı bir müşteri kitlesine ulaşmak zorunda kalıyoruz,
- Büyüme potansiyeli taşıyan ve teknolojik üstünlük ile rekabet avantajına sahip nitelikte girişimci sayısının azlığı da bir engeldir.
- Girişim sermayesinin ülkemizde geçmiş performansı ve başarı hikayeleri olmadığı için tereddütler ve şüpheler devam etmektedir,
- Devletin girişim sermayesi yatırım ortaklıkları için sağladığı vergi avantajı önemli destektir.
- Ülkede çok hızlı değişen ekonomik konjonktür ve eko sistem yatırım fonları için bir engel oluşturmaktadır.
- Girişim fonları ile ilgili piyasada ön yargılar bulunmakta ve girişimciler tarafından iyi niyetli çabalar olarak görülmemektedir. Kurumsallığa reel olarak geçmek isteyen firmalar için fonlar ile ortaklık çok önemli bir tecrübe ve bilgi aktarımı sağlayacaktır

## **KT Portföy Yönetimi A.Ş. Derinlemesine Mülakat Notları**

*Firma Künyesi:* Sermaye Piyasası Kurulu'nun 28.04.2015 tarih ve 11/509 sayılı izniyle kurulmuş, 07.09.2015 tarihinde de Faaliyet Yetki Belgesi almıştır. Sözleşmesinde belirtildiği üzere, KT Portföy 'ün ana faaliyet konusu, Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili mevzuat hükümleri çerçevesinde yatırım fonlarının kurulması ve yönetilmesidir. KT Portföy, %50 Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş ve %50 KFH Capital Investment Company K.S.C.C. iştirakidir. KT Portföy, faaliyetlerini uluslararası faizsiz finans ilkeleri çerçevesinde yerine getirecektir. Bu uyumu gözetmek üzere yönetimden bağımsız bir Yüksek Danışma Kurulu oluşturulmuştur.

**Soru: KT Porftöy olarak faizsiz fon ve portföy yönetimini nasıl gerçekleştiriyorsunuz?**

**Cevap:** “Bünyemizde menkul kıymet fonları, sukuk fonları, gayrimenkul fonları ve girişim sermayesi fonları şeklinde bir karma portföy yönetimimiz bulunmaktadır. GSYF dediğimiz Girişim Sermayesi Yatırım Fonları 2014 yılında SPK tarafından mevzuatı oluşturulan bir girişim sermayesi fon modelini ifade etmektedir. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı mevzuatından farklı olarak tüzel kişilik olmaksızın mal birlikteliği gibi nitelikli yatırımcılar ile portföy yönetim şirketin katılım paylarını satmak suretiyle belirli nitelikteki şahıs ve şirketlere satış yapılmaktadır.

Toplanan fonlar SPK tarafından belirlenen şartlara sahip girişim şirketlerine yatırım yapılabilir. Anonim şirketi tüzel kişiliğine sahip olması gerekiyor. Şirket gibi değil belirli bir amaç ve gaye için süreli olarak kurulabiliyorlar. Yeni başlayan bir fon yönetimi olduğu için ülkemizde bir iki örneği yeni başladı ve henüz kuruluş aşamasında bir finans yaklaşımıdır.

KT bir portföy yönetim şirketi olarak çok sayıda faizsiz fonları bulunmaktadır. Bu fonlar arasında girişim sermayesi fonu da kuracağız. Girişim sermayesi olarak bir örnek ile başlamak üzereyiz. Kuveyt Türk ile KT Portföy arasında bir fon akışı kurulacaktır. Bizim farkımız bünyemizde danışma kurulu olarak bağımsız fonun yatırımlarını denetleyen bir yapı kurulmaktadır. Yatırımın danışma kurulunun denetimi dışında stratejilerimiz bulunmaktadır. Hangi firma aşamasında, hangi

sektörlere, hangi yatırım sürelerinde yatırımlar gerçekleştireceğimize ilişkin politikalarımız ile nitelikli yatırımcılardan fon talep edeceğiz. Nitelikli yatırımcıları bulmak için Kuveyt Türk Katılım ile birlikte çalışacağız. Bankanın şube ve aktif müşteri açısından faydalanarak fon sahiplerine ulaşmak istiyoruz. Bankanın sahip olduğu müşteri bilgi ağı ve deneyimi bizim için önemli bir veri özelliği taşımaktadır. Örneğin kamuoyuna açıklanmamış küçük bir işletmede başlangıç aşamasında olan bir firmaya yatırım yapmaya başladık. Firma fikir aşamasını tamamlamış ve ticari aşamaya geçmek üzere olan bir firmada ortaklık gerçekleştireceğiz. Girişim sermayesi sistemi İslami finansın kendisidir.

Girişim Sermayesinin kuruluş amacı ortaklık esaslı ile çalışmak üzere şekillenmiştir. Geleneksel bir fon sahibi hisse senedine yatırım yapar ve kenara çekilerek pasif bir ortak olarak firmanın aktivitelerine katılmaz ve sonuçlarını etkileyecek işlemler gerçekleştirmez. Girişim sermayesinde ise ortaklığın aktif bir katkısı ve katılımı vardır. Ortaklıklarda performansa dayalı kriterler konulabilmektedir. Belirli bir karın üzerinde performansı için artan kâr paylaşımı yapılabilmektedir. Ortakların temel gayesi paralel ve aynı yöndedir. İki tarafta ortaklığı geliştirmek için hareket etmektedir. Yatırım ve girişim büyüdükçe kazanç da o oranda artmaktadır. Küçük bir sermaye girişi ile küçük bir girişim dev bir şirkete çok kısa zamanda dönüşebilmektedir. Girişim sermayesi yaklaşımı doğrudan devletin desteklediği ve ülkeye katkı sağlayacak bir yatırım modelidir.

Reel ekonominin ticari ve girişim fırsatları yerine ülkemizde genç nesil sahip olduğu potansiyeli kullanmak istemiyor ve amaçları masa başında maaşlı çalışmak şeklinde bulunuyor. Girişim sermayesi ortaklıkları ile fikre sahip ve potansiyel işletmeciler paraya ulaşarak ekonomiye üretim olarak dönecektir. Bu şekilde girişimci sayısı artacak ve ekonomik büyüme sağlanabilecektir.”

**Soru: Girişim Sermayesi modelinin önündeki engeller nelerdir?**

**Cevap:** “Temel sorunlardan birisi girişimcilik kültürünün yeterince ekonomik sistemde oturmamasından kaynaklanmaktadır. Ülkemizde girişimci kültürü çok

yetersiz, üniversiteler ve eğitim sistemimiz girişimci oluşumunun önünde duruyor. Memur ve çalışan yetiştirmek gaye gibi duruyor. Girişim sermayelerinin temel yaklaşımı yatırımlarından veya ortaklıklarından zarar ve batış ile sonuçlanacağı biliyor. Fakat amaç on yatırımdan bir tane bile karlı bir ortaklık ile hedeflenen kâr ve gelir elde edilebilmektedir. Genç nesilde girişim ve işletmecilik konusunda gereken cesaret ve atılım yetersiz gözüküyor. Halbuki bizimle beraber ticarete veya girişim yapan arkadaşlarımız başarısız girişimleri de olsa zamanla başarılı olup yükseliyor. Girişimcilik İslam iktisadının gayelerinden birisidir. Çok zeki insanlarımızı bürokrat veya memur yapacağımıza Steve Jobs veya Bill Gates gibi ülkenin geleceğini değiştirecek girişimciler çıkarabiliriz. Farklı düşünen ve fikir üretebilen girişimcilere ihtiyacımız var çünkü her zaman yapılacak bir atılım ve üretilecek bir fikir mutlaka vardır. Memleketimizin insanı yapı olarak çözüm odaklı ve pratik yapısı ile girişimciliğe uygun bir yapısı bulunmaktadır. Fintech ağırlıklı projeler ile başlıyoruz. Finansal teknoloji girişimleri bildiğimiz bir alan olduğu için daha kolay anlayabileceğimiz ve yönetebileceğimiz bir alandır.

Ülkemizde yüksek faiz oranları nedeniyle yatırımlara sermaye akışının önü kesilmektedir. İnsanlar ortaklığın getirisi yerine yüksek faiz getirisini tercih etmektedir. Bu nedenle batıda düşük faizler nedeniyle insanlar girişim fonlarına yatırımı tercih etmektedir. Girişim yatırımlarında girişimciyi değerlendirmek en önemli bir konudur. Yatırımcıların sadece finansal tahminler ve verilerden yola çıkarak değil girişimcinin potansiyeli ve becerilerini de ölçebilmelidir. Dünyada bu şekilde girişimciye bakarak karar veren fon yöneticileri bulunmaktadır.

Girişim sermayesi modeli zor bir yaklaşımdır. Capital Yatırım tecrübemiz oldu bizim çok şey öğrendik ama hala çok fazla öğrenilecek konumuz var. Biz sadece analiz ile değil dayak yiyerek olgunlaşmamız ve doğru yatırımları hissetmemiz gerekmektedir. Bu konuda gereken yetişmiş insan gücümüz halen yok ve yetersiz durumdadır. Yatırımları değerlendirmek için yatırımcı ve yatırımdan anlayacak vizyon sahibi beyinlere ihtiyaç var. Girişim fonları özellikle başlangıç aşamasındaki yatırımları kâğıt üzerinde değil his ve beklentilere dayalı tecrübeleri ile değerlendirilmektedir. Geleneksel finansal değerlendirmeler ve teknikler yatırımların veya girişimlerin değerlendirilmesinde tek başına yetersiz olabilmektedir. Yatırımlarda bazen doğru zaman ve koşullarda nasip ve kısmet ile çok farklı sonuçlar alınmaktadır.

Başarısızlıklar ile başlayan girişimciler daha sonra dev şirketlerin kurucusu olabilmektedir.

Kuveyt Türk köklü kültürü ile katılım bankacılığında lider bir pozisyona kavuştu. Çok uzun zamandır yerleşmiş kurum kültürü ile doğru hamleler yapabiliyoruz. Biz girişim sermayesi ve ortaklık esaslı ürünlerde bu anlamda daha hızlı ve öncü hamleler yapabiliriz. Diğer katılım bankalarında bu anlamda bir gelişme olmamasının sebebi de oturmuş kurum kültürlerinin ve felsefesinin kurulmamasından kaynaklanmaktadır. Kuveyt Türk İslami finans ilkeleri açısından insanlar ile doğrudan ilişki kurarak bu güveni sağlamayı başarmıştır. Katılım Bankacılığı sosyal boyutlu ürünler ile piyasada ve ekonomide farklı bir yere oturabilir. Bu anlamda girişim sermayesi gibi modeller çok önemli rol oynayacaktır. Murabaha çözüm bulmak için bulunmuş bir geçici bir sistem halbuki zenginleşmenin yolu ortaklıktan geçer. İslami finans fikri olan insanlar ile parası olan insanların bir araya gelmesi gerekir. Fikri olan insanlar paraya ulaşmaz ise ekonomik faaliyete dönüşemez.

Girişim sermayesi fonlarını güven konusunda doğru mekanizmanın kurulması, performans sistemi ve kontrol sisteminin kurulması gerekmektedir. Girişimci başarısız olabilir. Girişimler elinde olmayan etkenlerle tasfiye olabilir fakat basiretli bir şekilde davranmalı ve hareket etmelidir. Ortaklıkta her iki tarafında kazanacağı sistemde doğru bir amaç birliği oluşturulursa güvensizliğe imkân verilmez. Fon sahipleri ve fonlar sermaye aktarırken doğru şekilde aktarmalı ve takip etmelidir. Amaç birliği şirketin büyütülmesi ise taraflar doğru ve dürüst şekilde davranır. Zaten girişim sermayesinin doğuşu bir sistemle başlamıştır. Girişim sermayesi konusunda sadece ülkemizde değil Körfez ve İslam ülkelerinde henüz yeterli fon büyüklüklerine ulaşılmış değildir.

Önce bu konuda ön yargılarımızı ortadan kaldırmalıyız. Batıda finans sistemi mantık ve amaç etrafından dönüyor. Ürünün İslami veya olmaması ile değil ekonomiye katkısına bakılıyor. Girişim sermayesi konusunda geçmiş performansın henüz oluşmaması bir engeldir. Yatırımcının önüne konulmuş geçmiş yatırım karlarını göstereceğimiz örnekler bulunmamaktadır. Halbuki güzel yatırım ve projeler olursa yurt dışından da önemli fon girişleri olabilir. Dünyada fon akışları çok hızlı ve rahat bir şekilde gerçekleşebiliyor.

Girişim sermayesi fonlarının akbaba gibi şirketi ele geçiren yaklaşımı olduğu düşünen girişimciler var. Fonların şirketlerin bilgisini ve süreçlerinin almak için geldiği düşünülüyor. Ülkemizde kişiler sahip oldukları değerleri paylaşmak istemiyor. Yabancı ortak almayı doğru görmüyor. Batıda ise yabancı yatırımcı olması iyi ve doğru bir firma olarak algılanıyor. Bizde ise sıkıntıya düşmüş veya zora girmiş firma algısı olduğu kanaatindeyim.”

**Soru: Girişim Sermayesi fonları ile ilgili geleceğe yönelik planlamanız nedir?**

**Cevap:** “Bu alanda yeni atılımlara başladık ve yeni adım atıyoruz. Daha önce yatırım konusunda bir tecrübemiz var. Şirket değerlendirme, inceleme ve yatırım konusunda bir tecrübemiz var. Ama her girişim yeni bir tecrübe ve yeni bir öğrenim konusudur. Firmalar bizi bankamızın şubeleri kanalıyla bulabilecek ve ulaşacağız. Bu konuda şubelere ziyaret ederek anlatacağız. Bizim en önemli amacımız şube kanallarından yatırımcı ve girişimciye ulaşmaktır. Kuveyt Türk ile entegre olarak çalışmak istiyoruz. Bu mevcut birikim bizim için önemli bir sahadır.

Yatırımları tercih ederken belirli ilkelerimiz var. Sadece kâr amacıyla değil yapılan yatırımın ülke ekonomisine doğrudan katkı sağlayacak nitelikli yatırımcı olmasına da dikkat ediyoruz. Önce fonu oluşturacak girişim için sermaye taahhüdünü oluşturarak yola çıkmayı tercih ediyoruz.”

**Görüşme Özeti;**

- Ülkemizde girişimcilik kültürünün yeterince desteklenmemesi ve olgunlaşmaması nedeniyle çoklu ortaklık yöntemiyle girişimin kurulması ve büyütülmesi konusunda çekinceler bulunmaktadır.
- Yatırım ve proje değerlendirmek sadece finansal analiz teknikleri ile olmaz en önemli eksik yetişmiş eleman açığıdır.
- Girişim sermayesinin olgunlaşması için somut adımlar atılarak performans geçmişinin oluşturulması gereklidir.
- Girişim sermayesi yöntemiyle yatırımların desteklenmesi her kesin kazandığı



ve ülke ekonomisine doğrudan katkı sağlayacak özel bir fonlama yöntemidir.

- Proje finansmanına uygun katılım bankacılığında bir dönüşüm yaşanmaktadır.
- Faizlerin yüksek olması girişim fonlarına akışı engellemektedir. Faizler geriledikçe alternatif fon kaynaklarına akış artacaktır.

### **Al Baraka Portföy Yönetimi A.Ş. Derinlemesine Mülakat Notları**

*Firma Künyesi:* 2015 yılında kurulan portföy yönetim şirketi 5 milyon TL ödenmiş sermaye ve 20 milyon TL kayıtlı sermaye tavanı ile Ümraniye İstanbul adresinde faaliyet göstermektedir. Hisselerinin tamamı Al Baraka Türk Katılım Bankası AŞ'ne aittir. Şirket bünyesinde 11 çalışan mevcuttur. 2017 Ocak ayında faal hale gelen fon yönetim şirketinin hali hazırda elinde dört adet gayrimenkul yatırım fonları mevcuttur. Bunlar One Tower Gayrimenkul Yatırım Fonu, Dükkân Gayrimenkul Yatırım Fonu, Batışehir Gayrimenkul Yatırım Fonu ve Flora Gayrimenkul Yatırım fonudur.

Görüşme kuruluşun Ümraniye merkez adresinde Al Baraka Türk binasında gerçekleşmiş olup, fon genel müdürü ile mülakat gerçekleştirilmiştir.

**Soru: Al Baraka Portföy olarak faizsiz portföy yönetimi uygulamalarınız nelerdir?**

**Cevap:** “2015 yılında kurulmasına karşın 2017 yılı başında benimde ekibe katılmam ile aktivasyon kazanmıştır. Yeni yılda dört yeni gayrimenkul yatırım fon kurarak aktif hale geldik. Kurduğumuz yatırım fonları nitelikli işlem pazarında işlem görmeye başladı ve alınıp satılmaktadır. Bu gayrimenkul projeleri Al Baraka tarafından başlatılıp kâr zarar ortaklığı şeklinde kredileri kullandırılan işlemlerdir. Biz bu kredileri devraldık ve menkul kıymetleştirdik. İlgili gayrimenkul fonları menkulleştirmek suretiyle katılım belgeleri karşılığında nitelikli yatırımcılar dediğimiz gerekli şartlara haiz şahıs ve şirketlere satılmıştır. Yatırım fonlarında önce kaynak tarafını halletmek şartıyla para toplayarak yatırım gerçekleştirmek pek mümkün gözüküyor. Öncelikle sermayemiz ile yatırımı yapıyoruz gayrimenkul varlık haline gelince yatırım yapılabilir bir kıymete dönüşünce katılım payları oranında fondan katılım belgesi vererek ortak oluyorlar. Bu şekilde alınan hisselerin

Borsa İstanbul Nitelikli Yatırımcı İşlem pazarı ortamında alınıp satılmasına imkân veriyoruz. Yatırım fonlarının borsada işlem görmesi fiyatının belirlenmesi ve kolaylıkla likiditeye çevrilmesi önemli bir kolaylık ve avantaj sağlamaktadır. Bu konuda SPK Kurumundan izin almak suretiyle üç fonumuzu pazarda işleme açtık. Aksi takdirde insanların bir AVM veya gayrimenkulden bir hisse alması ve aldığı hisselerin hem teminat hem satış açısından bağımsız olarak takip edilmesi çok zor olmaktadır. Bu şekilde hisselerin likiditesi olan ve fiyat değerliliğinin kolaylıkla takip edildiği bir sistem kurulmuş olmaktadır.”

**Soru: Al Baraka Portföy olarak girişim sermayesi fonu kurmak istiyor musunuz? Girişim Sermayesi Fonu ne şekilde işleyebilir?**

**Cevap:** “Al Baraka olarak kuruluşumuzdan bu yana murabaha dışındaki kâr zarar ortaklığı ile çalışan fonlama modellerine ilgi gösterdik. Geçmiş tecrübelerimizde ağırlıklı olarak gayrimenkul projeleri olduğu için portföy yönetim şirketimiz de bu varlıklar üzerine kurulmuştur. Bankamızın garaj projesi ile başlangıç aşamasındaki fin-tech firmalarına yönelik Garaj projesi ile girişim sermayesi yaklaşımı başlamaktadır. Önümüzdeki ay girişim sermayesi fonu kurulması ve yönetilmesi konusunda somut adım atmaya planlıyoruz. Girişim sermayesi fonları gayrimenkul fonlarından farklı olarak firma yatırımlarından oluşacak ve riskin sepet şeklinde yönetilmesi gerektiği özellikli bir fonlamadır. Batıda girişim sermayelerinde % 90 düzeyinde çıkışlar kâr elde etmese dahi başarılı % 10'luk kısımdan elde edilen kâr ile fonlar ortalama kâr üretmekte ve başarılı olmaktadır. Bizimde dâhil olduğumuz yaklaşımda genelde başlangıç ve ilk aşamadaki firmalar riskli firma görüldüğü için olgunlaşmış ve büyüme aşamasındaki firmalar daha sıcak bakılmaktadır. Hâlbuki yeni kurulma aşamasındaki firmalar yapılan yatırımların kazanç ve getiri oranı çok yüksek olacaktır. Zaten işleyen ve değeri oturmuş firmalarda alınacak mesafe bellidir.

Girişim Sermayesi önümüzdeki dönem önem ve yaygınlık kazanacak bir fon veya finansman yöntemi olacaktır. Devlet Emeklilik Fonlarının portföylerinin en az % 10'u kadar girişim sermayesi veya gayrimenkul yatırım fonlarına yatırım zorunluluğu 2019 yılında işlemeye başlayacaktır. Emeklilik fonları önemli bir likiditeye ve uzun vadeli değerlendirme imkânına sahip kurumlar olarak aktif yönetim şirketlerinin veya fonlarının önemli katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Al Baraka olarak öncelikle

finansal teknoloji üretecek firmalara girişim yapmamızın temel nedeni öncelikle finansal işlemler bankacılığın ilgi ve işlem alanında uygulamalar olarak bildiğimiz bir alandır. Buradan ortaya çıkan ürün ve hizmetlerin doğrudan müşterisi olabiliriz. Portföyümüz olarak 1,3 milyar TL gayrimenkul ve 200 milyon TL olmak üzere 1,5 milyar TL büyüklüğe sahibiz. Türkiye şartları kendine özgü ve girişim sermayesi modelinde de özgün bir yaklaşım ve ülke ekonomisinin piyasa koşullarına uygun bir model gerçekleştirmek uygun olacaktır. Bizde batı tecrübesinde olduğu gibi yüksek batış sonucu kabul edilebilir olmayacaktır en az iki girişimden birinin başarılı olması beklenmektedir. Bu yüzden yerli firmalarımızın yapısına uygun girişim modellerinin geliştirilmesi uygun olacaktır. Girişim fonları şirketlerin maksimum değere ulaştığı noktada halka arz, mevcut ortağa satış veya üçüncü şahsa satış yaklaşımları ile çıkış yaparak kâr gerçekleştirmektedir.”

**Soru: Girişim Sermayesi modeli nasıl çalışır ve ne fayda sağlar?**

**Cevap:** “Girişim sermayesi veya gayrimenkul yatırım fonlarında nitelikli yatırımcılar ile çalışıyoruz. Faizsiz sistem ile çalışan fonlarımızda kaynaklarımızı yaygın şube ağımız olan banka müşterilerimizden temin ediyoruz. Katılım payları fon ihracı ile birlikte nitelikli yatırımcılar pazarlana bilmektedir. Vaat sözleşmesi adını verdiğimiz ve İslami finansa uygunluğu alının sistemde müşteri bizden aldığı menkul kıymetler belirli bir tarihte belirli bir bedelden satın alma veya vazgeçme opsiyonu ile satıyoruz. Vade geldiğinde yatırımcı ilgili opsiyon bedelini uygun görürse satar daha yüksek bir değerde görür ise beklemeyi tercih eder. Vaat sözleşmesi İslami finans ilkelerine uyumlu olduğu için yeni kuracağımız fonlarda da benzer şekilde nitelikli yatırımcılara vaat sözleşmesi ile fon menkul kıymet satışı yapmayı hedefliyoruz. Girişim sermayesi garaj projesinde de hedeflediğimiz gibi yönetim, mentorlük, kurumsallık ve danışmanlık katkıları ile işletmelerin gelişimine ve büyümesine doğrudan katkı sağlayacak bir modeldir. Doğrudan üretime ve büyüme hedefi taşıyan sistemde ülke ekonomisinin de katkı sağlamaktadır.”

**Görüşme Özeti:**

- Gayrimenkul portföy yönetimi tecrübesi sonrası girişim sermayesi fonu

kurulumu gerçekleştirilecektir

- Al Baraka Türk müşterilerini vaat sözleşmesini esas alan bir satın alma opsiyonu ile menkul kıymet hesabı ve satışı gerçekleştirilmektedir
- Girişim sermayesi modelinde öncelikle finansal teknoloji alanında faaliyet gösteren firmalar hedef seçilmiştir.
- Girişim sermayesinde firmalara danışmanlık ve kurumsallık desteği ile önemli gelişim katkısı hedeflenmektedir.
- Kamunun belirli yasal oranlarda fonlara yatırım zorunluluğu getirmesi ile birlikte fon yatırımlarında ciddi bir gelişme ve genişleme olacaktır.
- Katılım bankaları problemlili kredilerini varlık yönetim şirketi yerine özel girişim sermayesi fonları ile yeniden tahsil etmek veya firmanın faaliyetine devam etmesine aracılık edebilir

#### **4.3.4. Katılım Bankaları Derinlemesine Mülakatları ve Değerlendirmeleri**

Katılım Bankaları derinlemesine mülakat notlarına başlamadan önce cari veri olarak Türkiye Katılım Bankaları Birliği tarafından düzenli olarak yayınlanan sektör karşılaştırmalı tablosuna bakabiliriz. Tablo katılım bankalarının büyüklük ve oranları ile sermaye güçlerini ortaya koyarak sektördeki ağırlık ve tesirlerini de dolaylı olarak açıklayacaktır. Özellikle şube ağları, personel sayıları ve özkaynakları ile nicel olarak potansiyellerinin göstermemize yardımcı olacaktır.

#### **Tablo 18: Katılım Bankaları Karşılaştırmalı Finansal Özet Rakamları**

KATILIM BANKALARININ BAŞLICA FİNANSAL RAKAMLARI (Bin TL, %) Eylül 2017)							
FİNANSAL BAŞLIKLAR		ALBARAKA TÜRK	KUVEYT TÜRK	TÜRKİYE FİNANS	VAKIF KATILIM	ZİRAAT KATILIM	GENEL TOPLAM
		2017 / Q3	2017 / Q3	2017 / Q3	2017 / Q3	2017 / Q3	2017 / Q3
TOPLANAN FONLAR	TP	12.719.391	19.094.405	10.907.630	5.927.343	5.461.238	54.110.007
	YP	11.389.853	18.923.380	9.826.539	2.466.042	3.169.228	45.775.042
	TOPLAM	24.109.244	38.017.785	20.734.169	8.393.385	8.630.466	99.885.049
KULLANDIRILAN FONLAR		23.126.116	36.753.570	25.230.107	6.786.877	9.753.513	101.650.183
TASFİYE OLUNACAK		584.722	111.291	466.162	3.913	19.359	1.185.447
TASFİYE OLUNACAK		5,6%	2,5%	5,6%	0,2%	0,3%	14,2%
TOPLAM AKTİF		33.826.640	54.569.619	37.267.884	10.507.014	12.043.556	148.214.713
ÖZ VARLIK		2.382.975	4.509.022	3.966.792	962.413	1.352.853	13.174.055
NET KÂR		141.117	554.673	278.964	90.974	98.592	1.164.320
PERSONEL SAYISI		3.814	5.757	3.830	637	797	14.835
ŞUBE SAYISI		213	394	287	49	56	999

Kaynak: (TKBB, Eylül 2017)

- **Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ő. ile Derinlemesine Mülakat Notları**

Kuveyt Türk'ün sermayesinin %62,24'ü Kuveyt Finans Kurumu'na (Kuwait Finance House), %18,72'si Vakıflar Genel Müdürlüğü'ne, %9'u Kuveyt Sosyal Güvenlik Kurumu'na, %9'u İslam Kalkınma Bankası'na ve %1,04'ü diğer ortaklara aittir. Bankanın hâkim hissedarı Kuveyt Finans Kuruma 1977 kuruluşlu ve Kuveyt borsasında işlem gören faizsiz bankacılık ilkeleri ile hizmet veren ilk kuruluşlardan birisidir. Kuveyt Türk Katılım hem kredi hem mevduat büyüklüğü ile sektörün lideri konumundadır. Sektörde yakaladığı olumlu gelişim ve liderlik konumu ile yeni ürün ve hizmetlerin de sektöre girişinde öncü rol üstlenecek tecrübe ve insan kaynağı gücü birikimine sahip görülmektedir.

Kuveyt Türk'ün Çayırova Bankacılık Üssü adresinde Bankanın Mikro Krediler Pazarlama Müdürü ve İşletme Kredileri Müdürü ile mülakat gerçekleştirilmiştir. Her iki yöneticide uzun yıllardır bankanın insan kaynağında görev almış ve farklı görevlerde bilgi ve deneyime sahiptir.

**Soru: Katılım Bankacılığı ortaklık esaslı fonlama ürünleri neden istenilen büyüklüğe ve orana ulaşamamaktadır?**

**Cevap:** “Geçen yıl Bankacılık Denetleme Düzenleme Kurulu önderliğinde yapılan kongrede girişimcilik ve finansmanı konulu bir gündem oluşturuldu. Bu gündemde biz katılım bankaları yeni kuruluş aşamasında ve fikir düzeyinde olan girişimciler dahil

yatırımcıları ve beklentileri dinleme fırsatı bulabildik. Bu gündemde kamu otoritesi biz katılım bankalarından asıl kuruluş ve var oluş misyonumuza uygun olarak ortaklık modeliyle firmaları desteklememiz ve dar kapsamlı borçlanma ürününün dışına çıkmamız gerektiği vurgulanmıştır. Asli ortaklık ürünlerimiz uzun yıllardır devam eden hizmet geçmişimize rağmen hayata geçmediği ve beklentilerin karşılanmadığı dile getirilmiştir. Toplantıda tüm katılım bankaları genel müdürleri ve üst düzey politika belirleyici yöneticileri hazır olduğu için sektöre doğrudan net bir mesaj verilmiş oldu. Konvansiyel bankalardan TEB'in bu konudaki tecrübesi ve çabaları örnek olarak gösterildi ve müşterilerin deneyimleri paylaşıldı. Bu farkındalık ve sektörel beklenti bir tohum olarak bizlere ekildi. Bu paylaşımların sonucu olarak Kuveyt Türk ve Al Baraka Türk ilk adımları attık. Biz Lonca projesiyle yeni girişimcilere destek olacak kuluçka merkezini hayata geçirdik Al Baraka ise Garaj projesi ile benzer bir çabanın içerisine girmiştir. Bizim FinTech altında bilişim firmaların desteklendiği büyütülmesini planlayan çabalarımız olgunlaşmaya başladı. Özellikle Lonca altında melek yatırımcı şeklinde fikir aşamasında doğması beklenen ticari girişimlerin doğuşuna destek veriyoruz. Bu konuda küçük işletme düzeyinde örnek bir işletmeye sermaye aktarımını yaparak ilk girişim desteğimizi de oluşturmaya başladık. 1 Mart 2018 tarihinde Lonca projesinin tanıtımı ve basın bilgilendirmesi yapılacaktır. İkinci aşamada ise kadın ve genç girişimcilerin fikirlerinin yatırımcı ile buluşturularak kuruluş sermayesi olacak bir platform kurmayı hedefliyoruz.”

Bu bölümde ilgili görüşmeciler Katılım Bankalarının ortaklık modeli ile şirketlere ortak olmak suretiyle Girişim Sermaye Modeli ile iş yapmamasının gerekçe ve engelleri izah edilmektedir.

**“Katılım Bankaları ortaklık konusunda yeterli tecrübe ve bilgi birikimine sahip değildir;** Katılım Bankaları olarak firmalara kuruluş veya büyüme evrelerinde ortak olarak veya sermaye katkısı yaparak girmemizin önündeki ilk engel sahip olmadığımız ortaklık bilgi ve tecrübe birikimidir. Geleneksel bankacılıkta örneğin Deniz Bank ve TEB bu konuda uzun yıllardır çalışıyor organizasyonel olarak alt yapılarını ve müdürlüklerini teşekkül ettiler. Uzun süren bir hazırlık ve alt yapı çalışması ile ilk sonuçlarını almaya başladılar. Banka mevzuatlarını ve operasyonlarını bile özelleştirerek ürünlerin hayata geçmesi için tüm yönleriyle hazırlık yaptılar. Katılım bankaları olarak bizlerde bu tür bir organize girişim ve çaba henüz yok. Hiçbir katılım

bankasının bu konuda organizasyon hazırlığı ve alt yapı düzenlemesi bulunmamaktadır. Kuruluş aşamasında özel finans kurumlarının yaşadığı münferit olumsuz tecrübelerin genel bir kanaat olarak görülmüş ve ortaklık yaklaşımından uzak durulmuştur. Ortaklık konusunda son dönemde belirli alanlarda örneğin inşaat ve bilişim alanlarında mudarebe yöntemi denenmeye başlamıştır ancak henüz yetersiz büyüklüktedir. Mutlaka bir yerden başlayıp bu konuda bir geçmiş deneyim ve yatırımcılar için örnek teşkil edecek bir tecrübe ve getiri göstergesi oluşturmalıyız.

**“Teminat bankacılığı yapmak ve riskli işlemlerden uzak durmak şeklinde fonlama kültürümüz oluştu.”** Katılım bankaları olarak riskli işlemlerden uzak duracak şekilde itfa planı belli ürünler ile fonlama yapmayı tercih ediyoruz. Kullandırdığımız kredilerde ise teminatlı özellikle ipotekli kredileri tercih eden bir yaklaşım sergiliyoruz. Getir ipoteği al krediyi şeklinde bir yaklaşım ile çalışmak kolayımıza geldi. Bu durum riskten kaçınan kredi yöneticileri ortaya çıkardı ve risk odaklı ürünler ile aramıza mesafe koymuştur. Yaşanan tecrübeler her zaman kısa vadeli düşük riskli ürünlerin merkeze alınmasına ön ayak olmuştur.

**“Katılım Bankaları kötü örnek tecrübeleri ile birlikte ortaklıktan uzak durmayı tercih etti.”** Katılım bankacılığının özünde ortaklık olmasına karşın aksiyon noktasında gereken adım atmaktan imtina etmekteyiz. Gereken cesareti göstermekten kaçınıyorlar. Son yıllarda gereken birikim ve sermaye büyüklüğü ile birlikte konuşmaya başladık. Mudarebe işlemleri için çok bariyer vardı. Ortakların henüz niyetinin olmayışı, olumlu ve karlı ortaklık geçmişi olan girişimlerin olmaması ve temel sorunları aşamadan riskli ürünlere girecek kaynağın olmayışı gibi nedenler ile ancak yeni yeni bu ürünleri konuşur duruma geldik. Örneğin bankamızın KT Portföy adında bir iştirak ile birlikte bu işe ilk adımı attık. Mudarebe ve müşareke yaparak ilk uygulamaları görmeye başlayacağız. KT ile ortaklık yaparak çalışmayı tecrübe edeceğiz.

Gayri resmi ticaretin büyüklüğü ve ölçülemez olması nedeniyle ortaklığın takibi ve denetlenmesinin çok zor olduğunu düşünüyoruz. Her girişimde işlemlerin takibi ve kontrolü için bankamızın eleman bulundurması ve kontrol etmesi gerekecektir. Aksi takdirde gerçek ticaretin ve girişimin akıbetini öğrenemeyiz. Firmaların mali verilerinden yola çıkarak karar veremeyiz ve takip edemeyiz. Firmaların vergi için,

bankalar için ve kendisi için tuttuğu üç ayrı bilanço olduğu söylenir ve işin içinde olmadan gerçek gelişmeleri ve potansiyeli takip etmemiz mümkün görünmemektedir.

Katılım bankalarının önünde ciddi bir hedef ve büyüme baskısı bulunmaktadır. Rakipler dediğimiz geleneksel bankalar ile bizim aramızda ciddi bir fark bulunmaktadır. Temel ürünlerde istenilen düzeye gelemediğimiz için nitelikli ve özel ürünlere bir türlü başlayamadık. Halen şubeleşmek ve büyüme için odaklanıyoruz. Odaklanmamız henüz ortaklık gibi alanlara kaymadığı için istenilen mesafe alınmamıştır. Ama bu süreçten sonra artık tecrübe edilmeye ve başlangıç aşamaları görülmeye başlanacaktır.

Fon vade uyumsuzluğu önemli bir engeldir. Toplanan mevduatlar 1 en fazla iki ay vadeli bulunurken uzun vadeli fonlara kaynak aktarmak için önemli bir kaynak ihtiyacı bulunmaktadır. Mutlaka özel havuzlu fon kaynakları ile sürece dahil olmamız gerekmektedir. Uzun vadeli bir fonumuz olması lazım aksi takdirde kısa vadeli cari mevduat gün süreleri ile ortaklıklara katılamayız.

**Soru: Girişim sermayesi fonu ile Katılım Bankacılığı hakkında ne düşünüyorsunuz?**

**Cevap:** MÜSİAD yeni bir çalışma yapıyor, girişim sermayesini destekleyecek bir fon projesi bulunmaktadır. Aynı şekilde devlet bakanı Mehmet Şimşek in fonları destekleyecek açıklamaları oldu. KOSGEB benzeri bir şekilde ortaklıkları desteklemek istiyor. Bu konuda son dönemde ciddi bir ilgi ve destek olduğu muhakkaktır. Bankamız KT Portföy girişim şirketi kurarak bu alanda öncülük yapmıştır. Ortaklık esaslı girişimleri ile bu iştiragin sonuçlarını gözlemleyeceğiz. Bu anlamda bir çerçeve kuruldu ileride bu portföy şirketi ile ortak projelere gireceğiz. Yakın vadede bu şekilde girişim sermayesi fonlarını hem bankamız sermayesi olarak hem de tasarruf sahibi müşterilerimize uzun vadeli getirisi yüksek ortaklık ürünleri ile özel fon toplamayı düşünüyoruz. Henüz bu aşamada kuruluş aşamasındaki firmalara değil daha çok olgunlaşmış işlere odaklanıyoruz. Örneğin mevcut bir ürünü var iken yeni bir ürün noktasında ihtiyacı olan firmalara odaklanıyoruz. Belirli bir tecrübe ve birikimi olan firmaları tercih ediyoruz. Örneğin hayvan çiftçiliği konusundaki bir hindi çiftliğine ortakların geçmişi ve tecrübesi aranmak suretiyle büyüme evresi tercih



ediliyor.

Tüccarın ve sanayicinin bakışını değiştirmesi lazım ki sonuca ulaşsın. Hem tasarruf sahibi hem girişimcinin ortaklık kùltürüne yakın olması lazım. Tasarruf sahiplerinin ben faizden řunu kazanacağım peki ortaklıktan ne kazanacağım sorusu oldukça bu tür girişimlerin desteklenmesi güçleşecektir. Ortaklıklar reel sektörde oturmayan ve pratiği zayıf bir kùltür olarak ùlkemizde görùlüyor.

Müşteri seçimi ve ortaklık çok önemli bir konudur. Doğru bir müşterinin bulunması ve tespiti çok zor bir konudur. Kârlılık yüksek olsa da doğru müşteriye ulaşmanın endişesini yaşıyoruz. Kaynak imkanına sahip ve kredibilitesi yüksek bir müşterinin bize ihtiyacı sınırlı iken henüz kaynak bulamayan ve piyasa itibarı oluşmamış bir girişimciye bizim ortak olmamız da başka endişeler taşıdığı için işin bu anlamda temel bir çıkmazını yaşıyoruz. Bu konuda endişelerimiz ve kaygılarımız olsa da bir yerden başlamak lazım olduğuna inanıyoruz.

Katılım bankacılığında tecrübeli ve bu tür ortaklık temelli ürünlerin geliştirilmesi ve var olması için mücadele edecek bir yetişmiş ekip sınırlı sayıda bulunması da bir manidir. Sistemin ne olarak önemine ve gelişmesine destek verecek sektör çalışanlarının oluşumuna imkan verilmesi gereklidir. KT Portföy ile yapılan ortaklıklarda danışmanlık önemli bir konudur. Finansal danışmanlık şeklinde ortaklığın kaynak yönetimini ve banka nakit akışlarını yönetecek şekilde ortaklıkta görev alacağız. Firmanın yatırım ve günlük nakit operasyonlarını kontrol edecek ve takip edeceğiz. Finansal okur yazarlık çok düşük ve yeterli olmadığı için en çok ihtiyaç firma yöneticilerini bu alanda verilmelidir.

**Görüşme Özeti:** Kuveyt Türk yöneticileri ile yapılan görüşmede aşağıdaki maddeler halinde belirtilen konularda net kanaatler uyandırılmıştır.

- Kuveyt Türk ortaklık esaslı ürünler konusunda gereken farkındalık ve planlamaya başlamıştır. Net bir adım atarak KT Portföy şirketini kurmuş ve girişim fonu olarak çalışmaktadır.
- KT Portföyün altında ilk ortaklık tecrübesi yapılacaktır.

- Risk düzeyi düşük ortaklıklar ile başlamak istiyorlar. Belirli bir kuruluş ve gelişim evresini tamamlamış firmaları takip ediyorlar.
- Lokomotif sektörler arasında ihtisas sektör ayrımına gidip uzmanlaşmayı planlamaktadır.
- Bu konuda gereken adımların atılmaya başlanması ile birlikte süreç hızlanacak ve girişim sermayesi yöntemiyle ortaklıklar gerçekleşecektir.
- Hem devlet hem de sivil ekonomik toplum kuruluşları ortaklıkların desteklenmesi ve fon oluşumu konusunda çok istekli ve gereken desteği verecek yapılanmaya gidiyorlar
- Ortaklıklarda finansal danışmanlık tarafında önemli destek ve katkı sağlamayı hedefliyorlar.

### **Katılım Bankaları Birliği ile Derinlemesine Mülakat Notları**

*Kurum Künyesi:* Katılım bankalarının çatı kurumu olarak Özel Finans Kurumları Birliği, Bankalar Kanunu'nun ilgili kanunu ile tüzel kişiliği haiz ve kamu kurumu niteliğinde meslek kuruluşu olarak kurulmuş olup, söz konusu fıkra hükümleri çerçevesinde, 04.10.2001 tarih ve 2001/3138 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile Birlik Statüsü'nün yürürlüğe konulması sonrasında faaliyete başlamıştır. Daha sonra 01.11.2005 tarihinde yayımlanan 5411 sayılı Bankacılık Kanunu ile özel finans kurumları "katılım bankaları" adını aldığı gibi Birliğin unvanı da Türkiye Katılım Bankaları Birliği olarak değiştirilmiştir. Türkiye'de faaliyet gösteren bütün katılım bankaları Kanun hükümlerine göre faaliyet izni aldıkları tarihten itibaren bir ay içinde Birliğe üye olmak, Türkiye Katılım Bankaları Birliği Statüsü hükümlerine uymak ve Birliğin yetkili organlarının aldığı kararları uygulamak zorundadır.

Birlik, üyesi bulunan katılım bankalarının haklarının korunması ve menfaatlerinin savunulmasını, faizsiz bankacılık sisteminin büyütülmesi, katılım bankalarının sağlıklı olarak çalışması ve meslek mensuplarının yeterliliklerinin geliştirilmesi, sektörün rekabet gücünün artırılması ve birlik üyeleri arasında haksız rekabetin önlenmesi amacıyla ihtiyaç duyulan aksiyon ve kararları almak, alınan kararların uygulamasını talep etmekle mükelleftir.

**Görüşme:** Katılım Bankaları Birliği Genel Sekreter Yardımcısı ile birliğin merkezinde

görüşme gerçekleştirilmiştir.

**Soru: Katılım Bankaları ortaklık esaslı ürünlerde neden büyüyemiyor?**

**Cevap:** “Öncelikle katılım bankalarının ortaklarının ve yöneticilerinin öncelikli stratejik hedef ve amaçları arasında yer almamaktadır. Böyle bir niyet ve gaye olmadığı içinde gereken araştırmalar ve adımlar da atılmamaktadır. Bir ürünün gündeme alınması ve konunun niyeti olmadan adım atılması ve gelişme beklemek doğru olmayacaktır. Bu konuda Al Baraka ve Kuveyt Türk’ün ilk çabaları başladı. Al Baraka özellikle gayrimenkul ve inşaat sektöründe mudarebe örnekleri ile doğru adımlar attı ve sonuçlarını gözlemliyor. Özellikle başlangıç firması olarak adlandırılan start-up firmalar ile başlanıyor. Fintech(teknoloji ve finansın bir araya geldiği yatırım ve hizmetler) olarak adlandırılan alanda başladılar bu girişimlere ve doğru bir adım attıkları söylenebilir.

Kâr/Zarar ortaklıkları için küçük deneyimler ile başlanması hem gelişimin yönetilmesi hem de kademeli geçiş için doğru bir adım gibi görülmektedir. Çünkü katılım bankaları kuruluş yıllarında deneyimledikleri birkaç mitolojik kötü kâr/zarar işlemi ile korku ve kötü ortaklık hikâyeleri ile yeni ortaklıkların önü tıkanmış ve çabaların doğmasını engellemiştir. Bu açıdan sektörün olumlu ve pozitif başarı hikâyelerine ihtiyacı var ve bunu ortaya koyarak hem müşterileri hem de ortakları nezdinde bir güven sağlaması beklenmektedir. Kuluçka merkezlerinde küçük rakamlar ile başlanarak deneyim ve tecrübenin olgunlaşması görülmelidir. Ama önce yönetimin niyetinin oluşması ve amaç olarak belirlenmelidir. Böyle bir niyet olmadıkları için ortaklar bekledikleri öz kaynak getiri oranları için banka yönetimlerine kısa vadeli hedefler koymakta ve murabaha merkezli ürünler ile kâr hedefinin gerçekleşmesine odaklanılmaktadır.

Ekonominin yukarı yönlü dalgalandığı dönemlerde geleneksel finans kuruluşları ve bankalar faizleri kolaylıkla yukarı yönle değiştirmekte iken katılım bankalarının kâr dağıtımları ve yeni fon kaynağı oluşturmakta zorlandıkları dönem oluyor. Bu dönemde bu sıkıntıları aşmak için kâr zarar ortakları iyi bir araç olabilir. Sadece murabaha üzerine çalışmak sistemin gelişmesini ve güçlenmesini engellemektedir.

Katılım Bankalarında istihdam edilen personel arasında ortaklık esaslı ürünlerin aktif olarak çalışmasını sağlayacak yetkin ve yeterli personel bulunmamaktadır. İlk kuruluş yıllarında katılım bankaları krediler yerine bölümlerinin adını misyona uygun olarak Proje ve Yatırımlar Müdürlüğü olarak adlandırmıştı. Bu müdürlük adından da anlaşılacağı gibi yatırım gerçekleştirmek ve projelere ortak olacak bir yapılanma amacıyla kurulmuştu. Benim ilk çalıştığım yıllarda sektör uzmanlığı ile ihtisaslaşmıştık. Örneğin şahsın tekstil sektörünü uçtan uça tüm aşamalarını ve süreçlerini bilecek şekilde donanımlı olarak yetişmişim. Yeterli uzmanlık olmadan ortaklık esaslı ürünlerin kurulmasına dâhil olanak bulunmamaktadır.

Sektörde fon vade yapıları çok kısa olduğu için kâr zarar ortaklıkları için öncelikle sermayeden pay ayırmak gerekmektedir. Sermayeden pay ayırmak içinde ortakların niyeti ve hedef olarak belirlemesi gerekmektedir. Ortaklar kısa vadeli öz kaynak getirisine odaklandıkları ve sektörün getiri oranları alternatif getiriler ile düşük olduğu için kısa vadeli getiri beklentileri ile hareket etmeyi tercih etmektedirler. Bunun ortadan kalkması için ortaklıkların teşvik edilmesi gereklidir. Vergi desteği veya yasal teşvikler olmadan doğal akışı ile ortaklıklara yönelmek zaman alacaktır.”

**Soru: Katılım Bankaları Birliği kâr / zarar ortaklığı ürünlerinin gelişimi için neler yapıyor?**

**Cevap:** “Sektörde ortaklık esaslı ürünlerin ve fon kullandırım modellerinin gelişmesi için zorlama ve zorunluluk yöntemi çok uygun olmayacaktır. Rekabet ve serbestlik kuralları gereğince zorunluluk yerine teşvik ve özendirme politikaları güdülmelidir. Bununla birlikte yasal olarak kamu otoritesi aktif büyüklüğünün veya kredi hacminin belirli bir oranı kadar kâr zarar ortaklığı portföyü zorunlu kılarak kademeli bir geçiş için adım atılabilir. Bunun dışında teşvik edici olarak risk ağırlığının ve sermaye yeterlilik oranları gibi özendirici teknik uygulamalar ile odaklanılmasına yardımcı olunabilir kanaatindeyim.

2015 yılından bu yana faaliyet geçen Faizsiz Finans Koordinasyon Kurulu Hazine Müsteşarlığı koordinasyon ve takibinde çalışmaktadır. Bu kurul dönemsel olarak bir araya gelerek katılım bankacılığının gelişimi ve sorunların çözümü yönünde aksiyon ve adımlar atmaktadır. Bu kurulda devlet bürokratları, katılım bankaları birliği başkanı

ve katılım bankaları yöneticileri bir araya gelmektedir. IFM çerçevesinde ve Kalkınma Bakanlığı 10. Kalkınma Planlamasına uygun olarak aksiyonlar alınmaktadır. Kurul ve kalkınma planlarının tamamında faizsiz finans çabaları yer almaktadır. Kamu gücü ve desteğinin bu denli güçlü olduğu bu dönemde faizsiz bankacılık alanında ciddi adımlar atabilir ve bu konuda da önemli ilerlemeler gerçekleştirebiliriz. Bu kurullarda neden ortaklık ürünlerinin uygulanmadığı ve nasıl uygulanabileceği konusu da konuşulacaktır. Bu konuda gündem konularından birisi olarak kurulda detaylı tartışılacak bir husustur. Sıkışmış ürünlerin dışına çıkarak ortaklık ve kâr/zarar ürünlerinin sisteme dâhil olması gerekiyor. Ama öncelikle mevzuat ve yasal zeminin de birlikte olgunlaşması gerekmektedir.

Katılım Bankaları birliği olarak Merkezi Danışma Kurulu'nu faaliyete geçireceğiz. Kısa vadede fıkıh, akademisyen ve uygulamacıların bir araya geldiği danışma heyeti birçok fıkhi ve uygulama sorunları yanında yeni ürünlerin ve olması gereken ideal katılım bankacılığı ürünlerinin de uygulamaya alınması yönünde yönlendirici ve bilgilendirici rol üstlenebilir. Kurulun sekretaryasını birlik olarak biz yapacağız. Katılım bankalarının ilke ve standartlarını belirlemeye çalışacağız. Tek ve merkezi bir karar ile uygulama esasları belirlenecektir.

Kâr Zarar işlemleri için öncelik sermaye paylarında aktarımdır. Ortaklık temelli getirilere fon aktarmak için fon sahiplerine getiri planlamalarına ilişkin hali hazırda aldıkları kâr paylarının üzerinde bir getiri oranı ile kâr elde edebileceklerini simülasyon ile gösterebilirsek kaynak toplayabiliriz. Kısa vade tüm bankacılık sektörünün sorunu ve vade riskini ortadan kaldırmak için geçmiş başarılı örneklerin reel karlılıklarını ortaya koymak gerekmektedir. Bu nedenle mutlaka başarılı örneklerin ortaya konulması gerekir.

Yeni kurulması planlanan katılım bankalarına ilişkin yaptığımız görüşmede yatırım bankacılığı modeliyle geleneksel katılım bankalarından farklı bir kurgu ile sektöre girmek isteyen yaklaşımı da gördük. Bu durum katılım bankalarının özel ihtisas konulu katılım bankalarının kurulması niyetini göstermektedir. Genel kanaat asıl ortaklık yaklaşımı ile riske katılan kâr zarar ortaklık esası ile çalışması gereken mekanizmaların kurulmasına ihtiyaç olduğudur.

Konya modeli doğru bir model ile mudarebe işlemi gerçekleştirdiler. Doğru bir niyet

ve mantık ile başladıkları halde süreci yönetemediler. Halkın ve insanların bu konuda bir yaklaşımı ve tercihi olabildiler. Katılım bankaları ortaklık modelini erken tarihlerde test edip bu işleme başlasalardı küçük batıklar ve zararları göze alarak yol alınsaydı bugün çok farklı noktalarda olabilirdik. Yönetimin o tarihlerde niyeti ve amacı olmadığı için adım atılmadı. Katılım bankaları kısa vadeli ürünlere odaklandı daha da kısa ürünleri murabaha yerine tevarruk gibi daha da kısa ürünler ile geleneksel bankalarının ürünlerini taklit etmeye çalışır hale geldiler. Hâlbuki finansal kiralama ürünü katılım bankalarının kendine has ve doğrudan yapabildikleri bir ürünü bile zamanla göz ardı ettiler. Gerçek bir icara ve kiralama işlemini bırakıp kısa vadeli ürünleri tercih ettiler.”

**Soru: Katılım Bankaları girişim sermayesi yaklaşımı ile ortaklık yapabilirler mi?**

**Cevap:** “Örnek bir uygulama için bir fermuar firmasında ortaklık yapmıştık. Firmada ortaklığımız ilerledikçe para kazanmadığımızı gördük. Firmada uluslararası dev firmalar ve merdiven altı piyasa firmaları karşısında rekabet gücümüzün olmadığını gördük. Bizim resmi kayıt altına alınan faaliyet döngümüz piyasa ve Pazar koşullarında yeterli kalmadığı için başarısız olduk. O yüzden kurumsal yatırımların kayıt altında rekabet edebilen, genel perspektiften sektörün durumunu doğru anlamak gereklidir. Bu nedenle yatırım ve ortaklık fonlarında uzmanlık gerektiren sahalara özel sektör ve iş kollarında uzmanlık bilgi ve yetkinliğine sahip kadroların yetiştirilmesi gereklidir. Bizlerin finansal işlemlerle ilgili işler ile başlanması uygun olacaktır. Katılım bankaları bu şekilde ihtisaslaşmış portföy yatırım şirketleri ile uzmanlaşarak Portföy yönetim şirketlerinde ticaretin deneyimlenmesi ve işin içinde olunması gerektiğine inanıyorum. Asıl fonksiyon imalat ve ticaretin yapılmasına katılmayı hedefliyorum. Özellikle müşareke işlemlerinde aktif ticaretin işine girmek istiyorum. Girişim sermayesi yatırım şirketleri bir adım olarak önemli olumlu katkı sağlayacaktır. Piyasa koşulları zorladıkça katılım bankalarının ortaklıklara zorlayacaktır. Örneğin kur ve döviz kanununda yapılan değişiklikle katılım bankalarının dövize endeksli kredilerinde sıkıntılı bir problem ile karşılaşacaktır.

Tek ürünle yürümek risk olduğu için farklılaşma zorunlu olacaktır. Cari Pazar koşullarında ortaklık yapılması daha kolay ve müsait görülüyor. Bununla birlikte yasal

ve mevzuatında teşvik edecek unsurların ortaya konulması gereklidir.”

### **Görüşme Özeti;**

- Katılım Bankaları hissedarları ve üst düzey yöneticilerinin ortaklık esaslı ürünlerin çalıştırılması ve geliştirilmesi yönünde stratejik hedef ve niyetleri yetersizdir.
- Özel Finans Kurumları döneminde yaşanan münferit kötü örnekler üzerinde kâr/zarar sistemi ile yapılan işlemlerin başarısızlığa mahkûm olduğu inancına odaklanılmıştır.
- Katılım bankalarının kısa vadeli ve yıllık bütçeler ile hedeflerine ulaşmak istemeleri nedeniyle uzun vadeli kâr/zarar ortaklıklarından uzak durmaktadır.
- Öz kaynak getiri oranları düşük olduğu için ortaklar uzun ve orta vadeli getir yerine sermayenin kısa vadeli getirisini sağlayacak murabaha ağırlıklı getiriler ile kâr hedeflemektedir.
- Faizsiz Finans Koordinasyon Kurulu kamu, katılım bankaları birliği ve katılım bankaları yöneticilerinin bir araya gelerek çözüm arayışında oldukları önemli bir kurul olarak yeni ürünlerin de gelişmesi yönünde arayış ve çözüm adımları atmaya gayret etmektedir.
- Katılım bankalarının girişim sermayesi ve ortaklık esaslı ürünlere odaklanması için özendirici mevzuat gelişmeleri kolaylık sağlayabilir. Vergi indrimi ve risk ağırlığı gibi teşvikler katkı sağlayacaktır.
- Yatırım ve ortaklık getirilerinin fon sahiplerine cazip olarak şekilde simülasyon ile gösterilmesi ve ortaya konulması fon akımı için destek olacaktır.
- Yatırım ve ortaklıkların doğru seçilmesi, yönetilmesi ve çıkılması için uzman kadrolara ihtiyaç bulunmaktadır. Yetişmiş insan gücü ihtiyacı sistemin ilk çıkış noktası olarak en önemli noktalardan birisi durumundadır. Yetişmiş elemanın kazanılması ve eğitim sürecinin tamamlanması zaman alacağından bu konuda fonların faaliyet geçmesinden önce adımların atılması ve gerekli niteliklere

sahip uzman portföy yöneticilerinin yetiştirilmesi önemlidir.

- Katılım bankaları tek ürün üzerine kurulu fonlama sisteminin zorunlu olarak rekabet koşullarında yeni ürünlere açılmayı zorunlu kılacak ve ortaklık esaslı kâr zarar ortaklıklarına girecektir.
- Katılım bankaları konvansiyonel ürünlere yakın ürünler tercih etmek İslami bankacılığın en tehlikeli yönü haline geldi. Katılım bankalarının kopya ürünler yerine kendine özgün ve has ürünlere odaklanması gerekiyor.
- Girişim sermayesi ortaklıkları özellikle sektörlerde ve kayıt dışı işlemlerin olmadığı ekonomik alanlarda yapılması faydalı olacaktır. Sistemin rekabet etmesi ve yatırımın rekabet gücüne sahip olması için sektörlerde eşit şartlarda rekabet imkanını bulunmasına ihtiyaç bulunmaktadır. Kayıt dışı sektörlerde fonların tüm işlemlerin kayıt altına alınması nedeniyle maliyetler dolayısıyla rekabet gücü düşük olacaktır. Rekabet gücünden yoksun firmaların büyüme ve kârlılık elde etmek başarısı da düşük olabilecektir.



#### 4.4. Katılım Bankacılığı Girişim Sermayesi Modeli

Girişim sermayesi finansman tekniği olarak genel itibariyle Katılım Bankacılığı ilke ve prensiplerine uyumlu bir model olarak kabul edilmektedir. Ortaklık esaslı ile çalışan sistemin ticari teşebbüsün riskine katılmak suretiyle kâr ve zarar ortaklığı ilkeleri ile faaliyet göstermektedir. Çalışmamızın teorik kısmı ve tarafların görüşlerini ülkemiz özgün koşullarında değerlendirdiğimizde uygulanabilir ve geliştirilebilir bir finansman ürünü olarak kabul edilebilir. Özellikle KOBİ ölçeğindeki firmaların ülke ekonomisindeki önemi ve ağırlığı dikkate alındığında firmaların ve işletmelerin büyüme, hayatta kalma ve kurumsallaşma süreçlerinde önemli rol oynayabilecek bir yaklaşımdır. Geleneksel borçlanma esaslı finans tekniklerinde olmayan fon sahibinin ticaretin veya üretimin performansını takip ettiği ve katkı sağladığı bir yaklaşımdır. Taraflar sahip oldukları güçlü yanları bir araya getirmek suretiyle güç birliğinin avantajlarından fazlasıyla istifade etmektedir. Girişim sermayesi sisteminin faizsiz bankacılık sistemi veya İslami finans sisteminde uygulanması için dikkat edilecek yatırım alanları ve yatırıma konu girişimlere dikkat edilmelidir.

**Grafik 25: Geleneksel Girişim Sermayesi ve Katılım Girişim Sermayesi Fon Mukayesesi**

	Geleneksel Girişim Sermayesi	Katılım Girişim Sermayesi
Yatırım Metodu	Sermaye aktarımı ile ortaklık	Sermaye aktarımı ile ortaklık
Yatırım Getirisi	Ortaklık hisse değer artışı	Ortaklık hisse değer artışı
Fon Kaynağı	Yatırımcı kurum ve şahıslar	Katılım Bankaları Müşteri Portföyü
Fon Denetimi	Objektif kriterler	Objektif ve subjektif kriterler
Girişim Şirketleri	Nitelikli tüm şirketler	Danışma heyeti onaylı şirketler
Yatırım Sınırları	Tüm sektör ve faaliyet alanları	Yasaklı sektörlere yatırım yasağı
Şirket Analizi	Mali analiz	Mali analiz ve AAOFI Standartları
Yatırım Çıkışı	Hisse Satış veya devir	Hisse Satış veya devir

Kaynak: Tez yazarı tarafından derlenmiştir.

Katılım bankaları, girişim sermayesi fonları ve firma sahipleri ile yapılan görüşmelerde sistemin çalışabilir ve uygulanabilirliği konusunda görüş birliği bulunmaktadır. Bununla birlikte ülkemize özgü problemler ve engellerin olduğu da muhakkaktır. Kamu otoritesi ise son yıllarda ekonomik büyüme ve firmaların fon ihtiyacının karşılanması için girişim sermayesi ve benzeri yatırım fonlarını teşvik etmektedir. Özellikle tanıdığı vergi avantajı ve faaliyet kolaylığı sağlamak gibi yaklaşımlar ile Sermaye Piyasası Kurulu tarafından özendirilen ve büyütülmesi hedeflenen bir yaklaşımdır. SPK tarafından hem girişim sermayesi yatırım ortaklığı hem de girişim sermayesi yatırım fonları mevzuatı tüm taraflara fayda ve avantaj sağlayacak şekilde düzenlenmiştir.

Katılım Bankaları Birliği olarak da faizsiz finans işlemlerinin geliştirilmesi ve yeni ürün gamının getirilmesi amacıyla çalışmalar ve toplantılar düzenlenmektedir. Katılım Bankacılığı olarak ihtisas gerektiren girişim ortaklığı yönetiminin bağımsız bir girişim sermayesi yatırım ortaklığı şirketi veya portföy yönetim şirketi tarafından yürütülmesi doğru bir terci olacaktır. Girişim sermayesinin çalışma şekli, fon giriş ve yatırım çıkış yapısı geleneksel bankacılık kredi sisteminden ciddi farklılıklar içerdiği için yatırım operasyon ve işlemlerinin girişim şirketleri tarafından takip edilmesi ve bağımsız uzmanlaşmış ihtisas kurumu tarafından yerine getirilmesi daha doğru bir süreç olacaktır. Katılım bankası fon temin eden ve girişimlerin uzun vadeli fon akışını temin edecek şekilde mevcut ve potansiyel fon sahiplerine özel uzun vadeli katılım hesaplarını düzenleyebilmelidir.

Katılım Bankaları tarafından kurulacak girişim sermayesi fon veya yatırım ortaklığı şirketleri iki amaçla teşekkül edebilir. Birinci model geleneksel girişim sermayesi fonu şeklinde belirli hedef sektör ve evrelerdeki girişimlere ortak olmak suretiyle yatırım yapmak ve yatırımdan çıkış yaparak kâr elde etmek şeklindedir. İkinci model katılım bankalarının kötü aktif veya batık kredilerine yönelik tahsil imkânı kalmayan veya çok düşük görülen şirketlere kullandırılan murabaha veya leasing fonlarını yeniden tahsil edebilmek ve firmanın faaliyetlerini sürdürmek için ilgili kredi tutarı kadar sermaye koymak suretiyle özel amaçlı girişim sermayesi fon sistemidir. Katılım bankacılığı olarak 2023 vizyonunda belirlenen hedef % 15 sektör payı ve aktif büyüklüğüne ulaşması için mevcut hizmet ve uygulamalarına ilave yeni açılımların devreye alınması ihtiyacı görülmektedir.

***Geleneksel Katılım Girişim Sermayesi Yatırım Fonu***; Katılım Bankaları %100 hisselerine sahip olduğu Sermayesi Piyasası Kurulu izni ve şartlarına uygun olarak portföy yönetim tüzel kişiliği altında girişim sermayesi yatırım fonları kurabilmektedir. Kurulan girişim sermayesi fonlarının organizasyon, girişim şirketi, sektör seçimi, yatırımcı ve kazanç yöntemleri açısından şu şekilde özetleyebiliriz:

*Organizasyon Yapısı*: Girişim sermayesi sisteminin çalışması ve faaliyete geçirilmesi öncesinde organizasyonun kurulması ve ihtiyaç duyulan yeterlilikte insan kaynaklarına sahip olması önemlidir. Yatırımları yönetecek ve ortaklığın sağlıklı bir şekilde yürütülmesi için uzmanlaşmış portföy uzmanlarına ihtiyaç bulunmaktadır. Bu yetkin ve nitelikli personel geleneksel bankacılık tecrübesinden oluşamayacaktır. İlk aşamada aktif girişim sermayesi şirketlerinden tecrübeli yöneticiler transfer edilmek suretiyle ilk çekirdek ekibin kurulması için hem tecrübeli yönetici hem de özel eğitim süreçleri ile kuruluştan önce yatırım ekibinin inceleme, değerlendirme, yürütme ve çıkış aşamalarını başarı ile yerine getirecek asgari niteliklere sahip olması beklenmektedir. Yatırım ekibinin sadece risk analizi veya finansal analiz tekniklerine hâkim geleneksel mali analiz uzmanlarından değil yatırımların nakit akışını ve geri dönüşünü hesaplayabilecek ortaklıklarda yönetime ve danışmanlık yapacak iletişim ve didaktik yapıya sahip kişilerden oluşması gereklidir. Bu ekiplerin kurulması için üniversiteler ile birlikte özel ihtisas ve gelişim programları düzenlenebilir.

Katılım Bankaları tarafından kurulacak fon ve yatırım ortaklıklarında geleneksel girişim sermayesinde temel organizasyon farklılığı sistemin merkezinde etik danışma heyetinin varlığı olacaktır. Bu heyet yatırımların seçiminde, kurulmasında ve yürütülmesinde temel faizsiz finans ilkelerine uyumun kontrolü ve denetimini yerine getirecektir. Yasaklı sektörler ve yasaklı ticari faaliyetler dışında yatırım yapılacak firmalarda belirlenen ilke ve standartlara uyumundan sorumlu olacaktır. Danışma heyeti doğrudan yönetim kuruluna bağlı olmak suretiyle icradan bağımsız ve özerk bir karar alma süreci olmalıdır. İlgili heyet içerisinde akademisyen, ilahiyatçı ve mesleki temsilcilerden oluşacak birçok yönle danışma mekanizması kurulmalıdır. Ekonomik hayatın dinamik ve değişken yapısı içerisinde yatırım ve ticari faaliyetlerin İslam iktisadı prensiplerine uyumu konusunda tüm tarafların görüşleri ile ortak bir istişare kararı şeklinde sonuca varılması hedeflenmelidir. Danışma heyeti sadece ekonomik

fayda ve ticari kâr hedefi dışında kurumun sosyal faydası ve toplumsal refahın artırılması gibi ana hedef ve amaçları da hatırlatan ve vurgulayan bir sistemde olması gereklidir.

*Girişim firmaları ve sektör seçimi:* Katılım bankalarının ortaklık esaslı ürünlerde büyümemesinin ve gelişmemesinin ana sebeplerinden birisinin de sistemin olumlu bir hafızası ve tecrübe birikiminin ortaya konulmamış olduğunu mülakatlarda tespit etmiştik. Bu nedenle kurulacak katılım girişim sermayesi ortaklıklarının öncelikle muhafazakâr ve ihtiyaçlı olarak umut verici sonuçlar ile faaliyete başlaması hedeflenmelidir. Bu nedenle hedef sektör ve girişim şirketi seçimi çok önemlidir. Batık ve tasfiye oranı yüksek riskli sektörler seçiminden uzak durulmalıdır. Yatırımın denetim ve takibinin daha kolay olduğu kayıt altına alınmış sektörlerin tercih edilmesi önemli avantaj sağlayacaktır. Hızlı büyüme ve fon üretme kapasitesi bulunan rekabet avantajı sağlayacak iş alanları belirlenebilir.

Yatırımcı firma ilkeleri belirlenirken öncelikle temel misyon ve ilkelere uyumlu niteliklere sahip olması yanında rekabet avantajına sahip ar-ge veya marka değeri olabilecek nitelikli girişimciler ile yatırım kararı alınmalıdır. Yatırımcıların ticari geçmişi ve kariyeri detaylı analiz edilmelidir. Katılım bankaları sahip oldukları şube ağları ile ülkenin her yanında müşteriye temas edebilmekte yatırımcı veya girişimcileri her yönüyle tanıyarak onları yakından gözlemleyebilmektedir. Bu bakımdan katılım bankalarına müşteri dataları önemli bir destek ve veri sağlayacaktır. Ödeme performansı, ödeme ahlakı ve özel yaşamı dahil girişimcinin ticari ve kişisel yeterliliğine dair bilgilere derin ve analitik bir şekilde ulaşılabilir. Örneğin medikal ve teknoloji üretimi gerçekleştiren sektörlerde hedef yatırım sahaları hedeflenmek suretiyle doğru girişimcileri girişim sermayesi yatırım uzmanları kendileri gitmek suretiyle bulabilmektedir. Mülakatlarda büyük girişim sermayesi şirketlerinin firmalara ve girişimcilere kendilerinden teklif götürdükleri ve bulduklarını fark ettik. Yetkin portföy uzmanlarının olması bu nedenle önemlidir. Doğru girişim ve girişimciyi bulmak yatırımın ilk ve en önemli evresi olarak başarının akıbetini doğrudan belirleyecek adımdır. Katılım bankaları sahip oldukları kredi istatistikleri ile sektörler ve ticari faaliyetler hakkında önemli verilere sahiptir. Buradan yola çıkılarak batık oranı yüksek ve başarısızlık düzeyi olan yatırım alanlarını tespit edebilir.

Firmaların mali verilerini sistemde takip eden bankalar hangi sektörde firmaların aktif büyüklükleri ve sermayelerinin hızlı bir şekilde arttırı bildikleri ve kârlılık oranlarından yola çıkarak hedef sahaları kolaylıkla tespit edebilir. Bu nedenle katılım bankasının kuracağı girişim sermayesi şirketi ile organik olarak bilgi akışının ve sistemlerin entegre olması ve bilişim alt yapısının veri akışına imkân verecek şekilde düzenlenmesi başarı oranını arttıracığı kesindir.

Firma seçiminde ise yeni kurulma aşamasında sadece fikir aşamasında olan risk sermayesi yatırım alanının biraz üzerinde emekleme aşamasına gelmiş ve büyüme veya kârlılık için sermaye desteğine ihtiyaç duyan potansiyelli firmalar aranmalıdır. Firmaların mali bünyelerinin yetersizliği ve yeni faaliyet süreleri nedeniyle finansman olanağı bulamadıkları için istedikleri atılımı ve büyüme rakamlarına ulaşmamış olması gereklidir. Eğer olgunlaşmış ve kaynak temini kolay bir firmaya yatırım yapılması da istenilen kârlılık veya büyüme hedefinden sapılmasına neden olacaktır. Bu nedenle yatırım veya girişim firmasının ne çok riskli ne de olgunlaşmış bir faaliyet döngüsüne sahip bir mali bünyeye sahip olması gereklidir. İki durumda da yüksek ve çok düşük risk nedeniyle hedeflenen girişim karlılığından uzaklaşılabilir.

*Pazarlama ve Tanıtım:* Katılım bankacılığının bankacılık sektöründe müşteri nezdinde geleneksel bankalardan farklı olarak insani ve güven duygusuna odaklı oldukları bir gerçektir. Bu algının devamı olarak piyasada yatırım fonlarına duyulan endişeleri bertaraf edecek şekilde katılım girişim fonlarının müşterilere asıl amaç ve niyetlerini doğru şekilde aktaracakları tanıtım ve bilgilendirme yapımları önemlidir. Katılım bankaları asıl misyonlarının ortaklık esasını ile firmalara ve girişimlere katılarak kâr elde etmek ve bu karı fon sahipleri ile bölüşmek olduğunu doğru bir şekilde izah eder ve taraflara kazanç sağlayacağına inandırırorsa sahip oldukları güven ile piyasada hızlı bir şekilde rağbet görecektir. Hem tekniğin hem de mevzuatın yeni olması nedeniyle temel bilgilendirme ve amacın hem medya hem de doğrudan girişimciyi birebir bilgilendirmek suretiyle yapılması için ilk aşamada ciddi emek sarf edilmelidir.

Girişimciler yatırım fonlarının şirket hisselerini ve ticari bilgilerini ele geçirerek üçüncü şahıslara karlı satılması endişelerinin ortadan kaldırılması gereklidir. Her ne kadar tanıtım ve pazarlama kanallarıyla bu telkin edilse de gerçek tecrübelerin

piyasada vereceği izlenim ve kanaat daha önemli etki yapacaktır. Bu nedenle ilk girişimlerin örnek bir model ve teknik ile yapılması hem fon sahipleri hem de girişimciler için örnek teşkil etmesi gereklidir. Ülkemizde fon toplama ve kâr vadiyle sağlanan kaynakların kötü niyetli olarak kullanılması tecrübesi çokça olduğu için sabırlı ve uzun vadeli planlama ile sistemin hayata geçirilmesi beklenmelidir.

*Girişime Fon Aktarımı:* Girişim sermayesi yatırım fonu faizsiz finans ilkeleri gereğince borç aktarımı veya tahvil bedeli şeklinde borçlanma yoluyla girişime katılamaz. Doğrudan veya dolaylı ortaklık şeklinde girişim şirketine yatırım yapabilmektedir. Ortaklık sermaye girişi şeklinde ya mevcut şirket sermayesinden mevcut ortakların hissesini satın almak veya mevcut sermayeye ilave ederek yeni sermaye dağılımında koydukları sermayeleri oranında pay almak suretiyle ortaklık şeklinde değerlendirebilir. Girişim sermayesi yatırım fonlarının asgari %80 düzeyinde girişim şirketlerine fon aktarmak zorunluluğu olduğu için kalan tutarı veya varlıklarını da değerlendirmek isterlerse faizsiz fon getirisi sağlayacak katılım bankacılığı ürünleri veya fon getiri tekniklerine yatırmak zorundadır. Faiz getirisi devlet tahvili veya hazine bonusu gibi sabit getirili faiz ürünlerine yatırım yapamazlar.

*Fon Toplama:* Katılım Bankaları tarafından girişim sermayesi şirketi ile birlikte kurulacak yatırım fonlarına yönelik fon toplama sistemi kurulmalıdır. Girişim sermayesi portföy yönetim şirketi kuracağı girişim sermayesi yatırım fonunu doğrudan nitelikli yatırımcılara arz edebilmektedir. Katılım bankaları nitelikli yatırımcı olarak fon kurabilecek ve kurdukları fonlardaki paylarını katılım bankası müşterilerine belirlenen asgari pay tutarları oranında satabilecektir. Bu paylar ile ilgili girişim fonunun süresinde sahip oldukları ortaklık veya yatırım katılıma paylarını koruyabilecek veya başka bir yatırımcıya satabilecektir. Yatırım fonlarının süresi sonunda girişim ortaklığından çıkış sonrası elde edilecek kâr ise toplanan fon sahiplerine katılım payları oranında dağıtılacaktır. Girişim şirketi yatırım fonları yönettikleri fonlar için fon sahiplerinden yıllık veya dönemsel olarak yönetim ücreti altında belirli bir oran ve tutarda yönetim ücreti talep etmekte ve tahsil etmektedir.

Mevcut mevzuata göre 1 milyon TL ve üzeri para ve sermaye piyasası varlığına sahip olan kişiler doğrudan bu fonlara ortak olarak katılım payı alabilmektedir. Ülkemizde

bir milyon TL ve üzeri mevduat ve para sahibi çok sayıda tasarruf sahibi olduğu muhakkaktır. Yüksek tasarruf sahibi kişiler geleneksel kâr payı geliri dışında ortaklık esası ile fonlara katılabilecek ve ortaklığın karından hissesi oranında pay alabilecektir. Katılım bankaları müşterilerine sınırlı kâr payı geliri dışında orta ve uzun vadeli yüksek getirili alternatif bir kâr getiri ürününü de göstermiş olabilecektir.

*Fon Getirisi;* Girişim sermayesi yatırım fonlarının getirisi tamamen hisselerin piyasa ortamında yatırım süresi sonundaki değeri ile ilk yatırım aşamasındaki sermaye değeri arasındaki artı değerden oluşmaktadır. Girişim sermayesi yatırım fonunda sermaye aktarılan firma sayısı ve girişim miktarı ne kadar çok olursa girişim sepetinin kârlılık ile getiri sağlaması o kadar muhtemel olacaktır. Girişim sermayesi yatırımlarının doğru bir şekilde sermaye aktarımında bulunması ve riski firmalar nezdinde yaygın bir şekilde dağıtarak tek veya sınırlı girişimin riskini almaması gereklidir. Yatırım sonunda doğacak getiri fon sahibine girişim karının kendi payına düşen hissesi miktarında dağıtılır.

***Özel Statülü Katılım Girişim Sermayesi Yatırım Fonu;*** Geleneksel girişim sermayesi fon yaklaşımının dışında Katılım Bankaları sahip oldukları sorunlu ve takip aşamasına gelmiş kredi müşterilerini hem aktardıkları fonları geri tahsil etmek hem de girişimci firmaların mali krizden kurtularak ticari faaliyetlerine devam etmeleri için özel amaçlı girişim sermayesi yatırım fonu kurabilmektedir. Bu özel amaçla kurulan fonların gayesi farklı olduğu için kendine has özelliklerini şu şekilde özetleyebiliriz:

*Fon Yapısı:* Özel amaçlı girişim sermayesi fonları girişimin büyümesi ve gelişiminden kaynaklanan kardan getiri sağlamak yerine kredi alan ve zor duruma düşen KOBİ'lerin yeniden faal hale gelerek ve borcunu ödeyebilecek mali görünümüne ulaşması için yapılan fon aktarımını içermektedir.

Bu amaçla katılım bankası murabaha veya leasing işleminden dolayı vadesi geldiğinde tahsil edilemeyen bedellerin sonucunda müşterisine tanıdığı gecikme süresinde de tahsil edilmemesi durumunda kredinin karşılık ayrılarak zarar yapılması ve varlık şirketlerine devredilmesi yerine ekonomik bir fayda sağlayacak ve tarafların en karlı şekilde süreçten çıkacağı ortaklık formülüne çevrilmesi hedeflenmektedir. Örneğin 1 milyon TL'lik kredisini tahsil edemeyen katılım bankası ilgili krediyi kanuni takip

hesaplarında karşılık ayırarak zarar yazmak ve kanuni takip sürecinde tahsil edemediği bedeli varlık yönetim şirketlerine sembolik bedelleri ile satmak yerine 1 milyon TL'lik kredisini şirkete ortak olmak üzere firmaya sermaye olarak aktarır ve kredisi kapanır. Şirketin 1 milyon TL'lik kredi tutarınca hissedarı olan girişim sermayesi yatırım fonu şirketle yapacağı ortaklık sözleşmesinde her yıl elde edeceği kardan bu hisselerin tekrar firma tarafından satın alınması yöntemiyle uzun veya orta vadede şirketin kredi borcunun sermaye payına dönüşmek suretiyle kazandıkça hisselerine yeniden geri almasına olanak tanınacaktır. Bu statüdeki yüksek riskli mali bünyesi sorunlu firmalar konulacak özel statülü fonların kaynağı katılım bankası tarafından sağlanacaktır.

*Fon Yönetimi;* Özel amaçlı bu mali bozukluğun giderilmesi ve firmanın normal faaliyet döngüsüne kavuşarak aktarılan sermayenin ödenebilmesi için farklı bir fon yönetim yaklaşımına ve danışmanlığa ihtiyaç bulunmaktadır. Kredi borcundan girişim ortaklığına dönüşün tutarın yeniden fona dönmesi için mali görünümün düzelmesi gerekmektedir. Zaten ilk aşamada kredinin sermayeye dönüşmesi ile kaynak görünümü düzelen firmanın yeni ortaklık yapısı ile piyasa ve finans koşullarında işlem yapması daha rahatlayacaktır. Yeniden finansal becerisi düzelen firma piyasa ortamında mal temini ve ticaret şartları da kolaylaşacaktır. Firmanın aksayan yönlerini doğru bir şekilde tespit edilerek çözüm önerileri de sunulabilirse firmada sadece aktarılan sermaye tutarı değil karlı bir dönüş veya fon çıkışı da sağlanabilecektir.

*Fon Çıkışı:* Katılım bankası tarafından zora düşmüş KOBİ'lerin yeniden faaliyet göstererek ticari hayata dönmesi ve bankanın da aktardığı fona yeniden sahip olması amacıyla yapılan ortaklık girişim ilgili sermaye bedelinin elde edilen karlar ile ödenmesi ile girişimden çıkış gerçekleştirilir. Öncelikli amaç aktarılan sermayenin üzerinde hisse artışı sağlamak değil aktarılan sermayenin zora düşen girişimci tarafından yeniden satın alınarak krediden sermayeye dönüşen fon aktarımı yeniden fon sahibi katılım bankasına iade etmektir.

*Firma Seçimi:* Özel statülü girişim fonlarına seçilecek firmalarda her sorunlu kredinin fon yoluyla rehabilitasyona tabi tutulması amaçlanmamaktadır. Önemli olan öncelikle girişime konu firmanın temel İslami girişim veya yatırım yapılabilir firma şartlarına sahip olmasıdır. Daha sonra firma ilgili kredi alacağı dışında sağlanacak sermaye



desteği ve yönetsel danışmanlık ile düzelebilecek bir mali ve ticari yapıya sahip olması gereklidir. Firmaya aktarılabacak sermaye sadece zaman kazanmak için değil düzelebilecek girişimci kabiliyeti ve piyasa koşullarına da sahip olmalıdır.

*Katılım Girişim Sermayesi Fon Modellerinin yukarıda izah edilen yöntem ve işleyişi ile ekonomik sistemde getireceği yenilikleri şu şekilde izah edebiliriz:*

- *Katılım Bankaları müşterileri geleneksel katılım hesapları dışında birikimlerini katılım bankalarında yeni faizsiz fon hesaplarında değerlendirebilecektir.* Geleneksel bankacılığın sabit getirili vadeli hesapları karşısında katılım bankacılığı müşterilerine sınırlı getiri katılım havuzlarından kazanç sağlayabilmektedir. Özellikle birikimlerini ve tasarruflarını farklı getiri düzey ve vade seçeneklerinde değerlendirmek isteyen kişi ve kurumlara alternatif bir ürün sunulabilecektir. Katılım bankasının girişim fonundaki fon payını küçük ölçekli katılım paylarına bölmek suretiyle sisteme dahil olabilecektir. Katılım payları fonun dönemsel kâr dağıtımı ve girişimin çıkış aşamasındaki karın hisse başına aldığı kardan kazanç sağlayabilecektir.
- *Sorunlu kredilerin tasfiyesine alternatif bir çözüm getirecektir.* Katılım bankaları işleyişleri ve yapabilecekleri kredi işlemlerinde belirli sınırlar dahilinde işlem yapabilmektedir. Özellikle murabaha ve leasing işlemlerinde ödemesini vadesinde gerçekleştirmeyen şirketlerin sorunlu duruma düşen ve batık kredi olarak tabir edilen kredi bakiyelerinin tahsili oldukça zor bir süreçtir. Geleneksel bankalar sorunlu kredileri faizli nakit kredi işlemleri ile yeniden yapılandırma, vade uzatımı ve kredi revizyon uygulaması yapabilmektedir. Katılım bankacılığı mutlaka bir ticaretin finansmanı için fon kullandırabileceği için ödenmeyen bir kredinin yeniden yapılandırılması ve ilave nakdi fon ile ödeme vadesi tanınması İslami finans kriterleri açısından mümkün olmamaktadır. Katılım bankaları kuracakları özel statülü girişim fonları ile sıkıntılı kredi bakiyesi olan firmaları girişim şirketi hüviyetine getirerek ilgili kredi alacağı tutarı kadar firmaya sermaye aktararak kredisinin tasfiyesini sağlar. Kredi bakiyesi tutarı kadar şirket hissesine sahip olan girişim fonu yapılacak özel sözleşme ile her dönem elde edilecek şirket karından aktarılan sermaye tutarının iadesi için yedek akçe üreterek şirketin uzun vadede

faaliyetlerin kâr elde ederek sermayesi geri elde etmesi veya dolaylı olarak banka kredisini kapatmasını sağlayabilecektir.

- *KOBİ'lerin rehabilitasyonuna destek sağlayacaktır.* Katılım bankaları özel statülü girişim fonları ile üç taraflı fayda sağlayabilecektir. Sorunlu kredinin zarar yazılmaması için hem katılım bankasının kredi alacağını tahsil etmesi, hem batık kredi nedeniyle katılım havuz getirilerinin negatif etkisinin azalması ve KOBİ'nin icra takibine uğramaktan kurtularak faaliyetlerini sürdürmek suretiyle kredisini kapatma imkanı tanınmaktadır. KOBİ'lerin kapanması ve tasfiyesinin önünde önemli bir destek sağlayacaktır. Bütünsel olarak baktığımızda ise şirketlerin kapanarak çalışanların işsiz, üretim kaybı ve şirket kapanmalarının getireceği toplumsal kayıpların önüne geçilmiş olacaktır. Girişim fonu olarak katılım bankasının şirkete ortak olması sadece finansal destek değil uzman portföy yöneticileri ile kurumsallaşmak yönünde önemli danışmanlık desteği verilebilecektir.
- *Girişim fonu yatırımcılarının tabana yayılmasını sağlayacaktır.* Ülkemizde faaliyet gösteren fonlara yatırım yapan nitelikli yatırımcı sayısını dikkate aldığımızda katılım bankası girişim sermayesine aktardığı sermayeyi ülke genelindeki müşterilerine belirli izinler dahilinde katılım payı şeklinde küçük yatırım tutarları ile girişim sermayesi fon hisse hesabı açabilecektir. Sistemin geniş bir katılımcı ağı ile ülke genelinde büyük fon oluşumlarına ortam sağlayabilecektir. Sistemin ortaklık esası ile katılımcı kabul etmesi esası ile katılım bankacılığına dahil olmayan tasarruf sahipleri girişimci ortaklık sistemi ile katılım bankacılığına giriş yapabilecektir. İslami girişim fon paylarının fihhi olarak ikinci el alınıp satılabilmesi ise geliştirilen modelin ikinci el piyasasının kurularak likit bir varlık olarak işlem görmesini sağlayacaktır.
- *Tasarrufların yatırıma dönüşüm oranının artmasına katkı sağlayacaktır.* Geliştirilen faizsiz girişim sermayesi fonu ülke genelindeki katılım bankaları şubeleriyle geniş bir kitleye ulaşabilecektir. Ortaklık sisteminin getireceği kazanç vaadi nedeniyle sisteme dahil olmayan çok sayıda küçük tasarruf sahibinin birikimlerini yatırıma dönüştürmek suretiyle şirketlere katılım payları oranında ortak olmak suretiyle reel ekonomiye kaynak aktarılacaktır.

- *Katılım bankacılığının toplum nezdindeki güven ve saygınlığı girişim sermayesi fonlarına olan güven ve ilgiyi artıracaktır. Çalışmamızda yapılan mülakat görüşmelerinde şirketlerin ve şahısların önemli kaygılarından birisinin de yatırım fonlarının olumsuz algısıdır. Fonun fayda sağlamaktan ziyade tek taraflı kazanç sağlayarak şirketleri el geçirme kaygısı ile kurumsal fon ortaklığından imtina edildiği gözlemlenmiştir. Katılım bankaları gerek firmalar gerekse bireyler nezdinde güven telkin eden kurumlardır. Yatırımlarında ve ortaklıklarında şeffaf ve iyi niyetli bir şekilde davranacaklarına olan inanç ve fonların katılım bankalarına ait olması yatırımcıların artmasını ve girişim şirketlerinin ortaklık yaklaşımlarında kolaylık ve güven ortamı sağlayacaktır.*
- *Katılım girişim sermayesi modeli yalnız yurt içinden yatırımcı değil körfez bölgesinden fon girişlerine ortam sağlayacaktır. Ülkemizde faaliyet gösteren katılım bankalarının Suudi Arabistan (NCB-Türkiye Finans), Kuveyt , Bahreyn orijinli olması nedeniyle katılım bankalarının iştiraki olarak kurulacak fonlara bu körfez ülkelerinden alternatif fon getirisi hedefleyen yüksek montanlı kurumsal ve bireysel yatırımcıların sisteme dahil olarak büyük fon birikimleri sağlanabilecektir. İslam ülkelerinden faizsiz girişim sermayesi fonlarına akışın hızlanmasına yatırımların büyümesine önemli destek verecektir. Girişim fonlarının yıllar ilerledikçe performansının oluşması ve kâr getirilerinin ortaya çıkmasıyla birlikte yurt dışı fon akışı daha da hızlanarak devam edebilecektir.*
- *Mevcut fonların sınırlı sektör yatırımları dışında nitelikli tüm KOBİ'lere yatırım olanağı bulunacaktır. Mevcut girişim sermayesi fonları enerji, teknoloji ve finansal teknoloji gibi belirli alanlarda odaklanma sınırlama getirirken katılım bankaları geniş hizmet ağları ile nitelikli yatırım potansiyeli taşıyan çeşitli sektörlerle ulaşılmasına olanak sağlayacaktır.*

Yukarıda özetlediğimiz yeni avantaj ve faydaların ortak özelliği sağlanan değer tüm tarafların birlikte kazanacağı bir sisteme dönüşmesidir. Yalnız fon veya yatırımcının değil öncelikle toplumsal faydaya hizmet edecek sosyal faydası yüksek ve reel üretime yönelik bir yaklaşımdır. Hem mevcut firmaların büyümesine hem de zor duruma düşmüş firmalara destek sağlayarak faaliyetlerini sürdürmesini amaçlamaktadır.

#### 4.4.1. KOBİ'lere Sağlayacağı Faydalar:

Çalışmamızda ortaya koyduğumuz girişim sermayesi katılım bankacılığı modelinde girişimcilere sağlayacak faydaları aşağıdaki maddeler halinde özetleyebiliriz:

- KOBİ'lerin kuruluş, büyüme ve yatırım ihtiyacı için duyduğu orta ve uzun vadeli fon teminini sağlamaktadır.
- Yetersiz sermaye birikimi olan ülkemizde işletmelerin sabit kıymet yatırımları için sunulan kısa vadeli ve yüksek maliyetli geleneksel finansman teknikleri yerine yatırım sermaye girişi ile karşılanır. Finansman maliyetine katlanılmadığı için giderler azalarak kârlılık yükselir.
- İşletmelerin kurumsallaşması yönünde önemli katkı sağlar. Girişimin yönetimine danışmanlık ve mentör hizmeti vermek suretiyle dönüşümünü ve profesyonel bir yönetim yaklaşımına kavuşmasına hizmet eder.
- Güçlü bir ortağın sermaye yapısında bulunması hem tedarikçiler hem de müşteriler nezdinde güven ve tercih sebebi olarak firmaya rekabet avantajı sağlar.
- Ortaklığın denetime açık olması mali sistemin düzenli ve şeffaf bir şekilde gerçekleşmesi firmanın ortaklar ve üçüncü şahıslar nezdinde güvenilir ve itibarlı şirket imajını güçlendirmektedir.
- Mevcut kurucu ortakların süreli yatırım ortaklığı sonrasında hisselerine yeniden sahip olacak olması girişimcinin kâr ve büyüme motivasyonu ile pozitif bir yönetim anlayışını güçlendirir.
- Borçlanma ürünlerinin firma üzerindeki vade ve ödeme baskısının koşulsuz olması nedeniyle girişimcinin baskı altında yanlış karar almasına neden olmaktadır. Modelde ise tarafların birlikte hareket etmesi ve ticari faaliyete destek olmaları ile baskı oluşmamakta ve esas işe odaklanılmaktadır.

- Ekonomik şartlarda bozulma olduğu küresel veya lokal kriz dönemlerinde güçlü sermaye yapısı ile daha rahat atlatmakta ve finansman açısından sıkıntı yaşamamaktadır.
- Borçlanması düşük seviyede ve makul finansman maliyetlerine düşen girişimin giderlerindeki finansman giderinin azalmasına bağlı olarak karlılığa olumlu etki sağlayacaktır.
- Sermaye girişi ile sabit maliyetleri yanında ölçeğin büyümesi ile birlikte kârlılık hızlı bir şekilde artış gösterecek ve şirket değerindeki artış hızlanacaktır.

KOBİ'lerin maruz kalacağı temel finans problemlerinin çözümünde, kuruluş aşamasından üretim aşamasına ve emekleme aşamasını başarılı bir şekilde tamamlaması için yukarıda belirtilen faydalar önemli destek ve fayda sağlayacaktır. Girişimcilere sağlanacak destek ile toplumsal olarak ekonominin büyümesine, istihdama ve milli gelir artışına doğrudan katkı sağlanabilecektir.

#### **4.4.2. Katılım Bankalarına Sağlayacağı Faydalar:**

Katılım Bankacılığı 80'li yıllarda başladığı faaliyetlerinden günümüze kadar yaşadıkları gelişim ve değişimde en çok zorlandıkları alanlardan birisi de yeni ürün ve hizmet bulunamayışıdır. Önerilen model katılım bankacılığına hem yeni bir ürün hem de amaçlarına doğrudan hizmet edecek ve eleştiri aldıkları temel bir konuda önemli bir adımın atılmasına katkı sağlayacaktır.

- Katılım Bankaları topladıkları fonların %98'ini murabaha yöntemiyle fon kullanılmak suretiyle değerlendirmektedir. Girişim sermayesi modeli ile toplanan fonların değerlendirilmesi müşteriler için alternatif bir ürün ve tercih sebebi olarak açılım sağlayacaktır.

- Katılım Bankaları temel faizsiz finans yaklaşımı olarak kâr ve zarar ortaklığı esasını faaliyet gösterme noktasında önemli bir tecrübe ve adım atmış olacaktır.
- Katılım Bankaları geleneksel bankalar karşısında taklit ürün ve hizmet algısının kırılmasına ve özgün bir yaklaşım ile hizmet vermesine yardımcı olacaktır.
- Ortaklık esasını ile çalıştıkları bir girişim ve işletmede bankacılık hizmetlerinin tamamına talip olabilecek ve müşteriden azami verim elde edebilecektir.
- Girişim Sermayesi fon ve ortaklık gelirlerine sağlanan vergi avantajı ile kârlılık daha yüksek getiri sağlayacaktır. Vergi avantajı nedeniyle banka ortak ve hissedarları fonların fonlarda değerlendirilmesini teşvik edecektir.
- Geleneksel finansal getiri teknikleri dışında alternatif bir kazanç sağlama sistemi sağlayarak fon sahipleri veya tasarruf birikimine sahip kişilere yeni bir açılım getirecektir.

Katılım Bankacılığı sahip olduğu faizsiz bankacılık ilkeleri ve İslami finans yaklaşımı ile müşterilerine veya hedef kitlesine önemli bir yatırım alanı açabilecektir. Sistem gelişip olgunlaştıkça sadece yerli müşteriler değil yabancı ve özellikle Körfez ülkelerinden ciddi mevduat birikimlerine sahip bireysel fon sahiplerinin de fonlarını değerlendirmesine aracılık edebileceklerdir.

#### **4.4.3. Fon veya Tasarruf Sahiplerine Sağlayacağı Faydalar:**

Fon sahipleri kişi ve şirketler sahip oldukları nakit varlıklarını değerlendirmek için gerek getirisi gerekse faiz hassasiyeti nedeniyle arayış içerisinde olabilmektedir. İsteddiği yatırım imkânı bulamadığı için birikimlerini değerlendiremeyen kişiler için bir fırsat ve alternatif doğuracaktır.

- Tasarruf sahibi kişi ve şirketler para ve servet birikimlerini ortaklık esasđ ile çalışan doğrudan ticari girişimlerde değerlendirebilecektir.
- Uzun vadeli ve yüksek getiri vaadiyle fonlarını değerlendirmek isteyen fon sahipleri için alternatif olacaktır.
- Fon yatırım gelirleri vergi avantajđ sağladığı için fona tasarruflarını yatırmak noktasında daha istekli davranacaktır.
- Fonların gerektiğinde nitelikli yatırımcı piyasasında işlem görebilecek olması nedeniyle ihtiyaç duyduklarında hisselerini ve katılım paylarını borsada diğer yatırımcılara satarak çıkış yapabilecektir.
- Ortaklık esaslı kâr zarar yaklaşımı ile fonların değerlendirilmesi bu konuda hassasiyet taşıyan ve birikimlerini değerlendirmek istemeyen tasarruf sahiplerinin getiri sağlamasına imkân verecektir.

Fon sahipleri ülkemizde faaliyet gösteren katılım bankacılığına güvenin etkisiyle geleneksel veya yabancı fonlara duymuş olduğu güvensizliği ve tereddtt gstermeyebilecektir.

#### **4.4.4. lke Ekonomisine Sağlayacağı Faydalar:**

Girişim sermayesini diğer geleneksel finansman ürünlerinden ayıran en temel özellik, tüm tarafların fayda sağladığı ve sistemin bir bütün olarak ekonomiye katkı sağladığı bir yaklaşım olmasıdır. Doğrudan retimi ve reel ekonomik faaliyetlere aktarılan fonlar ülkenin gelişimine ve milli gelirin artışına doğrudan katkı sağlamaktadır.

- Toplanan fonlar doğrudan reel ekonomik faaliyetlere aktarıldığı için katma değere dnyecektir. Ülkenin milli gelir ve hasılanın artışına doğrudan katkı sağlayacaktır.

- Ülke ekonomisinin en önemli aktörleri olan KOBİ'lerin büyümesi ve güçlenmesini sağlayarak istihdam ve üretim artışına katkı sağlayacaktır.
- Fon gelirleri vergi muafiyeti taşısa da şirketlerin büyümesi ve yatırımları sonrası üretimden ve hasılat gelirlerinden vergi artışı sağlanarak bütçeye katkı sağlayacaktır.
- Fonların orta ve uzun vadeli yatırımlara yönelmesi finansal istikrara katkı sağlayacak ve fonların hızlı hareket ederek olumsuz etkilerini azaltacaktır.
- Körfez bölgesinde alternatif yatırım sahası arayan fon ve sermaye birikimi olan kişi ve kurumların ekonomiye yabancı yatırım olarak girişine fırsat verecektir.
- Ortaklık kültürünün gelişimine katkı sağlayacaktır. Küçük işletmeci ve esnafın büyümek ve yatırım yaparak gelişmek noktasında isteklerini harekete geçerek girişime dönüşmesine katkı sağlayacaktır. Ortaklıkların başarısı işletmeler arasında güç birliği ve ortak iş gerçekleştirme kültürünün oluşmasına katkı sağlayacaktır.
- Girişimcilik ruhunun gelişmesine ve desteklenmesine doğrudan katkı sağlayacaktır. Yeni ve mevcut girişimlerin fikirlerinin ticari ve ekonomik değere dönüşmesine katkı sağlayacaktır.

#### **4.4.5. Katılım Girişim Sermayesi Modeli Uygulama Esasları**

Katılım girişim fonu modelinin uygulanabilmesi için geçerli mevcut yasal mevzuat ve fon uygulamaları yeterli görünmektedir. Modelin ekonomik sistemde uygulanması için mevcut girişim sermayesi fon mevzuatı ve katılım bankalarının teknolojik altyapıları müsaittir. Aşağıda maddeler halinde modelin kuruluş adım ve işleyişine ilişkin genel uygulama aksiyonları açıklanmaktadır.

- Katılım girişim fonlarının yasal altyapısı: Yasal mevzuata göre katılım bankaları portföy yönetim şirketi kurmak suretiyle girişim sermayesi fonu ihraç edebilmektedir. 02.01.2014 tarih ve 28870 sayılı Resmi Gazete 'de yayınlanan Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ile Girişim



sermayesi yatırım fonlarının kuruluş, faaliyet ve işleyişi düzenlenmiştir. İlgili düzenlemede katılım bankaları kurucu olabilmekte ve girişim fonu yönetebilmektedir. Mevcut yasal düzenlemede girişim fonları yalnız nitelikli yatırımcılara satılabilmektedir. Yatırım fonları arasında doğrudan ekonomik üretime aktarılan kaynak yapısına sahip olması nedeniyle kamu otoritesince vergi ve yasal kolaylıklar ile desteklenmektedir. Katılım girişim fon modelinde öncelikle ilk aşamada yatırımcılar ve girişimciler nezdinde kabul görmesi amacıyla mevcut yasal koşullar çerçevesinde nitelikli yatırımcıların fona dâhil olduğu ve arz edilen katılım paylarının nitelikli işlem pazarından alınıp satıldığı fon işleyişinin uygulanması beklenmektedir. Karlılık ve getiri dönüşlerinin görüldüğü uygulama döneminin sonrasında fona katılım ve girişimlerin özelleştirildiği ve tabana yayıldığı daha geniş yelpazeye sahip yaygın bir uygulama alanı için fonun geliştirilmesi yapılabilecektir. İkinci aşamada daha düşük tutarlı fon yatırımcılarının sisteme dâhil olduğu sektör ve iş kolu ihtisaslaşması yapılmış çoklu girişim fon seçenekleri ile sistem zenginleştirilebilecektir.

- Katılım girişim fonlarının kuruluşu: Geleneksel bankacılık sisteminde fon yatırım hesapları bankaların şubelerinde açılmakta olup, banka kendi bankacılık sistemi ile fonların çalıştığı fon şirketi arasında sistemsel bağ kurarak müşterisine şubesinde hizmet verebilmektedir. Önerdiğimiz modelde yatırımcı şirket ve şahıslar direk olarak katılım bankalarının her hangi bir şubesinden yatırım fonları altında katılım girişim fonuna hesap açabilecek, fon aktarabilecek ve satabilecek şekilde bilgi işlem alt yapısının kurulması gerekmektedir. Fiili olarak çalışan katılım endeks ve sukuk fon hesapları bu şekilde katılım bankasından hizmet verebilmektedir. Katılım bankası müşterisinin tüm bankacılık ve yatırım işlemlerini aynı hizmet noktasından alması tercih ve ürüne ulaşım kolaylığı sağlayacaktır. Katılım bankası belirli özelliklere ve ihtisas alanlarına sahip birden fazla girişim fonu kurarak alternatif fon çeşitlerini sunabilir. Fon yatırımcısına vade, getiri beklentisi ve sektörel riskler gibi alanlarda bilgilendirme yaparak risk ve getiri beklentisi düzeyine göre yatırımcıya tercih seçeneği sunulabilir.

- Katılım girişim fonu yatırımcıları: Girişim fonları katılım bankalarının müşterileri arasında hem şahıslara hem de şirketlere yatırım imkânı sağlayabilmektedir. Katılım payı asgari tutarı fon iç tüzüğü ile belirlenmekte olup nitelikli yatırımcıların asgari yatırım tutarı bu fon tüzüğünde belirlenebilir. Girişim fonlarını uzun vadeli bir yatırım aracı olduğu dikkate alınarak taban ortaklık oranını belirleyen katılım payı tutarı belirlemek doğru olacaktır. Girişim fon sisteminin henüz bir performans geçmişinin olmaması nedeniyle katılım bankaları tarafından ilk aşamada mevcut yasal düzenleme koşullarında nitelikli fon yatırımcısı ile çalışılması daha uygun olabilecektir. Belirli bir mal ve servet büyüklüğüne sahip tüzel ve gerçek kişilere girişim fon katılım payları rahatlıkla satılabilecektir. Fonların performansı oluştuğu ve gerçekleşen kar dağıtımları ortaya çıktıkça yeni yatırımcıların girişine ve yatırım fonlarını tabana yayılması için katılım payına ulaşacak yatırımcı özellikleri için daha nitelikli yatırımcı dışında daha geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşmak için yasal başvuru yapılabilir. Kamunun, yatırımların dolayısıyla istihdamın artırılması politikası çerçevesinde yatırım fonlarına ve özelde girişim fonlarına fon akışını artıracak yasal önerilere olumlu yaklaşacağı düşünülmektedir. SPK tarafından nitelikli yatırımcı tanımı "Yerli ve yabancı yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, Sosyal Sigortalar Kanununun ilgili maddesinde kurulmuş sandıklar, kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibariyle bu kurumlara benzer olduğu Kurulca belirlenecek diğer yatırımcılar ve sermaye piyasası araçlarının ihraç tarihi itibariyle en az 1 milyon lira tutarında Türk Lirası, yabancı para veya sermaye piyasası aracına sahip gerçek ve tüzel kişiler" olarak tanımlamıştır. Katılım bankaları kuracakları katılım girişim fonlarını nitelikli yatırımcı tanımına uyan tüzel ve gerçek kişilere katılım payı şeklinde satabilecektir

- Katılım girişim fonu nitelikli yatırımcı işlem pazarında işlem görmesi: Girişim fonlarının borsada işlem görme zorunluluğu bulunmamaktadır. Çalışmamızda önerdiğimiz katılım girişim fonunun 'Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarı' bünyesinde işlem görmesi hedeflenmektedir. Modelimizin geniş bir yatırımcı

ilgisi görmesi hedeflendiği için katılım paylarının değerinin BİST bünyesinde çalışan NYİP’de belirlenmesi kolaylık sağlayacaktır. Girişim fonları hem satıcı hem alıcı olarak borsada oluşan birim katılma payı üzerinden işlem yapmaktadır. Yatırımcı almış olduğu payları likidite açısından nakde dönmek istediğinde rahatlıkla borsada işlem yapabilecektir. Borsada işlem yapabilmeleri likidite kolaylığı sağlamakla birlikte model olarak kurguladığımız ortaklık sisteminde spekülâtif bir gelir yöntemi olmayacak şekilde katılma paylarının alım ve satımında süre ve işlem sayılarına sınırlama getirmek doğru olabilir. Yatırımcı bir bilanço dönemi içerisinde belirlenecek işlem âdeti ile mevcut katılım paylarını al-sat şeklinde işlem yapabilmesi sağlanabilir. Katılım girişim fonlarını borsa bünyesinde işlem görmesi yurt dışı yatırımcı şirket ve şahıslarında yatırımcı olarak sisteme dâhil olmasını teşvik edebilecektir. Uluslararası yatırımcıların yatırım kararlarında en önemli hususlardan biriside yatırım konusu ürün ve sistemin yasal bir zeminde ve şeffaf bilgilendirme olanağı olan organize pazarlarda bulunmasıdır. Bu nedenle katılım girişim fonlarının organize borsa pazarında işlem görmesi başarılı bir performansı için önemli bir etken olacaktır. Yabancı şirket ve şahısların ülkemizde katılım bankası hesabı ve fon işlemi yapması önünde yasal bir engel bulunmamaktadır.

Katılım girişim fonlarının yatırımcılar nezdinde talep görmesi için en temel şart ülkemiz ekonomik sisteminin istikrarlı ve yatırım için güvenilir bir ortama sahip olmasıdır. Yüksek enflasyon ve döviz fiyatlarındaki dalgalanma orta ve uzun vadeli yatırım için gereken yatırım isteğini olumsuz etkilemektedir. Ekonomik istikrarın devamı, faiz oranlarını AB ekonomilerinde görülen oranlara gerilemesi ve döviz fiyatlarında istikrarın yakalanması yatırım fonları için uygun ekonomik zeminin olması anlamına gelmektedir. Beklenen ekonomik ortam sadece yatırım fonları için değil ülkemizin ekonomik gelişmişliği ve toplumsal refahı içinde hedeflenen şartları ifade etmektedir. Modelimizin en temel gayesi yatırımcıların ve girişimcilerin birlikte kazandığı, nihai olarak da sosyal refaha hizmet eden ekonomik bir aktivite kurgulamaktır. Girişim fonlarının yatırım etkisi ile ekonomilerde refah döngüsü oluşturduğunu ve tüm taraflara fayda sağladığını söyleyebiliriz. İslami finans ilkeleri ile uyumlu ülkemiz milli gelir, istihdam ve ekonomik büyümesine hizmet edecek

ortaklık esaslı katılım girişim fonunun toplumsal sorumluluk ilkesi ile desteklenmesi ve özendirilmesi faydalı olacaktır. Özellikle kamu otoritesi vergi mevzuatı, bürokratik engellerin kaldırılması, sistemin sadeleştirilmesi ve uluslararası fon girişlerine imkân sağlayacak şekilde uluslararası sistemle uyumlu olması büyük önem arz etmektedir

## SONUÇ

KOBİ'ler ülkemizdeki toplam girişimlerin %99'unu temsil eden ve Türkiye ekonomisinin bel kemiğini oluşturan ekonomik yapıyı ifade etmektedir. Toplumsal refahın sağlanması ve istikrarlı bir şekilde sürdürülmesi için KOBİ'ler büyük öneme sahiptir. Ülke istihdamının, yatırımlarının ve üretimin ana kaynağını oluşturan bu işletmeler, aynı zamanda refahın bölgelere homojen olarak yayılması için önemli bir rol üstlenmektedir. Ekonomideki önem ve ağırlıklarına karşın, yeni girişimlerin kurulması ve küçük işletmelerin yatırımlarını gerçekleştirmesinin önünde birçok ülkede olduğu gibi Türkiye'de de önemli engeller bulunmaktadır.

Kurumsallaşmış firmaların önemli bir bölümü hem kredi imkânlarından ve hem de sermaye piyasalarından azami şekilde ve düşük finansman maliyetleri ile istifade etmektedir. KOBİ'ler ise sınırlı finansal ürünleri kullanabilmekte ve bu finansman ürünlerinin büyük bölümü ağır teminat koşulları ve yüksek maliyetler içermektedir. İşletme sermayesi ihtiyacını karşılamaya yönelik kısa vadeli kredi imkânları mümkün olmakla birlikte uzun vadeli fon sağlama imkânları oldukça sınırlı düzeydedir. KOBİ'lerin ekonomik sistemde varlığını sürdürmesi ve yatırım gerçekleştirerek aktif varlıklarını büyütmesi için alternatif finans yöntemlerine ihtiyaç duyduğu yadsınamaz bir gerçektir. Küçük işletmeler ve yeni girişimcilerin özellikle kuruluşlarının ilk yıllarında borçlanma yerine ortaklık ve sermaye girişine dayalı bir fon kaynağına ulaşabilmesi, onların finansal sorunlarına uzun vadeli olarak çözümlenmesine yönelik en makul yaklaşımlardan biri olarak değerlendirilebilir. Orta ve uzun vadeli ortaklık yaklaşımı ile riskin birlikte paylaşıldığı girişim sermayesi yaklaşımının KOBİ'lerin ihtiyaç duyduğu finans modeli olabilecek niteliklere sahip olduğu ifade edilebilir.

Girişim sermayesi fonları, temel işleyişi ve finans tekniği ile İslami finans prensiplerine ve normlarına uyumlu bir modeldir. Ülkemizde faaliyet gösteren katılım bankaları temel fonlama yöntemi olarak aktiflerinin tamamına yakınının murabaha şeklinde firmalara fon aktarmaktadır. Ortaklık esaslı müşareke ve mudarebe ise ihmal edilebilecek büyüklüklerde kalmıştır. Katılım bankası hissedarları, fon sahipleri ve banka yöneticileri ülkenin geçmiş olumsuz ekonomik şartlarının da etkisiyle kısa

vadeli hedef ve kâr maksadıyla orta ve uzun vadeli ortaklık yöntemlerinden uzak durmuşlardır. Tezde KOBİ'lerin ihtiyaç duydukları ortaklık esaslı finansman yaklaşımı ile katılım bankalarının temel İslami finans yaklaşımını ifade eden emek ve sermaye ortaklığı kazanç yaklaşımına olan ihtiyacı bir araya getirmek suretiyle iki yönlü bir çözüm sunan model kurgulanmıştır. Bu modelle, tasarrufların sadece sabit getirili murabaha yöntemiyle değil dolaylı ticari ortaklık kazancı şeklinde değerlendirilmesi suretiyle ülkemizdeki faiz hassasiyeti taşıyan âtıl fonlarında sisteme dâhil edilmesi ve yapılan girişimler ile KOBİ'lere finansal destek sağlanarak refahın farklı toplum kesimlerine dağıtılması mümkün olabilecektir. Böylelikle üretim ve büyüme kazancı doğuracak, artan kazanç yeni yatırımları ve dolayısıyla yeni üretimlere kaynak sağlayarak reel bir fayda sağlanabilecektir.

Türkiye'ye özgü, etkin ve verimli bir katılım girişim modelinin nasıl kurulacağı sorusuna cevap aramak için sistemin tüm tarafları ile öznel bilimsel analiz tekniği olan derinlemesine mülakat yöntemi kullanılmıştır. Mülakatlarda fon ihtiyacı olan firmalar, katılım bankaları, katılım bankaları birliği ve aktif girişim sermayesi fon ve şirketleri ile detaylı görüşmeler sağlanmıştır. Derinlemesine mülakat tekniğinin avantajlarından faydalanmak suretiyle sistemin önündeki engellerin ne olduğu ve nasıl kaldırılacağı sorularına çözüm önerileri aranmıştır. Görüşmeler verimli ve sonuca odaklı olarak gerçekleşmiş tarafların beklenti ve önerileri net bir şekilde ortaya konulmuştur. Bunun sonucunda, Türkiye'de girişim sermayesi tecrübesinin yeterli bir düzeyde olmamasına karşın doğru mekanizmalar ile etkin bir şekilde hizmet edeceği sonucuna ulaşılmıştır.

Çalışmanın temel amacına uygun olarak hazırlanan modelde, ortaklık sistemi ile bir girişime sermaye aktarmak suretiyle uygun denetim ve izleme koşullarında hem girişimci hem de fon sahibinin birlikte kazanç sağladığı bir finansal ortaklık kurulması mümkündür. Girişim sermayesi fonlarının İslami finans ilkelerine uyumu dikkate alındığında büyük büyüme potansiyeli taşıyan katılım bankaları aracılığı ile sistemin etkin bir şekilde hizmet verebileceği ifade edilebilir.

Kurulması hedeflenen modelin fon sahiplerine, girişimcilere, katılım bankalarına ve ülke ekonomisine sağlayacağı katkılar şunlardır:

Fon sahipleri kişi ve şirketler sahip oldukları nakit varlıkları değerlendirmek için gerek getirisi gerekse faiz hassasiyeti nedeniyle arayış içerisinde olabilmektedir. İsteddiği yatırım imkânı bulamadığı için birikimlerini değerlendiremeyen kişiler için bir fırsat ve alternatif doğuracaktır. Türkiye’de her ne kadar kısa vadede faiz oranlarının düşmesi mümkün gözükme de orta ve uzun vadede faiz oranlarının gerilemesi fon sahiplerinin servetlerini fon yönetimlerine aktarmasını teşvik edebilecektir. Hassasiyetleri nedeniyle birikimlerini âtil tutan tasarruf sahiplerinin alternatif bir yöntemin devreye girmesi ile yatırıma yönlendirilmesi mümkün olabilecektir. Böylelikle fon getirilerinin ortaklığın başarılı olması durumunda yüksek kazanç sağlaması mümkün olacaktır. Bu durumda fon gelirlerinin vergi muafiyetine tabi olması bu uygulamaların gelişmesine önemli bir katkı sağlayacaktır.

Modelin reel ekonomik ve ticari faaliyetlere dayanması nedeniyle ülke ekonomisin istikrarlı ve güvenilir bir düzeyde faaliyet göstermesi sistemin varlığı için en önemli etkidir. Dalgalanma ve kriz dönemleri sıklıkla yaşanan ülkelerde yatırım fonlarının orta ve uzun vadeli hareket etmesi beklenemez. Bu nedenle ülke ekonomimiz son yıllarda sahip olduğu ekonomik güven ve istikrar ortamının sürdürülmesi ve güçlendirilmesi sistemin kurulması ve büyümesi için önemli katkı sağlayacaktır. Girişimciler istikrarlı bir ekonomik ortamda doğru analiz edilmiş bir yatırım kararı ile ihtiyaç duydukları sermaye açığını kapatmış olacaklardır. Sistemin orta ve uzun vadeli olması girişimcilerin yatırım ve büyüme planlamalarını doğru bir şekilde yapmasına yardımcı olacak, borçlanma ürünlerinin getirdiği ödeme ve vade baskısından kurtulmuş olacaklardır. Kurumsal fon ortağının girişime katkısı ve danışmanlık hizmeti ile firma sadece finansal kaynak değil önemli bir kurumsallaşma gelişimi de gösterebilecektir. Girişimciler kapalı süreli yatırım sonunda devrettikleri hisseleri geri almak suretiyle şirket amaçlarına uygun hareket edebileceklerdir.

Katılım bankacılığı geleneksel bankacılık sektörüne alternatif bir hizmet ve İslami finans ilkeleri ile çalışan bir sistem olarak kırk yıla yakındır faaliyet göstermektedir. Toplam bankacılık sektöründen aldığı pay henüz mütevazı büyüklükte olan sistemin önümüzdeki dönem kamu stratejileri ile desteklenmiş önemli büyüme hedefleri

bulunmaktadır. Önerilen model ile mevcut murabaha sistemi ile çalışan fonlama yöntemine ilave bir ürün ekleyebilecektir. Girişimlere sağlayacağı destekler ile büyük yatırımlar sağlayabilecek ve yüksek karlı projeleri hayata geçirebilecektir. Ölçeğin büyümesi ile birlikte aktif büyüklüklerinde hissedilir bir büyüme gerçekleşebilecektir. Katılım bankacılığının ortaklık esası ile çalışmaması yönündeki eksikliği giderilerek önemli bir tecrübe birikimi sağlanabilecektir.

Kurulması planlanan katılım girişim fonları katılım bankacılığının her türlü birikiminden istifa edebilecektir. Ülke genelinde sahip oldukları şube ve müşteri portföyleri sayesinde önemli bir bilgi birikimine sahip başlayacaklardır. Yatırım ihtiyacı firmaların geçmişleri, kredi sicilleri ve mali bünyeleri hakkında önemli verilere sahip oldukları için yatırım tercihleri ve seçimleri oldukça isabetli olarak gerçekleşebilecektir. İsbetli yatırımlar da düşük riskli ve yüksek getirili ortaklık karları ile sonuçlanabilecektir. Girişim tercihi imkânı geniş olduğu için potansiyel firmalar arasında en potansiyel taşıyan nitelikli girişimciye ulaşılabilir ve makul risk düzeyinde ortaklık yönetilebilecektir.

Spekülatif olmayan, riskin paylaşıldığı ve reel üretime yönelen fonlar, ekonomik kalkınma için itici güç olabilecek potansiyele sahiptir. Devletin kurumları ile sistemin verimli ve sağlıklı çalışması için yasal alt yapı, denetim ve uluslararası kurumlar ile entegrasyon gibi konularda etkin bir rol üstlenmesine ihtiyaç bulunmaktadır. Merkez Bankası olarak İslami likidite ve denetim kuruluşlarına entegre olarak modelin sadece yurt içi kaynaklar ile değil yurt dışı uluslararası fonların da yatırım yapabileceği cazibe merkezine dönüştürülmesi gerçekleşebilir.

Katılım bankaları tarafından aktive edilerek ekonomiye doğrudan destek sağlayacak girişim sermayesi fonları hem fon sahipleri, hem girişimciler ve hem de katılım bankaları için önemli katkılar sağlayacaktır. Bu özelliğiyle tüm taraflarının kazanması esasına dayalı olan yöntem diğer fonlama yöntemlerinden ayrılmaktadır. Katılım bankaları tarafından başarılı biçimde uygulama potansiyeli taşıyan bu model, toplumun refahı ve ülke ekonomisinin gelişmesine doğrudan katkı sağlamanın yanı sıra KOBİ'lerin sermaye ihtiyacına da önemli ölçüde çözüm olacaktır.



## KAYNAKÇA

- Abdull Mutalip, A. (2015). *Islamic Venture Capital and Private Equity: Legal Issues and Challenges*. Kuala Lumpur: Azmi & Associates.
- Actus Portföy Yönetimi A.Ş. (2018). *Actus Portföy Yönetimi*. Actus Portföy Yönetimi Web Site: <http://www.actusportfoy.com.tr> adresinden alındı
- Ak Portföy A.Ş. (2018). *Ak Portföy Kurumsal Tanıtım Kartı*. Ak Portföy: <https://akportfoy.com.tr/docs/kurumsaltanitimkarti.pdf> adresinden alındı
- Akın, C. (2012). Krizler ve İslami Bankacılık. *İslam ve Ekonomi Sempozyumu III - İslam, Ekonomi ve Yönetim* (s. 97-108). İstanbul: İstanbul İktisadçılar Derneği.
- Ali, H., Limakrisna, N., & Agussalim, M. (2017). Mutual Funds Performance: Conventional and Sharia Product. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(4):150-156.
- Ankara Kalkınma Ajansı. (2016). *Kırsalda Kalkınma ve Kırsal Kobi'lerin Durum Değerlendirmesi*. Ankara: Ankara Kalkınma Ajansı.
- ASSAIF. (2009). *II.İslami Risk Sermayesi ve Girişim Sermayesi Konferansı*. Assaif SRL Web Sitesi: [www.assaif.org/content/download/3051/18301/file/İslami](http://www.assaif.org/content/download/3051/18301/file/İslami) adresinden alındı
- Atay, M. (2012). KOBİ'lerin Türkiye'de Bankalarla Yaşadığı Finansal Sorunlar ve Çözüm Önerileri. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 3(6):1-7.
- Atay, O. (2013). Günümüz Türkiye'sinden KOBİ'lerin Yönetim ve Organizasyonu , Sorunları ve Malatya Kobi'lerinde Uygulama. *İktisat ve Girişimcilik Üniversitesi Akademik Bakış Dergisi*, 36:1-14.
- Aydın, E. (2015). Girişim Sermayesi Yatırım Fon ve Ortaklıklarının Gelir Vergisi ve Kurumlar Vergisi Bakımından Vergilendirilmesi. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi*, 37(2):57-82.
- Aykaç, M., Parlak, Z., & Özdemir, S. (2008). *Küreselleşme Sürecinde Rekabet Gücünün Artırılması ve Türkiye'de KOBİ'ler*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası.
- Azmi and Associates . (2011). *Private Equity Report*. Kuala Lumpur Malezya: Azmi & Associates Solicitors.

- Bain and Company. (2016). *Global Private Equity Report 2016*. Boston,USA: Bain and Company.
- Başçı, S., & Durukan, A. (2017). A Review of Small and Medium Sized Enterprises (SMEs) in Turkey. *Yıldız Social Science Review*, 3(1):59-79.
- Bayar, Y. (2012). Girişimcilik Finansmanında Risk Sermayesi ve Melek Finansmanı. *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi*, 7(2):133-144.
- Bayındır, A. (2007). *Ticaret ve Faiz*. İstanbul: Süleymaniye Vakfı.
- Bayındır, S. (2005). *İslam Hukuku Penceresinden Faizsiz Bankacılık*. İstanbul: Rağbet Yayınları.
- (2016). Bir Finansman Yöntemi Olarak Kullanılan Sermaye Ortaklığının İslâm Hukuku Açısından Değerlendirilmesi. *Usul İslam Araştırmaları Dergisi*, 3(3):139-157.
- BDDK. (2017). *Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri*. İstanbul: Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu.
- (2017, Eylül). *Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri*. BDDK: [https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/TBSGG/16430tbs\\_temel\\_gostergeler\\_doc\\_turkce.pdf](https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/TBSGG/16430tbs_temel_gostergeler_doc_turkce.pdf) adresinden alındı
- Bernstein, S., Lerner, J., & Mezzanotti, F. (2017, Temmuz). *Private Equity and Financial Fragility During the Crisis*. Boston: Harvard Business School.
- Brad, C. (2015, June). *Private Equity: Viable Alternative Investment or Empty Promise*. Brandes Web Sitesi: [https://www.brandes.com/docs/default-source/brandes-institute/2015/private-equity-viable-abstract?utm\\_source=IntelligentInvestors](https://www.brandes.com/docs/default-source/brandes-institute/2015/private-equity-viable-abstract?utm_source=IntelligentInvestors) adresinden alındı
- Breaking into Wall Street Institute. (2018). *Breaking into Wall Street* . <http://breakingintowallstreet.com/biws/demonstration-portal-files/Financial-Modeling-Fundamental> adresinden alındı
- Buchner, A. (2014). Risk Management for Private Equity Funds. *Universitat Passau-Cepres*, 19(6) 1-32.
- Budak, M. (2007). Private Equity Investing. Bahrain.

- BUSM. (2013). *Private Equity Overview*. Boston University School of Management: <http://www.bu.edu/questrom> adresinden alındı
- Cambridge Associates LLC. (2013). *LLC Özel Yatırımlar Bilgi Bankası*. Cambridge Associates: <https://www.cambridgeassociates.com/research/growth-equity-is-all-grown-up/> adresinden alındı
- Carls, R., & Brown, G. (2013, Ağustos). *Private Equity-using ESOPs as an exit strategy*. Birmingham: Financier Worldwide. Financier Worl Wide: [www.financierworldwide.com](http://www.financierworldwide.com) adresinden alındı
- Cerrahoğlu, İ. (1996). Garar. *Türkiye Diyanet Vakfı İslam Ansiklopedisi* (s. 366-371). içinde İstanbul: Türkiye Diyanet Vakfı.
- Chatti, M., & Yousfi, O. (2013). *Islamic Private Equity*. Tunus: Hal Archives-Ouvertes.
- Coşgun, O. (2013, Mart-Nisan). Yeni Bir Finansal Araç: Bireysel Katılım Sermayesi. *Mali Çözüm - İSMMMÖ*, s. 147-155.
- Cusmano, L. (2015). *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments*. İstanbul: OECD.
- Cyril, D. (2010). *Introduction to Private Equity*. West Sussex, England: A John Wiley and Sons, Ltd.,Publication.
- Çatal, M. (2007). Bölgesel Kalkınmada Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ) Rolü. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 10(2):334-352.
- Divakaran, S., McGinnis, P., & Masood, S. (2014). *Private Equity and Venture Capital in SMEs in Developing Countries*. Washington: The World Bank Capital Markets Practice.
- Döndüren, H. (1996). İslam Ekonomisinde Sermaye Birikimi ve Kullanma Yöntemleri. *İlam Araştırma Dergisi*, 1(2):53-79.
- (2012). İslam'da Ekonominin Dayanağı Başlıca Temel İlkeler. *Sabahattin Zaim İslam ve Ekonomi Sempozyumu III* (s. 109-127). İstanbul: İstanbul İktisadçılar Derneği.

- Durmuş, A. (2011). İslam Hukuku Açısından Tarihten Günümüze Kredi ve Finans Yöntemleri. *Tartışmalı İlmî İhtisas Toplantısı* (s. 58-109). İstanbul: Çamlıca Sabahattin Zaim Kültür Merkezi.
- Ebu Yusuf, İ. (1982). *Kitabu'l Harac (Çeviri İsmail Karakaya)*. Ankara: Akçağ Yayınları.
- Ekşi, İ., & Yetgin, R. (2017). KOBİ'lere Kredi Verme Tutumu: Türk Bankacılık Sektöründe Bir Uygulama. *Business and Economics Research Journal*, 8(3):488-500.
- Elmadağ Hukuk Ofisi. (2013, Haziran). *Girişim Sermayesi Genel Bakış*. Elmadağ : [http://elmadaghukuk.com/img/2013\\_5\\_girisim\\_sermayesi\\_163840462013\\_.pdf](http://elmadaghukuk.com/img/2013_5_girisim_sermayesi_163840462013_.pdf) adresinden alındı
- Er, B., Şahin, Y. E., & Mutlu, M. (2015). Girişimciler İçin Alternatif Finansman Kaynakları:Mevcut Durum ve Öneriler. *Uluslararası Ekonomi ve Yenilik Dergisi*, 1(1):31-54.
- Erkumay, M. (2000). *KOBİ'lerin Sermaye Piyasası Olanaklarından Faydalandırılması*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi.
- Ersan, A. (2012). *Kosgeb Destekleri*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası.
- Ertürk, H., & Sayılğan, G. (2014). Girişim Sermayesi Fonları ve Bu Fonların Geliştirilmesinde Kamunun Rolü. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 43(2):293-318.
- European Commission. (2017). *The European Observatory for SMEs Report*. Netherlands: KPMG.
- Farabi, M. E. (2001). *El-Medinetü'l Fazıla*. Ankara: Milli Eğitim Bakanlığı- İslam Klasikleri (Tercüme:Nafiz Danışman) Syf:87-91.
- GFH Capital. (2016 , Haziran). *About GFH Capital*. GFH Capital Web Sitesi: [www.gfh-capital.com](http://www.gfh-capital.com) adresinden alındı
- Global Islamic Finance Center. (2017). *Introduction to Islamic Finance and Banking*. TKBB:[http://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/Session1\\_Zamir\\_Iqbal\\_Introduction-to-Islamic-Finance-Banking.pdf](http://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/Session1_Zamir_Iqbal_Introduction-to-Islamic-Finance-Banking.pdf) adresinden alındı

- Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2):145-168.
- Güney, A., & Oktay, E. (2002). Türkiye'deki KOBİ'lerin Finansman Sorun ve Çözüm Önerileri. *21.YY'da KOBİ'ler:Sorunlar, Fırsatlar ve Çözüm Önerileri* (s. 1-20). K.K.T.C: Doğu Akdeniz Üniversitesi.
- Güney, N. (2010). İslam Borçlar Hukukunda Satım Akdinin Konusuna Dair Cehalet ve Akde Etkisi. *İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi*, 16:491-502.
- Harland, P. (2000). *Big Business and The State:Historical Transitions and Corporate*. Newyork: State University of New York Press.
- Hasan, Z. (1983). Theory of Profit: The Islamic Viewpoint. *Journal of Research in Islamic Economics*, s. 1(1):1-16.
- Hassan, A., Antoniou, A., & Paudyal, K. (2005). Impact of Ethical Screening of Investment Performance:The Case of The Dow Jones Islamic Index. *Islamic Economic Studies*, 12(2):68-96.
- Hassan, K., & Mahlkecht, M. (2011). *Islamic Capital Markets: Products and Strategies*. West Sussex, United Kingdom: John Wiley and Sons.
- Hüseyin Ali Kutlu, N. S. (2007). Kobi'lerin Finansal Sorunları ve Çözüm Önerileri. *Kobiler ve Verimlilik Kongresi* (s. 187-198). İstanbul: İstanbul Kültür Üniversitesi.
- ICD. (Ekim 2017). *Islamic Finance Development Report 2017*. ICD : <https://www.icd-ps.org> adresinden alındı
- IFSB. (2017, Mayıs). *Islamic Finance Growth-IFSB Data Statistic*. IFSB: <https://www.ifsb.org/docs/IFSB%20IFSI%20Stability%20Report%202017.pdf> adresinden alındı
- IMF. (2012). *National SMEs Statistics* . USA: IMF.
- Invest Europe. (2016, Mayıs 30). *Invest Europe*. Invest Europe Web Sitesi: <https://www.investeurope.eu/media/651727/invest-europe-2016-european-private-equity-activity-final.pdf> adresinden alındı
- İş Girişim Sermayesi. (2018). *Hakkımızda:İş Girişim*. İş Girişim Web Sitesi: [www.isgirisim.com.tr](http://www.isgirisim.com.tr) adresinden alındı

- İş Porftöy. (2018). *İş Portföy*. İş Portföy Web Sitesi: <http://www.isportfoy.com.tr> adresinden alındı
- İştar, E. (2013). Alternatif Bir Finansman Modeli Olarak Risk Sermayesi. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 12(46):183-198.
- Jama Punji Knowledge Center. (2016, Haziran). *Modaraba*. Jama Punji Web Sitesi: [www.jamapun.pk/knowledge-center/modaraba](http://www.jamapun.pk/knowledge-center/modaraba) adresinden alındı
- Jeffrey, B. (2010). *Mastering The Venture Capital Game*. New York: Penguin Group.
- Jowet, P., & Jowett, F. (2011). *Private Equity The German Experience*. London: Palgrave Macmillan.
- Kamso, N. (2013). *Investing in Islamic Funds*. Singapore: John Wiley and Sons Sinparoe Pte. Ltd. .
- Karadoğan, S. (2014). *İslam Ekonomisi*. İstanbul: İslam Ekonomisi Enstitüsü.
- Kazan, H., & Uygun, M. (2002). KOBİ'lerin Üretim Sorunun Tespiti ve Rekabet Güçlerinin Artırılmasında Teknoloji Faktörü. *Doğu Akdeniz Üniversitesi*, 1-21.
- Khort, J. (2014, Haziran). Protection of Private Equity Fund Investors in the EU. 24-27. Working paper 2014:6 Uppsala University.
- Kobi Bilgi Sitesi-TOBB. (2018). *Kobi Tanımları*. KOBİ Bilgi Sitesi: <http://www.kobi.org.tr/index.php/tanimi/layout> adresinden alındı
- Kobi Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (2018, Temmuz). *KOBİ Girişim*. <http://www.kobias.com.tr/stratejilerimiz.html#> adresinden alındı
- Kumaş, M. S. (2006). Bir Finansman Yöntemi Olarak İş Ortaklığı "Mudârabe-Commenda Karşılaştırması". *Uludağ Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi*, 15(1):369-383.
- (2017). Faizsiz Bir Finans Yöntemi Olarak Venture Capital Sistemi ve İslam Bankacılığı İle Mukayesesi. *Uludağ Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi*, 16(1):279-298.
- Kumaş, S., & Abdullayev, E. (2016). Bir Finansman Modeli Olarak Mudârabe'nin Faizsiz Bankacılıkta Etkin Şekilde Kullanılması Sürecinde Sivil Toplum Örgütlerinin Aktif Rol Üstlenmesi. *International Journal of Islamic Economics and Finance Studies*, 2(1):67-87.

- Kutlu, H. A., & Demirci, S. (2007). KOBİ'lerin Finansal Sorunları ve Çözüm Önerileri. 4. KOBİ'ler ve Verimlilik Kongresi (s. 187-198). İstanbul: İstanbul Kültür Üniversitesi.
- Küçükçolak, A. (1998). KOBİ'lerin Finansman Sorununun Sermaye Piyasası Yoluyla Çözümü. İstanbul: Borsa İstanbul.
- Landström, H. (2007). *Handbook of Research on Venture Capital*. Massachusetts: Edward Elgar Publishing Limited.
- Lantz, J., Sahut, J., & Teulon, F. (2011). What is the Real Role of Corporate Venture Capital? *International Journal of Business*, 16(4):368-382.
- Lumme, A., Mason, C., & Suomi, M. (1998). *Informal Venture Capital*. Finland: Springer Science & Business Media.
- Luxembur for Finance Institution. (2017). *Luxembourg Vehicles for Islamic Finance*.: <http://www.alfi.lu/sites/alfi.lu/files/LFF-Islamic-Finance-Brochure-2011.pdf> adresinden alındı
- Management Forum . (2018). *Management Forum Turkey*. İstanbul: YDD-Yönetim Danışmanları Derneği Syf:4-18.
- Manas, C. (2014, Ocak). An Empirical Study on Islamic Private Equity. *Indian Journal of Applied Research*, 4(1):108-119.
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2010). The Economics of Private Equity Funds. *Oxford University Press*, 23(6):2304-2341.
- Mikail, E. (2010). Ekonomik Kriz ve KOBİ'ler. *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi*, 5(1):165-180.
- Mikdash, Z. (2009). *Progress-Driven Entrepreneurs, Private Equity* . UK: Palgrave Macmillan.
- Mohammed, D. (2015). *Islamic Finance to still grow in 2016 but with a sag*. Kuala Lumpur: IFN İslamic Finance News.
- Mooradian, P., A, & Quealy, M. (2013). *Growth Equity is All Grown Up*. Boston: Cambridge Associates LLC.

- Mükafat Portföy Yönetim A.Ş. (2017). *Mükafat Porftöy Yönetimi*. Mükafat Portföy Yönetimi Web Sitesi: <http://www.mukafatportfoy.com.tr> adresinden alındı
- Nicholas, S. (2014, Şubat). *The New Mainstream: Islamic Private Equity and Competitiveness*. Seera Investman Bank: [http://www.seera.com/wp-content/uploads/2014/02/The\\_New\\_Mainstream.pdf](http://www.seera.com/wp-content/uploads/2014/02/The_New_Mainstream.pdf) adresinden alındı
- NVCA. (2015). *Venture Capital Report*. National Venture Capital Association : [https://nvca.org/wp-content/uploads/delightful-downloads/2016/11/NVCA-2016\\_Final.pdf](https://nvca.org/wp-content/uploads/delightful-downloads/2016/11/NVCA-2016_Final.pdf) adresinden alındı
- Obiyathulla, I., & Mirakhor, A. (2013). *Islamic Capital Markets: A Comprative Approach*. Singapore: John Wiley and Sons Ltd.
- Orman, S. (2015). İslam Entellektüel Geleneğinde İktisadi Boyutun Teşekkülü:Şeybani, Şerahli ve Kitabı'ul Kesb. *İslam Ekonomisi ve Finansı Dergisi*, 1-35.
- Osman, E. (1999). *İslam ve Ekonomi*. İzmir: Anadolu Dağıtım Ltd. Şti.
- Önce, A. G., Marangoz, M., & Erboy, N. (2014). Ekonomik Büyüme ve Kalkınmada Girişimciliğin Rolü ve Önemi. *International Conference on Eurasian Economies*, (s. 1-11). İstanbul.
- Özdemir, K., & Keten, M. (2010). Ekonomik ve Finansal Krizlerin Şirket Birleşmeleri Üzerindeki Etkilerinin 2001 ve 2007-2009 Krizleri Bağlamında Değerlendirilmesi. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 8(14):105-122.
- Özdemir, S., Ersöz, H., & Sarıoğlu, İ. (2006). *İşsizlik Sorununun Çözülmesinde Kobilerin Desteklenmesi*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası.
- Özgener, Ş. (2003). Büyüme Sürecindeki KOBİ'lerin Yönetim ve Organizasyon Sorunları: Nevşehir Un Sanayi Örneği. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20:137-161.
- Patrice Muller, J. J. (Kasım 2017). *Annual Report on European SMEs 2016-2017*. Luxemburg: The University of Manchester, Manchester Institute of Innovation Research Syf:11-20.



- Pregin Alternatif Assets, İntelligent Data. (2011, Ekim). *Distressed Private Equity*. Pregin:[http://www.preqin.com/reports/Preqin\\_Special\\_Report\\_Distressed\\_Private\\_Equity.pdf](http://www.preqin.com/reports/Preqin_Special_Report_Distressed_Private_Equity.pdf) adresinden alındı
- Pregin Global. (2018). *Private Equity & Venture Capital Report*. Pregin Web Sitesi: <http://www.preqin.com/samples/2018-Preqin-Global-Private-Equity-and-Venture-Capital-Report-Sample-Pages.pdf> adresinden alındı
- PriceWaterHouse Coopers. (2013). *Seed Capital- Investing in Product Innovation*. London,United Kingdom: PwC.
- PWC. (2013). *Exit Strategies-Private Company Services*. University of Colorado Web Sitesi:[http://www.ucdenver.edu/academics/colleges/medicalschool/departments/Otolaryngology/faculty/Documents/exitstrategies\\_1.pdf](http://www.ucdenver.edu/academics/colleges/medicalschool/departments/Otolaryngology/faculty/Documents/exitstrategies_1.pdf) adresinden alındı
- (2015). *Birleşme ve Satın Alma Anketleri*. USA: PriceWaterhouseCooper.
- (2018). *Alternative Asset Management*. PWC Market Research Centre .
- (2018). *Alternative Asset Management 2020 : Fast Forward to Centre Stager*. PWC Web Sitesi: <https://www.pwc.com/jg/en/publications/alternative-asset-management-2020.pdf> adresinden alındı
- Sahu, R., Nath, A., & Banerjee, P. (2009). Trends in Private Equity and Venture Capital Investments with Special Focus on the Booming India Growth Story. *Journal of International Commercial Law and Technology*, 4(2):128-142.
- Schoon, N. (2011). *Islamic Asset Management*. Edinburgh: Edinburgh University Press.
- Sibert, J., & Heard, R. (2000). *Growing New Businesses with Seed and Venture Capital*. Washington,USA: National Governors Association.
- Soydemir, S. (2012). *Kobilerin Finansmanında Borsalar*. Ankara: Türkiye Ekonomi Kurumu.
- Soydemir, S. (2012). *Kobilerin Finansmanında Borsalar*. Ankara: Türkiye Ekonomi Kurumu.
- SPK. (2016). *Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları*. Ankara: SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları.

- SPK. (2016). *Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.
- (2018, Mart). *Aylık İstatistik Bültenleri*. Sermaye Piyasası Kurulu: <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylikIstatistikBultenleri> adresinden alındı
- Stowell, D. (2018). *Investment Banks, Hedge Funds and Private Equity*. London: Academic Press.
- Street of Walls. (2013). *Basic of An LBO Model*. [www.streetofwalls.com](http://www.streetofwalls.com): <http://www.streetofwalls.com/finance-training-courses/private-equity-training/basics-of-an-lbo-model> adresinden alındı
- Sukmana, R., Abduh, M., & Omar, M. (2013). *Fundamentals of Islamic Money and Capital Markets*. Singapore: John Wiley and Sons.
- Şamiloğlu, F., & Uygun, U. (2000). *KOBİ'lerde Ekonomik Kriz Yönetimi*. İstanbul Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası: <http://www.ismmmo.org.tr/docs/.../13-%2057%20FAMİL%20ŞAMİLOĞLU%20%20.doc> adresinden alındı
- Tabakoğlu, A. (1979). *İslam İktisadına Giriş*. İstanbul: Dergah Yayınları.
- Taş, H. (2015). *Girişimcilik ve KOBİ'ler*. İstanbul: Ekin Yayınları.
- Tekin, H. H. (2006). Nitel Araştırma Yönteminin Bir Veri Toplama Tekniği Olarak Derinlemesine Görüşme. *Sosyoloji Dergisi*, s. 3(13):101-116.
- Thomas, A., Cox, S., & Kraty, B. (2005). *Structuring Islamic Finance Transactions*. London: Euromoney Books.
- Thomson-ICD. (2017). *İslami Finans Gelişim Raporu*. Thomson Reuters.
- Timurçin, D. (2010). *Türkiye'de KOBİ'lerin Rekabet Gücü ve Rekabet Üstünlüğü Sağlamada Kümelenme Etkisi*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi İktisat Anabilim Dalı Doktora Tezi.
- TKBB. (Eylül 2017). *Katılım Bankaları Mukayeseli Tablolar*. İstanbul: Türkiye Katılım Bankaları Birliği.
- Torlak, Ö., & Uçkun, N. (2005). Eskişehir'deki Kobi'lerin Pazarlama ve Finansman Sorunları Ara Kesiti. *Sosyal Bilimler Dergisi*, 1:199-215.

- Troya Portföy Yönetim A.Ş. (2017). *Troya Capital*. Troya Capital Web Sitesi: <http://www.troyacapital.com.tr> adresinden alındı
- Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı. (2012). *Girişim Sermayesi Raporu*. Ankara: TTGV.
- (2012). *Girişim Sermayesi: Türkiye İçin Çıkarımlar ve Öneriler*. Ankara: Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı.
- (2012). *Türkiye İçin Çıkarımlar ve Öneriler*. Ankara: Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı.
- TÜİK. (2013). *Yıllık Avrupa KOBİ'leri Raporu-İş Kayıtlarına Göre Girişim Sayıları*. Ankara: TÜİK.
- (2016). *Faaliyet Türü ve Çalışan Sayısına göre Dış Ticaret*. Ankara: TÜİK.
- (2016, Kasım). *Küçük ve Orta Büyüklükteki Girişim İstatistikleri*. TÜİK: [http://www.tuik.gov.tr/Küçük\\_ve\\_Orta\\_Büyüklükteki\\_Gir\\_25.11.2016.pdf](http://www.tuik.gov.tr/Küçük_ve_Orta_Büyüklükteki_Gir_25.11.2016.pdf) adresinden alındı
- (2016). *Küçük ve Orta Büyüklükteki Girişim İstatistikleri*. Ankara: TÜİK.
- Türkoğlu, M. (2002). KOBİ'lerin Bölgesel Kalkınma Etkileri ve Bölgesel Kalkınmada Kobi Temelli Stratejiler. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 7(1):277-300.
- Uçar, R. (2015). KOBİ Kredilerinde Teminat Sorunu ve Alternatif Model Önerisi. *Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul: İstanbul Ticaret Üniversitesi Finans Enstitüsü.
- Veki, K. (2017). *Financing of Start-up Company and Private Equity Investor*. Finlandiya: Oulu University Press.
- Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ. (1996, Aralık 12). *Sermaye Piyasası Kurulu*. İstanbul: SPK Tebliği.
- Yatmaz, F. (2012, Mart). *Girişim Sermayesi*. Ankara: Bölgesel Gelişme ve Yapısal Uyum Genel Müdürlüğü.
- Yıldız, S., & Alp, S. (2012). Girişimcilik Teorisi Çerçevesinde Kobilerin Ekonomiye Etkileri ve Rekabet Koşullarını Etkileyen Faktörler. *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi*, 7(2):29-49.

- Yönetim Danışmanlığı Derneği. (2018). Management Forum Turkey. *Management Forum Turkey* (s. 1-18). İstanbul: YDD-Yönetim Danışmanları Derneği .
- Yüce, M. (2013, Ocak-Şubat). Vergi Mevzuatımız Açısından Girişim Sermayesi Fonu. *Bursa Bilanço Dergisi*, s. 1-6.
- Zaimoğlu, T. (1995). *Risk sermayesi ve Türkiye'de Uygulama Olanakları*. İstanbul: Sermaye Piyasası Kurulu.
- Zeisberger, C., Prahl, M., & White, B. (2017). *Mastering Private Equity*. United Kingdom: Wiley.
- Ziraat Yatırım A.Ş. (2018, Temmuz). *Ziraat Yatırım*. Ziraat Yatırım Web Sayfası: <http://www.ziraatyatirim.com.tr> adresinden alındı
- Ziuaddin, A. (2003). Riba Teorisi. *AÜİFD*, s. 44(1):453-465.
- Zuhayr, M. (2010). *Progress-Driven Entrepreneurs, Private Equity Finance and Regulatory Issues*. Hampshire: Palgrave Macmillan.