AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Güneş AYGÜNEŞ

RİSK SERMAYESİ YATIRIMLARI İLE MAKRO EKONOMİK DEĞİŞKENLER ARASINDAKİ İLİŞKİ

İşletme Ana Bilim Dalı
Yüksek Lisans Tezi

Antalya, 2014

AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Güneş AYGÜNEŞ

RİSK SERMAYESİ YATIRIMLARI İLE MAKRO EKONOMİK DEĞİŞKENLER ARASINDAKİ İLİŞKİ

Danışman
Doç. Dr. Hakan ER

İşletme Ana Bilim Dalı
Yüksek Lisans Tezi

Antalya, 2014

Akdeniz Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,

Güneş AYGÜNEŞ'in bu çalışması jürimiz tarafından Turizm İşletmeciliği ve Otelcilik Ana Bilim Dalı Yüksek Lisans Programı tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan	: Yrd. Doç. Dr. M. Koray ÇETİN	(İmza)
Üye (Danışmanı)	: Doç. Dr. Hakan ER	(İmza)
Üye	: Prof. Dr. Sayim IŞIK	(İmza)

Tez Başlığı : Risk Sermayesi Yatırımları ile Makro Ekonomik Değişkenler Arasındaki İlişki

Onay : Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

Tez Savunma Tarihi : 16/04/2014

Mezuniyet Tarihi : 17/04/2014

Prof. Dr. Zekeriya KARADAVUT
Müdür

İ Ç İ N D E K İ L E R

TABLOLAR LİSTESİ ..... **iv**
ŞEKİL LİSTESİ ..... **v**
KISALTMALAR LİSTESİ ..... **vi**
ÖZET ..... **ix**
SUMMARY ..... **x**
ÖNSÖZ ..... **xi**
GİRİŞ **1**

BİRİNCİ BÖLÜM
RİSK SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİNE GENEL BİR BAKIŞ

1.1 Risk Sermayesi Modelindeki Temel Kavramlar 7
1.1.1 Risk Sermayesi 7
1.1.2 Yatırım 8
1.1.3 Risk Sermayesi Fonu 9
1.1.4 Teknoloji 9
1.1.5 Teknolojik Yenilik 10
1.1.6 Teknolojik Gelişme 10
1.2 Risk Sermayesi Tarafları 11
1.2.1 Finanse Edilen Girişimci 11
1.2.2 Fon Sağlayanlar 11
1.2.3 Risk Sermayesi Şirketi 11
1.3 Risk Sermayesi Finansman Modelindeki Tarihsel Süreçler 12
1.4 Risk Sermayesinin Özellikleri 13
1.5 Risk Sermayesinin Tipleri 17
1.5.1 Bağımsız Ortaklı Risk Sermayesi 17
1.5.2 Kurumsal Risk Sermayeler 18
1.5.3 Finansal Risk Sermayeleri 19
1.5.4 Devlet Risk Sermayeleri 20
1.6 Risk Sermayesinin Politikası 20
1.7 Risk Sermayesi Finansman Modelinin İşleyişi 21
1.8 Risk Sermayesi Finansman Aşamaları 23
1.8.1 Çekirdek Sermayesi (Tohum Finansmanı) veya Ar-Ge Projesi Finansmanı 26

1.8.2 Başlangıç Sermayesi 26
1.8.3 Erken Aşama Finansmanı (Birinci Aşama Finansman) 27
1.8.4 Geçit Finansmanı (İkinci Aşama Finansmanı) 28
1.8.5 Gelişme-Büyüme Sermayesi (Üçüncü Aşama Finansmanı) 28
1.8.6 Köprü Finansmanı 29
1.8.7 Diğer Geç Aşama Yatırımları 29
1.8.8 Yatırımdan Çıkış 32
1.9 Türkiye'de Risk Sermayesi Sektörünün Mevcut Durumu 32
1.10 Dünyada Risk Sermayesi Uygulamaları 34
1.10.1 Amerika Birleşik Devletleri (A.B.D.) 35
1.10.2 Genel Olarak Avrupa'da Risk Sermayesi 36
1.10.3 İngiltere 36
1.10.4 Japonya 37
1.10.5 Çin 38
1.10.6 İsrail 39
1.11 Risk Sermayesi Şirketleri 40

İKİNCİ BÖLÜM

RİSK SERMAYESİ ÜZERİNE YAPILMIŞ AKADEMİK ÇALIŞMALAR

2.1 Yurtdışında Risk Sermayesi Üzerine Yapılmış Akademik Çalışmalar 43
2.2 Türkiye'de Risk Sermayesi Üzerine Yapılmış Akademik Çalışmalar 55
2.3 Tarama Sonuçlarıyla İlgili Değerlendirmeler 62

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

VERİ, METODOLOJİ ve SONUÇLAR

3.1 Veri 64
3.2 Metodoloji 67
3.3 Değişkenlerle İlgili Hipotezler ve Betimleyici İstatistikler 67
3.3.1 Toplam Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (Amerikan Doları Cinsinden) 68
3.3.2 Toplam Gayrisafi Yurtiçi Hasılanın Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre Büyümesi (%) 68
3.3.3 Genel Fiyat Seviyesi (Enflasyon Oranı) 70
3.3.4 İş Gücü (İşsizlik Oranı) 72
3.3.5 Doğrudan Yabancı Yatırım, Net Giriş (GSYİH'ya Göre Yüzde) 76
3.3.6 Piyasa Kapitalizasyonu (GSYİH'ya Göre Yüzde) 78

3.3.7 Borsanın İşlem Hacmi / GSYİH (GSYİH'ya Göre Yüzde) 81
3.3.8 Mevduat Bankaları ve Diğer Mali Kurumlar Tarafından Sağlanan Özel Kredi (GSYİH'ya Göre Yüzde) 81
3.3.9 Risk Sermayesi/Girişim Sermayesi Aktivitesi (Yatırım Yapılan Fonların GSYİH'ya Göre Yüzdesi) 85
3.4 İstatistiksel Analiz ve Sonuçlar 87

SONUÇ 97
KAYNAKÇA 100
EK TABLOLAR 107
ÖZGEÇMİŞ 117

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1.1 Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına Ait 14.10.2013 Tarihli Toplam İşlem Hacmi ve Piyasa Değerine Yönelik Bilgiler 41
Tablo 1.2 Erken Aşama Şirketleri İçin Zirvedeki Firmalar ve Yerleri 42
Tablo 1.3 Geç Aşama Şirketleri İçin Zirvedeki Firmalar ve Yerleri 42
Tablo 3.1 Örnekteki Ülkelerin Toplam Gayri Safi Yurtiçi Hasılası (Milyar Amerikan Doları Cinsinden) 69
Tablo 3.2 Örnekteki Ülkelerin Toplam Gayrisafi Yurtiçi Hasılalarının Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre Büyümesi (%) 71
Tablo 3.3 Örnekteki Ülkelerin Genel Fiyat Seviyesi (Enflasyon Oranı) 73
Tablo 3.4 Örnekteki Ülkelerin İş Gücü (İşsizlik Oranı) 75
Tablo 3.5 Örnekteki Ülkelerde Doğrudan Yabancı Yatırım, Net Giriş (GSYİH'ya Göre Yüzde) 77
Tablo 3.6 Örnekteki Ülkelerin Piyasa Kapitalizasyonu (GSYİH'ya Göre Yüzde) 79
Tablo 3.7 Örnekteki Ülkelerde Borsanın İşlem Hacmi / GSYİH (GSYİH'ya Göre Yüzde) ... 82
Tablo 3.8 Örnekteki Ülkelerde Mevduat Bankaları ve Diğer Mali Kurumlar Tarafından Sağlanan Özel Kredi (GSYİH'ya Göre Yüzde) 84
Tablo 3.9 Örnekteki Ülkelerin Risk Sermayesi/Girişim Sermayesi Aktivitesi (Yatırım Yapılan Fonların GSYİH'ya Göre Yüzdesi) 86
Tablo 3.10 Korelasyon Matrisi 88
Tablo 3.11 Risk Sermayesi/Girişim Sermayesi Aktivitesi İle İlgili Basamaklı Regresyon Analizi Sonuçları 94
Tablo 3.12 Logistic Regresyon Analizi Sonuçları 95
Tablo 3.13 Beklenen-Gözlenen Tablosu 96

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1.1 Finansman Döngüsü 25

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	Avrupa Birliği
ABD-A.B.D.	Amerika Birleşik Devletleri
ABVCAP	Brazilian Private Equity & Venture Capital Association (Brezilya Risk Sermayesi Derneği)
Invest AD	Abu Dhabi Investment Company (Yatırım Ortaklığı)
ADM	The Archer Daniels Midland Company (Risk Sermayesi Şirketi)
ARD	American Research and Development (Amerikan Araştırma ve Geliştirme Kurumu)
Ar-Ge	Araştırma Geliştirme
A.Ş.	Anonim Şirket
BES	Business Expansion Scheme (İş Genişletme Programı)
BIMBO	Buy-In Management Buy-Out (Şirketin ve Başka Bir Şirketin Yöneticilerinin Varlıkları Satın Alması)
BSS	Business Start-Up Scheme (İşe Başlama Programı)
BVCA	British Venture Capital Association (İngiliz Risk Sermayesi Derneği)
BYBO	Bileşik Yıllık Büyüme Oranı
CIA	Central Intelligence Agency (Merkezi İstihbarat Teşkilatı)
CVCA	Canada's Venture Capital & Private Equity Association (Kanada Risk Sermayesi Derneği)
CVCI	Citi Venture Capital International (Yatırım Şirketi)
DYY	Doğrudan Yabancı Yatırım
EBRD	European Bank for Reconstruction and Development (Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası)
EMPEA	Emerging Markets Private Equity Association (Gelişmekte Olan Piyasalar Risk Sermayesi Derneği)
ESOP	Employee Stock Ownership Plan (Şirketin Çalışanlarının Varlıkları Satın Alması Planı)
Eurostat	Avrupa İstatistik Ofisi
EVCA	The European Private Equity and Venture Capital Association (Avrupa Risk Sermayesi Birliği)
GAP	Güneydoğu Anadolu Projesi
GEM	The Global Entrepreneurship Monitor (Küresel Girişimcilik Monitörü)

GSMH	Gayri Safi Millî Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
PE	Private Equity (Girişim Sermayesi)
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İTÜ	İstanbul Teknik Üniversitesi
KİYA	Küçük İşletme Yenilik Araştırma
KKR	Kohlberg Kravis Roberts (Küresel Yatırım Firması)
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
KOSGEB	Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
MÜSİAD	Müstakil Sanayici ve İşadamları Derneği
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations (Dünya Teknoloji Borsası)
NBK	National Bank of Kuwait (Kuveyt Ulusal Bankası)
NVCA	The National Venture Capital Association (Amerika Birleşik Devletleri-Ulusal Risk Sermayesi Derneği)
LAVCA	The Latin American Private Equity & Venture Capital Association (Latin Amerika Risk Sermayesi Derneği)
LBO	Levaraged Buy-Out (Üçüncü Kişilerin Varlıkları Satın Alması)
MBI	Management Buy-In (Başka Şirketin Yöneticilerinin Varlıkları Satın Alması)
MBO	Management Buy-Out (Şirket Yöneticilerinin Varlıkları Satın Alması)
ODTÜ	Orta Doğu Teknik Üniversitesi
OECD	Organization for Economic Co-Operation and Development (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü)
ÖSYM	Ölçme, Seçme ve Yerleştirme Merkezi
Piy. Kap.	Piyasa Kapitalizasyonu
RVCA	Russian Venture Capital Association (Rusya Risk Sermayesi Derneği)
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TBB	Türkiye Bankalar Birliği
TOBB	Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TPG	Texas Pacific Group (Risk Sermayesi Yatırım Firması)
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
TÜSİAD	Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği
vb.	Ve başkaları, ve benzerleri, ve bunun gibi

vd.	Ve diğerleri
vs.	Ve saire
WIPO	The World Intellectual Property Organization (Dünya Fikri Mülkiyet Örgütü)

ÖZET

Çalışmanın amacı bir ülkedeki risk sermayesi yatırımlarının seviyesini etkileyen makroekonomik faktörleri belirlemektir. Tezin ilk bölümünde risk sermayesi konusu özetlenmektedir. Daha sonraki bölümde literatür taraması yer almaktadır. Taramada risk sermayesi ile ilgili Türkiye üzerinde yapılan çalışmalara ağırlık verilmiş ve henüz Türkiye verisi kullanılarak uygulanmamış araştırma konuları belirlenmeye çalışılmıştır. Tarama sonuçları Türkiye ve gelişmekte olan ülke makroekonomik verileri kullanılarak risk sermayesi yatırım seviyesini belirlenmeye çalışan bir bilimsel çalışmanın finans literatürüne katkı sağlayacağını göstermiştir.

Bu çerçevede, risk sermayesi yatırımlarının seviyesinin bağımlı değişken olarak kabul edildiği bir regresyon modeli ile bir ülkede risk sermayesi yatırımlarının gelişmişlik düzeyini belirleyen bir logit modeli geliştirilmiştir. 2000 ile 2012 yılları arası örneklem dönemi olarak kabul edilmiş ve gelişmiş ve gelişmekte olan 18 ülkenin makroekonomik verileri derlenmiştir.

Çalışmanın sonuçları şu şekilde özetlenebilir: İlk modele göre Risk sermayesi yatırımlarının seviyesini belirleyen değişkenler GSYİH, piyasa kapitalizasyonu ve işlem hacmi değişkenleridir, diğer değişkenler anlamlı değildirler. İkinci modele göre ise ve risk sermayesi sektörünün gelişmişlik düzeyini belirleyen değişkenler GSYİH, GSYİH büyüme, enflasyon oranı, piyasa kapitalizasyonu ve işlem hacmi değişkenleridir. Sonuçlar risk sermayesi sektörünün istikrarlı ekonomik büyüme sağlayabilen, güçlü sermaye piyasaları olan ülkelerde risk sermayesi yatırımlarının daha gelişmiş olduğunu göstermektedir.

SUMMARY

THE RELATIONSHIP BETWEEN VENTURE CAPITAL INVESTMENT AND MACRO ECONOMIC VARIABLES

The objective of this study is to determine the macroeconomic factors affecting the level of venture capital (VC) investments in a country. The first chapter summarizes the concept of venture capital financing. The second chapter reviews the literatüre on venture capital. In the review the studies on Turkey and studies which do not use Turkish data are identified. The results of the review show that an empirical study using the Turkish and emerging market macroeconomic data to investigate the factors affecting the level of VC investsments will make a contribution to the financial literature.

To this end a regression model with the level of VC investments as the dependent variable and a logit model for classifying the level of development of VC investments are constructed. The sample period is between 2000 and 2012 and the data of 18 developed and emerging market countries' macroeconomic variables have been collected for the models.

The results of the study can be summarized as follows: According to the first model the variables that affect the level of VC investments are GDP, market capitalization and trading volume. According to the second model GDP, the growth in GDP, inflation rate, market capitalization and trading volume are factors affecting the level of development in VC investments in a country. The results suggest that VC industry is more developed in countries that can maintain stable economic growth and has strong capital markets.

ÖNSÖZ

Risk sermayesi konusunda bireylerin bilinçlenmesine katkı vermek ve yatırım yapmak isteyen bireylere bir fikir sunmak için yaptığım bu çalışmada desteği olan danışmanım Sayın Doç. Dr. Hakan ER'e ve yardımlarını esirgemeyen Sayın Prof. Dr. Ayşe ANAFARTA'ya çok teşekkür ederim.

Güneş AYGÜNEŞ
Antalya, 2014

GİRİŞ

"Risk Sermayesi" kavramı güncel hayatımızda pek karşımıza çıkmamasına rağmen risk sermayesi kavramının unsurlarına güncel hayatta rastlayabiliriz. Örneğin son dönemde popüler olan veya yeni oluşan sektörler; bu sektörlerden elde edilen yüksek kazançlar ve istihdam edilen kişi sayısındaki artış, risk sermayesi yatırımları sayesinde meydana gelmiştir.

Risk sermayesi üzerine yapılan bu çalışma öncelikle bir ülkedeki üretim faktörlerini harekete geçirmek ve üretim faktörlerinin kullanılmasını teşvik etmek açısından önemlidir. Bir ülkenin sahip olduğu yeraltı ve yerüstü kaynaklarının ortaya çıkarılması ve bu doğal zenginliklerin ülke ekonomisine katkı verecek şekilde kullanılması için yeterli düzenleme ve altyapının sağlanması gerekir. Gelişmiş teknolojik unsurların kullanılması, bu sayede yerli ve yabancı yatırımcıların ülke ekonomisine yatırım projeleri ile katkı vermesi sağlanmalıdır. Ülke kaynaklarının herhangi bir ülkede yaşayanların düşüncelerine başvurularak optimum şekilde kullanılması, doğal kaynakların tahrip edilmesinin önüne geçilmesi ve gelecek nesillere aktarılması gerekir. Bu çalışmalar yapılırken doğal yaşam ve ekolojik denge korunmalı; insan sağlığı gözetilmelidir.

Diğer üretim faktörleri olan sermaye, emek ve girişimci üçlüsünün bir araya getirilerek yatırım ortamı oluşturulabilir ve bu faktörlerin desteklenmesine katkı verilebilir. Üretim faktörlerinin bir araya getirilmesinde girişimcilerin payı büyüktür. Yatırım fırsatlarını değerlendiren bir girişimci diğer üretim faktörlerini harekete geçirerek risk sermayesi sektörüne katkı verebilir. Bu sebeple, girişimcinin risk sermayesi finansman modeliyle desteklenmesi gerekir. Böylece çok sayıda yatırım gerçekleşmiş olur.

Risk sermayesi yatırımları, bir ülkedeki beşeri sermayenin niteliğine göre artabilir veya azalabilir. Beşeri sermaye, yatırım yapabilecek yetenekte olabilen, yeterli bilgi düzeyine ve cesarete sahip bireylerin kendilerini geliştirmeye yönelik yaptığı çalışmaları içerir. Bu çalışmalar arasında eğitim önemli bir yere sahiptir. Eğitim çalışmaları sonucunda bireylerin düşünce üretmesi gerçekleşir ve bilimin gelişmesine öncülük eden bireyler yetişebilir. Eğitim ile nitelikli bir beşeri sermaye yaratılabilir ve oluşturulabilir. Eğitimin ve beşeri sermayenin desteklenmesi, risk sermayesi yatırımlarından elde edilecek faydayı da artırır. Yeterli bir düzeyde bilgiye ve beceriye sahip olan bireylerde ister istemez yatırım yapma bilinci artacaktır. Kendisine güvenen ve yüksek bilgiyle donanmış bireylerin yatırım yapabilmesi ve istihdam olanağı yaratabilecek faaliyetlerde bulunması kolaylaşır.

Risk sermayesi konusu üzerine yapılabilecek bir çalışmada, teknoloji ve teknolojik gelişmişliğin sağlayacağı faydalardan da söz etmek gerekir. Teknolojik ürünler, dünyanın her yerinde rağbet gören ve yüksek fiyatlarla satılabilecek ürünlerdir. Özgün fikirlerin veya buluşların türemesi eski teknolojinin ilerlemesine veya yeni bir teknolojinin ortaya çıkmasına sebep olabilir. Yeni teknolojilerin ortaya çıkması, yeni yatırım alanları veya sektörleri meydana getirebilir. Yeni teknolojilerin türemesiyle eskiyen teknoloji ucuzlayabilir. Bu durumda, eski ve yeni teknolojili ürünler alıcı bulabilir; iki yönlü bir gelişimden bahsedilebilir. Böylece bu sektörlere yönelik yeni fikirler ortaya çıkar ve bu durumdan paydaşlar, önemli kazançlar elde edebilir.

Risk sermayesi yatırımlarının geniş kitlelere ulaşmasını sağlayacak bilgilendirme ve network çalışmaları yapılmalıdır. Ayrıca risk sermayesi yatırımları için uygun ortamlar yaratılmalıdır. Gelişmiş altyapıya sahip olan ülkelerde risk sermayesi yatırımlarının yapılması kolaylaşır. Altyapısı düzgün olan ülkelerde yer alan firmalar, sorunsuz bir şekilde faaliyetlerini sürdürür; firmaların maliyetleri azalır.

Risk sermayesi finansman modeli, küçük ve orta ölçekli işletmeleri sağlam finansal yapı ve sağlıklı büyüme imkanına kavuşturur. Girişimci, risk sermayesi yatırımının yapılması sürecinde veya sonrasında finansal açıdan birtakım olumsuzluklarla karşılaşabilir. Yenilik için yeterli sermaye bulanamayabilir. Ortaya çıkan bu olumsuzluklar nedeniyle sermaye elde etme arayışına girişilir. Rekabetçi ortamın getireceği aciliyet sebebiyle; uygun sermaye maliyeti ile kaynak, risk sermayesi finansman modeliyle elde edilebilir. Kaynak arayışında olan firma düşük özkaynağa sahipse kredi elde etme imkanı zorlaşır. Büyük işletmeler, yatırımların ve maliyetlerin finanse edilmesi veya yatırım nedeniyle ortaya çıkan riskin üstlenilmesi için yeterli bir özkaynağa sahip olmalıdır. Finansal açıdan sıkıntıda olan büyük işletmeler, risk sermayesi finansman modelinden yararlanmayı düşünebilir.

Risk sermayesi yatırımı, girişim şirketlerinin sermaye ihtiyacında olan firmalara yönelik yaptığı uzun vadeli yatırımdır. Girişim şirketi, bir firmaya sermayesi ile yardımda bulunarak o firmanın büyük ölçekli bir firma yapıya ulaşması için destekte bulunur. Gerekli fizibilite çalışmaları yapıldıktan sonra firmanın büyük ölçeğe ulaşması uzun sürebilir. Bu süreçte; girişim şirketi, yatırım projesinden beklediği faydayı elde ettikten sonra yatırımdan çıkış yolunu seçebilir. Yatırım projesinden yüksek bir faydanın elde edilmesi bekleniyorsa yatırımdan çıkış yerine yatırım projesine destek olunmaya devam edilebilir. Ayrıca firmaya

destek olma yoluyla elde edilecek fayda, uzun bir zaman geçtikten ve yüksek kazançlar elde edildikten sonra istenen seviyedeyse yatırım projesi amacına ulaşmıştır.

Türkiye'deki risk sermayesi yatırımlarında girişimcinin yeterliliği önemlidir. Girişimcilerin yeterliliğe ulaşması için teknik ve ekonomik alanda eğitim veren kurumlarımızın eğitim programlarını daha üretken ve rasyonel davranabilecek elemanlar yetiştirme yönünde geliştirmiş olması gerekir. Girişimcilerin bu kurumlardan faydalanması gerekir. Girişimcilerin ortaklık kültürü ve birlikte iş yapabilme anlayışının geliştirilmesine yönelik yeterli bilgi ve eğitim ile donatılması ihtiyacı vardır. Girişimcilerin geliştirdiği herhangi bir yatırım projesinin kabul görmesi, girişimciler ile risk sermayesi şirketleri arasında katalizör kuruluşların oluşturulmasıyla mümkün olabilir. Kalkınma Bankaları ve KOSGEB'in oluşturduğu birikim bu tür kuruluşların oluşturulmasını sağlayacak düzeydedir. Risk sermayesinin rasyonel ve etkin kullanımı, risk sermayesi sektörü için ciddi bir kaynak oluşturabilir; bu anlamda risk sermayesi sektörünün bir kurtuluş reçetesidir. Ancak Japonya'da olanlar ise farklıdır; Japonya'daki insanlar ömür boyu ihtiyaçlarını karşıladıkları için iş kurma fikrine sıcak bakmazlar. Bu durumda girişimcinin ülkenin kültürel yapısından etkilenme durumu vardır. Ülkemizde halen AB'nin Avrupa Yatırım Bankası'nın uyguladığı finansal destekler programından risk sermayesi fonları yararlanabilir. Bu gibi fırsatları girişimcilerin değerlendirmesi gerekir.

Ülkemizde risk sermayesi yatırımlarının artması için Araştırma Geliştirme faaliyetlerine kaynak ayrılmalıdır. Teknolojik gelişim gözetilmelidir. Teknolojik gelişime katkı verebilmek için yabancı ülkelerden teknoloji transferinde bulunmak, getirilen teknolojinin öğrenilmesini ve incelenmesini sağlamak; hatta teknoloji üreterek yüksek teknolojili ürünler ihraç etmek gerekir. Ancak bu gelişimler sonucunda sanayileşmiş bir ülke konumuna geçebiliriz.

Ülkemizde batılı ülkeler gibi küçük ve orta ölçekli işletmelere yönelik ikincil piyasaların bulunmayışı, risk sermayesi şirketlerinin gelişmesini engeller. Hâlbuki istenen risk sermayesi şirketlerinin çoğalması ve yeterli sermayeye sahip olduktan sonra risk sermayesi yatırımı yapmalarıdır. Buna ek olarak yabancı yatırımcıların ülkemizde risk sermayesi şirketi kurmaları, satın almaları veya risk sermayesi şirketine ortak olmaları; risk sermayesi yatırımlarını büyük oranda artıran bir gelişme olacaktır.

Bu sektörün geliştiği ülkelerde yapıldığı gibi ülkemizde de kotasyon ve girişi şartları hafifletilmiş, risk sermayesi ile finanse edilmiş şirketlerin menkul kıymetlerinin alım satımına

uygun bir menkul kıymetler borsasına ihtiyaç vardır. İMKB'nin Amerika'da başarıya ulaşmış NASDAQ yetkilileriyle bu amaçla yapmakta olduğu görüşmeler, bu yönde umut vericidir (Çımat ve Laçinel, 2002, s.149). Bu sebeple özel borsaların oluşturulması ve hizmete girmesi gerekir. Böylece yeni ve gelecek olan firmaların finansman elde etme olanağı genişleyebilir. Yeni pazar yaratma imkanı ortaya çıkabilir. Rekabet ortamında elde edilebilecek bu yönde bir başarı, firmanın finans, pazarlama, üretim gibi departmanlarının sağlıklı bir yapıya sahip olması koşuluyla gerçekleşebilir. Ayrıca yatırım yapılan şirketin hisse senetleri karlı hale geldiğinde likiditasyon için satma imkanı ortaya çıkar. Böylece menkul kıymetler borsası, daha etkin bir yapıya kavuşabilir.

Ülkemizde kamunun risksiz, vergiden muaf, yüksek getirili menkul kıymet ihracı ile bankaların mevduatlara uyguladıkları yüksek faiz oranları aracılığı ile piyasadan tasarrufları emmesi, risk sermayesi finansman modelinde gerek fon tedarikinde gerekse gelişimi ve başarısının önündeki en büyük engellerden birisidir(Çımat ve Laçinel, 2002, s.143-144).

Özellikle dünya ülkelerinde küreselleşme süreci ile artan iç ve dış rekabet, endüstriyel ilişkilerde yüklerinden uzaklaşmaya çalışan üretim yapıları içinde işyerlerinin parçalanması, işin ve işyerinin esnekleştirilmesi, yeni üretim ve yönetim tekniklerinin kullanılması gibi eğilimlerin yoğunlaştığı, ekonomik ve soysal yönden tasvip edilmesi mümkün olmayan "Enformal Ekonomi'ye" doğru bir dönüşüm sürecinin yaşandığı gözlenmektedir(Çımat ve Laçinel, 2002, s.146). Formal Ekonomiye geçişle yani ekonominin kayıtlı hale gelmesiyle vergi kaçırma gibi yasadışı işlemler büyük ölçüde azalır. Formal ekonomiye göre; firmanın risk sermayesi şirketinden yönetsel, teknik, hukuki, mali danışmanlık konularında destek alması ve risk sermayesi şirketiyle işbirliği içerisinde olması gerekir. Risk sermayesi yatırımı yapan firma, faaliyetlerinde rasyonel davranmalı, risk sermayesi şirketine bilgi aktarımında bulunmalı, denetim ve kontrol faaliyetlerine açık olmalıdır.

Risk sermayesi modeli Türkiye için göreceli yeni bir sistem olarak karşımıza çıkar. Türkiye'de bu alana destek vermek amacıyla Teşebbüs Destekleme Ajansı, Teknoloji Geliştirme Ajansı, Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı, Türkiye Halk Bankası, Türkiye Kalkınma Bankası ve İslam Bankaları faaliyet gösterir. Bu alanın geliştirilmesi için devlet, doğrudan risk sermayesi yatırımlarına katılımcı olabilir veya risk sermayesi yatırımlarını risk sermayesi şirketi aracılığı ile gerçekleştirebilir. Ayrıca risk sermayesi yatırım fonu oluşturulabilir. Bu fon özellikle GAP bölgesindeki yatırımlara, küçük ve orta ölçekli işletmelere yönelik olabilir. Nüfus artışı ile oluşabilecek

tarım ürünü açığı gerekli altyapı sağlanarak tarım ürünü üretiminin istenen düzeye getirilmesi sağlanabilir. Diğer taraftan dünyadaki örnekler incelendiğinde risk sermayesi yatırımlarında devletin payının %50'nin altında olması gerekliliği vardır. Buna göre baskı altındaki şirketler ödeme güçlüğüne düşmüş ve başarısız olmuştur. Fazla bürokratik yapı, bütçe kısıtlaması ve devlet fonlarına yapılan müdahale risk sermayesi fonlarını olumsuz olarak etkiler. Risk sermayesi modeli yoluyla finansman elde etmeyi cazip hale getirmek için hükümet tarafından öncelikli teşvik edilecek hedef kitle ve sektör seçimi yapılmalı; ardından vergi indirimi gibi hukuki düzenlemeler yapılarak risk sermayesi yatırımının yapılması kolaylaştırılmalıdır.

Risk sermayesi sektörü aracılığıyla işletmeler, geniş halk kesimlerine fayda sağlayacak şekilde yaygınlaştırılmalıdır. Devletin izleyeceği bu politika katma değeri yüksek ürünler üreten bir ülke konumuna geçilmesiyle cari açık sorunumuzu da giderebilecektir. Ülkemizin dış ticaret fazlası veren bir ülke konumuna geçebilmesi yani ihracatımızın ithalatımızı aşması; yatırım yapan, üreten bir Türkiye anlayışıyla hareket edilmesiyle gerçekleşebilir. Diğer taraftan yüksek oranda ithalatın yapıldığı sektörlere yönelik yatırım imkanı genişletilmeli; devlet, kredi vermelidir. Devlet ve özel sektör destekli kuruluşlar ile yatırımlar artırılmalıdır.

Dünya üzerinde risk sermayesi sektörü en gelişmiş ülke, Amerika Birleşik Devletleridir. Amerika Birleşik Devletleri, risk sermayesi sektörünü en erken oluşturmuş devlettir. ABD'nin risk sermayesi yatırımlarına erken başlaması, öncelikle araştırma geliştirme faaliyetlerinde diğer ülkelere göre öne geçmesini sağlamıştır. Buna ek olarak risk sermayesinden yararlanan firmalar belirli bir büyüklüğe ulaşmış ve rekabette öne geçmiştir. Risk sermayesi yatırımı sonucu üretilen katma değeri yüksek ileri teknolojiye sahip ürünlerin satışından büyük karlar elde edilmiştir. Risk sermayesi modelinde başarı gösteren ABD, sermaye ve teknoloji bakımından geniş imkanlara sahip olmuş, risk sermayesi yatırımlarını artırmış ve gelişmekte olan ülkelere yatırım yapma yoluyla sermaye ve teknoloji götürme imkanına erişmiştir. Bu anlamda ABD, risk sermayesi modelinin kazanımları hakkında gelişmekte olan ülkelere örnek olabilecek bir ülkedir. Gelişmekte olan ülkelerin bu seviyeye gelebilmesi için araştırma geliştirme faaliyetlerine kaynak ayırarak bilim ve sanayi alanında gelişim göstermeleri ve gelişmekte olan ülke yatırımcılarının girişimci ruha sahip olması gerekir. Son zamanlarda gelişmiş ülkelerde ortaya çıkan ekonomik krizler ve sermayenin gelişmekte olan ülkelere kayması, gelişmekte olan ülkeler açısından risk sermayesi yatırımı yapmak için bir fırsat niteliği taşımaktadır.

“Risk Sermayesi” konusundan yola çıkılarak gerçekleştirilen bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde risk sermayesi kavramı ve finansman modeli, ana hatlarıyla tanıtılmıştır. İkinci bölümde risk sermayesi üzerine yapılmış akademik çalışmalar ve literatür taramasına yönelik sonuçlar yer almıştır. Yurtdışında ve Türkiye’de risk sermayesi üzerine yapılan akademik çalışmalar alt başlıkları altında taranan çalışmalar özetlenmiştir. Üçüncü bölümde geliştirilen modelde kullanılan değişkenler, veri kaynakları ve metodoloji hakkında bilgi verilmiştir. Bu bölümde ayrıca analiz sonuçları ve sonuçlar ile ilgili değerlendirmeler yer almaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM
RİSK SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİNE GENEL BİR BAKIŞ

1.1 Risk Sermayesi Modelindeki Temel Kavramlar

1.1.1 Risk Sermayesi

Bütün gelişmiş ülkelerde uzun zamandan beri başarıyla uygulanan risk sermayesi finansman yönteminin birçok tanımı bulunmaktadır. Risk sermayesi; "girişimcilerin iş fikirlerinin, küçük işletmelerin ileri teknoloji yatırımları, Ar-Ge faaliyetleri, kuruluş, ürün tutundurma, büyüme, iyileşme ve el değiştirme aşamalarında büyüme potansiyeli olan küçük işletmelere, öz sermaye iştiraki veya kredi aktarımı şeklinde bir finansman modelidir"(Kuğu, 2005, s.29). Risk sermayesi modelinde öncelikle "yatırım" unsuru dikkat çeker. Çünkü: risk sermayesi, yeteri kadar sermayesi olmayan yatırımcıların uygun koşullar altında yatırımlarını yapabilmesi için önemli bir finansman modelidir. Risk sermayesi, cesaret unsurunu içeren bir modeldir; bu yüzden "Cesaret Sermayesi" olarak da bilinmektedir.

Bu finansman modelinin temelinde bireylerin herhangi bir buluşu, fikri değerlendirilebilir. Gerekli fizibilite çalışmaları sonucunda bu düşüncedeki bireylerin yatırım yapılmaya değer fikirleri birer yatırım haline dönüşebilmektedir. Yatırım yapılmaya değer fikirler üreten bu bireyler, yaptığı buluşlar, geliştirdiği fikirler sonucunda sermaye sahipleriyle beraber yatırıma ortak olabilir, bu yönüyle yatırımcı gözüyle değerlendirilebilirler. Bu açıdan düşünüldüğünde yapılan buluşların ve geliştirilen fikirlerin belirli bir değerinin olması açısından patent gibi yasal yolların dikkate alınması gerekir.

Risk sermayesi kavramı adı üzerinde belirli bir miktar sermayenin yatırım yapılabilir olması halinde riskli hale gelmesini ifade etmektedir. Yatırımın riskli olması aynı zamanda geleceğe dönük bir belirsizliği ifade eder. Belirsizlik, yatırımın olumlu mu yoksa olumsuz mu sonuçlanacağına dönük bir kavramdır. Risk sermayesi modeline göre yapılan yatırımlar elde edilen gelirlerle önemli bir anlam kazanmaktadır. Risk sermayesi modeline göre yapılan yatırımın, elde edilen gelirlerle, belirsizliğinin yok edilmesi veya geleceğe dönük istikrarının sağlanması bu kapsamda değerlendirilmesi gerekebilir. Risk sermayesi modeline göre yapılan yatırımlarda yatırımcı, elde edebileceği en yüksek getiriyi, en kısa zamanda veya istikrarlı bir şekilde elde etmek ister.

Risk Sermayesi modelinde yatırımcılar kendileri açısından olabilecek en güvenilir yatırımı seçmeye çalışırlar. Yatırımcılar, yapacakları yatırımlarda öncelikle elde edecekleri kara ve fikir sahibinden edindiği izlenime veya güvene önem verebilmektedirler. “Kar ve Güven” kavramları, yatırımcılar ve fikir sahipleri arasında ilerleyen aşamalarda olması gerekli unsurlardır. Çünkü bu sayede yatırım, rekabet açından diğer yatırımlara göre öne çıkmakta ve önemli bir ölçüde istikrar kazanabilmektedir. ^

Risk sermayesi modeline göre yapılan yatırımlarda öncelik olarak teknoloji alanının değerlendirilmesi önemlidir. Katma değeri yüksek ürünler üretip sonucunda elde edilen yüksek kazançlar, yatırımcı için istenen bir durumdur.

Risk sermayesi modeline göre yapılan yatırımlar çok sayıda sektörle çok sayıda insanı buluşturabilecek ve ilişkiye geçirebilecek bir potansiyele de sahiptir. Küçük sermayeler ortaya koyan çok sayıda insanın yatırımcılarla buluşması sonucunda yatırım imkanları doğabilir. Bu sayede üretim teşvik edilmiş, istihdam sağlanmış olur. Bu gibi yatırım imkanlarının geliştirilmesi sonucu çok sayıda insan bu durumdan olumlu olarak etkilenmiş olur. Böylece ekonomiye önemli ölçüde katkı da sağlanmış olur.

1.1.2 Yatırım

Yeni işletmelerin kurulması, yaşamlarını sürdürmeleri, gelişme kaydederek olgunluğa ulaşmaları, çalışmaları sürelerince yeni yatırımları gerçekleştirmelerine, ileriye doğru atılımlar yapmalarına bağlıdır. Bir ülkenin gelişmesi, güçlenmesi ve ekonomik anlamda bağımsızlık kazanması da ülkede bulunan girişimcilerin proje üretmelerine ve bu projelerin yatırıma dönüşmesi ile doğru orantılıdır(Uyar, 2006, s.3).

Risk sermayesi, yatırım kararının alınması ve hayata geçirilmesi sürecinde, yürütülmesi öngörülen bir finansman modeli olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu süreçte yatırım kararının alınması ve dolayısıyla yatırım, risk sermayesi için olmazsa olmaz bir ön koşuldur. Bu kapsamda yatırım, üretim faktörlerinin bir araya getirildikten sonra yeterli bir sermaye ile yatırımcının düşüncelerinin gerçekleştirilmesine olanak sağlayan risk sermayesi finansman modeli için gerekli bir araç olarak tanımlanabilir.

Risk sermayesi finansman modeli, yatırımın gerçekleşmesiyle bir ölçüde başlamış olacaktır. Yatırım için gerekli sermaye yatırımcılar tarafından sağlanmış ve bu yatırımdan sürdürülebilir bir gelir elde edilmişse; yatırım işlerlik kazanmış demektir.

1.1.3 Risk Sermayesi Fonu

Risk sermayesi finansman modelinin ilk aşamasında risk sermayesi şirketleri katılma belgelerine karşılık olarak; bireysel tasarrufçular, sigorta şirketleri, emekli sandıkları ve bankalar gibi kaynaklardan risk sermayesi yatırımında kullanılmak üzere uzun vadeli fon temin ederler. Bünyelerinde toplanan bu fonlar için risk sermayesi şirketleri, yatırımcılara herhangi bir faiz ya da kesin bir kar payı ödemesi taahhüdünde bulunmazlar. Tamamen karşılıklı güvene dayalı olarak yapılan bir fon kullanım sözleşmesiyle fonlar toplanır(Beşkardeşler, 2010, s.18).

Risk sermayesi fonu, herhangi bir yatırım projesinin uygulanabilmesi için kişiye veya kuruluşa sağlanan sermaye olarak tanımlanır. Yatırım projesinin gerçekleştirilmesi için elde edilen risk sermayesi fonu, işletmenin işlerliğinin sağlanmasında veya yatırım projesinin ileriye taşınmasında lokomotif bir görev üstlenir. Yatırım için gerekli olabilecek sermaye olarak da tanımlayabileceğimiz bu fon, projenin ne aşamaya gelineceğini, ne ölçüde gerçekleştirileceğini ve ne kadarlık sürede yapılacağını açıklayacak bir unsurdur. Risk sermayesi fonu, yatırım projesinin hayata geçirilmesi açısından bir finansal kaynak olarak düşünülebilir.

1.1.4 Teknoloji

Üretim bilgisinin üretilmesi ve kullanılması becerisidir. Rekabetin, ekonomik büyümenin ve gelişmenin en önemli aracıdır. Sistematik üretim girdisi ile birlikte üretimde kullanılan tüm araç, gereç ve bunları kullanan insan unsurunu kapsar. Dinamik bir kavramdır ve büyüme potansiyeline sahip küçük ve orta ölçekli işletmelere yöneliktir(Kuğu, 2004, s.142).

Teknoloji, insan hayatını kolaylaştıran her türlü araç gerecin üretilmesinde ve bu yolla insanlar tarafından kullanılmasında önemli bir işleve sahiptir. Teknoloji, insanların elde etmek istedikleri şeyleri, en kısa sürede, en kaliteli ve hatasız bir yapıyla insanoğluna sunabilmek için birçok faaliyetleri yoluyla insanoğluna hizmet etmek isteyen bir anlayışın ürünü olarak karşımıza çıkar. Son zamanlarda teknolojinin sağladığı çok sayıda avantaj, insanoğlunu Teknoloji'nin gelişmesine veya ilerlemesine katkı vermeye yöneltmiştir.

Belirli bir noktadan sonra Teknoloji kavramı risk sermayesi için önemli hale gelmiştir. Çünkü: Teknoloji kavramı için gerekli olan imkânlar risk sermayesi yoluyla elde edilmeye çalışılmıştır. Örneğin mucitler icat ettikleri cihazlarını risk sermayesinden sağladığı sermaye ile yatırıma dönüştürebileceklerdir. Mucitlerin fikirleri bu sayede belirli bir değere

ulaşabilecektir. Risk sermayesi sayesinde üretilen her bir katma değeri yüksek teknolojik araç ve gereç birçok yönden avantajları da beraberinde getirebilecektir.

Teknoloji, risk sermayesi şirketleri için değerlendirilmesi gerekli bir unsurdur. Çünkü bu sayede yatırıma ortak olma ve yüksek karlar elde etme olanağı sağlanabilir. Bu kapsamda değerlendirilmesi gereken diğer bir unsur da icada yönelik yatırım yapılabilirlilik kanaatinin oluşmasıdır.

1.1.5 Teknolojik Yenilik

Yeni bir makine, yeni bir ürün olabileceği gibi, yeni bir pazar veya organizasyon, yeni bir hammadde, yeni bir hizmet türü olabilir. Temel ölçüt, risk sermayesi yatırımının teknolojik yenilik içermesidir (Kuğu, 2004, s.142).

Yenilik ve Teknoloji kavramları son zamanlarda tüm şirketlerin benimsediği veya benimsemek zorunda olduğu unsurlardır. Bu iki kavram beraber kullanıldığında bir sinerjinin doğabileceği açıktır.

Teknolojik yenilik, risk sermayesinde daha çok üretim aşamasında düşünülebilir. Teknoloji, üretim kavramının somut unsularını içeriğinde barındırmasının yanında üretime yönelik araç ve gereçlerin geliştirilmesine yönelik yeniliklerin de olmasını ifade eden bir unsurdur. Bu sayede verimlilik artışı veya daha az emek ile daha çok çıktı elde etme olanağı sağlanmış olabilir.

Risk sermayesi içinde teknolojik yenilik unsurunu düşündüğümüzde; teknolojik yenilik sayesinde risk sermayesi önemli bir ivme kazanabilir. Bu durumun sonucu olarak yatırım projesinin sürdürülebilirliliği sağlanmış olabilir ve birçok yenilik gerçekleşebilir.

1.1.6 Teknolojik Gelişme

Yeniliğin fikir olmaktan çıkıp, girişimin yapılması ve ekonomik değer haline dönüştürülene kadar geçen süreçte yapılan faaliyetlerin tümü ifade edilir. Artık düşünce aşamasından çıkılmış, eyleme geçilmiştir(Kuğu, 2004, s.143).

Risk sermayesinde teknolojik gelişme istenen bir durumdur. Teknolojik araç ve gereçlerdeki gelişmeler veya yapılabilecek iyileşmeler yatırım projesini değerli bir hale getirecek ise; risk sermayesi finansman modeli ile yapılacak yatırımlarla gelişme veya

iyileşmelere maddi açıdan destek sağlanabilir. Teknolojik gelişme, Araştırma Geliştirme faaliyetleri ile de etkin hale getirilebilir. Böylece herhangi bir gelişme veya iyileştirmeler için yapılabilecek Araştırma Geliştirme faaliyetleri, her zaman için yatırım projesinde katkısı olanlara önemli ölçüde kar getirebilecek ve böylece süreklilik sağlanabilecektir.

1.2 Risk Sermayesi Tarafları

1.2.1 Finanse Edilen Girişimci

Finanse edilen girişimci, risk sermayesi finansmanından yararlanarak özsermaye tarzında fon elde eden taraftır. Sadece fikir sahibi olan bir girişimci veya yenilikçi bir fikir veya buluş sahibi (mucit) olabileceği gibi, faaliyete yeni geçmiş veya çalışan bir işletme de olabilir (Çımat ve Laçinel, 2002, s.96). Risk sermayesi finansman modeli tam da bu anlamda girişimcilere destek sunabilir. Risk sermayesi modeli, yatırımı ve fikir yaratmayı temel aldığından, bu noktada girişimciler ile amaç bakımından bir yerde yolları kesişmektedir. Girişimci, öncelikle yatırım projesinden elde edilen gelirin konulan sermayeyi karşılamasını dahası sürekli bir gelir elde edilebilecek bir yatırım ortamını bekler ve kararlarını buna göre verir.

1.2.2 Fon Sağlayanlar

Bunlar, girişimcilerin finansmanında kullanılmak üzere, tasarruflarını risk sermayesi şirketinin çıkardığı katılma belgelerine yatıran kişi ve kuruluşlardır(Çımat ve Laçinel, 2002, s.95). Fon sağlama, bir nevi yatırım projesine destek olma veya ortak olma anlamına gelmektedir. Yeterli sermayeye sahip kişi veya kuruluşlar yapılacak olan yatırım projesine fonlama yaparak yatırım projesinin işlevselliğinin sağlanmasına katkıda bulunur. Risk sermayesinin temelinde yer alan finansman işlemi, yatırım projesine fon sağlayanlar sayesinde gerçekleşmiş olacaktır.

1.2.3 Risk Sermayesi Şirketi

Risk sermayesi şirketi ise işletmecilik ile ilgili riskleri girişimci ile beraber üstlenmiş konuma gelir. Risk sermayesi şirketi finansman desteği sağlamak istediği işletmenin hisse senetlerini satın almakta, bu işletmeye özkaynak sağlamış olur. Böylece esas olarak finansman sağlanan işletmeye ortak olunmaktadır(Uyar, 2006. s.38).

Sermaye sahipleri ile finansal kaynak arayışında olan fikir sahiplerini buluşturma, iki taraf arasında köprü olma ve yatırım projesine finansal destekte bulunma işlevleri risk sermayesi şirketleri tarafından yapılmaktadır. Risk sermayesi şirketleri bu anlayışla sermaye sahipleriyle

birlikte finansal kaynak arayışında olan fikir sahibine finansal destekte bulunarak kurulacak şirket için hisse senedi veya katılma belgesi sunarlar. Risk Sermayesi şirketi, sermaye sahibi ve fikir sahibi bu sayede ortak olabilmektedir. Böylece yatırım yapılmaya değer görülen yatırım projeleri bu yolla değerlendirilmiş olacaktır. Ayrıca birçok sektörde rekabet sağlanmış olacak, teknolojik gelişme gerçekleşecek ve birden çok sektörü etkileyen yenilikler yapılabilecektir. Birçok alanda meydana gelecek olumlu gelişmeler ülke ekonomilerinin gelişmesi açısından da itici bir güç meydana getirecektir.

1.3 Risk Sermayesi Finansman Modelindeki Tarihsel Süreçler

Risk Sermayesinin tarihi, oldukça eski zamanlara kadar uzanmaktadır. Kurumsallaşmamış ilk örnekler Roma ve Asurlarda görülmüştür. Risk sermayesi benzeri yatırımlar Osmanlı İmparatorluğu döneminde İslam İş Ortaklıklarında ortaya çıkmıştır(İşeri, 2001, s.35). Risk Sermayesi Finansman Yönteminin ilham kaynağının İslam Ülkeleri uygulamasındaki "mudaraba" ve "muşaraka" olduğu yönünde görüşler ortaya konulmuştur. Mudaraba; bir tarafın emek, bilgi ve tecrübe diğer tarafın sadece sermaye koyarak yürüttükleri bir faaliyet türüdür. Elde edilen kar aralarında yaptıkları anlaşma çerçevesinde paylaşılır. Muşaraka ortaklığında ise hem sermaye koymak hem de yönetime katılmak söz konusudur. Kar yine taraflar arasındaki anlaşma çerçevesinde paylaşılır(Çonkar, 2007, s.2). İslam bankacılığının temel felsefesini oluşturan diğer bir finansman biçimi ise "Murabaha"dır. Sermayedar, sermaye sıkıntısı çeken bir kişinin ihtiyaç duyduğu malı alır ve bir miktar kar ekleyerek yine aynı kişiye satar. Bu tür finansman günümüzdeki uygulaması ile daha çok finansal kiralama veya leasing uygulamalarına benzemektedir(İşeri, 2001, s.35). Mudaraba, muşaraka ve murabaha kavramları faizsiz bankacılığı uygulayan İslami bankacılık anlayışının unsurlarıdır.

Orta çağda "tractator" adı verilen ve zengin tüccarlarca desteklenen gemi kaptanları, bu sistemin uygulayıcıları olmuştur. O tarihte "stan" adı verilen zenginler (oturan kişi anlamında) sefere çıkan kaptanlara para desteği sağlarlardı. Bunların hisselerine 24 kırat elmasdan esinlenerek –karat- adı verilmekteydi. Stan'lar Londra, Lizbon, Paris, Madrid gibi şehirlerde oturur, Uzakdoğu ve Hindistan seferleri sayesinde yatırdıkları sermayeden kat kat fazla kar sağlarlardı. İyi kaptanların geri dönmeme riski daha az olduğundan, bu kaptanlarla çalışmak için yapılan mücadeleler ise zamanın ilk elegeçirme savaşlarıydı(Tuncel, 2000, s.1).

Risk Sermayesi farklı yapılarla farklı alanlarda günümüze kadar uygulanmıştır. Bu yöntemin günümüze ulaşabilen yansımalarına bir örnek de Ege Bölgesinde, tütün yetiştiren çiftçiler (ortakçı) tarafından kullanılan Ortakçılık sistemidir. Kreditör sene başında, ortakçıya

sermaye ve toprak vermekte, sene sonunda tüm masraflar çıktıktan sonra kar, sene başında anlaşıldığı şekilde kreditör ve ortakçı arasında bölüşülmektedir. Bu sistemde ortakçı bilgisini, kreditör (toprak ağası) parasını koymaktadır, anlaşmanın riski de ürünün kuraklığa ya da bir felakete kurban gitmesidir(Tuncel, 2000, s.2).

Bugünkü anlamda risk sermayesi uygulamasının ilk adımı 1946 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde George Doriot tarafından atıldı. Birçok girişimcinin teminat, anapara ve faiz ödeme konusundaki sıkıntılarının çözümüne yönelik ilk risk sermayesi uygulaması, Doriot'un Amerikan Araştırma ve Kalkınma Şirketi aracılığıyla başlatıldı(Çonkar, 2007, s.2).

Gelişmiş ülkelerde hızlı sanayileşme sonucu oluşan büyük sermaye birikimi aşağıda belirtilen aşamaları izleyerek gelişmekte olan ülkelere aktarılmıştır(Zaimoğlu, 2001, s.8):

i) 1900-1950 yılları arasında, gelişmiş bazı ülkeler ellerinde biriken fazla sermayeyi, daha çok kendi ürünleri için pazar oluşturmak amacıyla veya salt politik amaçlarla, gelişmekte olan ülkelere faiz karşılığı kredi, yardım veya bağış olarak kullandırmışlardır.

ii) 1950'den sonra gelişmiş ülkeler teknoloji yarışına hız vermiş, AR-GE / GSMH oranı artış göstermiş ve böylece faiz karşılığı borç vermek yerine teknolojiyi gelişmekte olan ülkelere satmak tercih edilmiş, teknoloji geliştirme masraflarının bir bölümünün bu şekilde geri dönmesi amaçlanmıştır.

iii) Üçüncü aşama, 1980'li yılların başından bu yana gelişen uluslararası risk sermayesi aşamasıdır. Uluslararası teknoloji yarışında teknolojinin hızla değiştiği bu aşamada, teknoloji maliyetinin (ar-ge) ülke / firma üstünde kalmaması için, gelişmiş ülkeler teknoloji geliştirmeyi kendileri finanse etmek yerine, yeni fikir, buluş veya teknolojilere yatırım yapmayı tercih etmeye başlamışlardır.

1.4 Risk Sermayesinin Özellikleri

Risk sermayesi kavramı finans literatüründe yenidir ve gelişim aşamasındadır. Risk sermayesi, firmaların başlangıç ve riskli dönemlerinde başvurdukları bir finansman yöntemidir. Ancak çeşitli ülkelerde faaliyette bulunan risk sermayesi endüstrileri arasında ekonomik, sosyal, kültürel, yapısal ve finansal farklılıklardan doğan önemli ayrılıklar mevcuttur. Daha önce belirtildiği gibi risk sermayesi "yüksek gelir arayan fakat aynı zamanda yüksek riski de göze alabilen sermayedir". Ancak getirisi ve riski yüksek her yatırım "Risk sermayesi" olarak tanımlanamaz. Zira risk sermayesi; gelişme potansiyeli büyük olan küçük

ve orta büyüklükteki firmaların oluşması ve faaliyet sürdürmeleri için yapılan yatırımdır(Zaimoğlu, 2001, s.4). Buradan anlaşılacağı üzere risk sermayesi; gelişme potansiyeli büyük olan küçük ve orta büyüklükteki firmaların devamlılığı, dahası ilerleyen aşamalarda yatırım yapabileceği bir noktaya gelebilmesi açısından fırsat olabilecek bir finansman modelidir. Bu fırsatı olumlu yönde değerlendiren firmaların sektörde tutunabilmesi ve bankalar gözünde kredibilitesini artırabilmesi ise olumlu bir gelişmedir. Küçük ve orta büyüklükteki firmaların sağlayacağı bu başarılarla elde edilen toplam gelir daha düşük gelir grubuna dağılabilecek, oluşabilecek yeni fırsatlarla tüketim gerçekleşecek, gelir dağılımı dengesizliği giderilecek ve bu sayede de ülkedeki refah düzeyi artabilecektir.

Risk Sermayesi finansman yöntemi temelde bir ortaklığa dayanmaktadır. Ortaklığın bir tarafında bilimsel gelişmeleri izleyen, bunları uygulanabilir teknolojilere dönüştürerek satılabilir mallar üreteceği inancına ulaşan gerçek anlamda girişimciler yer alır. Diğer tarafta ise, bu girişimcilerin fikirlerini inceleyerek başarılı yatırımlara dönüşebileceği kararına varan, bu sebeple onları finanse eden yatırımcılar yer alır. Arada ise bir finansal aracı türü olarak risk sermayesi şirketi yer alır(Çonkar, 2007, s.5). Bütün bu kişi ve kuruluşlar yatırım yapılmaya değer bir proje etrafında birleşirler. Her bir ortağın üstlendiği sorumluluklar sonucunda hiç düşünülmemiş önemli bir teknolojik ürün ortaya çıkabilir. Elde edilen teknolojik ürünler, üretildiği ülkelerde, farklı sektörlerde önemli bir sıçrama yapma olanağı sağlayabilir.

Burada, yukarıda yaptığımız kısa tanıtımdan hareketle risk sermayesi finansman yönteminin başlıca özelliklerini ortaya koymak istiyoruz. Bu özellikleri şöyle sıralayabiliriz(Çonkar, 2007, s.7-12):

1. Risk sermayesi biçiminde finansman sağlama, hisse senedi veya hisse senedi benzeri araçlar yoluyla gerçekleştirilmektedir. Böylece esas itibariyle finansman sağlanan işletmeye ortak olunmaktadır. Bunun sonucu olarak girişimciye sağlanan fonun geri dönmesini garantiye almasına yönelik, banka kredilerindeki güvenceler benzeri tedbirler almaya imkan yoktur. Kısacası risk sermayesi şirketi, işletmecilikle ilgili riskleri girişimciyle birlikte üstlenmiştir(Çonkar, 2007, s.7-8). Bu durumu biraz irdelersek, yatırım sonucunda ortaya çıkan işletmenin alacak ve borçları da birlikte üstlenilmiş olur. Bu işletmenin piyasaya dair yükümlülükleri, ortak bir amaç etrafında birleşerek alınabilecek stratejik kararlarla sağlanmış olur. İşletmeye katkısı en çok olan ortak, daha çok söz sahibi olabilir. İşletmenin rekabette üstün olabilmesi için ortaklar arasında alınabilecek rasyonel kararlar işletmenin geleceğini ilgilendirebilir.

Bu kapsamda yaratıcı olan ve işletmeye en yüksek katma değer sağlayan fikirlerin değerlendirilmesi kaçınılmaz olacaktır.

2. Risk sermayesi şirketinin yatırımı borsaya kayıtlı olmayan şirketlere yönelik bir özsermaye aktarımıdır. Borsaya kote olmuş bir şirketin hisse senetleri borsada alınıp satılabilirken, borsaya kayıtlı olmayan bir şirketin hisse senetleri bu imkana sahip değildir. Hisse senetleri borsada işlem gören bir şirket, ülkedeki yetkili kurumlara finansal durumu ve fiziksel değişikliklerle ilgili olarak düzenli raporlar sunmak zorundadır. Böylece söz konusu şirketlerle ilgili olarak önemli ölçüde bilgi birikimi oluşur. Buna karşılık hisse senetleri borsada işlem görmeyen şirketlerle ilgili olarak böyle bir bilgi birikimi söz konusu değildir(Çonkar, 2007, s.8). Risk sermayesi şirketi borsaya kote olmuş bir şirketin yukarıda bahsedilen imkanlarına sahip değildir. Risk sermayesi şirketi, yeni kurulma aşamasında olan ve yeterli sermayeye sahip olmayan şirketleri finanse etmesi sebebiyle borsaya kote olmuş bir şirket gibi yukarıda bahsedilen yükümlülüklere sahip değildir. Kısacası risk sermayesi şirketinin portföyünde bulunan şirket, yeteri kadar kurumsallaşmamıştır. Bunun için uzunca bir zaman ve gerekli prosedürler vardır.
3. Risk sermayesi finansman yönteminin doğması ve gelişmesine yol açan ana nedenlerden biri, bankalar ve diğer mali aracı kuruluşların küçük ve orta boy işletmelere yeterli ve uygun koşullarda fon sağlayamamasıdır. Bu yolla hem geleneksel hisse senedi piyasasında özkaynak biçiminde, hem de bankalardan yabancı kaynak biçiminde fon sağlama imkanı olmayan küçük ve orta boy işletmeler, finansman kaynağı bulma imkanına kavuşmuş olurlar. Çünkü bu tür firmalar, üretken ve dinamik yapılarına rağmen, mal varlıklarının ve verebilecekleri güvencelerin yetersizliği dolayısıyla gelecek vadeden projelerine bile bankalardan fon temin edememektedirler. Halbuki bu finansman yönteminde sermaye katkısı sağlayan finansör, hiçbir garanti, kefalet veya ipotek aramamaktadır. Risk sermayesi şirketinin aradığı garanti, girişimcilerin yetenekleri ve katkıda bulunduğu projenin başarı kazanarak işletme değerinin artışı sonunda elde edilmesi umulan sermaye kazancıdır(Çonkar, 2007, s.8). Buradan anlaşılacağı üzere risk sermayesi finansman modeli, yatırım projesinin işler hale gelmesi için küçük ve orta boy işletmeler lehine önemli kazanımlar sağlayabilir. Fikir sahibinin ortaya koyacağı yatırım önerisi sermaye sahipleri açısından yatırım yapılmaya değer olmalıdır. Bankalar ve diğer mali aracı kuruluşların bu tür yatırım pojelerine yatırım yapmayarak kendilerini koruma isteği bu tür kuruluşların önemli miktarda gelir elde etmesini önleyebilir. Herhangi bir fikir veya buluşa, maddi veya manevi yapılabilecek önemli katkılar fikir sahiplerini bir

şey üretme hususunda teşvik edebilir. “Kamu yararı” ilkesi gereği devletin bu tür fikirlere ve bu amaçla yapılan yatırımlara destek sağlaması önemlidir.

4. Bir başka özellik ise sağlanan finansman desteğinin uzun vadeli olmasıdır(Çonkar, 2007, s.9). Risk sermayesi finansman modeline göre yeni kurulan işletme başlangıç ve sonraki aşamalarda birçok şeye ihtiyaç duyacaktır. İşletmenin ihtiyaçlarını elde etmesi, devamlılığını sağlayabilmesi ve sürdürülebilir bir gelir elde edebilmesi için uzun bir süreç vardır. Bu süreçte risk sermayesi şirketlerinden finansal kaynak sağlanarak her türlü ihtiyaç elde edilebilir.
5. Bu finansman yöntemi, isminden de belli olduğu gibi yatırımcıların üstlendiği riskin yüksek olduğu bir yöntemdir. Fakat uygulamada yatırımın direkt biçimde değil, risk sermayesi şirketi aracılığıyla yapılması ve bu şirketin alacağı bazı tedbirler, yeni kurulan bir şirkete doğrudan yatırım yapma durumuna göre yatırımcının riskini azaltacaktır(Çonkar, 2007, s.9-10). Her şeyden önce risk sermayesi şirketi, yatırım projelerinin değerlendirilmesi konusunda yeterli bilgi ve tecrübeye sahip uzmanlar çalıştırmaktadır. Bu uzmanlar, finansman desteği için müracaat edecek olan girişimcilerin projelerini titizlikle inceler ve değerlendirir. Böylece tek tek yatırımcıların yeni bir projeye katılmasına göre tedbirli davranılmış olur ve risk düşürülmüş olur(Çonkar, 2007, s.10). Risk sermayesi finansman modelinde riskin düşürülmesi istenen bir durumdur. Bu yolla yatırım projesinin değerlendirilmesi sağlanmış ve belirsizlikler giderilmiş olur. Risk sermayesi şirketinin riski üstlenmesi, yatırım projesinin başarıya ulaşmasını ve uzun süre devam etmesini destekler niteliktedir.
6. Risk sermayesi şirketi pasif bir ortak değildir. Girişimin sermayesine katılıp, bir kenara çekilerek işletmenin gelişmesini ve hisse senetlerinin gelir kazanmasını beklemez. Gerektiği ölçüde ve aşamada işletmeye yönetsel ve teknik danışmanlık sağlar. Gerekirse fizibilite çalışmalarına ve işletmelerin örgütlenmesine destek verir, işletme çalışmaya başladıktan sonra da üretim, pazarlama, finans gibi temel işlevlerin başarılı bir biçimde yönetilmesine katkıda bulunur. Yönlendirme ve yardım biçimindeki bu aktif rol, risk sermayesi finansmanının en dikkat çekici özelliği sayılabilir(Çonkar, 2007, s.10-11). Görüldüğü üzere risk sermayesi şirketi, yatırım projesinin her aşamasında bulunabilir ve bu sayede eksiklikler giderilmeye çalışılabilir. Yatırım projesinin iyi işlemesi veya faaliyetlerini sürdürebilmesi, bu gibi destekler sonucunda gerçekleşir. Risk sermayesi şirketinde ve kurulacak işletmede birlikte çalışanlar, üstlendikleri sorumlulukları yerine getirerek işletmeye başarı kazandırabilirler. Risk sermayesi şirketinin yönlendirme ve yardım faaliyetlerini

yaparken kurulacak işletmede çalışanlar ile uyum içinde olması gerekir. Alınacak kararlarda benzer bir anlayışa sahip olmak önemlidir.

7. Risk sermayesi finansmanı, işletmenin faaliyet döneminde otofinansman imkanlarını daraltmaz(Çonkar, 2007, s.12). Risk sermayesi finansmanı yaparken, başlangıç aşamasında, kurulacak işletmenin ihtiyaç duyduğu sermaye oldukça fazladır. Bu aşamada ihtiyaç duyulan sermayenin elde edilmesi sonucunda diğer aşamalara geçilebilir. İşletme, faaliyet döneminde başlangıç aşamasına göre daha az sermayeye ihtiyaç duyar. İşletmenin faaliyet döneminde olması sebebiyle elde ettiği avantaj sonucu işletmenin kendi kendini finanse etmesi sağlanmış olur. İşletmenin elde ettiği avantaj, sermaye hareketliliğinde bir daralma olmamasıdır. Bilindiği üzere, işletmenin sürdürülebilir kar elde edeceği süreye kadar sermaye aktarımına ihtiyaç duyması kaçınılmazdır.

1.5 Risk Sermayesinin Tipleri

1.5.1 Bağımsız Ortaklı Risk Sermayesi

Yatırımcılar (Sınırlı Ortaklar), tasarruflarını, yüksek getiri beklentisiyle risk sermayesi şirketinin çıkardığı katılım paylarına yatıranlardır. Risk sermayesi şirketi (Genel Ortaklar) ise; tasarrufçulardan katılım belgesi satarak elde ettikleri kaynaklarla fon oluşturarak, bu fonları kendilerine başvuran girişimcilerden uygun bulduklarının hisse senetlerine yatırıp, onlara özkaynak biçiminde fon sağlayan kuruluşlardır(Çonkar, 2007, Çalışma özeti:s.6). Burada açıklanan sınırlı ortaklar ve genel ortaklar kavramları diğer paragrafta bize bir fikir vermesi açısından önemlidir.

Bağımsız ortaklı risk sermayesi, Birleşik Devletlerdeki en yaygın risk sermayesi tipi olarak bağışlardan, kurumlardan, emeklilik planlarından ve kişisel zenginliklerden artırılmış anapara yatırımı yapan bağımsız bir yatırım şirketi tipidir. Bu gibi risk sermayeleri, genel ortağın rolünü yönetmeyi üstlenen risk sermayesi yöneticileri ve sınırlı ortağın pasif rolünü üstlenen yatırımcıları sınırlı ortaklıklar olarak organize eder. Tipik olarak, her bir fon birtakım risk sermayesi yatırımlarını kapsayacaktır. Amaç, bir başlangıç şirketindeki her bir yatırım üzerine finansal geri dönüşü maksimize etmektir. Genel ortaklar, hem (tipik olarak fon karlarının 20%'si) gerçekleşen faizden hem de risk sermayesinin gelecek fonlarına anapara sunması için yatırım yapma amacıyla yer arayanları ikna etme ihtiyacından bu amacı gerçekleştirmek için güçlü maddi isteklere sahiptirler. Bottazzi, Da Rin ve Hellmann şunu gösterir; bağımsız ortaklı risk sermayeleri, portföy şirketleriyle daha sık olarak birbirlerini etkiler ve yaşça büyük yönetim üyelerini toplamaya, kurul için dışarıdaki direktörleri kiralamaya, gelecekteki

finansmanı elde etmek için şirkete yardım etmeye daha fazla tabi kılınır. Önemli olarak, bu gibi aktiviteler, girişim destekli bir şirketin başarısının olanaklılığını artırmak için yapılır(Bengtsson ve Wang, 2010, s.1369-1370).

Risk sermayesi şirketlerinin öncelikli isteği maddi kazanç elde etmektir. Bu yolda risk sermayesi yöneticilerinin yatırımcılardan (yani sınırlı ortaklardan) elde ettikleri maddi destekler yatırımın geleceği için önemlidir. Çünkü risk sermayesi şirketinin devamlılığı ve yatırım yapabilmesi bu koşulda mevcuttur. Burada değinilmesi gereken bir başka hususta girişim destekli şirketin başarılı bir şekilde yoluna devam edebilmesidir. Girişim destekli şirketin başarılı olması, o şirketin ortaklarına maddi açıdan destek sunabilecektir. Görüleceği üzere burada ortaklar için en önemli hususlardan biri kar elde etme; diğeri ise girişim destekli şirketin faaliyetlerini sürdürebilmedir (yani başarılı olmasıdır).

1.5.2 Kurumsal Risk Sermayeler

Diğer önemli risk sermayesi tipi, finansal olmayan kurumların yardımcıları olan kurumsal risk sermayesidir. Bağımsız ortaklı risk sermayeleriyle karşılaştırıldığı zaman, kurumsal risk sermayeleri sadece yatırımlar üzerine iyi finansal geri dönüşleri aramak değil; aynı zamanda portföy şirketleri arasındaki stratejik uygunluğu ve onların kurumsal ortaklığını dikkate alır. Kurumsal risk sermayesi programlarının ana firmalara yararları üzerine 2 çalışmada, Dushnitsky ve Lenox, bu gibi stratejik tamamlayıcıların kanıtını buldu. Bir kurumsal risk sermayesinin başlaması patent alan firmadaki bir artışla ilişkilendirilir. Finansal kazançlara ek olarak, bir kurumsal risk sermayesi gelişime tesir ederek ve sermayedeki pay arasına tamamlayıcı yeni teknoloji içine anlayış kazandırarak değer kazandırır. Bunun yanında kurumsal risk sermayesi yöneticilerinin tazminatı tipik olarak gerçekleşen faiz ödemeleri biçimini almaz, fakat yıllık maaşının biri ve performansa dayanan bonuslardır(Bengtsson ve Wang, 2010, s.1370). Kurumsal risk sermayeleri maddi kaynaklar açısından büyük bir potansiyele sahiptir. Bu tip risk sermayeleri sağlam bir temelde ve anlayışta kurulmuştur. Yatırımcıların bu tip bir risk sermayesi modelinde yatırım yapma olanakları daha geniştir. Bir başka hususta yatırımcılarda oluşabilecek güven hissidir. Bu tip büyük hacimli ve kurumsal yapıya sahip şirketlerin hesap verebilme olanakları daha geniş olduğundan yatırımcılarda oluşabilecek güven hissi daha çabuk tatmin edilir. Ayrıca bu tipteki risk sermayesi şirketlerinin yatırım yapma olanakları ve bu yolla teknolojik alan gibi büyük sermaye gerektirebilecek alanlara yönelme imkanları diğer tiplere göre avantaj getirebilecek bir unsurdur. Bu tipte bir risk sermayesi modelinde çalışan yöneticilerin elde ettikleri kazanç da

önemli diğer bir husustur. Yöneticilerin bilgili ve tecrübeli olması kazançtan elde edilen payın o oranda artmasına sebep olabilir.

Chemmanur ve Loutskina şuna karar verir; kurumsal risk sermayeleri daha genç ve riskli başlangıç şirketlerine önemli miktarlarda yatırım yapar ve bağımsız risk sermayelerinden, finansal pazar oyuncularından ve halka arz yatırımcılarından bu gibi şirketlerin sonraki yatırımlarıyla daha iyi değer elde etmesine yardımcı olur. Benzer bulgular, kurumsal risk sermayeleri tarafından desteklenmiş şirketlerin başka risk sermayesi tipleri tarafından desteklenmiş şirketlerinden daha yüksek halka arza ve satın alma değerlerine sahip olduğunu rapor eden Ivanov ve Xie tarafından sunulur. Bununla birlikte, daha yüksek değerler sadece ana kurumsal risk sermayesiyle stratejik bir uyuma sahip olan başlangıç şirketlerine verilir(Bengtsson ve Wang, 2010, s.1370). Başlangıç aşamasındaki şirket, en çok sermayeye ihtiyaç duyan şirkettir. Kurumsal risk sermayeleri bu aşamada devreye girerek yatırımın başlamasına önemli ölçüde katkılar verebilecektir. Kurumsal risk sermayelerinin diğer risk sermayesi tiplerine göre yatırıma daha fazla yardım sağlayacağı açıktır. Kurumsal risk sermayelerinin sahip olduğu değerler yapılan yardımın ölçüsü hakkında bize bir fikir verebilir. Ayrıca risk sermayesi şirketinin uymak zorunda olduğu prosedürler de şirketin yapabilecekleri hususunda bize bilgi verir.

1.5.3 Finansal Risk Sermayeleri

Başka risk sermayesi tipi, bir bankayla, sigorta şirketiyle veya başka tip finansal kurumlarla bağı olan finansal risk sermayesidir. Bank of America Capital Investors ve Fidelity Ventures finansal risk sermayesinin örnekleridir. Kurumsal risk sermayelerine benzer olarak, finansal risk sermayeleri yatırımları için sadece finansal geri dönüşleri maksimize etmekten başka diğer güdülere sahiptirler. Hellmann, Lindsey ve Puri şunu gösterir; bir bankaya üye olmuş finansal bir risk sermayesinden finansman alan şirketler muhtemel olarak daha sonra aynı kuruluştan borç finansmanı almaktadır. Yazarlar şuna işaret eder; bunun gibi ilişkisel borç finansmanı, daha düşük faiz oranlarında finansal risk sermayelerinin kaynağından borçlar elde edebildiği için şirketlere yararlıdır. Bununla birlikte, risk sermayesi olarak finansal kaynağın işiyle ilgili olan stratejik yatırımları yaparsa; finansal şirketler, aynı zamanda risk sermayesi yan kuruluşlarına sahip olabilir(Bengtsson ve Wang, 2010, s.1370). Görüleceği üzere; finansal risk sermayeleri ile şirketler, borçlarının finansmanını sağlayarak uygun faiz oranlarıyla risk sermayesi yatırımları yapılabilmektedirler. Finansal risk sermayesi şirketleri bunun karşılığında risk sermayesi yan kuruluşlarına sahip olabilirler. Burada önemli olan şey, yatırım projesinin son aşamaya gelebilmesini sağlayacak koşulları hazırlamaktır.

Banka, sigorta şirketi ve diğer finansal kurumlar şirketlere yaptıkları finansal kaynak destekleriyle bu işten karşılıklı çıkar elde etme olanağına sahip olabilirler. Burada önemli olan şey ise; yatırım projesinin başarısıdır. Finansal kurumların elde edeceği bu başarı, piyasada işlerliğin sağlanması, şirketlerin yaşamını sürdürebilmesi kısacası ekonominin krize sürüklenmemesi için hayati derecede önemlidir.

1.5.4 Devlet Risk Sermayeleri

Brander, Egan ve Hellmann'ın bahsettiği gibi, hükümetin çeşitli kollarıyla bağlanmış risk sermayeleri, bir mahrumiyet bölgesindeki istihdam gibi başka kamu politikası amaçlarını izlemeyi, yeniliği ve girişimciliği ilerletmeyi kapsayarak, finansal geri dönüşlerin ötesinde çok sayıda farklı amaçlara sahiptir. Lerner, ABD'deki en büyük hükümet risk sermayesi programı olan Küçük İşletme Yenilik Araştırma (KİYA) programını çalışmaktadır. Lerner'ın analizleri şunu gösterir; KİYA risk sermayeleri tarafından desteklenmiş şirketler daha hızlı büyümeyi deneyimler ve başka risk sermayesi tiplerinden sonraki finansmanı almaları daha muhtemeldir. Bununla birlikte, Kanada'da göreceli büyük hükümet, risk sermayesi programının rolünü üstlendiğinde, Cumming ve MacIntosh ve Brander, Egan ve Hellmann şu sonuca varır; bu risk sermayesi tipi tarafından yapılan yatırımlar, başka risk sermayesi tipleri tarafından yapılan yatırımlardan daha az değer yaratma ile ilişkilendirilirler(Bengtsson ve Wang, 2010, s.1370-1371). Devletin bu tip risk sermayesi yatırımları daha çok "kamu yararı" ilkesine göredir. Bu kapsamda devlet, vatandaşları için vatandaşların elde edebilecekleri maksimum faydayı sağlamak ister. Bu amaçla yukarıda da bahsedildiği üzere devlet, yeniliği ve girişimciliği teşvik edebilir. Ayrıca devlet, yatırım için uygun ortamı sağlamak ve istihdam yaratmak amacında olabilir. Bu amaçların gerçekleşmesi için, devletin risk sermayesi finansman modeline göre başlangıç aşamasında olan bir şirkete yaptığı finansal katkı büyük olabilmektedir. Bu sayede her türlü finansal katkı elde eden şirket, daha çabuk büyüyebilmektedir. Bütün bunlar için devletin elde ettiği finansal kazançlar ise devlet tarafından gözardı edilmektedir. Burada temel amaç, vatandaşların ekonomik kazançlar veya yararlar elde etmesidir.

1.6 Risk Sermayesinin Politikası

Risk sermayesinin analizi için finansal perspektif ve risk sermayesi politikası finans literatüründe ortaya çıktı. Risk sermayesi politikası, risk sermayesi üzerine para havuzu olarak, karmaşık sözleşmelerin bir bağı olarak; var olan risk sermayesi organizasyonlarının operasyonu üzerine ve bir dereceye kadar var olan risk sermayesi pazarlarının operasyonu üzerine odaklanır. Onun politika tavsiyesi, bir amaç için para toplama ve yatırıma dönük

teşviklerle ilgilidir(Rosiello, Avnimelech ve Teubal, 2011, s.170). Belirtildiği gibi risk sermayesi, toplanan sermayelerin para havuzu oluşturularak yatırıma dönüştürülmesi ve bunun için gerekli olabilecek işlemleri veya operasyonları kapsayabilir.

Lerner şunu açıklar; risk sermayesi, subjektif risk, bilgi asimetrileri ve yüksek risk tarafından karakterize edilen, özsermaye yatırımcıları ve girişimci girişimler arasında olan ilişkideki bir karmaşık sözleşme sorununu çözen aracılığın bir formunu oluşturur(Rosiello, Avnimelech ve Teubal, 2011, s.170). Buradan anlaşılacağı üzere; risk sermayesi, çok farklı ilişkiler gerektiren karmaşık bir yatırım modelidir. Bu yatırım modelinde alınabilecek riskler veya katlanılabilecek risk düzeyi kişiden kişiye değişebilmektedir. Ayrıca alınabilecek risk düzeyine göre girişimcilerin bu duruma karşı sahip olduğu bilgi düzeyi de yatırım için farklı sonuçlara yol açabilir. Bu sebeple girişimcilerin sahip olduğu bilgi seviyesi yatırımın geleceğini etkileyebilir. Burada önemli diğer bir husus, yatırımın hangi tür finansal araçlarla ne yeterlilikte yapılacağıdır. Özsermaye yatırımları veya girişimcilerin kendi koyacakları sermaye ile yapılan yatırımlardan elde edilecek maddi kazançlar sonucu ortakların faydalanması sağlanabilir. Finansal araçların çeşidinin veya yeterliliğinin bu şekilde değerlendirilmesi yatırım projesi için önemlidir. Sözü edilen bu hususlar bir sözleşme ile geçerlilik kazanabilir. Risk sermayesi politikasına uygun olarak yapılan sözleşme ile belirtilen hususlar ortaklar tarafından ortak yarar elde etme anlayışına göre olabilir. Bununla birlikte ortaklar arasında herhangi bir olabilecek anlaşmazlık yatırım projesine zarar verebilir. Bütün bu karmaşık ilişkiler aşılarak yatırım amacıyla toplanan paranın yatırıma dönüşmesi ise temel amaçtır.

1.7 Risk Sermayesi Finansman Modelinin İşleyişi

Yöntemin işleyişinde ilk aşama risk sermayesi şirketinin çeşitli yatırımcılardan katılım belgesi karşılığında uzun vadeli fon temin etmesidir. Bu fonlar karşılığında ne faiz, ne de kar payı biçiminde bir yükümlülük altına girilmez. Burada bir fon kullanım sözleşmesi sözkonusu olmaktadır. Bu sözleşmede; fonun kullanım süresi, fonun yönetilmesi karşılığında risk sermayesi şirketinin alacağı komisyon ve fonların yatırıldığı girişimcilere ait hisse senetlerinin, girişimin belli bir değere ulaşması sonunda satılması sonucu elde edilen sermaye kazancının nasıl paylaşılacağı belirlenir(Çonkar, 2007, s.18). Risk sermayesi finansman modelinin işleyişinde katılım belgesi karşılığında uzun vadeli fon toplayan risk sermayesi şirketi yatırım yapabilmektedir. Ancak elde edilen fonun değerlendirilmesi bakımından birtakım prosedürlere göre hareket edilmesi zorunlu hale gelmiştir. Karşılıklı çıkar elde etme anlayışına dayanan bu zorunluluk sonucu tarafların önceden belirlemiş olduğu kurallar gereği

bir yol haritası ortaya çıkacaktır. Bu sayede taraflar, faiz veya kar dışında önceden kararlaştırılmış şekilde belirli kazançlar elde edebileceklerdir.

Risk sermaye şirketi müşterilerden gelen talep doğrultusunda yatırım fonu oluşturabilir. Genelde fondan çıkışlar belli süre ile sınırlandırılır. Bu tür fonlara belirli süreli fonlar adı verilir. Ancak bazı risk sermayesi şirketlerinde fonun kullanım süresi belirli değildir. Bu durumda açık süreli fonlar sözkonusudur. Genelde fondan çıkış belirli bir süreyle sınırlandırıldığı için, risk sermayesi şirketi riski ve zamanı göz önüne alarak yatırım portföyü oluşturur(İşeri, 2001, s.18). Risk sermayesi şirketi, yatırım fonundan umduğu kazancı elde ettikten sonra fondan çıkmak isteyebilmektedir. Risk sermayesi şirketinin öncelikli amacı koyduğu sermayenin geri dönmesi hatta gelir getirmesidir. Risk sermayesi şirketi, politikası gereği yatırım fonunun riskli hale gelip gelmediğini ve yatırım fonunu satmak için uygun koşulların oluşup oluşmadığını gözetmesi gerekir. Bu durumda gerekli olabilecek stratejiler üreten yöneticilerin risk sermayesi şirketince istihdam edilmesi önemlidir. Büyük olasılıkla, risk sermayesi şirketi yöneticilerinin gözünde portföydeki şirketlerin istikrarlı ve yüksek kazançlar elde etmesi önem verilen bir husus olacaktır.

Genel olarak, bu tür risk sermayesi şirketleri limited şirket biçiminde kurulurlar. Dolayısıyla fon yönetiminde ortaya çıkabilecek sorunlara karşı kanun nazarında sorumlu kişiler limited şirketin kurucularıdır. Fon sahipleri ise ancak sahip oldukları fon oranında sorumlu tutulabilirler(İşeri, 2001, s.18). Ticaret kanununa göre limited şirketlerde ortakların sorumlulukları koydukları sermaye ile sınırlıdır. Yani şirketin kurucuları veya ortakları koydukları sermaye oranında sorumluluğa sahiplerdir. Risk sermayesi finansman modeline göre yatırım yapmak isteyen bir risk sermayesi şirketi, kanunun verdiği bu olanak sayesinde şirketin kuruluşu veya daha ileriki aşamalarındaki şirkete koyulan sermaye ile ortak olma vasfını yerine getirebilmektedir.

Risk sermayesi şirketleri, piyasadaki özgün, büyüme potansiyeli taşıyan, yeni yatırım fikirlerine sahip girişimcilerin başvurularını değerlendirir. Potansiyel girişimciler bu başvuruları iş planı adı verilen bir yatırım önerisi ile yaparlar(İşeri, 2001, s.18). Bu aşamada en çok gereksinim duyulan şey sermayedir. Bu kapsamda yeterli sermayesi olmayan ancak parlak bir fikre sahip girişimciler açısından risk sermayesi şirketleri bu amaçların gerçekleştirilebileceği bir fırsat sunabilmektedir. Risk sermayesi şirketinin yaratmış olacağı bu fırsat karşılıklı faydaya dönük bir yapıya dönüşebilmektedir.

Tutarlı bir iş planı, girişimcinin fikrini hayata geçirebilmesi için gereken ilk adımdır. Risk sermayesi şirketleri girişimcilerin neyi, nasıl yapacaklarını, nasıl kar edeceklerini, neden kendilerine yatırım yapılması gerektiğini iş planında görmek isterler ve iş planı olmayan bir şirket ya da girişimci dikkate değer bulunmaz. Risk sermayedarlarının iş planında görmek istedikleri diğer bir nokta, fikir ya da firmanın üç beş yıllık bir zaman süreci zarfında hangi konuma geleceği ile ilgilidir. Pazarlama, gelir-gider, nakit akışı gibi konular, belirli bir plan içinde anlatılmalıdır(İşeri, 2001, s.18). Burada anlatıldığı üzere fikir sahibi girişimcinin öncelikle başarılı bir iş planına sahip olması gerekir.

Risk sermayedarı, genel olarak risk sermayesi yatırımına finansal destek sağlayan kişi veya kuruluştur. Risk sermayedarını risk sermayesi şirketi üzerinden ele alırsak; girişimci, fikirlerini gerçekleştirebileceği sermayeyi risk sermayesi şirketinden alabilmek için risk sermayesi şirketini ikna etmesi gerekmektedir. Bu sebeple dikkat edilmesi gereken şey, iş planının gerçekçi olması gerekliliğidir. Risk sermayesi şirketinin yatırım projesine vereceği katkı, yatırım projesinin girişimci tarafından tahmin edilmiş gelecekteki durumuyla da ilişkilidir. Risk sermayesi şirketi, iş planında yer alan hususlardan veya gelecekte elde edilebilecek kazançtan tatmin olursa girişimcinin fikrine sermayesi ile destek verir.

1.8 Risk Sermayesi Finansman Aşamaları

Risk sermayesi finansman türlerini temel olarak dört ana başlık altında inceleyebilir, daha sonra gruplamayı detaylandırabiliriz. Bunlar(İşeri, 2001, s.43):

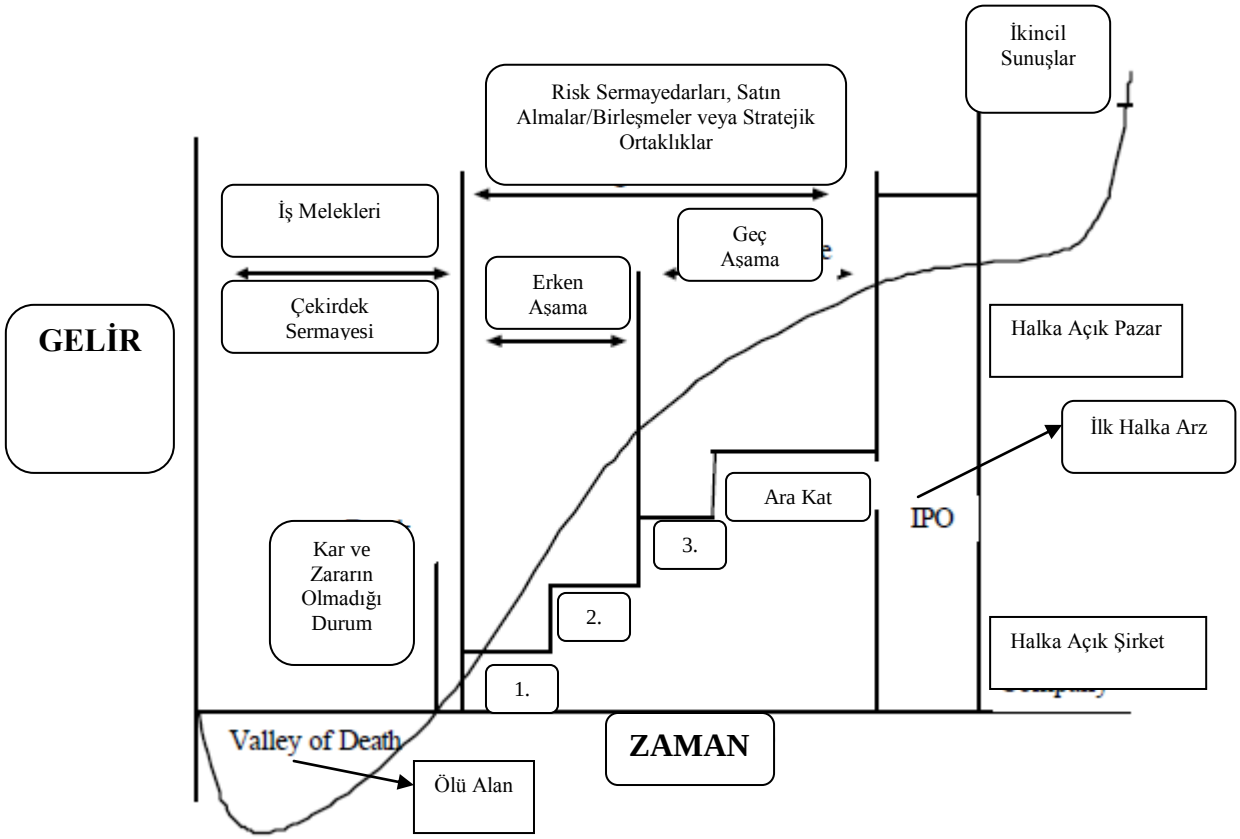
- Fikir aşamasındaki yatırımlar
- Başlangıç yatırımları
- Genişleme Yatırımları
- Yatırımdan Çıkış

Fikir aşamasındaki yatırımlar, yatırımcının projesinin ilk oluşum aşamalarını içerir. Fikir aşamasındaki bu yatırımlar risk sermayesi fonunun oluşturulması ile ilgili yatırımlardır. Fona taahhütte bulunacak sermayenin yeterli büyüklük ve vadede olması bu aşamadaki önemli sorunlardandır(İşeri, 2001, s.43). Girişimci, ihtiyaç duyduğu sermayeyi arama aşamasındadır. Bu aşamada; girişimci, kendisine yetecek sermaye ve sürede yatırım projesini gerçekleştirmek istemektedir. Bu sebeple; girişimci, risk sermayesi şirketini ikna edebilecek fikirlere sahip olmalıdır. Girişimci birey, bu sayede yatırım projesini hayata geçirebilecektir.

Başlangıç yatırımları ise fikir oluşması aşamasının ötesinde yatırımın başlamasını güden yatırımlardır. Risk sermayesinin en karmaşık, uzun ve emek isteyen aşaması yatırım yapılması aşamasıdır. Yatırım alanlarının seçimi, yönetim kadrolarının belirlenmesi, finans kaynaklarının tespiti, çalışmaların izlenme ve kontrolü hep bu aşamadadır(İşeri, 2001, s.43). Başlangıç yatırımları fikir aşamasından öte fikrin gerçekleşmesi için yapılacak gerekli çalışmalardır. Kurulacak işletmenin faaliyetlerini sürdürmesi için ihtiyaç duyulan unsulara dönük yatırım yapılmasıdır. Bu süreçte çeşitli sektörlerden çok sayıda kişiyle iletişim içinde olunması gerekir. Bu durum karmaşık yapılı bir ilişkiyi de beraberinde getirebilmektedir. Ayrıca işletmenin belirli bir düzen içerisinde ilerleyebilmesi, kalifiye eleman ve yapılar ile gerçekleşmiş olacaktır. Bu unsurların risk sermayesi şirketinin sahip olduğu şirkette mevcut olması başlangıç yatırımlarının temelini oluşturacaktır.

Genişleme yatırımları ya da gelişme ve büyümeyle ilgili yatırımlar ise risk sermayesi şirketi tarafından verilen yönetim desteğini, danışmanlık hizmetini içerir. Risk sermayedarı şirket tarafından, girişimci şirkete yapılan işletmecilik alanındaki bu yardımlar, daha detaylı olarak şirketin sağlıklı büyümesini sağlamak üzere işletme politika ve stratejileri, satış ve personel politikaları, tahmini finansal gelişmeler ve uluslararası ticari bağlantılarda aracılık hizmetini kapsar(İşeri, 2001, s.43). İşletmenin kurulması fikri hayata geçtikten ve gerekli altyapı çalışmaları tamamlandıktan sonra işletmenin rekabet edebilecek seviyeye gelebilmesi için birtakım kişilerden yardım alınması sürecidir. Bu süreçte işletme, kar maksimizasyonu yapmak istemektedir. Bunun için de finans, pazarlama, üretim veya yönetim organizasyon alanlarında strateji üretebilecek uzman kişilerden destek alınması gerekmektedir. Bu sebeple, bu aşamada, bu amaçla yapılan faaliyetler ve yatırımlar yer alır.

Son aşama ise yatırımlardan çıkış aşaması olup, girişimci şirketin ekonomik ve teknolojik gelişmesini tamamlaması, piyasada belli bir büyüklüğe ulaşması şarttır(İşeri, 2001, s.43). Risk sermayesi şirketi, belli büyüklüğe ulaşmış girişimci şirketi ekonomik ve teknolojik değerine göre satabilmektedir.



Şekil 1.1 Finansman Döngüsü

Kaynak: http://www.oecd.org/dataoecd/26/54/37256468.pdf(10.02.2012)

Yukarıdaki şekilde görüleceği üzere finansman döngüsünün nasıl işlediği gösterilmiştir. Buradan hareketle zamana göre gelir artışları aşama aşama gösterilmiştir. İlk olarak "Ölü Alan" diye tabir edilen bölgede şirket henüz kara geçememiş; yatırım maliyetleri ortaya çıkmıştır. İlk olarak finansal destekte bulunan iş melekleri sayesinde çekirdek sermaye elde edildikten ve kar ile zararın eşitlendiği noktadan sonra belirli bir bölgede karın oluştuğu söylenebilmektedir. 1. ve 2. katlarda erken aşama, 3. ve ara katta ise geç aşama olduğu görülmektedir. Görüleceği üzere ileriki katlara veya aşamalara gelindikçe elde edilen kar da o oranda artmaktadır. Erken ve geç aşama süresince risk sermayedarlarının şirkete ilgisi artmakta; satın almalar, birleşmeler veya stratejik ortaklıklar için fırsatlar oluşabilmektedir. Şirket, en hızlı büyümesini bu süreçte gösterecektir. Şirket büyüdükçe ilk halka arz için zemin hazırlanır. Halka açık şirketlerin değişik pazarlarda büyük miktarlarda hisse senedi satışı gerçekleştirmesi sonucunda ise elde edilen kar doruk noktasına ulaşır. Risk sermayesi finansman modelinin aşamaları aşağıda belirtilen başlıklarda daha detaylı olarak incelenecektir.

1.8.1 Çekirdek Sermayesi (Tohum Finansmanı) veya Ar-Ge Projesi Finansmanı

Bu yatırım aşamasında finanse edilen bir işletme değil, düşünce aşamasında olan yeni bir teknoloji veya yeni bir pazar yaklaşımına sahip olan girişimcidir. Bu yatırım aşamasında, piyasaya sunulmaya hazır bir ürün ve tam bir yönetim ekibi henüz yoktur. Hala Ar-Ge aşamasında bir ürün mevcuttur. Bu yatırımın çok riskli olması nedeniyle risk sermayedarları bu aşamayı finanse etmekten kaçınmakta veya %50'lere varan getiriler beklemektedir (Tuncel, 2000, s.53).

Tohum Finansmanı girişimciye ya da herhangi bir ürünü icat eden kişiye görüşünü ispat etmesi amacıyla verilir. Yatırımın geri dönüşü yaklaşık on ile on iki yıl sürer. Burada tohum kelimesinin kullanılması yatırımcının girişiminin hayat bulması, elle tutulur bir gerçeğe dönüşmesi aşamasını ifade etmek için kullanılmaktadır. Bu aşamada ortaya konan sermaye, fizibilite çalışmaları iş planı geliştirilmesi, ürün ve pazar araştırmalarında kullanılmaktadır. Projenin yapılabilirliği kesin değildir. Yapılan istatistikler, projelerin %70'inin tohum finansmanı aşamasında terk edildiğini göstermektedir(İşeri, 2001, s.43-44).

Girişimcinin risk sermayesinden yararlanabilmesi için öncelikle yatırım yapılmaya değer bir düşüncesinin olması gerekir. Girişimci, daha önce kimse tarafından düşünülmemiş ve yüksek karlar elde etmeyi umduğu bir yatırım projesine sahip olabilir. Bunun için ilk önce gereksinim duyduğu şey sermayedir. Ortada somut bir işletme olmasa da parlak bir fikre sahip girişimci, bir işletme kurabilecek ve işletmeyi ileriye taşıyabilecek kadar desteğe gereksinim duyar. Ortada somut bir fayda olmadan bu aşamadaki bir yatırım projesine destekte bulunmak ise elbette riskli bir iştir. Yatırım yapılmaya değer bir düşüncede öncelikle kar elde etme isteği vardır. Bu amaçla; gerekli olan şey: girişimcilerin ortak olabileceği bir yatırım projesinde, kurulacak bir işletmenin fonksiyonları olan finans, pazarlama ve araştırma geliştirme faaliyetlerinin ne ölçüde gerçekleştirilebileceği ve bunun tutarlılığının risk sermayedarları tarafından kabul görmesidir. İstatistiklere göre tam anlamıyla bir yatırım projesinin hayata geçmesi ise düşük oranda gerçekleşmektedir.

1.8.2 Başlangıç Sermayesi

Bu aşamada firma kurulmuştur. Teknolojik yenilik projelendirilmiş, gerekli yatırımlar, iş planları ve deneme üretimleri yapılmıştır. Başlangıç yatırımlarında şirketler ürün geliştirme ve temel pazarlama aşamalarını tamamlar. Ancak ürün hala ticari olarak satılma aşamasına gelmemiştir. Başka deyişle, prototipten gerçek üretim aşamasına doğru bir geçiş

yapılmaktadır(İşeri, 2001, s.44-45). Bu aşamada şirketin faaliyetlerini sürdürebilmesi için gerekli ortam ve altyapı hazırlanmaya çalışılmıştır.

Start-up (Başlangıç) aşaması risk sermayedarları tarafından en fazla yatırım yapılan aşamadır. Bu aşamada ihtiyaç duyulan başlangıç sermayesi girişimci şirketin ofis kiralaması, personel bulunması gibi hazırlıklar için kullanılır. Proje başarısı hala tartışmalıdır. Risk sermayedarı girişimciye kendi profesyonel bilgi ve tecrübesini aktarır(İşeri, 2001, s.45). Şirketin hukuki açıdan kurulma aşaması tamamlanırken, işletmenin faaliyetlerini sürdürmesi için gerekli olabilecek çok sayıda unsur maliyetlerin yükselmesine sebep olacaktır. Bu süreç maliyetin en yüksek olacağı süreçtir. Bu sebeple yüksek bir oranda risk mevcuttur. Çünkü bu süreçte henüz satış gerçekleşmemiş ve yatırım maliyetlerini telafi edecek kar elde edilmemiştir. İşletme, bu süreçte uyumlu bir koordinasyon ortamı yaratacak çalışanlara veya ortama sahip olmalıdır. Bütün bu unsurların elde edilmesine rağmen istenen fayda ise daha elde edilmemiştir.

1.8.3 Erken Aşama Finansmanı (Birinci Aşama Finansman)

Bu aşama, başlangıç sermayesi aşamasının bir uzantısıdır. Çok düşük ya da sıfır satış hasılatı sözkonusudur. Yatırım süresi genellikle dört ile altı yıl arasında değişir. Şirkete net nakit akışı henüz gerçekleşmemiştir. Ürün imajı ve satışlar yetersizdir. Bu noktada firmanın piyasadan gelen tepkilere göre üretim sistemini uyarlamaya ve pazarlama kanallarını artırmaya gereksinim vardır. Bu durumdaki firmaların klasik finansman araçlarından yararlanma imkanları da kısıtlı olduğundan, risk sermayesi en işlevsel finans aracı olarak karşımıza çıkmaktadır(İşeri, 2001, s.45). Yatırım projesi hukuki anlamda geçerliliğe kavuştuktan sonra veya başlangıç sermayesi sağlandıktan sonra şirket faaliyete başlamıştır. Bu süreçte şirketin başlangıç aşamasında olması sebebiyle istenen satış hasılatları ve düzenli bir gelir elde edilememiştir. Burada işletmenin fonksiyonu olan pazarlama faaliyetinin etkin bir şekilde çalışması istenmektedir. Diğer bir deyişle, ürünün doğru bir şekilde tanıtılması istenmektedir. Ayrıca tüketiciden gelen talepler doğrultusunda üretim süreçleri harekete geçirilmektedir.

Yatırım projesinin henüz istenen seviyede olmaması sebebiyle bankalar kredi vermek istememektedir. Bu nedenle, bütün bu işlevlerin hayata geçirilmesi için gerekli sermaye, risk sermayesi finansman modelinden faydalanılmasıyla elde edilir. Yatırıma ortak olan risk sermayedarları böylece yatırım projesini sahiplenebileceklerdir.

1.8.4 Geçit Finansmanı (İkinci Aşama Finansmanı)

Daha önce elde edilen birinci devre finansmanı bu aşamada talepteki artış nedeniyle tükenmiş olup, girişimci ek sermayeye ihtiyaç duyar. Amaç tam kapasiteyle üretim ve satış yapabilmektir. Bu finansman türü firmanın hedef pazarını büyütmek ve ölçek ekonomilerinden yararlanmak istemesi halinde yeni yatırım ve finans kaynaklarına ulaşma ihtiyacından doğar. İkinci devre finansmanında ürün piyasaya sunulmuş olmakla birlikte, henüz marka imajı yaratılmamıştır ve yatırım süreci daha önceki aşamalara göre kısadır. Ek sermaye sağlanmasında bazı durumlarda ikinci aşama finansmanı yeterli olmayıp üçüncü hatta dördüncü aşamalar sözkonusu olabilmektedir(İşeri, 2001, s.45). Şirket, hedeflerine ulaşmak için gereksinim duyduğu sermayeyi edinmek istemektedir. İşletmenin faaliyetlerini eksiksiz olarak yürütebilmesi için bu sermaye gereklidir. Şirket, kendisine kazanç sağlayacak alanları araştırmakta ve bu alanlara kaynaklarını ayırmak istemektedir. Şirketin tanınırlılığı henüz istenen seviyede değildir. Yatırım projesinin sonraki aşamalara ilerlemesi için finansal desteğe ihtiyaç vardır.

1.8.5 Gelişme-Büyüme Sermayesi (Üçüncü Aşama Finansmanı)

İngiltere'de risk sermayesi kuruluşlarının kendilerini geliştirme sermayesi kuruluşu olarak tanıtması, faaliyetlerin özellikle bu aşamaya yönelmesi sebebiyledir. Büyüme sermayesi başlangıç noktasında veya karlı çalışan bir işletmenin büyümesi için sağlanan fonlardır. Bu fonlar firmanın artan üretim kapasitesini, pazar payını, ürün geliştirmesini ve/veya ek çalışma sermayesinin finansmanı için kullanılmaktadır. Büyüme sermayesi, iç ve dış büyümenin finansmanı için kullanılabilmektedir. Bu aşamada yönetime katılmak istenmemektedir. Ancak günlük işlemlere katılınmasa da yönetim kurulu üyeliği istenebilmektedir(Tuncel, 2000, s.57). İngiltere'de risk sermayesi şirketleri finansal destekte bulunulacak şirkete daha çok bu aşamada yardımcı olmaktadır. Bu sebeple kendilerini bu yönde faaliyet gösteren risk sermayesi şirketleri olarak tanıtırlar. İşletmenin büyümesi için gerekli faaliyetler icra edilir. Risk sermayesi şirketi, finansal destekte bulunulan şirketin yönetim kurulunda, önemli kararların alınmasında söz sahibi olabilmektedir.

Bu aşamada %40 civarında getiri beklenmekte olup, önceki aşamalara göre daha büyük miktarlar sözkonusu olmakta, getiri ve risk daha düşük olmaktadır. Genişleme aşamasında kurulu bir işletme için iki ana genişleme yolu olabilir; 1. Organik büyüme, 2. Ele geçirme yolu ile büyüme. Organik genişleme, yeni ürün, pazar, daha geniş depo ve fabrikalar anlamına gelir; ele geçirme ise aynı amaçlarla mevcut bir işletmenin basit olarak aktiflerinin satın alınmasıdır. Her iki durumda da iyi bir iş planına ihtiyaç vardır(Tuncel, 2000, s.57-58).

Önceki aşamalara göre yatırım projesine aktarılan kaynak fazladır. Bu sebeple elde edilmesi umulan kazanç da yüksektir. İşletmenin faaliyetlerini yürütebileceği sermayeyi elde etmesiyle risk azalacak; bu aşamanın maliyetli olması da getirinin daha düşük olmasına sebep olacaktır. Genişleme aşamasında, organik genişlemeyle şirket ya yatırımlarını artıracak ya da ele geçirme yolu ile büyüyerek mevcut şirket satın alınabilecektir. Her iki durumda da şirketi geleceğe taşıyabilecek bir iş planı belirlenmelidir. Böylece yatırım projesinden yüksek kazançlar elde etme olanağı gerçekleşecektir.

1.8.6 Köprü Finansmanı

Bu tür finansman, şirketin borsada satışa çıkıncaya dek finanse edilmesinde kullanılmaktadır. Ara finansman olarak da adlandırılır. Maksimum vade iki yıl, hatta daha azdır. Genellikle yüksek faizli tahviller veya imtiyazlı hisse senetleri kullanılarak yapılan bir finansman türüdür(İşeri, 2001, s.46). Halka arz'dan bir önceki aşamadır. Bu aşamada şirket borsada işlem görene kadar finansal destek almaktadır. Ara finansman da denilen bu aşamada vade en fazla iki yıldır. Bu süreçte şirket, finansal destek elde edilebilir veya borçlanabilir. Ayrıca şirketin yöneticileri bu süreçte şirketin hisse senetlerini satın alabilir; diğer bir deyişle şirkete ortak olabilirler.

1.8.7 Diğer Geç Aşama Yatırımları

Risk sermayesi modelinde, üçüncü ve köprü veya ara finansman aşamaları, geç aşama yatırımları içerisinde yer alır. Diğer geç aşama yatırımları ise şunlardır:

- Yerine Koyma Sermayesi
- Şirket Kurtarma Finansmanı
- Şirket Paylarının/Varlıklarının Satın Alınması

Yerine Koyma Sermayesi, mevcut bir özsermayedarın paylarının tümünü ya da bir kısmını satmasına olanak sağlamak için temin edilen fonlardır. Genellikle kote edilmemiş hatta kot dışı pazarda dahi yer almamış şirketlerin acil nakit gereksinimleri için veya kurucular arasındaki anlaşmazlıklar nedeniyle bir kısım pay senetlerinin satılması şeklindeki bu sözleşmelere "para çıkışı sözleşmeleri" denir. Bu finansman türünü oldukça sınırlı sayıda risk sermayesi şirketi sağlar(Tuncel, 2000, s.58). Şirket kurulurken şirketin özsermayesine katkı veren ortak veya özsermayedar şirketteki payını satmak isteyebilir. Bu sayede özsermayedarın şirketteki paylarını satması sonucu şirketten para çıkışı gerçekleşir. Şirketteki pay sahipleri arasındaki anlaşmazlık veya şirketteki hissesini satmak isteyen pay sahibinin nakde sıkışması

gibi sebeplerden para çıkışı gerçekleşir. Çoğu risk sermayesi şirketi ise bu durumu kabullenememektedir.

Yerine koyma sermayesine dayalı yatırımlar sadece mevcut payların satın alınması şeklinde görülmekte ise de yatırımı yapan taraf firmanın gelişmesi için daha sonra finansman desteği de vermektedir. Günümüzde daha az tercih edilen bir yatırım şeklidir(Zaimoğlu, 2001, s.80). Özsermayedarların paylarını satması sonucunda elde edilen finansman, daha sonra şirketin faaliyetlerini sürdürmesi ve ilerletmesi için de yatırım yapan taraftan alınabilir. Bu türden bir yatırım, şirketin belirli bir büyüklüğe ulaşması halinde paylarını satan ortakların zararının olabileceği düşüncesi nedeniyle pek tercih edilmeyebilir.

Şirket Kurtarma Finansmanı, karsız çalışan bir firmanın, iç yönetiminin, pazarlamasının ve diğer durumlarının değiştirilerek karlı hale getirilmesi olarak tanımlanabilir(Tuncel, 2000, s.59). Şirket kurtarma finansmanları önemli bir çabayı gerektirmektedir. Öncelikle bankalarla yapılan anlaşmaların yenilenerek kredi alma olanakları araştırılmalıdır. Her şeyden önce yönetim ekibinin değişmesi istenmektedir. Böyle bir durumda ilk yatırımcının sadece danışman rolünü üstlenmesi veya firmayı tamamen bırakması talep edilir. Şirket kurtarma operasyonlarının çoğunda, risk sermayedarları tarafından sağlanacak olan fon tutarının büyük olması gerekmektedir, bu husus da risk sermayedarının şirket kontrolünde çoğunluğu sağlamasına ve bir buy-in operasyonuna yol açmaktadır(Zaimoğlu, 2001, s.81). Buy-out işlemleri Avrupa'da 1980 sonrası yüksek bir hacim kazanmıştır. Mevcut veya yeni bir yönetici ekibin şirketin aktiflerini alması olan bu işlem genelde "buy-in" olarak da bilinmektedir(Tuncel, 2000, s.59). Görüleceği üzere; işletme, kendisini finanse edemeyecek duruma geldiğinde kendisine finansal destekte bulunabilecek risk sermayedarlarına ihtiyaç duyacaktır. Finansal katkıda bulunan risk sermayedarı kendisine uygun politikalar belirleyecek ve bunları uygulayacaktır. Diğer bir deyişle; risk sermayedarı, kendi politikalarıyla uyumlu olabilecek bir çalışma ortamını veya koşullarını gerçekleştirmek isteyecektir. Böylece risk sermayedarı finansal destek vererek elde ettiği yönetim üstünlüğünü kullanmak ve buna göre düzenlemeler yapmak isteyecektir. Bunun sonucunda başarısızlığa sebebiyet veren uygulamalar terk edilmiş olabilir. Yönetim, pazarlama ve finans gibi departmanlarda strateji ve personel değişikliğine veya revizyonuna da gidilebilir. Risk sermayedarının şirketin aktiflerini alarak elde ettiği bu üstünlük aslında bir "buy-in" veya "buy-out" işlemidir.

Şirketin diğer bir finansal kaynak elde etme yolu ise bankalardan kredi elde etmedir. Risk sermayedarının şirkete finansal destekte bulunması, şirketin veya risk sermayedarının durumu göz önüne alınarak zora girmiş olabilir. Bu durumun dışında olan bankalardan kredi elde etme yolu ise maliyetli olabilir. Bu sebeple diğer bankaların sunduğu teklifler incelenmeli ve bu tekliflerin en uygunu seçilmelidir.

Risk sermayedarı tek başına veya dışarıdan atanacak olan bir yönetim kurulu başkanı ile günlük alınacak kararlarda, kriz dönemi boyunca aktif rol almalıdır(Zaimoğlu, 2001, s.82). Şirketi kurtaran risk sermayedarı sözkonusu firmayı, başarıya ulaşması halinde, çoğunlukla aynı sektördeki büyük bir şirkete satmaktadır. Böylece orta düzeyde bir sermaye kazancı sağlamaktadır. Bu kazanç yatırım tutarının 2-3 katından daha fazla olmaktadır. Ancak birçok şirket kurtarma operasyonu başarısızlıkla sonuçlanmaktadır. Bu nedenledir ki çok az sayıda risk sermayesi şirketi bu tür yatırımlara gitmektedir(Zaimoğlu, 2001, s.82). Şirket yönetimi, durumunun kötü olduğu zamanlarda hızlı ve önemli olabilecek kararlar alabilmelidir. Bu kararların alınmasında risk sermayedarının faydasını maksimize etme çabası vardır. Zor durumda olan bir şirketin kurtarılması risk sermayedarının yeteneğine bağlıdır. Risk sermayedarı da denilen risk sermayesi şirketleri bu gibi durumlarda risk almak istememektedir. Bu sebeple pek tercih edilen bir yöntem değildir.

Bazen geç aşama finansmanı bazen de çıkış aşaması olarak ele alınabilecek bir uygulama, şirket payları/varlıklarının satın alınmasıdır. Bunlar(Zaimoğlu, 2001, s.83);

- Şirketin yöneticileri olabilir (Management buy-out: MBO),
- Üçüncü kişiler olabilir (Levaraged buy-out: LBO),
- Başka bir şirketin yöneticileri olabilir (Management buy-in: MBI),
- MBO ve MBI'nın bir kombinasyonu olabilir (buy-in management buy-out: BIMBO),
- Şirketin çalışanları olabilir (Employee Stock Ownership Plan: ESOP).

Risk sermayesi finansman modelinde şirketin payları veya varlıkları o şirketin yöneticileri tarafından satın alınabilir. Aynı zamanda üçüncü kişiler, başka şirketin yöneticileri, risk sermayesiyle finanse edilmiş şirket ile başka şirket yöneticilerinin oluşturduğu kombinasyon veya şirketin çalışanları da şirketin paylarını veya varlıklarını satın alabilir ve koydukları sermaye ile elde edilecek kazançtan kar veya zarar elde edebilir. Bu sebeple risk sermayedarları dediğimiz bu kişilerin sahip olacakları itici güç veya motivasyon ile şirkete daha fazla yararlı olmaya çalışılacak; böylece risk sermayedarları ile beraber çalışan kişiler de

bu durumdan etkilenebileceklerdir. Çünkü her halükarda ortak bir fayda elde edinilmesi istenir. Daha fazla ortağa sahip olmak, hem riski dağıtmak hem de iş çevresini genişletmek açısından önemlidir.

1.8.8 Yatırımdan Çıkış

Risk sermayedarlarının yatırımdan çıkışı 6 şekilde olmaktadır(Zaimoğlu, 2001, s.83-84).

1. Şirketin halka açılması,
2. Başka bir şirkete satılması,
3. Payların şirketin kendisi tarafından satın alınması,
4. Şirketin başka bir yatırımcıya satılması,
5. Şirketin yeniden organize edilmesi,
6. Şirketin tasfiye edilmesi.

Bu aşamada artık finansman yapılmaz, tam tersine gelir elde edilir. Başka deyişle hisse senetlerinin değeri risk sermayedarının hedeflediği noktaya ulaştığından artık amaç hisselerin elden çıkarılıp, yeni teknoloji ve buluşların finansmanına yönelmek olacaktır. Halka açılma risk sermayedarları arasında en fazla bilinen yatırımdan çıkış şekli olarak görülse de pek çok yatırımdan çıkış, şirket birleşme ve satın almaları ile olmuştur(İşeri, 2001, s.46). Risk sermayedarı kar maksimizasyonuna ulaştığı anda yatırımdan çıkıp başka yatırımlar yapmak isteyecektir. Yatırımdan çıkıldıktan sonra risk sermayedarları koyacakları sermayede yeni bir akım yaratacak teknoloji temelli yatırımlara öncelik verirler. Burada temel amaç katma değeri yüksek ürünlerle kısa zamanda yüksek kazançlar elde etmek ve konulan sermayenin geri dönüşünü sağlamaktır. Bilgi, yetenek ve yaratıcılık gerektiren ürünler risk sermayesi finansman modeli ile yatırım projesine dönüştürülecektir.

Belirli bir büyüklüğe ulaşan şirket halka arz edilmeden önce birleşme ve satın almalar yoluyla el değiştirebilir. Burada önemli olan nokta; yatırım projesinin sonraki aşamalara ilerleyişini kavrayabilecek “sezgi” unsurudur. Halka arz aşamasına gelen şirket daha geniş kitlelere ulaşabilecek ve tanınabilecektir.

1.9 Türkiye’de Risk Sermayesi Sektörünün Mevcut Durumu

Yasal altyapısının oluşturulduğu 1992 yılından bu yana 15 yıl geçmiş olmasına rağmen ülkemiz risk sermayesi sektöründe yeterli bir gelişme gerçekleşmemiştir(Çonkar, 2007, s.90). Sektörün gelişememesinin temel nedenleri şöyle sıralanabilir(Çonkar, 2007, s.90-91):

1. Ülkemizde uzun yıllar boyunca uzun süreli bir siyasi istikrar sağlanamamış, sağlıklı işleyen bir demokratik hukuk devleti gerçekleşmemiş, bu nedenlerle de ekonomik istikrar için sağlam bir zemin oluşamamıştır(Çonkar, 2007, s.90-91). Siyasi dalgalanmaların getirdiği birtakım belirsizlikler nedeniyle yatırımların yapılabilmesi için gerekli ortam oluşamamıştır. Demokratik bir hukuk devletinde olması gereken özgürlük kavramının sınırları zaman zaman daralabilmiştir. Girişimcinin yatırımını hayata geçirebilmesi için gerekli güven ortamı oluşturulamamış; bu sebeple istikrarsız bir seyirde ilerleyen ekonomiye girişimci tarafından yatırım anlamında katkı verilememiştir. Bu durum risk sermayesi yatırımlarının yapılmasını da olumsuz olarak etkilemiştir.
2. Yukarda belirtilen olgunun sonucu olarak ülkemiz ekonomisi uzun yıllar boyunca yüksek enflasyon, yüksek faiz oranları, yüksek kamu açıkları ve yüksek oranlı devalüasyon endişe ve olgusuyla birlikte yaşamak zorunda kalmıştır(Çonkar, 2007, s.91). Yatırım yapabilmek için uygun bir ortamın bulunmaması, ülkemiz ekonomisini derinden etkilemiştir. Hükümetler, para ve maliye politikaları ile bu durumu düzeltmeye çalışmış; vatandaşlar, bu durum nedeniyle uzun süre tedirginlik içerisinde yaşamışlardır.
3. Hem yerli sermaye sahipleri hem de yabancı sermaye sahipleri için belirtilen hususlar caydırıcı olmuş, uygun bir yatırım iklimine bir türlü ulaşılamamıştır(Çonkar, 2007, s.91). Ülkemizin sahip olduğu bu istikrarsız ortamı gören yerli sermaye sahiplerine ek olarak yabancı sermaye sahipleri de ülkemize yatırım yapmaktan vazgeçmişlerdir. Bu sebeple ülkemiz ekonomisinin düze çıkması gecikmiştir.
4. Menkul kıymetler borsamız da bu koşullarda yeterli genişlik ve derinliğe ulaşma imkanını elde edememiştir(Çonkar, 2007, s.91). Ülkemizin içinde bulunduğu istikrarsız ortam, sermaye sahiplerinin hisse senedine yatırımı yapmamalarına neden olmuştur.
5. Bankalar, emeklilik fonları, sigorta kuruluşları ve katılım bankaları gibi kurumsal tasarrufçular da risk sermayesi alanına yeterli ölçüde girme cesaretine sahip değildir(Çonkar, 2007, s.91). Risk sermayesi yatırımlarına sermayeleri ile destek vermesi gereken kurumsal tasarrufçular da bugüne kadar risk sermayesi sektörünün gelişmesine katkı verememişlerdir.
6. Dünyanın birçok ülkesinde risk sermayesi sektörünün başarısı devlet desteğiyle doğrudan ilgilidir. Devletin risk sermayesi kuruluşlarına faizsiz araçlarla fon desteği, sektörün gelişmesi açısından çok önemlidir(Çonkar, 2007, s.91). Bir ülkede risk

sermayesi sektörünün gelişmesi için ülke hükümetlerinin risk sermayesi yatırımlarının yapılmasını teşvik edici birtakım düzenlemeler yapması gerekir. Devletin yaptığı düzenlemeler ile risk sermayesi yatırımlarının yapılması ve sektörün gelişmesi kolaylaşacaktır.

7. Teknopark ve İnkübator gibi yenilikçi projelerin geliştirilmesine uygun örgütlenmeler gecikmiş ve yetersizdir. Böylece risk sermayesi sektörünün nitelikli talep cephesi de yeterince gelişmemektedir(Çonkar, 2007, s.91). Bir buluş yapmış ve bu buluşun somut hale gelmesi için sermaye elde etmek isteyen kişi, teknopark ve inkübator gibi yenilikçi projelerin geliştirilmesine uygun örgütlenmelerde, bu buluşun işletmeye geçişe kadar olan sürecinde, bu sürece katkı verecek yatırımcıları arar. İnkübator ve teknopark gibi projelere sahip örgütlenmeler, risk sermayesi sektöründe yatırımcı ile girişimciyi biraraya getirme işlevini üstlenir. Buluş, yatırımcı tarafından yatırım yapılmaya değer görülmüşse; yatırımcı, sermayesi ile bu buluşun üretimine geçilmesine katkı vermiştir. Çoğunlukla eğitim kurumlarının bünyesinde olan teknopark veya inkübator gibi örgütlenmelerin fazla sayıda olmaması, yukarıdaki işleyişin gerçekleşmediğini ve sektörün bu yönde zayıf kaldığını gösterir.
8. Risk sermayesi kuruluşlarında proje değerlendirme çok önemlidir. Bu tür birikimi olan kurumların sektöre tek başına veya özel sermaye sahipleri ile uygun oluşumlar gerçekleştirerek girmesi yararlı olacaktır(Çonkar, 2007, s.91). Projenin yatırım yapılabilir olduğuna karar verecek kişiler, derin bilgi ve deneyime sahip olmalıdırlar. Bu özelliklere sahip kişiler çeşitli kuruluşlarda görev almış olabilirler. Bu kişilerin düşüncelerini dinleyip sorunlara optimum çözüm yolları bulmak ve bu kişileri yatırıma ortak etmek, işletme için yararlı olacaktır.

1.10 Dünyada Risk Sermayesi Uygulamaları

Dünyada eski bir geçmişi olan risk sermayesi, A.B.D.'nde kurumlaşmasını müteakiben, risk sermayesi alanında faaliyet gösteren kuruluşlar, öncelikle A.B.D.'nde, daha sonra İngiltere ve Japonya'da yoğunlaşmış ve geniş bir uygulama alanına sahip olmuştur(Çımat ve Laçinel, 2002, s.112). ABD'de ve Avrupa'da gelişen risk sermayesi sektörü, sermayenin gelişmekte olan ülkelere kaymasıyla Çin'de de gelişme kaydetmiştir. Risk sermayesi sektörü açısından değerlendirilmesi gereken önemli diğer ülkeler ise Japonya ve İsrail devletleridir. Bahsedilen ülkelerin risk sermayesi uygulamaları sırasıyla incelenecektir

1.10.1 Amerika Birleşik Devletleri (A.B.D.)

Günümüzdeki anlamı ile kurumlaşmış risk sermayesi olgusunun kaynağı, ABD'dir. Bu bakımdan, bu alanda yaşanan gelişmeler ve konu ile ilgili olarak yapılan çalışmaların ilk ve büyük bir bölümü A.B.D.'nde gerçekleşmiştir(Çımat ve Laçinel, 2002, s.112). Amerikan risk sermayesi endüstrisinin başlangıcı 1946 yılında Amerikan Araştırma ve Geliştirme Kurumu'nun (American Research and Development-ARD) kurulmasına dayandırılabilir(Çonkar, 2007, s.51).

1958'den itibaren Amerikan hükümetinin risk sermayesi piyasasının gelişimindeki rolü çok büyük olmuştur. Bu gelişimi sağlayabilmeleri özellikle Küçük İşletme Yatırım Şirketi Programı ve çeşitli teknoloji geliştirme projeleri yardımıyla büyük sermaye tutarlarının özel sektöre aktarımını teşvik etmeleri ile olmuştur. ABD bu programı küçük firmaları hükümet ihalelerine dahil ederek ve küçük firmalar için vergi teşvikleri sağlayarak desteklemiştir. Böylece girişimcilik ve risk alma özelliklerine ilave olarak, Amerikan firmaları, emeklilik fonları ve şirketler tarafından sağlanan finansman kaynaklarından faydalanmışlardır(Çonkar, 2007, s.51-52). Risk sermayesi finansmanı, 1970'den itibaren yeni iş imkanlarının yaratılmasında ve ekonomik büyümenin üzerinde önemli bir etkiye sahip olmuştur. Microsoft, Intel, Apple, Federal Express, Cisco System, Genentech ve ileri teknolojinin sembolü olarak görülen birçok diğer firma da erken aşamalarında risk sermayesi ile desteklenmiştir(Çonkar, 2007, s.53). Facebook sosyal paylaşım sitesi, google arama motoru gibi firmalar da risk sermayesi ile desteklenmiş firmalar arasındadır.

Yukarıda bahsedildiği üzere risk sermayesi sektörüyle ilk olarak A.B.D. ilgilenmiştir. Bu durum A.B.D. açısından teknoloji ve yenilik yaratma açısından diğer devletlere kıyasla öne geçmesine ve risk sermayesi sektörüne yönelik yapılan yatırımların merkezi olmasına sebep olmuştur. Bu duruma dayanarak yeni buluş veya teknolojilerin geliştirilmesini ve korunmasını amaçlayan ABD, bu sektöre yönelik bir kurum oluşturmuştur. Risk sermayesi sektörünün gelişmesinde Amerikan hükümetinin katkısı yadsınmamalıdır. Risk sermayesi sektörüne yönelik yatırımlar için devlet, özel sektöre geniş imkanlar sağlamıştır. Bu sayede firmalar, risk sermayesi yatırımlarında ileri teknolojili ürünlerden büyük oranda gelir sağlamıştır. Dünyada tanınmış ve büyük gelirler elde eden firmaların yüksek potansiyel taşıyan alanlara yönelik yaptığı risk sermayesi yatırımlarında risk sermayesini elde etmek, bu firmalara oldukça büyük katkı sağlamıştır. Firmaların risk sermayesi yatırımlarında ileri teknolojili ürünleri seçmesi, onların yüksek katma değer yaratarak büyük gelirler elde etmesine yol

açmıştır. Yani üretilen ürünler, maliyetinden çok daha fazla fiyatla tüketiciye satılmıştır. Bütün bu gelişmeler kuşkusuz ABD'de refahın artmasına büyük katkılar sağlamıştır.

1.10.2 Genel Olarak Avrupa'da Risk Sermayesi

ABD ile kıyaslandığında Avrupa'da risk sermayesi yatırımları çok küçük kalmıştır. Bununla birlikte; risk sermayesi yatırım aşamaları bakımından da farklılıklar göze çarpmaktadır. Amerikan risk sermayesi yatırımları erken ve genişleme aşaması finansmanına odaklanmışken, Avrupa Birliği'nde satın alımlar ağırlıklı paya sahip olmuştur. Bundan başka Avrupalı risk sermayedarları yönetime daha az katılmakta, daha az kontrol hakkına sahip olmaktadır. Avrupa'da risk sermayesi sektöründe her türlü desteği sağlamak üzere Avrupa Risk Sermayesi Birliği (EVCA), merkezi Brüksel olmak üzere oluşturulmuştur. Birliğin şu anda 300'den fazla üyesi vardır. EVCA sektörle ilgili etik ve teknik standartlar koyabilmektedir(Çonkar, 2007, s.55-56).

Amerikan risk sermayesi yatırımlarındaki risk seviyesi, Avrupa Birliği'nde risk sermayesi yatırımlarında meydana gelen risk seviyesinden daha yüksektir. Bunun sebebi; Avrupa'daki risk sermayesi yatırımlarının satın almalar şeklinde meydana gelmesidir. Avrupa'da sağlam bir finansal yapıya sahip olarak risk sermayesi finansman modeline uygun yatırım yapılabilir Firmaların satın alınması, risk sermayesi yatırımlarında alınan riski düşürebilir. Bunun dışında Avrupalı risk sermayedarları, risk sermayesi yatırımlarının yönetilmesinde pek aktif değildir. Bu doğrultuda, Avrupalı risk sermayedarlarının risk sermayesi yatırımlarına daha profesyonel yaklaştığı söylenebilir. Risk sermayesi yatırımlarının belirli kurallar altında düzenlenmesi ve geliştirilmesi Avrupa Risk Sermayesi Birliği yardımıyla etkin hale getirilmeye çalışılmıştır. Risk sermayesi yatırımları bu yolla yaygın ve bilinir hale getirilmek istenmiştir.

1.10.3 İngiltere

Avrupa ülkeleri içerisinde risk sermayesi açısından en gelişmiş ülke İngiltere'dir. İngiltere'deki bu sermayenin kaynağını büyük holdingler, devlet, yöresel kalkınma üniteleri ve bireyler oluşturmaktadır(Zaimoğlu, 2001, s.182-183). İngiltere'deki risk sermayesi yatırımlarına geniş bir katılım sağlandığı ve destek olunduğu söylenebilir. Bu sebeple; özel sektörün, devletin ve bireylerin katkılarıyla meydana gelen risk sermayesi olanakları, diğer Avrupa ülkelerine göre İngiltere'de daha çok gelişmiştir.

Girişimci ile risk sermayesi şirketleri arasında köprü oluşturmak amacıyla 1983 yılında İngiliz Risk Sermayesi Derneği (British Venture Capital Association-BVCA) kurulmuştur.

Dernek, finansman talebinde bulunan girişimcilerin iş planlarını inceleyerek uygun bulduklarını, çıkardıkları "Venture Capital Report" adlı dergide yayınlamaktadır. Böylece risk sermayesi şirketlerine proje seçiminde büyük katkı sağlamaktadır(Çonkar, 2007, s.59). İngiliz Risk Sermayesi Derneği'nin faaliyetleri, risk sermayedarları ile girişimciyi buluşturarak risk sermayesi yatırımlarının yapılabilmesine zemin hazırlayacak uygun ortamı sağlamaya yöneliktir. Bu amaçla, risk sermayesi şirketleri, iş planını inceledikten sonra yatırım yapılmaya değer gördükleri yatırım projesini "Venture Capital Report" adlı dergiden seçerek bu yatırım projesine sermayelerini aktarabileceklerdir. Böylece risk sermayesi şirketi, hem kendi bütçesine uygun bir yatırım projesini seçebilecek hem de çok sayıda girişimcinin başvurusunu incelemeden kaynaklanacak zaman kaybını önleyebilecektir.

İngiltere'de çeşitli özel risk sermayesi kuruluşlarına ilave olarak "Business Start-Up Scheme" (BSS) ve "Business Expansion Scheme" (BES) gibi kamu fonları oluşturulmuştur. 1982'de kurulmuş olan BSS'nin amacı 5 yıldan genç ve borsaya kote edilmemiş işletmelerin hisselerini satın alan özel yatırımcılara vergi kolaylıkları getirmektedir. Bu program daha sonra BES olarak yeniden düzenlenmiştir. Bunlar dışında İngiliz Hükümeti, küçük ama ileri teknolojiye dönük işletmeleri desteklemek üzere İngiliz Teknoloji Grubu'nu oluşturmuştur(Çonkar, 2007, s.60-61). Özel sektörün yanı sıra devlet, risk sermayesinin geliştirilmesi amacıyla kamu fonları oluşturmuş; risk sermayesi yatırımlarını teşvik etmiştir. Bu amaçla, yeni kurulmuş firmaların desteklenmesine yönelik vergi kolaylığı getirilmiştir. ABD'de olduğu gibi kaynaklar, ileri teknolojili ürünlerin yatırımı için ayrılmış; teknolojinin geliştirilmesine yönelik faaliyetler desteklenmiştir.

1.10.4 Japonya

ABD deneyimlerini takip eden Japonya risk sermayesi finansman modelinde de kendi ekonomik sistemine uyumlaştırma çalışmaları yapmıştır. Ancak bu, İngiltere kadar başarılı sonuçlar vermemiştir. Çünkü Japonya'da finansal sistem, büyük kurum ve kuruluşlara dayanmaktadır. Bu kuruluşlar teknolojik gelişmeleri izlemek bir yana yeni teknoloji yatırımlarına kendileri girişmişlerdir. Böylece teknolojik gelişmede bir boşluk oluşmamıştır. Diğer yandan klasik Japon kültürünün işletmelere yansıması olarak; ömür boyu iş garantisi, çalışmanın bir fazilet olarak görülmesi ve bunun işletmeye bağlılıkla birleşmesi yaratıcı girişimcilerin çıkmasını engellemiştir. Bu ekonomik ve kültürel engeller haricinde ek olarak; Japonya'da Antimonopol kanunu da risk sermayesi şirketlerinin finanse ettikleri işletmelerin yönetim kurullarında yönetici bulundurmalarını yasaklamaktadır(Tuncel, 2000, s.98).

Risk sermayesi sektörünün ABD'de gösterdiği gelişim ve bu gelişim sonucunda elde edilen deneyimler Japonya tarafından yakından takip edilmiştir. Japonya'da bulunan büyük ölçekli firmalar, risk sermayesi sektörüyle fazlasıyla ilgilenmiştir. Ancak ABD ve İngiltere'den farklı olmak üzere; Japonya'daki büyük ölçekli firmalar, teknolojik ürünlerin üretilmesinde herhangi bir desteğe ihtiyaç duymamış; teknolojik ürünleri kendileri üretmiştir. Teknolojik gelişmişlik için aktarılan kaynaklar sonucunda teknolojik ürünler üretilmiş ve bu ürünler dünya üzerinde bir tanınırlık kazanmıştır. Japonya'da risk sermayesini etkileyen diğer faktör ise kültürel unsulardır. Japonya'da uzun süre bir işletmeye bağlı kalmak, işveren ve çalışan arasındaki güçlü bağ, risk sermayesi sektörüne yönelik cesaret ve bağımsız çalışma isteği gerektiren risk sermayesi yatırımları yapacak girişimciyi olumsuz olarak etkilemiştir. Ayrıca Avrupa Birliği'ndeki ülkelere benzer olarak Japonya'da da risk sermayesi şirketindeki yöneticilerin yönetim kurullarında bulunmaması, şirkette çalışanların karar almasını kolaylaştırabilir; kararları, daha etkili ve etkin kılabilir.

1.10.5 Çin

Çin'deki yeni teknoloji tabanlı girişimler için asıl finansman kaynağı risk sermayesi firmaları olmuştur(Çonkar, 2007, s.61). Çin'de yeni teknoloji yatırımları için gerekli finansman risk sermayesi firmalarından sağlanmıştır. Risk sermayesi yatırımı için gerekli olabilecek teknolojik altyapının ve imkanların sağlanmasında finansmana sahip olmak son derece önemlidir. Risk sermayesi firmalarının rolü gereği risk sermayesi sektörünün Çin'de gelişmesine yönelik birtakım faaliyetlerde bulunmuş olduğu söylenebilir.

Bu firmalar; devlet risk sermayesi firmaları, üniversite risk sermayesi firmaları, şirket risk sermayesi firmaları ve yabancı risk sermayesi firmaları olmak üzere 4 farklı gruba ayrılmaktadırlar. Risk sermayesi sektörü, 2001 yılı itibariyle, çoğu hükümet tarafından kurulmuş veya kontrolünü hükümetin elinde bulundurduğu şirketlerden oluşturmaktadır. Bu da göstermektedir ki; Çin'deki risk sermayesi endüstrisi gelişiminin ilk evresinde bulunmaktadır. Bununla beraber diğer 3 çeşit risk sermayesi firmaları da hızlı bir şekilde gelişim göstermektedir(Çonkar, 2007, s.61).

Görüleceği üzere; risk sermayesi sektörüne değişik alanlardan katkı verilmek istenmiş ve bu alanlara yönelik risk sermayesi firmaları oluşturularak risk sermayesi sektörünün gelişmesi için çaba harcanmıştır. Bu çaba içerisinde risk sermayesi sektörüne gelebilecek en önemli destek devletten gelmelidir. Devlet gerekli düzenleme ve altyapıyı sağlayarak Çin'de risk sermayesi sektörünün gelişmesine imkan sağlamalıdır. Çin'in sahip olduğu siyasal yapı veya

sistem risk sermayesi yatırımlarının daha çok devlet eliyle gerçekleşmesine olanak tanımaktadır. Devletin yürüttüğü bu politika, Çin'de finansman elde etme olanağının genişlemesini ve finansman sağlamak için gereken çeşitlendirme imkanını zayıflatmaktadır. Kapitalizmin içerisinde yer alan finansal yapı Çin'de tam olarak yerleşememiş; bu durum risk sermayesi yatırımlarını etkilemiştir. Son dönemde bu düşünce yapısının değişmesiyle ekonomik sistem kırılganlıktan güçlü bir yapıya geçebilecektir.

Ucuz işgücü ve düşük üretim faaliyetlerinin yanı sıra yükselen orta ve üst düzey müşteri kitlesinin varlığı, Çin'in yabancı yatırımcılar açısından çekici hale gelmesine neden olmuştur. Bu fırsatlardan yararlanmak isteyen çok sayıda yabancı risk sermayesi firması ülkeye girerek yeni girişimlerin desteklenmesinde önemli bir yere sahip olmuşlardır. 2000 yılı itibariyle, Çin'de yer alan en büyük risk sermayesi yatırımcısının sekizi yabancı firmalardan oluşmaktadır(Çonkar, 2007, s.62-63). Çin'in sahip olduğu yüksek miktardaki nüfus, yabancı yatırımcıların dikkatini çekmiş; ülkeye büyük miktarda doğrudan yabancı sermaye girmiştir. Bu tür yatırımlar devletin desteğiyle artmış ve büyük oranda ekonomik büyüklük elde edilmiştir. Çin ekonomisinin son dönemlerde elde ettiği başarılar, ülkede yaşayanların refah düzeyini artırmıştır. Yatırım yapma imkanlarının genişlemesiyle yabancı yatırımcılar Çin'e yatırım yapmak istemişlerdir. Yabancı yatırımcı çekme açısından elde edilen başarı, Çin'deki risk sermayesi sektörünü olumlu etkilemiştir.

1.10.6 İsrail

İsrail Devleti 1992 yılında ülkede risk sermayesi piyasasını canlandırmak amacıyla "Yozma Programı"nı gerçekleştirmiştir. Başlangıçta Yozma devlet tarafından finanse edilen birçok risk sermayesi fonu oluşturmuştur. Yerel ve yabancı özel yatırımcılar da bu fonlara dahil olmuştur. Birçok deneyimli yabancı çok uluslu yatırımcı Yozma tarafından ülkeye çekilmiştir. Bu yatırımcılar finansman desteğinin yanı sıra deneyimleri ile de ülke risk sermayesi endüstrisinin gelişimine büyük katkı sağlamışlardır(Çonkar, 2007, s.64-65).

Girişimciler, İsrail'de risk sermayesi yatırımı yapabilmek için gereksinim duyduğu risk sermayesini "Yozma Programı" ile elde edebilmektedirler. Yerli ve yabancı özel yatırımcılara açık olan bu program sayesinde dünya üzerindeki geniş bir kitle bu durumdan etkilenebilmektedir. İsrailli yatırımcıların başta ABD olmak üzere dünya üzerinde tanınması, geniş miktarda bir yatırım hacmine sahip olması ve elde edinilen kazanımların İsrail devletinin gelişimine katkı vermesi; İsrail'deki risk sermayesi piyasasını olumlu yönde

etkilemiştir. İsrailli yatırımcıların dünya üzerinde elde ettiği başarı ve deneyimler, İsrail'deki risk sermayesi piyasasının gelişmesinde önemli bir rol oynamıştır.

Diğer OECD ülkeleri ile karşılaştırıldığında, 1998-2001 yılları arasında İsrail GSYİH'ye oranı bakımından en yüksek risk sermayesi seviyesine sahip olan ülkedir(Çonkar, 2007, s.65). Görüleceği üzere belirtilen yıllarda diğer OECD ülkelerine göre; İsrail, yurt içinde elde ettiği değerlerde oran bakımından risk sermayesi seviyesi en yüksek ülkedir. Risk sermayesi finansman modeli, İsrail'in elde ettiği değerlerde önemli bir yer tutmaktadır.

İsrail ileri teknoloji firmaları yerli ve yabancı risk sermayedarlarından büyük miktarlarda fon kullanmışlardır(Çonkar, 2007, s.65). İsrail'in yerli ve yabancı risk sermayedarı bakımından geniş bir hacme sahip olması, risk sermayesi yatırımlarını olumlu yönde etkileyen bir unsurdur. Yüksek hacimli sermaye, ileri teknoloji firmalarına aktarılmış; teknolojik gelişmişlik önemsenmiştir.

1.11 Risk Sermayesi Şirketleri

Risk sermayesi şirketlerini de kapsayacak şekilde ortaya çıkan Türkiye'deki başlıca önemli girişim sermayesi yatırım ortaklıkları şunlardır: Turkven, Actera, Esas Holding, CVCI, Bancroft, Bedminster Capital, NBK Capital, Invest AD, Carlyle Group, Investcorp, Eurasia, HSBC PE, Providence, Abraaj Capital, Swicorp, ADM, Asian Dev Bank, GEM, TPG, KKR.

14.10.2013 tarihi itibariyle SPK'da kayıtlı olarak faaliyet gösteren Türkiye'deki diğer girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ise şunlardır: Anadolu Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş., Egeli-Co Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş., Egeli-Co Tarım Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş., Gedik Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş., Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş., Güler Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş., Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş., İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş., Kobi Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş., Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş., Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş..

Borsa İstanbul'da işlem gören girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına ait 14.10.2013 tarihli toplam işlem hacmi ve piyasa değerine yönelik bilgiler şöyledir:

Tablo 1.1 Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına Ait 14.10.2013 Tarihli Toplam İşlem Hacmi ve Piyasa Değerine Yönelik Bilgiler

14.10.2013 Tarihli 1. Seans Kapanış Verileri	Toplam İşlem Hacmi	Piyasa Değeri
Egeli-Co Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	15.897,39	51.200.000,00
Egeli-Co Tarım Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	136.299,72	11.880.000,00
Gedik Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	7,80	8.030.880,00
Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1.971.106,50	691.193.748,88
İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	142.592,07	189.963.900,00
Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	435.710,84	42.381.000,00

Kaynak: http://borsaistanbul.com/ana-sayfa(14.10.2013)

Özellikle yeni girişimlerin ve küçük girişimlerin geliştirilmesi ve büyütülmesi, tüm şirketlerin daha iyi ekonomik koşullarda faaliyetlerini sürdürmesi gibi amaçlara sahip olan KOSGEB, TOBB gibi resmi ve yarı resmi kurumların da risk sermayesi sektörünün geliştirilmesi için çaba göstermelerini beklememiz doğaldır. Nitekim her iki kurum Kobi Girişim Sermayesi A.Ş.'nin kurucuları arasında yer almıştır. Benzer katkıları sivil toplum kuruluşu biçimindeki iş adamı ve sanayici derneklerinden de bekleyebiliriz. Özellikle TÜSİAD, MÜSİAD gibi en etkin konumdaki kuruluşların risk sermayesi şirketi oluşumuna verecekleri katkı, sektörün gelişimi açısından önemlidir(Çonkar, 2007, s.103-104). Risk sermayesi sektörüne verilebilecek en önemli katkı, gönüllülük esasına göre faaliyetlerini sürdüren kuruluşlardan gelebilir. Bu tür kuruluşların herhangi bir risk sermayesi şirketinin ortaklık yapısında yer alması, risk sermayesi şirketi açısından bir avantaj olarak değerlendirilebilir.

Yukarıda bahsedilen kuruluşlara ek olarak; Türkiye'de risk sermayesi sektörüne destek vermek amacıyla Teşebbüs Destekleme Ajansı, Teknoloji Geliştirme Ajansı, Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı, Türkiye Halk Bankası, Türkiye Kalkınma Bankası, İslam Bankaları ve Tübitak faaliyet göstermektedir.

Risk sermayesi finansman modeline göre erken aşamada yer alan firmalara katkı veren, buna göre, zirveye en yakın olandan başlayarak ilk 5 arasında yer alan risk sermayesi firmaları Tablo 1.2'de gösterilmiştir. Dünyada ilk 5 arasında yer alan risk sermayesi firmalarının hepsi ABD menşeilidir. ABD menşeili risk sermayesi firmalarının göstermiş olduğu başarı ortadadır.

Tablo 1.2 Erken Aşama Şirketleri İçin Zirvedeki Firmalar ve Yerleri

Erken Aşama Şirketleri İçin Zirvedeki Firmalar		
Sıra	**Risk Sermayesi Firmaları**	**Yer**
1.	Maryland Technology Development Corporation	Columbia, ABD
2.	Draper Fisher Jurvetson	Menlo Park, ABD
3.	Ben Franklin Technology Partners Southeastern PA	Philadelphia, ABD
4.	Innovation Works, Inc	Pittsburgh, ABD
5.	New Enterprise Associates	Baltimore, ABD

Kaynak: http://www.entrepreneur.com/vc100/stage/early.html(16.04.2012)

Tablo 1.3 Geç Aşama Şirketleri İçin Zirvedeki Firmalar ve Yerleri

Geç Aşama Şirketleri İçin Zirvedeki Firmalar		
Sıra	**Risk Sermayesi Firmaları**	**Yer**
1.	Advantage Capital Partners	New Orleans, ABD
2.	Goldman, Sachs & Co.	New York, ABD
3.	Edison Venture Fund	Lawrenceville, ABD
4.	Oak Investment Partners	Westport, ABD
5.	Rustic Canyon Partners	Santa Monica, ABD

Kaynak: http://www.entrepreneur.com/vc100/stage/late.html(16.04.2012)

Risk sermayesi finansman modeline göre geç aşamada yer alan firmalara katkı veren; buna göre zirveye en yakın olandan başlayarak ilk 5 arasında yer alan risk sermayesi firmaları Tablo 1.3'te gösterilmiştir. Dünyada ilk 5 arasında yer alan risk sermayesi firmalarının hepsi ABD menşeilidir. Bu anlamda ABD menşeili firmalar, risk sermayesi sektörüne büyük ölçüde katkı vermiştir. Tablo 1.3'te yer alan risk sermayesi firmalarından Türkiye'de en bilineni, Goldman, Sachs & Co. firmasıdır.

İKİNCİ BÖLÜM
RİSK SERMAYESİ ÜZERİNE YAPILMIŞ AKADEMİK ÇALIŞMALAR

Bu bölümde literatürde risk sermayesi üzerine yapılan akademik çalışmalarla ilgili taramanın sonuçları yer alacaktır. Bölüm iki alt başlığa ayrılmıştır: yurtdışında risk sermayesi üzerine yapılan çalışmalar, Türkiye'de risk sermayesi üzerine yapılan çalışmalar. Çalışmalar kronolojik sıra dikkate alınarak yine bu alt başlıklar altında özetlenmiştir. Bölümün sonunda literatür taramasına yönelik sonuçlar değerlendirilmiştir.

2.1 Yurtdışında Risk Sermayesi Üzerine Yapılmış Akademik Çalışmalar

Yurtdışında risk sermayesi üzerine yapılmış pek çok akademik çalışma bulunmaktadır. Risk sermayesi yönteminin ilk uygulamalarının gelişmiş ekonomilerde ortaya çıkmış olması ve günümüzde risk sermayesi yatırımlarının çoğunun bu ekonomilerde gerçekleşmesinin doğal sonucu olarak konuyla ilgili akademik çalışmaların gelişmiş ülke verilerine yoğunlaştığı gözlemlenmektedir. Çalışmalardan seçilenlerin özetleri kronolojik sıra ile aşağıda sunulmaktadır.

Poterba (1989) çalışmasında risk sermayesi ve sermaye kazançları vergisi arasındaki bağlantıları araştırmış, ayrıca başlangıç aşaması kuruluşlarının sermaye yapıları, risk sermayesi fonlama havuzunun yıllara göre bir kompozisyonu ve özel bağımsız fonlara risk sermayesinin yıllara göre sağladığı parasal miktarlar gibi unsurlar incelenmiş, bu unsurlar arasındaki ilişkiler formülize edilmiş ve bu formülizasyonlara dayanılarak birtakım göstergelere (mesela optimal vergi oranı) ulaşılmaya çalışılmıştır. Çalışmada, sermaye kazançları vergisi oranındaki azalmaların, yatırımcılar ve potansiyel girişimciler için risk sermayesi projelerinin çekiciliğini artıracağı, bu gibi azalmaların, girişim aktivitesinin derecesi üzerinde pozitif etki göstereceği hipotezi test edilmiştir. Bulgular, ABD'deki risk sermayesi fonlaması ve sermaye kazançları vergisi oranları arasındaki ters ilişki olduğunu göstermiş, ancak bu durumun risk sermayesi ve sermaye kazançları vergisi arasındaki bağlantının kesin kanıtı olamayacağı sonucuna varılmıştır.

Sapienza vd. (1996) risk sermayesi şirketleri ile fon talep eden şirket yöneticileri arasındaki etkileşimin belirleyicilerini, risk sermayesi şirketlerinin bu etkileşimdeki rollerini ve risk sermayesi şirketlerinin bu etkileşim ile sağladıkları katma değeri ABD, Birleşik Krallık (İngiltere), Hollanda ve Fransa'daki örnekleri üzerinden araştırmışlardır. Çalışmanın

bulguları ABD'de risk sermayedarlarının katma değere yönelik çabalarının, Avrupa'daki risk sermayedarlarından daha iyi açıklanabildiğini ancak farkın çok fazla olmadığını, girişimin performansının, hem ABD'deki hem de toplu Avrupa örneğindeki katma değerle pozitif olarak ilişkili olduğunu göstermektedir. Bu, beklentilerin tersine bir sonuçtur. Yazarlar, bazı durumlarda yönetimle gerçekten sağlam bir ilişki olduğu, etkileşimde paradan daha çoğunun eklenebildiği; bazı durumlarda da -yakınlığa sahip olunmadığında- iyi bir ilişkiye sahip olunamadığı da ifade etmektedirler. Yazarların bulgularına dayalı olarak işaret ettikleri diğer hususlar şunlardır: Uluslararası veya ulusal düzeyde risk sermayesi sektörünün ve sektörün gelişmesi için önemli bir unsur olan girişimcilerin yaratacağı katma değer önemli hale gelmiştir. Bu anlayışa sahip bireyler arasında yenilik ve gelişimde öne geçmek için çaba harcanacaktır. Rekabet ortamı kızışacak; bir ürüne eklenebilecek unsurlarla beraber o ürünün değerinde artış beklenebilecektir.

Gompers ve Lerner (1999) ABD'de 419 risk sermaye ortaklığından oluşan örnekleriyle risk sermayesi fonlarının getirilerini incelemişlerdir. Çalışmanın sonuçlarına göre; ünle ilgili endişeler, genç risk sermayedarlarının küçük açık teşvik tazminatıyla sıkı çalışmasına ve daha iyi performans göstermesine yol açmaktadır. Ayrıca bulgular, sinyal modelinin, duyarlılık gösterme ve başarı arasındaki pozitif ilişkisini göstermektedir. Yazarlar; risk sermayesine girenlerin, yatırım yetenekleri hakkında üstün bilgiye sahip olamayabileceklerini, buna dayanarak bir ün oluşturma kaygısına kapılabileceklerini; risk sermayesi endüstrisinin, risk sermayedarlarının önceki işinde kullanmadığı yeteneklere gereksinim duyabileceğini ve risk sermayesi yatırımında ortaklıkların ve risk sermayedarlarının, çok çeşitli özelliklere sahip olması gerekebileceği öngörmüşler ve sonuçları bu öngörüleri destekler nitelikte olduğunu görmüşlerdir.

Jeng ve Wells (2000) çalışmasında risk sermayesi yatırımlarının belirleyicilerini araştırmıştır. Çalışmanın bulguları şu şekilde özetlenebilir: Hükümetler, özel olarak fonlanamayan erken aşama projelerine finansman sağlamaya istekli görünmektedirler. Başlangıç aşamasında finansmanın sağlanması için erken aşamalarda çok miktarda nakde ihtiyaç olmaktadır. Nakit yönetimi perspektifine göre borç temelli finansman, şirketler nakit akımlarına sıkıca bağlı olduğu için, genellikle uygun olmamaktadır. Risk sermayesi yatırımı, ülkeden ülkeye farklı bir yol izlemekte, risk sermayesi yatırımı yapılacak ülkeye ait düzenlemelere, ülkelerin politik yapısına ve geleneklerine göre değişmektedir. 21 ülke üzerinde yapılan araştırmanın bulgularına göre risk sermayesi ilk halka arzdan başlayarak gayrisafi yurtiçi hâsıla, borsa değerinin büyüklüğü, işgücü piyasasının katılığı, muhasebe

standartları, özel emeklilik fonları ve hükümet programları gibi unsurlardan etkilenebilmektedir.

Manigart vd. (2000) beş farklı ülkedeki (ABD, İngiltere, Fransa, Belçika ve Hollanda) risk sermayesi şirketlerinin finansman kararı için ihtiyaç duydukları bilgi setindeki ve değerleme yöntemlerindeki farklılıkları araştırmışlardır. Bu çalışmada ülkeler arasında ortaya çıkabilecek farklılıklar araştırılmış; farklı kültüre, yapıya ve özelliğe sahip olan beş ülkede ortaya çıkabilecek yatırım fırsatlarının değerlendirilmesi hususu incelenmiştir. Yazarlara göre seçilen ülkelerin tamamında finansman kararlarına uzun dönemli ilişkilerin etkisi büyüktür, yatırım yapma ve muhasebe konusunda bilgili ve yetenekli olan risk sermayedarları bulunmaktadır; Fransa, Belçika ve Hollanda'da finansman kararlarında holding ve ağ yapıları ön plana çıkmaktadır. Ampirik sonuçlar Avrupalı risk sermayedarlarının, erken aşama girişimlerinde Amerikalı olanlardan daha az yatırım yaptıklarını, genişleme veya büyüme yatırımlarının genelde daha popüler olduğunu göstermektedir. Yazarlar, Fransa ve Belçika'nın risk sermayesi pazarlarının, Birleşik Krallık ve ABD'dekilere göreceli olarak genç olduğunu; finansal açıdan daha fazla odaklanmış olduğunu, bu pazarların yatırımcılarının, finans ve bankacılık geçmişine sahip olduğunu; yatırım şirketlerinin önemli bir bölümünün, daha büyük finansal kuruluşların yan kuruluşları olduklarını gözlemlediklerini ifade etmektedirler.

Bottazzi ve Rin (2002) çalışması risk sermayesi sektörünün gelişimini incelemeyi amaçlamaktadır. Yazarlara göre; risk sermayesi, Avrupa'da hızla büyümektedir ve bunun Avrupalı girişimci firmalar üzerindeki etkisi artarak önemli hale gelmiştir. Risk sermayesi endüstrisinin hızla genişliyor olmasına rağmen yatırımlardaki büyümenin ABD'dekinden daha az olduğu gözlemlenmiştir. Yazarlar risk sermayesinin varlığının, ilk halka arzın zamanlamasını, satışları ve istihdamın büyüklüğünü etkilemediğini, risk sermayesi firmalarının, başka firmalardan "fark edilmemiş özellikleriyle" (firmayı diğer firmalardan üstün kılacak özellikler) farklılaşabileceklerini, bu fark edilmemiş özelliklerin, istihdam büyümesini etkileyebileceğini ifade etmektedirler.

Cumming ve MacIntosh (2003) risk sermayedarlarının çıkış kararlarını 1992-1995 arasındaki ABD'deki 112 ve Kanada'daki 134 çıkış üzerinden araştırmışlardır. Yazarlara göre; bir çıkış, tam veya kısmi olabilir. Bir ilk halka arz için tam çıkış, ilk halka arzın bir yılı içerisinde risk sermayedarının elinde tuttuklarının tamamının satışını; bir kısmi çıkış ise bu periyot içerisinde risk sermayedarının elinde tuttuklarının sadece bir kısmının satışını içerir. ABD ve Kanada risk sermayesi endüstrisi arasındaki farklılıklar, Kanada'dan ve ABD'den

toplam 246 risk sermayesi çıkışı üzerinden incelenmiştir. Bu çıkışlarla ilgili veriler kullanılarak bir anket oluşturulmuş, oluşturulan anket risk sermayesi dernekleri ile ilgili kurumlara dağıtılmıştır. Sonuçlar çıkışların en temel nedeninin bilgi asimetrisi olduğunu göstermektedir. Bilgi asimetrisinin yüksek olması bir kısmi çıkışı başlangıçta etkileyerek genel gelirlerin eğilimini maksimize edebilmektedir. Çünkü sahipliği tutma durumu, yatırım firmasının kalitesinin yüksek olduğuna dair güvenilir bir sinyal olarak algılanabilmektedir. Ayrıca bazı yasal ve kurumsal farklılıkların da, risk sermayesi davranışı üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir.

Schertler (2003), izleme ve destekleme hizmetlerinin, başka finans kaynakları karşılaştırıldığında risk sermayesi ile finansman yöntemini pahalı hale getirdiği, katı iş pazarlı ekonomilerde faaliyet gösteren kuruluşların, esnek iş pazarlarında faaliyet gösterenlere göre işçi başına daha fazla sermaye talep edeceği hipotezlerini farklı ekonomik gelişmişlik düzeyine sahip ülkelerin değişik ölçeklere göre analizini yaparak araştırmayı amaçlamıştır. Çalışmada, 14 Avrupa ülkesinin 1988-2000 yılları arasındaki panel veri setini kullanarak risk sermayesi aktivitesindeki ve değişimlerdeki farlılıkları araştırılmıştır. Bulgular, Avrupa'da risk sermayesi sektörünün yıllar itibariyle gelişme kaydetmiş olduğunu; risk sermayesi yatırımlarının, dikkat çekici biçimde arttığını, Batı Avrupa ülkelerinin, bu gelişime öncülük ettiklerini göstermektedir. Yazar bu süreçte yapısal reformların yapılmış olmasının ve risk sermayesi sektörünü oluşturan unsurlara önem verilmesinin önemine işaret etmektedir.

Cassar (2004) başlangıç sermayelerinin sermaye yapısı ve finansman tercihlerinin belirleyicilerini araştırmaktadır. Sonuçlar, teorik argümanlarla tutarlı olarak, firmada ne kadar büyük başlangıç yatırımı olursa; o kadar büyük borç oranı, uzun dönem borç, dış ve banka finansmanı olacağını; demografik değişkenlerin, firma özellikleri dikkate alındıktan sonra finansman kararı üzerinde etkili olmayacağını göstermektedir. Ayrıca finansman seçimlerinin girişimcinin kişisel zenginliği, büyüme potansiyeli, kazanç profilleri tarafından etkilendiği tartışmalı olduğu gözlemlenmektedir. Girişimcilerin finansörlerle önceki ilişkilerini veya faiz oranlarını değiştirerek kişisel yardımın rolünü dikkate almayan çalışmanın diğer bulgularına göre; risk sermayesi yatırımı, başlangıçtan başlayarak sonraki aşamalara gelene kadar özellikle finansman elde etme açısından birtakım unsurların etkisi altına girecek veya bazı unsurlardan etkilenmeyecektir. Elde edilen sonuçlar ile yatırımın sonraki aşamalara ulaşması için çaba harcanacaktır. Bu sonuçların değerlendirilmesi, yapılacak risk sermayesi yatırımları için önemlidir. Buna göre; risk sermayesi yatırımı yapılan firmanın bulunduğu konum ve göstereceği performans değerlidir.

Wright vd. (2004) çalışması İngiltere, Fransa ve Almanya'da yer alan risk sermayesi yatırımcıları tarafından kullanılan bilginin kaynağı ve yatırım değerlendirme yaklaşımlarını değerlendirmiş ve karşılaştırmıştır. Yazarlar çalışmanın bulgularının yasal düzenlemelerin ve kültürel kurumsal faktörlerin, risk sermayesi firmasının sahipliğinden ve yatırıma ilgi odağından daha önemli olabileceğini gösterdiğini ve bölgeler arası farklılıkları dikkatli biçimde incelemek için yeni pazarlara giren risk sermayesi firmalarına gereksinim olduğunu ifade etmektedirler. Sonuçlara göre; farklı yasal sistemler, önemli bir biçimde kullanılan değerlendirme mekanizmasıyla ilişkilendirilmektedir; her bir ülke, kendi yasal sistemine göre bir hareket biçimi izlemektedir. Buna göre; ABD'deki, Avrupa ve Asya'daki risk sermayesi firmalarının farklı davranışlar sergilemesi doğal karşılanmalıdır.

Hsu (2004) çalışmasında ünlü risk sermayedarlarının sertifikasyonlarını ve katma değer rollerini ampirik olarak incelemektedir. Çalışmanın bulguları tanınmış risk sermayedarları tarafından yapılan finansman tekliflerinin girişimciler tarafından kabul edilme olasılığının diğer risk sermayedarlarının tekliflerinin kabul edilme olasılığından üç kez daha fazla olduğunu göstermektedir. Ayrıca tanınmış risk sermayedarlarının başlangıç aşamasındaki girişim sermayelerini daha düşük maliyetle ele geçirebildikleri bulgusuna ulaşılmıştır. Deneyime, bilgi ağına sahip ve risk sermayesi alan şirketlerin direkt olarak yardımına koşabilecek olan risk sermayedarının tanınmış olması önemli bir avantaj olarak görülmektedir. Sahip olduğu ağlar ile ünlü risk sermayesi şirketlerine bağlanmış girişimciler başlangıç aşaması büyümesinde daha fazla fırsatlara sahiptir; fakat başarı elde etmek için belirli bir prim ödemek gerekir. Elde edilen bulgular ayrıca şunu ortaya koymaktadır: Ekstra finansman koymak, finansmanın anaparasından daha ayırt edicidir.

Park (2005) çalışması, yeni iş yaratmak ve işi büyütmek için yatırımı yürütme gücüne sahip veya eşsiz yetenekli girişimcilere nasıl bu gibi özel yeteneklerin bahşedildiğini açıklamaya çalışmıştır. Herhangi bir risk sermayesi yatırımını gerçekleştirecek ve yatırımın amacına ulaşmasını sağlayacak girişimcilere ihtiyaç vardır. Girişimci olmak için bireylerin birtakım yeteneklere sahip olması gerekir. Girişimci, sahip olacağı birikim ve deneyim ile herhangi bir risk sermayesi yatırımını başarıya ulaştırabilir. Park'a göre fırsat tanıma (opportunity recognition) işleminin üç öğesi vardır: Girişimci, teknoloji, firmanın bilgi ve deneyimi. Yazar girişimci olanı ve girişimci olmayanlardan ayıracağını varsaydığı altı ana motive edici faktörle bir model geliştirmeye çalışmıştır. Bu faktörler sırasıyla yenilik, bağımsızlık, takdir, roller, finansal başarı ve kendini gerçekleştirme durumu olarak

belirlenmiştir. Geliştirilen model; embriyo halindeki yeni teknolojiyi bir pazara ait başarıya dönüştürmek için teknolojik yeniliğin, tekniğin, girişimci ve yönetimsel deneyimin bir karışımına gereksinim duyulacağını göstermektedir.

Wright vd. (2005) çalışması o tarihe kadar risk sermayesi ile ilgili olarak yapılan çalışmaları kritiğini yapmaktadır. Yazara tarama sonuçları şöyle özetlenebilir: Risk sermayesi firmalarının yoğunluğu, belirli bir ülkede yeni risk sermayesi firmalarının kurulması üzerinde güçlü bir etkiye sahiptir. Ayrıca komşu ülkedeki risk sermayesi yatırımlarının yoğunluğunun, yerel risk sermayesi yatırımlarının yoğunluğundan önce ortaya çıkması, yerel yoğunluğu ortaya çıkarmayı amaçlayan meşrulaştırmaktadır. Fonların kaynağı ve risk sermayedarlarının yatırım aktivitesi karşılaştırıldığında; Almanya, İsrail, Japonya ve Birleşik Krallık gibi ülkeler arasında önemli farklılıklar bulunduğu gözlemlenmektedir. Ülkeler arasındaki kurumsal farklılıklar, ülkeler arasındaki risk sermayesinin bölgesel gelişimini etkilemektedir. Risk sermayesi sektörü, ülkeler arasında önemli bir boyuta ulaşmıştır. Bu seviyeye öncelikle risk sermayesi firmalarının kaydettiği gelişim ve ilerleme sayesinde ulaşılmıştır. Bu sektör, ABD'de doğmuş İngiltere'ye ve Batı Avrupa'ya doğru ilerlemiş ve yaygınlaşmıştır. Sonra, gelişmiş ülkelerde risk sermayesi sektörü için pazar doygunluğa ulaşmıştır. Başka ülkelerden gelişmiş ülkelere olan talebi ve yatırım fırsatlarını artırmak için radikal düzenleyici reformlar yapılmıştır. Yabancı pazarlarda çıkış fırsatlarının yaratılması, yerel pazarları önemli ölçüde etkilemiş; yabancı risk sermayesi şirketlerinin sınırlı yerel sağlayıcısı olan pazarlardaki sayısı artmıştır.

Ahlstrom ve Bruton (2006) gelişmekte olan ülkelerdeki risk sermayesi yatırımlarını araştırmıştır. Araştırma, Doğu Asya çevresindeki gelişmekte olan ülkelerin risk sermayedarları ile yapılmış 65 tane yarı yapılandırılmış görüşmeye dayanmaktadır. Yazarlara göre; kurumsal istikrar, gelişmekte olan çoğu ülkede büyük ölçüde bilinmemektedir. Bunun yerine Çin ve Rusya gibi gelişmekte olan ülkeler ise önceden tahmin edilemez, esnek, kodlanmamış kurumsal çevreler olarak bilinir. Örnekteki risk sermayedarları, genel olarak gelişmekte olan ülkelerde olan henüz iyi kurulmamış hukuk kurallarının ve zorlamanın olduğu rejimler gibi formal kurumlar yerine ağlarını veya sosyal çevresini kullanmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde uygulanan risk sermayesi Anglo-Amerikan modellerinden birkaç özel alanda ayrılır. Gelişmiş ülkeler kadar gelişmekte olan ülkeler de risk sermayesi sektöründe önemli bir yer tutar. Gelişmekte olan ülkeler, yeteri kadar doygun risk sermayesi pazarlarına sahip olmadığı için gelişime açıktır. Bu durumun gerçekleşmesi, risk sermayedarlarının ve risk sermayesi ile ilgili kurumların yeteneğine veya potansiyeline

bağlıdır. Her bir ülkenin farklı kültür ve kurumsal yapıda olması, sorunları da beraberinde getirmektedir. Bu yapıların sektörün gelişimine katkı vermek uğruna birbirleriyle uyumlu olması gerekir. Bu sebeple belirli bir kurumsal değişime ve teknolojik altyapıya gereksinim duyulabilir.

Hsu ve Hsu (2010) çalışmalarında reel opsiyon analizini kullanarak risk sermayedarlarının evreleme kararlarını incelemişlerdir. Risk sermayesi yatırım fırsatları girişimcilerin temel motiflerinin finansman sağlama olasılığını maksimize etme olacağı varsayımı altında çok volatiliteli reel opsiyonlar olarak modellenmiştir. ve sonuçlar elde edilmiştir: Çalışmada risk sermayesi evreleme kararını analiz etmek için temsilci analizleri ve gerçek seçenekleri içeren bir çerçeve geliştirilmiştir. Risk sermayesi yatırımının başarısı büyük oranda girişimcinin beşeri sermayesinin kalitesine bağlı olduğu için, evreleme kararından başka risk sermayesi yatırımının sorunlarını araştırmak için bu çerçeve kullanılmıştır. Bulgular evrelemenin, risk sermayesi için sadece bir bekleme seçeneği olmadığını; aynı zamanda tutucu aktiviteleri üstlenen girişimcinin kurum problemini azalttığını; girişimin pazar değerinin beklenen büyüme oranı düşük olduğunda, risk sermayesi yatırımında evrelemeye eğilim gösterdiğini ortaya koymaktadır. Ayrıca risksiz faiz oranın, evreleme kararında önemli bir faktör olmadığı bulgusuna ulaşılmıştır.

Wang ve Tang (2010) çalışmalarında tarımsal risk sermayesi projelerinin değerlendirilmesini reel opsiyon yaklaşımı ile incelemişlerdir. Çalışmada tarımsal yatırımların değerlendirilmesinde net bugünkü değer metodu şu adımlar takip edilerek kullanılmıştır: İlk adımda, yatırımın beklenen serbest nakit akımlarını hesaplanmış; ikinci adımda, yatırımın sermaye maliyeti belirlenerek serbest nakit akımları bugüne indirgenmiş; son adımda ise, başlangıç yatırımlarını serbest nakit akımlarının bugünkü değerimden düşülerek net bugünkü değer bulunmuştur. Proje, net bugünkü değer, pozitifse, kabul edilmeli; negatifse, ret edilmelidir. Net bugünkü değer yöntemiyle reel opsiyonlar yaklaşımını karşılaştıran çalışma reel opsiyonlar yaklaşımının, tarımsal projelerin değerlendirilmesine yeni bir bakış açısı sunduğu, böylece belirsiz faktörlerin dikkate alındığı; fırsatlardan elde edilecek değerlerin öngörülebildiği, bu durumdan hükümet, yatırımcılar ve operatörler yararlanabileceği sonucuna varmıştır. Fon kıtlığı koşulları ile şimdiki tarımsal koşullar altında, net bugünkü değer metodu gibi geleneksel değerlendirme metodları, belirsizliği ve/veya projelerin esnekliklerini değerlendirmedeki eksiklikleri nedeniyle sağlıklı sonuçlar veremezler. Bulgulara göre reel opsiyonlar yaklaşımı tarımsal risk sermayesi projelerini değerlendirmede net bugünkü değer yönteminin eksikliklerinin telafi edilmesini sağlamaktadır.

Dimov ve Gedajlovic (2010) sahiplik yapılarının risk sermayesi şirketlerinin stratejik kararlarını nasıl etkilediğini araştırdığı çalışmasından şu sonuçlar elde edilmiştir: Risk sermayesi sağlayıcılarının yatırımlarıyla ilişkili sahip olduğu iki çeşit mülkiyet hakkı vardır: İlki, yatırımlarından elde edilen kara dayanan gelir hakları; ikincisi, yatırımın zamanlaması, dönemi ve girişimci firmaların fonlanması gibi yatırılan anaparanın yönetimi için gerek duyulan karar verme haklarıdır. Bu gibi kararların kalitesi, hem yatırımcı hem de girişimci firma için hayati derecede önemlidir. Buna ek olarak, elde edilen bulgular şu durumu ortaya koymaktadır: çalışmada sözü edilen üç çeşit risk sermayesi firmasının sahip olduğu farklılıklar yatırım kararlarını etkiler; bu üç tipteki risk sermayesi firması, fonladığı yatırımları önemser ve farklı eğilimler gösterir. Mülkiyet farklılıklarının stratejik kararların kendine özgü tiplerini nasıl etkilediğini anlamak için mülkiyet hakları düzenlemeleri çeşitliliğine sahip risk sermayesi firmalarının yatırım kararları dikkate alınmıştır. Buna göre özel, kurumsal ve bankaya bağlı risk sermayesi firmaları izlenmiştir. 3557 firma tarafından gerçekleştirilen yatırımlar üzerine hipotezler kurulmuş; firmaların bölgelerindeki özelliklere bağlı olarak performans sergiledikleri gözlemlenmiştir.

Samila ve Sorenson (2010), 1993-2002 arası ABD devlet akademik fonları ile risk sermayesi arasındaki ilişkiyi araştırdıkları çalışmalarından şu sonuçları elde etmişlerdir: Risk sermayesi, ticarileşmek için en uygun bir katalizör görevi yapar. Çünkü bu durum bir bölgede girişimci yetenekler havuzunu geliştirmeye yardım eder. Buna ek olarak; bazı fikirlerin gelişimini desteklemek, çalışmaya yardımcı olmak ve bir toplumda girişimci bir bireyde olması gereken yeteneklere sahip olmak gerekir. Bu sebeple; ileri teknolojili işletmeler, hem yatırımcılara hem de girişimcilere ihtiyaç duyar. Öyle ki; risk sermayesi yatırımı, diğer yatırım araçlarına göre ayırt edicidir, denilebilir. Akademik araştırmaları kamunun fonlaması ve risk sermayesi, yeni firma yaratmada ve yenilikçiliği teşvikte tamamlayıcı bir ilişkiye sahiptir. Dünya üzerindeki hükümetler, araştırma geliştirmeye büyük meblağlar ayırmaktadır. Hükümetlerin üniversitelere araştırma hibeleri, araştırma kurumları, patent alma oranları ve firma hakkında elde edilen bilgiler, bir bölgede risk sermayesi yatırımı yapmak için risk sermayedarı tarafından bilinmesi gereken unsurlardır.

Cumming vd. (2010) çalışmasında Kuzey ve Güney Amerika, Avrupa ve Asya'dan ülkedeki 3848 firmanın 1971 ile 2003 yılları arasındaki risk sermayesi yatırımları incelenmiştir. Bulgular risk sermayesinin finansında ülke bazındaki farklılıklar nedeniyle yasal ve kurumsal çerçevenin, durum tespitini ve yatırım işlemini (örneğin; yavaş bürokrasi,

sözleşmenin reddi riski vs.) engellediğini, bu durumun, yatırım oranını ve iş akışını uygun bir şekilde yönetmek için gereken bir fonun yapabileceği şeyi ve övgüye değer girişimci firmaların finansmanını olumsuz yönde yavaşlattığını göstermektedir. Yasal ölçütlerin bazıları yüksek oranda ilişkili olduğu için, göreceli olarak yasanın hangi yönü daha önemli olduğunun deneysel olarak belirlenmesinin zorluğuna dikkat çekilmiş, risk sermayesi yatırımı yapılacak herhangi bir ülkenin yasal düzeninin veya düzenlemelerinin risk sermayedarları tarafından bilinmesi gerektiği ifade edilmiştir.

Zhang (2011) çalışmasında girişimcilerin erken ve sonraki aşamalardaki başarılarını etkileyen faktörleri regresyon analiziyle araştırmış; yüksek yeteneğe sahip girişimcilerin, seri girişimciler olduğunu, teşebbüs destekli firma kurma deneyimine sahip girişimcilerin, ilk seferde acemi girişimcilerden daha çabuk ve daha fazla risk sermayesine eriştiklerini, bu başarının önceden geliştirilmiş ilişkiler sayesinde gerçekleştiğini gözlemlemiştir. Bu durum şunu gösterir: Girişimciler, önceki deneyimlerinden çok şey öğrenmişlerdir. Böylece olası bir risk sermayesi yatırımı yapılırken birtakım kazanımlar elde edilebilecektir. İlk firma kurma deneyimine sahip girişimcilerin acemi girişimcilerden daha fazla yeteneğe ve sosyal bağlantılara sahip olması beklenir. Bu gibi yetenekler ve sosyal bağlantılar risk sermayesinin artırılması işleminde deneyimli kuruculara bazı avantajlar sağlar. İlk kurulum deneyimleriyle birleştirilmiş avantajı görmek için teşebbüs destekli şirketlerden ve onların kurucularından elde edilmiş geniş bir veritabanı kullanılmıştır. Acemi girişimcilerle karşılaştırıldığında, teşebbüs destekli kurum deneyimine sahip girişimciler erken aşamada daha fazla başarılı olmuştur.

Metrick ve Yasuda'nın (2011) risk sermayesi teorisi ve uygulaması hakkındaki taramalarının bulguları şunlardır: Risk sermayesi fonları sadece yatırımcılar ile küçük işletmeler arasında köprü olan finansal aracılılık değildir; bankalar da küçük işletmeler için aracılık fonksiyonunu üstlenir. Risk sermayedarları, projenin nakit akımının yüksek bir riskle sapması ve düşük tasfiye değeriyle firmaların karşı karşıya kalması durumunda risk sermayesi yatırımı için uygun bir ortamın olmasını gözetirler. Risk sermayedarları, ayrıca portföy şirketlerinin yürütüldüğü, çalışanının olduğu ve fonlandığı zamandaki durumunu etkiler gibi görünür; inisiyatif alabilirler. Girişim sermayesinin bazı karakteristik özellikleri şöyledir: Girişim sermayesi, bir finansal aracılıktır, yatırımcılardan anapara alınır ve direkt olarak portföy şirketlerine yatırılır; girişim sermayesi fonu ile sadece özel şirketlere yatırım yapılır; girişim sermayesi fonu ile portföydeki şirketlere yardım etmede ve izlemede aktif bir rol alınmaktadır; Girişim sermayesi fonunun öncelikli amacı halka arz veya satış yoluyla finansal

dönüşü maksimize etmektir. Girişim sermayesi fonlarının portföy şirketleri, özel şirketlerdir; bu duruma göre faaliyetlerini sürdürür.

Rosiello vd. (2011) çalışması ABD, İsrail ve Avrupa ülkelerindeki risk sermayesi politikalarını tarihsel bir perspektifle incelemiş ve şu ana sonuca ulaşmıştır: Örnek bir politikanın profili, belirli bir ülke içerisinde durumdan duruma farklılaşabilir; fazdan faza değişebilir. Avrupa'da risk sermayesi politikalarının yüksek bir etkiye sahip olarak gelişmesi için çok sayıda çabaya rağmen, 2000'li yılların başlarında uygulanan çoğu politikanın sonuçları beklenenin altında kalmıştır. Bu durum risk sermayesi politikasına statik bir bakış açısıyla yaklaşmaktan kaynaklanmış olabilir. Buna dayanarak; Avrupa'da İngiltere hükümeti, teknoloji sektöründeki yatırımları harekete geçirmeyi amaçlamaktadır. Çalışmada risk sermayesi politikası olarak vurgulanan üç tane yöntem vardır: Firmalara direkt olarak devletten sermaye sağlamak, risk sermayesi yatırımlarını teşvik edecek düzenlemeler yapmak ve yatırım kurallarını genişletmek. Risk sermayesi politikası, tam teşekküllü risk sermayesi pazarı yaratmayı amaçlamaktan başka öncelikli koşulları genişletmeyi amaçlayabilmelidir. Bununla birlikte, bazı durumlara ileride nasıl uyum sağlanacağını öğrenmek gerekir. Politika yapıcılar, objektif politikaları ve stratejik öncelikleri tanımlayacak şekilde yeteneğe sahip olmalıdır.

Li ve Mahoney (2011) çalışması ABD'deki 1980 ile 2007 yılları arasındaki risk sermayesi yatırımlarını analiz etmiş, piyasadaki belirsizlik ile risk sermayesi yatırımları arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Yazarların temel hipotezi şudur: Risk sermayedarları, her şey dengedeyken piyasa belirsizliği yüksek olduğunda yatırım projesine başlamayı ertelemelidirler. Çalışmanın sonuçları projeye başlamanın ertelenmesi durumunda, risk sermayedarlarının, yüksek belirsizlik koşulları altında güncellenmiş bilgi üzerine hareket etmek için yüksek biçimde esnek olmaya önem verdiklerini, ancak fazla satış büyüklüğüne sahip sanayilerde risk sermayedarlarının, yeni yatırım projesine başlamaya oldukça fazla istek duyduklarını göstermektedir. Risk sermayedarları, önemli piyasa oynaklığına sahip hedef sanayilerde yeni yatırım projelerini ertelemeye niyetlidir. Hedef sanayide risk sermayedarları arasındaki yarış yoğunsa veya hedef sanayi, yüksek satış büyüklüğünü tecrübe etmişse; azaltılan piyasa oynaklığının etkisi, daha sonra ortaya çıkar.

Berger ve Schaeck (2011) çalışmasında küçük ve orta ölçekli İtalyan, İngiliz ve Alman işletmelerinden oluşan bir örnek üzerinde banka fonlaması ve risk sermayesi ilişkisini araştırmıştır. Örnekteki firmaların kullandığı banka fonlamasının sınırlı kaldığı anlaşılmış,

bunun nedeni de şu şekilde açıklanmıştır: Firmalar, fonlama için borçlanmaya başvurduğunda kendi ana bankaları tarafından reddedilebilir; bu yüzden risk sermayesi sağlayıcılarına döner. Risk sermayesi organizasyonları, kısıtlı olanaklarıyla bankalara göre firmaları fonlamaya daha isteklidir. Ortaya çıkan sıkıntıları gidermek ve bankalarla iyi bir ilişki içerisinde olmak, istenecek durumlar olacaktır. Bankalar varlıklarını konsolide etmeye uğraşırken banka ve firma ilişkileri sonucunda bankadan fonlanan küçük işletmelerin finansman açıkları ortaya çıkabilir. Böylece risk sermayesi ile finansman elde etmek önem kazanır. Risk sermayesi organizasyonları ile küçük ve yenilikçi firmalara farklı yollarla katkıda bulunulur.

Groh ve Liechtenstein (2011) çalışmalarında risk sermayesi şirketlerinin fonlama yapacakları işletmeleri seçimlerinde etkili olan faktörleri belirlemek üzere şirketlerin sınırlı sorumlu ortaklarına yönelik dünya çapında bir anket çalışması yapmışlardır. Araştırmanın bulguları özetle şöyledir: fonlanacak işletmenin tanınmışlığı çok büyük bir öneme sahiptir, ayrıca tanınmışlık bir çok başka kriteri de etkilemektedir. Diğer taraftan tanınmışlık, kayıtların izlenmesi ve etkili ve fonksiyonel bir takım aracılığıyla elde edilir. İncelenen çok sayıda kriter, önemli bir şekilde birbirleriyle bağlantılıdır. Belirli bir ülkede canlı girişimci çevrenin gelişimi, riskli girişimleri destekleyen sermaye sağlayıcısı tarafından etkilenir. Risk sermayesi fonları, bu gibi girişimler için profesyonel bir sermaye kaynağıdır. Güçlü bir risk sermayesi kültürünün modern ekonomilerde yenilik ve ticarileşme için bir köşe taşı olduğu, geniş bir uzlaşmaya dayanarak kabul edilmiştir.

Tian (2011) aşama finansmanının nedenlerini ve sonuçlarını araştırdığı çalışmasının bulguları şu şekilde özetlenebilir: Risk sermayesi yatırımcıları, sadece bir finansör değildirler; aynı zamanda firmaları ziyaret ederek, girişimcilerle konuşarak, yönetim kurulunda bulunarak ve firmanın üst yönetiminde günde güne operasyonlarda çalışarak önemli oranda zaman harcarlar ve aktif izleyicilerdir. Girişimci firma, risk sermayesi yatırımcısından uzakta yer alırsa; risk sermayesi yatırımcıları tarafından firmanın etkili bir şekilde izlenmesi oldukça yüksek maliyetli olacaktır. Buna dayanarak; firma, yeni bir bakış açısı geliştirebilir veya ortaya çıkabilecek durumlar firma tarafından değerlendirilebilir. Risk sermayesi yatırımcısı ve firma arasındaki coğrafi uzaklık ve bir girişimci firmanın fiziksel yeri hakkındaki bilgiyi kullanılarak şu söylenebilir: Risk sermayesi yatırımcısı, firmayı finanse eden bir girişimci firmadan çok uzakta yer alabilir. Bununla birlikte; risk sermayesi yatırımcısının yatırım aşamasındaki isteği, firmanın birbirine bağlı topluluklar içinde yer alıp almadığından bağımsızdır. Ayrıca şu bulguya da ulaşılmıştır: Risk sermayesi aşaması, girişimci firmanın halka açılma isteğini olumlu bir şekilde etkiler.

Vrande vd. (2011) çalışmasında dış teknoloji alımı ile yenilik arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmanın bulguları özetle şöyledir: Dış satın alım bilgisi, yatırım yapan firmaların yenilikle elde ettiği çıktısını olumlu olarak etkiler. Fakat firmaların yenilikçi performansı, belirli bir teknoloji satın alma yatırımıyla sonuçlanmayabilir. Tamamlayıcılık şu anlama gelir: Farklı teknoloji satın alma durumları ile firmaların yenilikçi performansına dayanarak bu durumların ortak etkileri arasında ortak yaşam alanına dair bir ilişki vardır. Yenilik yapan firmalar, farklı gelişim aşamalarında stratejik ortaklıklar, ortak girişimler, birleşmeler ve satın almalar yoluyla farklı teknolojileri kullanarak sık sık farklı sayıda teknoloji projelerine yatırım yapar. Son zamanlarda kurumsal risk sermayesi yatırımlarının potansiyel yararlarının farkındalığının artması önemli hale gelmiştir.

McKenzie ve Janeway (2011) çalışmalarında hisse senedi piyasası ve risk sermayesi yatırımlarının getirileri arasındaki ilişkiyi yaklaşık 30 yıldır risk sermayesine yatırım yapan iki büyük risk sermayesi ortaklığının kayıtlarından ortaya çıkmış bir veri seti kullanarak araştırmışlardır. Elde edilen bulgular özetle şöyledir: Yetersiz pazar koşulları, girişim fonunun iyi bir performans sergilemesi olanağını azaltır; fonun çıkış koşulları, ancak yatırıma yüksek oranda dönüşler olması sonucu uygun hale gelir. Bu yüzden sermaye piyasası koşulları ile girişim fonu performansı arasındaki pozitif korelasyon yüksektir. Yatırım döngüsü üzerindeki piyasa koşulları ve belirli bir çıkış zamanında çıkış koşulları önemli birer unsurdur.

Hirukawa ve Ueda (2011) inovasyon ile risk sermayesi yatırımları arasındaki nedenselliği toplam faktör üretkenliğindeki büyüme ve patent sayılarını inovasyonla ilgili ölçek kabul ederek araştırmışlardır. Yazarların temel hipotezleri şudur: Risk sermayedarlarına yardım ederek ve altyapı yaratarak yenilikleri cesaretlendirme yoluyla küçük ve yeni firmalar için mevcut finansal ve yönetimsel kaynaklar artırılmaktadır. Bu konuya önem veren kişi ve kurumlar, yerel risk sermayesi endüstrisini yaratmayı ve genişletmeyi çabalamakta; ekonomik büyümesi artırmayı amaçlamaktadırlar. Bu çaba için iki yaygın gerekçe vardır: Birincisi, küçük ve yeni firmaların inovasyon aktivitelerindeki yetersizlik problemini risk sermayedarlarının hafifletmesi; ikincisi, kazançlı olmak ve hızlı büyümek için risk sermayedarlarının yeni firmalara yardım etmesi. Bu konuyla ilgilenenler arasındaki yaygın kanaat risk sermayesi ile inovasyon kavramının birbirleriyle bir nedensellikle ilişkili olduğudur. Yazarlar bu hipotezi Amerika Birleşik Devletleri üretim sanayisinde inovasyon ve risk sermayesi analiz etmiş ve şu sonuca ulaşmışlardır: Toplam üretim büyüklüğü, pozitif olarak ve önemli bir şekilde risk sermayesi yatırımının geleceği ile bağlantılıdır.

2.2 Türkiye'de Risk Sermayesi Üzerine Yapılmış Akademik Çalışmalar

Bu kısımda Türkiye'de risk sermayesi üzerine yapılmış akademik çalışmalardan bahsedilecektir. Buna göre; akademik çalışmalarda bahsedilen unsurlar, özet olarak paragraflar halinde yer alacaktır.

Çetin (1997) teknoparkların durumunu ve kuruluş amaçlarını araştırmıştır. Teknoparkların geliştirilmesinde hayati derecede öneme sahip olan yetişmiş insan kaynağının bulunmasından ve eğitimin öneminden bahsedilmiştir. Bu kapsamda üniversite ile sanayi kuruluşlarının birlikte çalışma imkanı açısından teknoparklara ihtiyaç vardır. Hem ulusal hem de uluslararası bir etkiye sahip olabilecek teknoparkların artırılması ve teknolojik ürünler üretmeye yönelik fırsatların değerlendirilmesi önemsenmiştir. Teknoparklar ile sağlanabilecek teknolojik gelişmişliğin ülke ekonomisine önemli ölçüde katkı vereceği düşünülmüştür. Çalışmada yer alan 1997 yılı itibariyle Türkiye'de faaliyet gösteren Teknoparkların isimleri şunlardır: İtaş, ODTÜ Teknopark A.Ş., İTÜ İleri Elektronik Teknolojileri Vakfı, Anadolu Teknoloji Araştırma Parkı. A.B.D.'de Araştırma Parkı, İngiltere'de Bilim Parkı-Yenilikler Merkezi, Fransa'da Teknopol, Federal Almanya'da Teknoloji merkezi, Japonya'da Teknopolis ve Türkiye'de Teknopark olarak bilinen bu merkezlerin amacı; "Yeni bir endüstriyel teşebbüs için fikri ve bir ön tasarımı olan genç, yetenekli fakat yeterli başlangıç sermayesi bulamayan kişilere, işlerini kurup geliştirme çalışmaları yapabilmeleri için belirli bir altyapıya sahip işyerlerini, tercihen üniversiteler içerisinde kurup, bu kişilere çok düşük değerde kiralamak ve onlara başlangıç çalışmalarında gerekli teknolojik desteği vermek" şeklinde tarif edilebilir.

Kuğu (2004) finansman yöntemi olarak risk sermayesi yöntemini araştırmıştır. Amerika'da, Avrupa'da ve Türkiye'de yer alan risk sermayesi sektörünün durumu incelenmiştir. Elde edilen bir veri olarak; Avrupa'da risk sermayesi fonlarının büyüklüğü, 1991-2003 yılları arası incelendiğinde, 2000 yılında zirveye ulaştığı gözlemlenmiştir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde karşılaşılan en büyük finansal sorunlardan birisi, kaynak bulmak ve bu kaynakları doğru zamanda doğru yerlere yatırım olarak yönlendirebilmektir. Teknolojik gelişmenin yavaş olduğu, yeni fikir ve düşüncelerin hayata geçirilmesinde zorluklarla karşılaşılan ekonomilerde, risk sermayesi yönetimi, makro anlamda rekabeti teşvik eden, bu sayede de üretimin ve kalkınmanın önünü açan bir unsur olarak değerlendirilmiştir. Ancak; dünyadaki tüm risk sermayesi fonları, fırsat olmayan yerde fırsat yaratamazlar. Dolayısı ile risk sermayesi fonlarının kendi başlarına bir etkisi yoktur. Girişimcilerin ve teknolojik yeniliğe sahip firmaların varlığı, bu fonların başarısını doğrudan etkiler. Risk sermayesi finansman modeline göre yatırım yapılması, ileri teknolojili ürünlerin üretilmesine

önemli ölçüde katkı verir. Günümüzde, insan hayatını kolaylaştırabilecek yüksek bilgi ve yetenek ile hayat bulabilecek herhangi bir ileri teknolojili ürün, geçmişe göre daha verimli bir ortamda yaşayarak yeni ekonomik alanların yaratılmasına katkı verecektir. Bu duruma katkı verecek risk sermayesi yatırımının yapılması için işletmenin toplam sermaye gereksinimi şunlardan oluşacaktır: Hazırlık masrafları, lisans ve patent giderleri, makine ve teçhizat, işletme sermayesi, yapı giderleri, karşılıklar, danışmanlık giderleri. Bu gereksinimlerin sağlanması sonucu finansman yöntemi sağlıklı işler.

Karahan (2004) bilgiye dayalı ekonomilerin tecrübelerini analiz etmiştir. Buna ek olarak; bilgi ekonomisine yönelik yapının gelişmesine katkı sağlayan süreçler incelenmiştir. Buna göre; üç önemli süreç belirlenebilir. Bunlar, globalleşme süreci, bilgiye dayalı üretim sektörünün gelişim süreci ve insana yatırım sürecidir. Bilgi, globalleşme sürecinde herkese açık veya ulaşılabilir bir yapıda olmalıdır. Ancak bu şekilde ilerleme sağlanabilir. Bilgiye dayalı üretim sektörüyle ilgili olarak bilgisayar ve iletişim teknolojileri daha çok gelişmeye açık olmalıdır. Bu sayede bilginin geniş kitlelere ulaşması ve yenilenerek gelişmesine olanak sağlanmış olur. İnsana yapılan yatırım süreci, öncelikle bilim adamlarını ve araştırmacıları kapsamalıdır. Daha sonra halkın bilinçlendirilmesi ve halka yönelik bilgilendirme çalışmalarının yapılması gerekir. Yapılan çalışmalara finansman sağlanması ise diğer bir önemli unsurdur. Risk sermayesi sektöründe bilgi sahibi olmanın önemli bir yeri vardır. Sürekli büyüme, ancak etkin bir bilgi üretimi sayesinde gerçekleşir. Bilgi üretiminden kasıt; yapılan araştırmalar sonucu elde edilen veriler ve bu sayede gerçekleşecek olan teknolojik ilerlemelerdir. Bütün bunlar soncunda yeni bir bakış açısı ortaya çıkacak ve bu bakış açısının getireceği olumlu gelişmelerden yararlanılabilecektir. Burada önemli olan nokta; bilgi açığının giderilmesi ve bu yöndeki hükümet desteğidir.

Kuğu (2005) dünyada özellikle 1980'li yıllardan itibaren belirgin şekilde öne çıkan girişimcilik kavramı, gelişimi, özellikleri, finansmanında risk sermayesinin kullanılmasının olumlu veya olumsuz yönlerini irdelemiştir. Bu çalışmada girişimcilik, teknolojik yenilik, risk sermayesinin dünyada ve Türkiye'de uygulanma yöntemleri ve Türkiye uygulamalarının iyileştirilmesi konularında farklı bakış açıları geliştirilmeye çalışılmıştır. Teknoloji üretmedikçe, daha da önemlisi üretilen teknolojiyi ticari anlamda ürün veya hizmete dönüştürmedikçe Türkiye, gelişmiş ülkelerin refah seviyesini ve istikrarını yakalayamayacaktır. Girişimcilik açısından bakıldığında tüm Avrupa ülkeleri arasında en genç nüfusa sahip olan Türkiye, gençlerine yeni iş sahaları açmak için özendirici tedbirleri almak ve teşvik mekanizmalarını hayata geçirmek zorundadır. Bu sorunları yaşamamak için

Türkiye, yüksek teknolojilere yatırım yapmak zorundadır. Risk sermayesi sektörü, Türkiye'de istenen bir düzeye gelememiştir. Türk hükümetleri, risk sermayesi sektörüne gereken önemi vermemiştir; ayrıca karmaşık mevzuat yapısı ve yeterli bir denetim mekanizmasının olmaması durumu çalışmada belirtilmiştir. Sanayileşmede geride kalmak, girişimci bireyler için teşvik edici olmayan olumsuz bir durumdur. Sanayi yatırımlarında geç kalmış girişimcilerin bulunacağı durum ve devletin önceden sahip olduğu üretim alanları, girişimciler açısından yatırım yapacak bir alanın ve sektörün kalmamasına zemin hazırlar. Bu sebeple girişimcilerin fırsatları görmesi, değerlendirmesi ve hemen harekete geçmesi gerekir. Bununla birlikte yatırımların daha çok aile şirketi temelinde yapılması, girişimcilerin gözardı edilmesine neden olur.

Uyar (2006) işletmelerin yatırım finansmanında risk sermayesi kullanımını ve eğitimini incelemiş ve bir alan araştırması yapmıştır. Araştırma sonucunda genel olarak işletmelerin çoğunlukla 50 kişiden az personel çalıştıran KOBİ'ler olduğu görülmektedir. İşletmelerin kuruluş sermayesi olarak temel finansman kaynakları, bireysel tasarruf yolu ile sağladıkları özkaynaklardır. İşletmelerin sermaye tutarları ise oldukça düşük kalmaktadır. Sermaye tutarlarının düşüklüğü ise işletmelerin yeni yatırımlar yapmasının önündeki en önemli engeldir. Firmaların çoğunluğunda temel amaç, satışları artırarak kar etmek şeklindedir. Yeni yatırımlar yapmayı veya yeni ürün ve teknolojiler geliştirmeyi isteyen işletmelerin oranı ise daha azdır. Bu sonucun ortaya çıkmasında sermayenin kısıtlı olması ve bankaların istenen tutarda kredi vermemeleri etkili olmuştur. Bankaların istenilen tutarda kredi vermemesinin yanı sıra kredi faizlerinin yüksekliği, kredinin vadesi ve geri ödemede yaşanan zorluklar da işletmelerin yatırım yapmasını güçleştirmektedir. Banka çalışanlarının yeterli ilgiyi göstermemeleri ve işletmelerin mali tablolarına bakarak değerlendirme yapmaları da finansman sorununu derinleştirmektedir. Bir risk sermayesi yatırımı kararının alınması için öncelikle finansmana ihtiyaç duyulur. Bunun dışında mucit, girişimciler ve risk sermayedarı risk sermayesi yatırımı yapmak için beraber uygun bir zeminde anlaşabilirler. Risk sermayesi yatırımı için itici bir güç olan girişimcinin donanımlı veya eğitimli olması, yatırımın hayata geçmesinde ve sürdürülebilir olmasında önemli bir unsurdur. Risk sermayesi yatırımının piyasada tutunması ve işletmenin fonksiyonlarını yerine getirmesi, iyi eğitimli girişimciler ve destekçileri sayesinde gerçekleşecektir. Risk sermayesi modeline göre yapılacakların planlı ve uygun bir zamanlama gözetilerek hayata geçirilmesi veya düşünülmesi gerekir. Bu kapsamda risk sermayesi modelinde öncelikle teknoloji ve yenilik unsurları öne çıkacaktır. Bu unsurların gözetilmesi, başlangıç ve gelişim süreçlerinde hayata geçirilmesi ve geliştirilmesi gerekecektir.

Yenidünya (2006) risk sermayesinin genel özellikleri, ne olduğu, genel kavramları, yatırım kaynaklarından bahsettikten sonra küçük ve orta ölçekli işletmeler hakkında bilgiler vermiş ve Türkiye'deki KOBİ'lerin sorunlarını, çözüm önerilerini belirtmiştir. Ülkemizde yeni fikirlere sahip yeni ve küçük girişimciler yeterli finansman kaynağına sahip değildirler. Bunun yanı sıra yeterli finansal destek bulmaları da son derece güç olduğu için projelerini hayata geçirememektedirler. Bir başka deyişle, Türkiye'de KOBİ'ler dünyadaki KOBİ'ler gibi finansman sorunlarıyla karşılaşmaktadırlar. Bunlara ek olarak; Yenidünya, Türkiye'de risk sermayesinin anlaşılırlığı üzerine bir uygulama yapmıştır. Buna göre; Türkiye'de risk sermayesi modeli başarılı olamamıştır. Bu durumun oluşmasında risk sermayesi modelinin yüksek risk unsurunu içerisinde barındırması, özel sektörün henüz olgunlaşmaması, politik istikrarsızlıklar, sermaye yetersizliği ve teşvik sisteminin henüz oturmaması önemli rol oynamaktadır.

Atilla (2006) mevcut düzenlemeler ve örneklerden faydalanılarak risk sermayesinin gelişimi açısından risk (girişim) sermayesi yatırım ortaklığı modelinin yeterli olmadığı ortaya konulup, yetersizliklerin nedenleri tespit edilerek bu tespitler doğrultusunda çözüm önerileri getirmektedir. Bir risk sermayedarı için en önemli sorun, en yüksek büyüme potansiyeli olan girişimci şirketleri belirlemektir. Daha önce belirtildiği gibi, bu tip şirketlerin klasik kaynak temin etme yollarında, örneğin banka kredisi almasında önemli zorluklar bulunmaktadır. Bu nedenle KOBİ'lerin devamlı gelişiminin sağlanabilmesi için özellikle de yeni kurulan ve ilk dönem finansmanının sağlanmasında risk sermayesine önemli görevler düşmektedir. Risk sermayesinin yaygınlaşması iş olanaklarının, ücret düzeyinin, yenilikçiliğin ve rekabetin, yatırımların, satış ve ihracat hacminin artmasına ve bölgesel kalkınmaya önemli katkılar sağlayacaktır. Günümüzde yaşanan teknolojik ilerlemeler girişimciler açısından bir fırsat olarak değerlendirilebilir. Bu tip girişimcilerin yetişmesi ve ilerde iş kurması açısından KOBİ'lerin deneyimlerinden yararlanılması gerekir. Ayrıca KOBİ'ler açısından ortaya çıkabilecek finansal darboğaz, girişimcilerin ortaya çıkmasına ve risk sermayesi modelinin alternatif bir model olmasına sebep olabilir. Girişimcilik yeteneği ve bilgisine sahip olan bireylerin iş kurması için elverişli bir ortamın yaratılması önemlidir. Bu durumda girişim sermayesi şirketlerinden yardım alınabilecektir. Girişim sermayesi şirketlerinin uygun koşullarda risk sermayesi yatırımı yapması beklenir. Buna bağlı olarak; dünyadaki gelişmeler izlenerek devletin girişim sermayesi şirketlerine vergi avantajı sağlaması ve sektörün gelişmesine katkı vermesi gerekecektir.

Dilmaç (2006) öncelikle risk sermayesi kavramını yeniden gözden geçirmiştir. Bir sonraki aşamada bir proje için yatırım kararı alınırken gözden geçirilmesi gereken etkenler ve kullanabileceği bazı analiz teknikleri incelenmeye çalışılmıştır. Son olarak da bir risk sermayesi yatırımının muhasebe kayıtları hem girişimci hem de yatırımcı açısından incelenmiştir. Risk sermayesi şirketi bir yatırımdan elde edebileceği getiriyi arttırabilmek ve daha da önemlisi yatırımı başarıya ulaştırabilmek için girişimci ile yapacağı anlaşmada şu hususları mutlaka bulundurmalıdır. Bunlar: oluşturulacak şirketteki yönetim hakkı, denetim hakkı ve gerektiğinde deneyimleri aktarabilme. Şirket yönetiminin alacağı kararlar, şirketin pazardaki varlığını ve ömrünü etkiler. Ayrıca yatırım yapılan şirketin düzenli aralıklarla faaliyetlerinin kontrol edilmesi ve bunların raporlar halinde risk sermayesi şirketine aktarılması gerekmektedir. Risk sermayesi yatırımı uzun soluklu bir meseledir. Bu süreçte yatırım kararının verilmesi için tedbirli davranılmalı ve gerekli birtakım prosedürler yerine getirilmelidir. Yatırımla ilgili bütün hususlar sonradan oluşabilecek herhangi bir olumsuzluğun önlenmesi için özenle hazırlanmalıdır. Risk sermayesi yatırımında bu süreçte yüksek belirsizliğin meydana getireceği birtakım riskleri de gözardı etmemek gerekecektir. Buna göre yapılacak herhangi bir risk sermayesi yatırımının maliyeti iyi hesaplanmalı; geri dönüşü olamayacak birtakım uygulamalardan kaçınılmalıdır.

Can (2007) risk sermayesi finansman modelinin kuramsal yapısını ve ABD, Avrupa ve Türkiye risk sermayesi sektörlerini KOBİ'ler odaklı olarak incelemiştir. Türkiye'deki KOBİ'lerin ne oranda teknolojik yenilik yaratma çabası içerisinde oldukları da Türkiye'de risk sermayesi sektörü için önem taşıyan bir husustur. Çünkü; risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve fonları için teknolojik yenilik yaratarak çok hızlı bir şekilde büyüyen KOBİ'lerin mevcudiyeti hayati bir önem taşımaktadır. Risk sermayesi, daha çok ileri teknolojiye ve geniş imkanlara sahip gelişmiş ülkelerde rağbet görmektedir. Dünyadaki gelişmeler izlendiğinde; risk sermayesi yatırımlarının daha çok geç aşama yatırımları olması, KOBİ'ler açısından bir dezavantajdır. Çünkü: KOBİ'ler, erken aşama yatırımlarında, elde edilen karın maliyeti tam olarak karşılayamaması sebebiyle başarılı ve sürdürülebilir bir yapıda olamamaktadır. Buna ek olarak, Can tarafından elde edilen bulgulara göre; risk sermayesi kavramı, gün geçtikçe geniş kitlelere ulaşacaktır; risk sermayesi yatırım çıkışlarında halka arz seçeneği daha çok tercih edilecektir; risk sermayesi fonları, dünyanın önemli fonları arasına girebilecektir; risk sermayesi yatırımları ile Avrupa'da ve ABD'de dev firmalar ortaya çıkacaktır; Türkiye'de ise risk sermayesinin gelişimi uzun süre alabilir.

Çelikkaya (2007) Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına tanınan vergisel teşvikleri AB ülkelerindeki durum da göz önünde bulundurarak değerlendirmektedir. AB'de de ülkemizde olduğu gibi sermaye kazançları genellikle elde edilme sürelerine göre vergilendirilmekte ve Birlik üyesi ülkelerin bir kısmında (Avusturya, Almanya, Portekiz, İspanya ve İngiltere gibi) ve ülkemizde olduğu gibi finansal araçların uzun vadede elde tutulmasını sağlamak amacıyla vergi avantajları sağlanmaktadır. Aynı şekilde AB'de de yatırım indirimi imkanı tanınmakta ve AR-GE desteği sağlanmaktadır. Çelikkaya'ya göre; risk sermayesi yatırımlarının artırılması için birtakım teşvik politikalarını hayata geçirmek gerekir. Teşvik politikası olarak en başta vergi avantajı uygulamasını yerine getirmek gerekir. Ülkemizde risk sermayesi sektörünün AB üyesi ülkeler tarafından karşılaştırılıp değerlendirilmesi gerekir. Böylece kanunların iki taraf açısından uyumlu bir yapıya ulaşması sağlanabilir. Risk sermayesi yatırımı ile elde edilen vergi avantajı sayesinde gelirin tabana yayılması sağlanabilir. Buna göre, araştırma geliştirmeye dayanan risk sermayesi yatırımlarının yapılmasına imkan tanınmalıdır.

Yiğit ve Güner (2008) Türkiye'de ve dünyada dış ticaret, teknoloji finansmanı, ar-ge prosesi ve risk sermayesi unsurlarını incelemiştir. Bu inceleme yapılırken Türkiye ve diğer ülkelere ilişkin ilgili parametreler bağlamında karşılaştırmalar yapılmıştır. Bununla birlikte, gelecekte yatırımların finansmanı için risk sermayesinin bir araç haline gelmesi amacıyla, Türkiye'de yeni olan risk sermayesi, kullanım süreci ve ilgili kurumlar derinlemesine incelenmiştir. Buna göre; risk sermayesi ile ilgili kurum ve kuruluşların daha özerk bir yapıya kavuşturularak etkinliği artırılabilir. Ayrıca finansal alana ilişkin ilgili yasal mevzuat özel finans kurumlarını teşvik edecek şekilde yeniden düzenlenirse gelişmiş ülkeler standardında bir etkinlik sağlanacağı kuşkusuzdur. Söz konusu etkinliğin sağlanması, beraberinde yatırım artışını, yenilikleri ve dolayısıyla teknolojik gelişmeyi, dış ticaret artışını ve ekonomik büyümeyi getirecektir. Bir ülkede risk sermayesi sektörünün gelişmesi için herhangi bir ileri teknolojili ürünün yapısını oluşturan unsurların ülkelerde olması gerekir. Aksi takdirde teknoloji yönünden daha ilerde olan ülkelerden teknoloji ithal edilir duruma gelinir. İleri teknolojili ürünlerin üretilmesi için risk sermayesi yatırımı yapılan ülkenin mevzuatının yatırım yapılabilir olması, fiziksel altyapı ve yetkin insan kaynağına sahip olunması gerekir. Belirtilen yönlerde ilerleme kaydedilmesi halinde ileri teknolojili ürünler ihraç edilebilir. Bu sebeple devlet ve özel sektörün işbirliği halinde olması veya birlikte hareket etmesinin büyük önemi vardır.

Beşkardeşler (2010) Türkiye'de son yıllar itibariyle hareketlilik göstermeye başladığı risk sermayesi yatırımlarının, sektörler açısından önem taşıdığı ve hangi birimlere yönlendirilmesi gerektiğine yön gösterecek bir araştırma yapmıştır. Buna göre; risk sermayesinin dünya uygulamalarına bakıldığında, gelişmiş olduğu ülkelerin hepsinde devlet desteğinin çok önemli boyutlarda olduğu görülmektedir. Her ülkede risk sermayesi girişimlerinde öncelikle devlet öncü olmuş, uygulanan teşvikler ile de özel sektörün konuyla ilgisi devamlı olarak canlı tutulmuştur. Risk sermayesi yatırımları belirli bir boyuta eriştikten sonra devletin de yükü hafiflemektedir, yüksek kazanç olgusunun bilincinde olan yatırımcılar artık kendiliğinden bu modelin gelişimine katkı sağlamaktadırlar. Risk sermayesi, özellikle teknolojik imkanları bulunan, ekonomik açıdan güçlü diğer bir deyişle girişimci olabilecek bilgi ve yeteneğe sahip bireylerin bulunduğu ülkelerde önemsenmiştir. Microsoft, Google, Apple, Cisco ve benzeri birçok firma aldıkları risk sermayesi ile gelişme kaydetmiştir. Buna dayanarak, dünyadaki risk sermayesi elde edinme ile ilgili deneyimlerden yararlanarak eksiklikler giderilmeli ve her yatırım sonrası bazı çıkarımlarda bulunulmalıdır. Yapılan yanlışların bir daha yapılmaması önemlidir. Dünyada teknoloji alanında rekabet etmek için ülkemizin de risk sermayesi yatırımlarını artırması ve hükümetin sektöre destek vermesi gerekir.

Çukurçayır (2010) AB'ye tam üyelik sürecinde uygulanan ortak tarım ve girişimcilik politikaları sonucunda meydana gelecek olan değişikliklerin girişimciler ve çiftçiler üzerindeki etkilerini incelemiştir. Buna göre; Avrupa Birliğinin ekonomik bütünlük ilkelerinden olan "birlikte kalkınma" anlayışına bağlı olarak en başta üye ülkelere ve ardından aday ülkelere olmak üzere çeşitli mali yardımlarda bulunulmaktadır. Bu mali yardımlar üye ve aday ülkeler arasındaki ekonomik kalkınmışlık farklarını gidermek amacıyla yapılmaktadır. Avrupa Birliği bu mali yardımları öncelikle çeşitli kriterlere göre belirlemekte ve yapılan yardımlar hibe ve kredi şeklinde olmak üzere Avrupa Birliği bütçesinden ve Avrupa Yatırım Bankası kanalları aracılığı ile gerçekleşmektedir. Risk sermayesi yatırımı yapacak girişimciler, bu hususları dikkate alarak tarıma dayalı bir iş kurma fikrine sıcak bakabilir. Tarıma yönelik yatırım yapmak isteyen girişimci, Avrupa Birliğine tam üyeliğin birtakım olumlu etkilerinden faydalanabilecektir. Buna göre; Türk girişimciler, AB üyesi ülkelerde rahatça faaliyette bulunabilir; daha kolay finansman elde etme olanağına sahip olur; destek programlarından faydalanır; kolay değişmeyen bir mevzuatta çalışma imkanı elde eder; risk ve belirsizliğin olmadığı ortamda geniş olanaklardan faydalanma imkanı elde eder. Bütün bu gelişmeler yapılacak tarım faaliyetlerinin etkinliğini artırır.

Ertuğrul (2011) finansman konusunda oldukça sıkıntı çeken Yenilikçi Küçük İşletmelerin finansman yapılarını ortaya koymuş ve bu işletmelerin yaşamış oldukları finansman sıkıntılarını görebilmek için bu çalışmayı yapmıştır. Finansal sistemin temel yapısını bankaların oluşturduğu bilinmektedir. Çalışmada 2002-2009 yılları arası incelendiği zaman bankacılık sektörünün geçmişte ve bugünde finans piyasasının en önemli oyuncusu olduğu anlaşılabilmektedir. Finansal sistem içinde diğer paya sahip olan, Leasing, Faktöring, Risk Sermayesi vb. kuruluşlar, 2010 Mart ayı itibari ile bu sistemin içerisinde ancak %40 oranında bir yere sahiptirler. Yani bankacılık sektörü finansal yapı içerisinde tek başına %60 oranında bir paya sahiptir. Bu yapı içerisinde yenilikçi küçük işletmelere en fazla finansman sağlaması gereken kuruluşlar, bankalardır. Yapılan anket sonucu ulaşılan bulgular ise şöyledir: Teknoparklarda yer alan veya yeni kurulan işletmelerin çalışan sayısı ve brüt satışları, işletmenin dış finansman kullanımını etkilememiştir; yeni kurulan işletmenin çalışan sayısı ve brüt satışında artış durumunda işletmede kurumsallaşma daha yaygın görülmüştür; özkaynak yetersizliği, önemli bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır. Teknoparklarda çalışma sonucu; vergi avantajı, altyapı, danışmanlık hizmeti, kolay finansman elde etme, ulaşım kolaylığı ve nitelikli personele kolay erişme imkanlarından faydalanılabilir.

Karabayır vd. (2012) melek yatırımcıların özellikleri ile yatırım yapmış oldukları işletmelere olan katkılarını belirlemek ve girişimci odaklılık ile melek yatırımcı kararları arasındaki ilişkiyi ortaya koymak istemiştir. Buna göre; melek yatırımcılar, yatırım yapmış oldukları firmaları çoğunlukla takip etmekte, çeşitli şekillerde öneriler sunmakta ve destek vermektedirler. Elde edilen bulgular sonucu, melek yatırımcı, yatırım kararını şu faktörlere göre alır: Melek yatırımcı, öncelikle kendisiyle görüş alış verişinde olabilecek kişileri belirler ve bu kişiler ile iletişim halinde olur; ulusal çıkarları önemli gören bir kişiliğe sahip olabilir; teknolojisi gelişmiş, sosyal bir niteliğe sahip firmalara yatırım yapabilir. Risk sermayesi yatırımının başarıya ulaşması için melek yatırımcı olarak ifade edilen bireylerin yetenekleri dikkate alınmalıdır. Melek yatırımcı, sahip olduğu yetenekler ile kurulacak firmanın yönetiminde önemli bir rol üstlenir. Melek yatırımcı, yapacağı yatırımda gönüllü olma durumuna bağlı olarak girişimci bir bireyde olması gereken unsurların çoğunu içerisinde barındırmalıdır. Bunlardan yenilikçilik, risk alma ve proaktif olma gibi nitelikler, risk sermayesi yatırımına katkı veren melek yatırımcı ile ilişkilendirilmelidir.

2.3 Tarama Sonuçlarıyla İlgili Değerlendirmeler

Literatür taraması yurtdışında risk sermayesi üzerine yapılan çalışmaların, araştırma konuları ve bu konulara uygulanan metodolojiler konusunda sergilediği zengin çeşitliliği

göstermektedir. Ancak Türkiye'deki çalışmaların çoğunun risk sermayesini betimleyici, bu finansman yönteminin ülkemizde başarılı olabilmesi için gerekli koşulları irdeleyen, yöntemin ülkeye sağlayacağı katkılar üzerinde duran çalışmalar olduğu görülmektedir. Tarama sonuçları, Türkiye verilerini de içeren bir veri setini kullanarak risk sermaye yatırımları ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi inceleyen bir ampirik çalışmanın literatüre önemli bir katkı sağlayacağını göstermektedir. Bu çerçevede, bu çalışmada Jeng ve Wells (2000) ve Groh vd. (2010) çalışmaları temel alınarak risk sermayesi sektörünün gelişiminde etkili olan unsurları belirlenmesini, ülkelerin durumlarını değerlendirilmesini ve risk sermayesi yatırımlarına yönelik çekiciliği bakımından Türkiye'yi incelenmesini sağlayacak bir model geliştirilmeye çalışılacaktır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
VERİ, METODOLOJİ ve SONUÇLAR

3.1 Veri

Bu kısımda ampirik çalışmaya konu olan değişkenler ve veri kaynakları hakkında bilgi verilecektir. Jeng ve Wells (2000) çalışmasında ilk halka arzlar, gayrisafi yurtiçi hâsıla, borsa değerinin büyüklüğü, işgücü piyasasının katılığı, muhasebe standartları, özel emeklilik fonları ve hükümet programları gibi değişkenler kullanılarak risk sermayesi yatırımları ile bu değişkenler arasındaki ilişki araştırılmaktadır. Groh vd. çalışmasında ise 27 Avrupa ülkesinden 42 parametre kullanılarak ülkelerin risk sermayesi yatırımları açısından cazibelerini ölçen bir endeks oluşturulmaya çalışılmıştır. Söz konusu iki çalışmada risk sermayesi yatırımlarının seviyesi/cazibesi ile ilgili olduğu düşünülen değişkenlerden bu çalışmada kullanılanları aşağıda belirtilmiştir.

Groh vd. (2010) çalışmasından alınan değişkenler şöyledir:

- Toplam Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (Amerikan Doları Cinsinden),
- Genel Fiyat Seviyesi (Enflasyon Oranı),
- İş Gücü (İşsizlik Oranı),
- Doğrudan Yabancı Yatırım, Net Giriş (GSYİH'ya Göre Yüzde),
- Piyasa Kapitalizasyonu (GSYİH'ya Göre Yüzde),
- Borsanın İşlem Hacmi / GSYİH (GSYİH'ya Göre Yüzde),
- Mevduat Bankaları ve Diğer Mali Kurumlar Tarafından Sağlanan Özel Kredi (GSYİH'ya Göre Yüzde),
- Risk Sermayesi/Girişim Sermayesi Aktivitesi (Yatırım Yapılan Fonların GSYİH'ya Göre Yüzdesi).

Jeng ve Wells (2000) çalışmasından alınan değişken ise şöyledir:

- Toplam Gayrisafi Yurtiçi Hasılanın Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre Büyümesi (%).

Toplam Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (Amerikan Doları Cinsinden), Toplam Gayrisafi Yurtiçi Hasılanın Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre Büyümesi (%), Genel Fiyat Seviyesi (Enflasyon

Oranı), İş Gücü (İşsizlik Oranı), Doğrudan Yabancı Yatırım-Net Giriş (GSYİH'ya Göre Yüzde), Piyasa Kapitalizasyonu (GSYİH'ya Göre Yüzde), Borsanın İşlem Hacmi / GSYİH (GSYİH'ya Göre Yüzde), Mevduat Bankaları ve Diğer Mali Kurumlar Tarafından Sağlanan Özel Kredi (GSYİH'ya Göre Yüzde), Risk Sermayesi/Girişim Sermayesi Aktivitesi (Yatırım Yapılan Fonların GSYİH'ya Göre Yüzdesi) gibi değişkenlerle ilgili değerlendirmeler analiz sonuçları ile ilgili bölümünde yer almaktadır. Her iki çalışmada kullanılan diğer değişkenlerin bir kısmına ait veriler hiç temin edilememiş; kalan değişkenlerin verileri ise örneklem dönemi için tamamlanamamış olduğundan bu değişkenlerin modelde kullanılamamıştır. Elde edilebilen ancak eksiklikleri nedeniyle modelde kullanılamayan değişkenlerle ilgili veriler tezin ekinde sunulmaktadır.

18 ülkeden 9 değişkenine ait 2000 ile 2012 yılları arasındaki veriler toplanmıştır. Örnekte yer alan ülkeler sırasıyla şunlardır: Türkiye, Birleşik Krallık, Amerika Birleşik Devletleri, Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Hollanda, İspanya, Yunanistan, İsrail, Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Meksika, Macaristan, Endonezya.

Modelde kullanılan dokuz değişken için yararlanılan veri kaynakları şunlardır: Worldbank, "http://www.theglobaleconomy.com/", Economics at Brown University, EUROSTAT, EVCA, NVCA, EMPEA, LAVCA, RVCA, CVCA, ABVCAP, Yatmaz (2012) çalışması, Ernst & Young, Tiempo Development ve Santa Consultants.

Eksiklikleri nedeniyle modelde kullanılamayıp ekte sunulan diğer değişkenlerin kaynakları ise şunlardır: EBRD, SPK, CREDIT SUISSE, DealWatch, BAIRD, CIA, TÜİK, TBB, Wikipedia, Gelir İdaresi Başkanlığı, KPMG Global, OECD, ÖSYM, Transparency International, WIPO, London Stock Exchange-Londra Borsası. Zattoni ve Judge (2012) çalışmasından yararlanılmıştır. Kaynakların yer aldığı web adresleri aşağıda listelenmiştir:

"http://www.investcom.com/",
"https://www.pwc.com.tr/",
"http://www.renaissancecapital.com/IPOHome/MarketWatch.asp",
"http://www.mergermarket.com/info/",
"http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html",
"http://www.nationmaster.com/index.php",
"http://www.fsa.gov.uk/library/other_publications/banks",
"http://www.ic.gc.ca/eic/site/061.nsf/eng/h_02254.html",

“http://www.nseindia.com/”,
“http://www.pwc.com/gx/en/index.jhtml?ld=no”,
“http://www.unescap.org/tid/projects/sisindo_s3_wiwin.pdf”,
“http://www.uis.unesco.org/Pages/default.aspx”,
“http://www.hesa.ac.uk/”,
“http://www.iie.org/en/IIE-Settings/C-Template-DropDownItems/Services/Project-Atlas/United-States”,
“http://eacea.ec.europa.eu/tempus/participating_countries/overview/israel_tempus_country_fiche_final.pdf”,
“http://gse.buffalo.edu/org/inthigheredfinance/files/Country_Profiles/Latin_America/Brazil.pdf”,
“http://www.qrossroads.eu/higher-education-in-europe/hungary”,
“http://www.aneki.com/students.html”,
“http://www.theglobeandmail.com/news/politics/canadas-universities-build-a-passage-from-india/article584698/”,
“http://www.graduateshotline.com/”,
“http://education.stateuniversity.com/pages/200/Brazil-HIGHER-EDUCATION.html”,
“http://www.civitas.org.uk/crime/factsheet-youthoffending.pdf”,
“https://www.ncjrs.gov/pdffiles1/ojjdp/228479.pdf”,
“http://www.policecouncil.ca/reports/SC_Youth2008.pdf”,
“http://www.publicsafety.gc.ca/res/cp/res/ssyr-eng.aspx”,
“https://www.destatis.de/EN/Publications/STATmagazin/Justice/2008_1/2008_1YouthCustody.html”,
“http://esc-eurocrim.org/files/juvenile_justice_in_greece.doc”,
“http://www1.cbs.gov.il/www/statistical/crime08e.pdf”,
“http://www.studymode.com/essays/What-Is-The-Best-Way-To-506296.html”,
“http://www.indianexpress.com/news/juvenile-delinquency-on-rise-33887-minors-arrested-in-2011/1058760/”,
“http://www.china-embassy.org/eng/zt/bps/t978034.htm”,
“http://www.cepprobation.org/uploaded_files/Pres%20STARR%20Cam%2010%20Bogschutz%20ws.pdf”,
“http://www1.cbs.gov.il/www/statistical/crime08e.pdf”,
“http://www.conferenceboard.ca/hcp/details/innovation/publicrandd.aspx”,
“http://espca.lnls.br/wp-content/uploads/2011/01/Prof.Brito_fapesp10-EN-20110117-LNLSx.pdf”,

"http://www.ru.ac.za/perspective/perspectivearticles/name,82280,en.html",
"http://www.meti.go.jp/english/apec/apec-isti/economy/idz/idz02.html",
"http://www.advisor.ca/news/industry-news/canada-lags-in-business-rd-spending-112828",
"http://espca.lnls.br/wp-content/uploads/2011/01/Prof.Brito_fapesp10-EN-20110117-LNLSx.pdf",
"http://www.oecd.org/sti/inno/46664535.pdf",
"http://www.meti.go.jp/english/apec/apec-isti/economy/idz/idz02.html",
"http://news.xinhuanet.com/english/2009-12/25/content_12703934.htm",
"http://www.tradingeconomics.com/israel/gdp",
"http://www.gfmag.com/component/content/article/119-economic-data/12384-worlds-unemployment-ratescom.html#axzz2llJENbZI",
"http://www.indexmundi.com/".

3.2 Metodoloji

Bir ülkedeki risk sermayesi yatırımlarının seviyesini belirlemek için Risk Sermayesi/Girişim Sermayesi Aktivitesi (Yatırım Yapılan Fonların GSYİH'ya Göre Yüzdesi) değişkeni bağımlı değişken, Toplam Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (Amerikan Doları Cinsinden), Toplam Gayrisafi Yurtiçi Hasılanın Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre Büyümesi (%), Genel Fiyat Seviyesi (Enflasyon Oranı), İş Gücü (İşsizlik Oranı), Doğrudan Yabancı Yatırım Net Giriş (GSYİH'ya Göre Yüzde), Piyasa Kapitalizasyonu (GSYİH'ya Göre Yüzde), Borsanın İşlem Hacmi / GSYİH (GSYİH'ya Göre Yüzde), Mevduat Bankaları ve Diğer Mali Kurumlar Tarafından Sağlanan Özel Kredi (GSYİH'ya Göre Yüzde) değişkenleri ise bağımsız değişkenler olarak ele alınmıştır. Belirtilen değişkenler ele alınarak çoklu regresyon modeli çalıştırılmıştır. Ayrıca bir ülkedeki risk sermayesi yatırımlarının başarısını değerlendirmek için gelişmiş ülkelere "1" gelişmekte olan ülkelere "0" değeri atanarak bağımlı değişken tanımlanmış ve çoklu regresyonda kullanılan bağımsız değişkenlerle bir Logistic Regresyon modeli çalıştırılmıştır.

3.3 Değişkenlerle İlgili Hipotezler ve Betimleyici İstatistikler

Bu kısımda; risk sermayesi konusuyla ilgili olan, 18 ülke için 2000 ile 2012 yılları arasındaki tüm verilerin bulunduğu 9 değişken ele alınacaktır. Tablolara göre, değişkenler sırasıyla açıklanacaktır.

3.3.1 Toplam Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (Amerikan Doları Cinsinden)

Risk sermayesi yatırımlarının yapılması, ülke ekonomisinin gelişimine önemli bir katkı sağlar. Yaratılan katma değerler, ülkenin sahip olduğu ekonomik değerlerin artmasına sebep olur. GSYH'si yüksek olan ülkelerde risk sermayesi yatırımlarının seviyelerinin de yüksek olması beklenir.

Tablo 3.1'den anlaşılacağı üzere Amerika Birleşik Devletleri, 2000 ile 2012 yılları arasındaki en yüksek gayri safi yurt içi hasılaya (GSYH) sahip olan ülkedir. GSYH büyük olan ve GSYH açısından Amerika Birleşik Devletleri'nden sonra gelen ülkeler sırasıyla şöyledir: Çin, Almanya, Fransa, Birleşik Krallık ve İtalya. Macaristan ise aynı dönemde GSYH'si en düşük olan ülkedir. Tüm ülkelerin örneklem döneminde GSYH'de büyüme sağladığı görülmektedir. GSYH büyüme hızı en yüksek olan ülkeler sırasıyla Rusya, Çin, Endonezya, Brezilya, Hindistan ve Türkiye'dir. Son dönemi ilk dönemine göre iyi olan, diğer bir deyişle, gelecek vaat ettiği söylenebilecek ülkeler ise sırasıyla şöyledir: Rusya, Çin, Endonezya, Hindistan ve Brezilya.

3.3.2 Toplam Gayrisafi Yurtiçi Hasılanın Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre Büyümesi (%)

Risk sermayesi yatırımlarının gayri safi yurtiçi hasılaya etkisi yüksektir. Buna göre; gayri safi yurtiçi hasılada önceki yıla göre büyüme ile bu etkinin önemi görülmüş olur. Yüksek büyüme hızlı refah artışı demektir. Büyüme hızı yüksek olan ülkelerde risk sermayesi yatırımlarının seviyesinin de yüksek olması beklenir.

Tablo 3.1 Örnekteki Ülkelerin Toplam Gayri Safi Yurtiçi Hasılası (Milyar Amerikan Doları Cinsinden)

Ülke	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Ortalama Seviye	Ortalama Büyüme (%)	BYBO (%)
Türkiye	266,57	196,01	232,53	303,01	392,17	482,98	530,90	647,16	730,34	614,55	731,14	774,78	789,26	514,72	11	9
Birleşik Krallık	1475,71	1468,03	1601,62	1855,67	2196,86	2295,84	2452,97	2825,53	2648,94	2183,86	2256,26	2445,41	2435,17	2164,76	5	4
Birleşik Devletler	9898,80	10233,90	10590,20	11089,30	11797,80	12564,30	13314,50	13961,80	14219,30	13898,30	14419,40	14991,30	15684,80	12820,28	4	4
Kanada	724,92	715,42	734,66	865,87	992,23	1133,76	1278,61	1424,07	1502,68	1337,58	1577,04	1736,05	1821,42	1218,79	8	7
Fransa	1326,33	1338,30	1452,03	1792,21	2055,68	2136,56	2255,71	2582,39	2831,79	2619,69	2549,03	2773,03	2612,88	2178,89	6	5
Almanya	1886,40	1880,89	2006,59	2423,81	2726,34	2766,25	2902,75	3323,81	3623,69	3298,64	3284,47	3600,83	3399,59	2855,70	5	5
İtalya	1104,01	1123,70	1225,18	1514,50	1735,52	1786,28	1872,98	2127,18	2307,31	2111,15	2043,53	2193,97	2013,26	1781,43	6	5
Hollanda	385,07	400,65	437,81	538,31	609,89	638,47	677,69	782,57	870,81	796,33	774,66	836,07	772,23	655,43	6	5
İspanya	580,35	608,86	686,30	883,84	1044,61	1130,80	1236,35	1441,43	1593,42	1455,96	1380,11	1476,88	1349,35	1143,71	8	7
Yunanistan	124,42	129,84	146,05	192,85	227,95	240,08	261,71	305,43	341,59	321,02	292,30	289,63	249,10	240,15	7	5
İsrail	124,90	122,94	112,97	118,67	126,57	133,96	145,48	167,11	201,66	194,87	217,44	242,93	243,93	165,65	6	5
Brezilya	644,70	553,58	504,22	552,47	663,76	882,19	1088,92	1365,98	1652,82	1621,66	2143,04	2476,65	2252,66	1261,74	12	10
Rusya	259,71	306,60	345,11	430,35	591,02	764,00	989,93	1299,71	1660,85	1222,65	1487,52	1857,77	2014,78	1017,69	20	17
Hindistan	474,69	492,38	522,80	617,57	721,59	834,22	949,12	1238,70	1224,10	1365,37	1710,91	1872,84	1841,72	1066,61	12	11
Çin	1198,47	1324,81	1453,83	1640,96	1931,64	2256,90	2712,95	3494,06	4521,83	4991,26	5930,53	7318,50	8358,36	3625,70	18	16
Meksika	581,43	622,09	649,08	700,32	759,78	848,95	952,28	1035,93	1094,48	879,70	1035,27	1153,34	1177,96	883,89	6	6
Macaristan	46,39	52,72	66,39	83,54	101,93	110,32	112,53	136,10	154,23	126,63	128,63	140,03	125,51	106,53	10	8
Endonezya	165,02	160,45	195,66	234,77	256,84	285,87	364,57	432,22	510,24	539,58	708,03	846,83	878,19	429,10	15	14

18 ülke için toplam gayri safi yurtiçi hasıla (Milyar Amerikan Doları Cinsinden) rakamları yukarıda gösterilmiştir. Verilerin tümü Worldbank'ın web sitesinden elde edilmiştir. Ortalama büyüme, zaman periyodu dikkate alınarak, aritmetik yıllık büyüme oranını ifade eder. BYBO (Bileşik Yıllık Büyüme Oranı), zaman periyodu dikkate alınarak, geometrik yıllık büyüme oranını ifade eder.

GSYH'deki büyümeyi gösteren Tablo 3.2'deki verilere göre Rusya, 2000 yılında; Hindistan ise 2010 yılında en yüksek büyüme oranına sahip iki ülkedir. Çin, diğer yıllar için en yüksek büyüme oranına sahip ülkedir. Ortalama seviye bakımından büyüme oranı en yüksek ülkeler sırasıyla şöyledir: Çin, Hindistan, Endonezya, Rusya, Türkiye, İsrail ve Brezilya. Ortalama seviye bakımından büyüme oranı en düşük ülkeler ise sırasıyla şöyledir: İtalya, Yunanistan, Fransa, Almanya, Hollanda, Birleşik Krallık, Amerika Birleşik Devletleri ve İspanya.

3.3.3 Genel Fiyat Seviyesi (Enflasyon Oranı)

Fiyatlar genel seviyesindeki artış enflasyon olarak ifade edilir. Enflasyon artış oranının yüksek olduğu durumda alım gücü düşen tüketici, herhangi bir mal ve hizmet edinimini dışlar. Bir ülkede yaşayan her birey eşit gelir düzeyine sahip değildir. Ancak risk alan cesur girişimcilerin risk sermayesi yatırımlarında bulunmasıyla gerçekleşecek yatırımdan kendisine pay edinen bireyler bu işten kazançla ayrılabilirler. Yatırımcı için enflasyon oranının yüksekliği, maliyetlerin artmasına, yatırımlarla ilgili risklerin artmasına sebep olur; bu da yatırımların rantabilitesini olumsuz etkiler. Dolayısıyla yüksek enflasyonun tüm yatırımlarla beraber risk sermayesi yatırımlarını da olumsuz etkileyeceği, düşük enflasyon oranının ile risk sermayesi yatırımlarını arttıracağı beklenmelidir.

Enflasyon oranları ile ilgili tablo değerlendirildiğinde en yüksek ortalama enflasyon oranına sahip ülkelerin sırasıyla şöyle olduğu gözlemlenmektedir: Türkiye, Rusya, Endonezya, Brezilya ve Hindistan. Enflasyon oranlarını aşağıya çekerek gelişme kaydeden ülkeler sırasıyla şöyledir: İspanya, Çin, Amerika Birleşik Devletleri, Türkiye, Rusya ve Meksika. Enflasyon oranları bakımından son dönemi ilk dönemine göre en başarılı ülkeler ise sırasıyla şöyledir: Türkiye, Rusya, Yunanistan, Meksika ve Macaristan.

Tablo 3.2 Örnekteki Ülkelerin Toplam Gayrisafi Yurtiçi Hasılalarının Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre Büyümesi (%)

Ülke	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Ortalama Seviye
Türkiye	6,8	-5,7	6,2	5,3	9,4	8,4	6,9	4,7	0,7	-4,8	9,2	8,5	2,2	4,4
Birleşik Krallık	4,2	2,9	2,4	3,8	2,9	2,8	2,6	3,6	-1,0	-4,0	1,8	0,8	0,3	1,8
Birleşik Devletler	4,2	1,1	1,8	2,6	3,5	3,1	2,7	1,9	-0,4	-3,5	3,0	1,7	2,2	1,8
Kanada	5,2	1,8	2,9	1,9	3,1	3,0	2,8	2,2	0,7	-2,8	3,2	2,5	1,7	2,2
Fransa	3,7	1,8	0,9	0,9	2,5	1,8	2,5	2,3	-0,1	-3,1	1,7	1,7	0,0	1,3
Almanya	3,1	1,5	0,0	-0,4	1,2	0,7	3,7	3,3	1,1	-5,1	4,2	3,0	0,7	1,3
İtalya	3,7	1,9	0,5	0,0	1,7	0,9	2,2	1,7	-1,2	-5,5	1,8	0,4	-2,4	0,4
Hollanda	3,9	1,9	0,1	0,3	2,2	2,0	3,4	3,9	1,8	-3,7	1,6	1,0	-1,0	1,3
İspanya	5,0	3,7	2,7	3,1	3,3	3,6	4,1	3,5	0,9	-3,7	-0,3	0,4	-1,4	1,9
Yunanistan	4,5	4,2	3,4	5,9	4,4	2,3	5,5	3,5	-0,2	-3,1	-4,9	-7,1	-6,4	0,9
İsrail	9,3	-0,2	-0,6	1,5	4,8	4,9	5,6	5,5	4,0	0,8	4,8	4,7	3,4	3,7
Brezilya	4,3	1,3	2,7	1,1	5,7	3,2	4,0	6,1	5,2	-0,3	7,5	2,7	0,9	3,4
Rusya	10,0	5,1	4,7	7,3	7,2	6,4	8,2	8,5	5,2	-7,8	4,3	4,3	3,4	5,1
Hindistan	4,0	4,9	3,9	7,9	7,8	9,3	9,3	9,8	3,9	8,5	10,5	6,3	3,2	6,9
Çin	8,4	8,3	9,1	10,0	10,1	11,3	12,7	14,2	9,6	9,2	10,4	9,3	7,8	10,0
Meksika	6,6	-0,2	0,8	1,4	4,1	3,2	5,2	3,3	1,2	-6,0	5,5	3,9	3,9	2,5
Macaristan	4,2	3,7	4,5	3,9	4,8	4,0	3,8	0,1	0,9	-6,8	1,3	1,7	-1,7	1,9
Endonezya	4,9	3,6	4,5	4,8	5,0	5,7	5,5	6,3	6,0	4,6	6,2	6,5	6,2	5,4

18 ülke için toplam gayrisafi yurtiçi hasılanın önceki yılın aynı dönemine göre büyümesi yüzde olarak yukarıda gösterilmiştir. Verilerin tümü Worldbank'ın web sitesinden elde edilmiştir.

3.3.4 İş Gücü (İşsizlik Oranı)

Risk sermayesi yatırımları, işsizlik oranlarının önemli ölçüde düşmesine sebep olur. Herhangi bir risk sermayesi yatırımı ile yeni iş alanları veya yeni sektörler ortaya çıkabilir. Bu durum ancak yaratıcı bireylerin yatırıma girişmesi sonucu gerçekleşir. Buna dayanarak iş sahibi olmak isteyen birey, kendisine uygun bir işte çalışmak suretiyle istihdam edilebilir. Böylece ekonominin olumlu yönde seyretmesi sağlanmış olur. Sonuç olarak işsizlik oranı ile risk sermayesi arasındaki negatif ilişki olacağı hipotezi benimsenmiştir.

Tablo 3.3 Örnekteki Ülkelerin Genel Fiyat Seviyesi (Enflasyon Oranı)

Ülke	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Ortalama Seviye	Ortalama Büyüme (%)	BYBO (%)
Türkiye	54,9	54,4	45,0	25,3	10,6	10,1	10,5	8,8	10,4	6,3	8,6	6,5	8,9	20,0	-9	-13
Birleşik Krallık	0,8	1,2	1,3	1,4	1,3	2,0	2,3	2,3	3,6	2,2	3,3	4,5	2,8	2,2	16	10
Birleşik Devletler	3,4	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,4	1,6	3,2	2,1	2,5	-42	-4
Kanada	2,7	2,5	2,3	2,8	1,9	2,2	2,0	2,1	2,4	0,3	1,8	2,9	1,5	2,1	35	-4
Fransa	1,7	1,6	1,9	2,1	2,1	1,7	1,7	1,5	2,8	0,1	1,5	2,1	2,0	1,8	118	1
Almanya	1,5	2,0	1,4	1,0	1,7	1,6	1,6	2,3	2,6	0,3	1,1	2,3	2,0	1,6	31	2
İtalya	2,5	2,8	2,5	2,7	2,2	2,0	2,1	1,8	3,4	0,8	1,5	2,7	3,0	2,3	14	1
Hollanda	2,3	4,2	3,3	2,1	1,2	1,7	1,2	1,6	2,5	1,2	1,3	2,4	2,4	2,1	10	0
İspanya	3,4	3,6	3,1	3,0	3,0	3,4	3,5	2,8	4,1	-0,3	1,8	3,2	2,4	2,8	-60	-3
Yunanistan	3,2	3,4	3,6	3,5	2,9	3,5	3,2	2,9	4,2	1,2	4,7	3,3	1,5	3,2	15	-6
İsrail	1,1	1,1	5,7	0,7	-0,4	1,3	2,1	0,5	4,6	3,3	2,7	3,5	1,7	2,1	40	3
Brezilya	7,0	6,8	8,5	14,7	6,6	6,9	4,2	3,6	5,7	4,9	5,0	6,6	5,4	6,6	4	-2
Rusya	20,8	21,5	15,8	13,7	10,9	12,7	9,7	9,0	14,1	11,7	6,9	8,4	5,1	12,3	-8	-10
Hindistan	4,0	3,7	4,4	3,8	3,8	4,2	6,1	6,4	8,4	10,9	12,0	8,9	9,3	6,6	9	7
Çin	0,3	0,7	-0,8	1,2	3,9	1,8	1,5	4,8	5,9	-0,7	3,3	5,4	2,6	2,3	-50	18
Meksika	9,5	6,4	5,0	4,5	4,7	4,0	3,6	4,0	5,1	5,3	4,2	3,4	4,1	4,9	-5	-6
Macaristan	9,8	9,2	5,3	4,6	6,8	3,6	3,9	7,9	6,1	4,2	4,9	4,0	5,7	5,8	3	-4
Endonezya	3,7	11,5	11,9	6,6	6,2	10,5	13,1	6,4	9,8	4,8	5,1	5,4	4,3	7,6	17	1

18 ülke için genel fiyat seviyesi (enflasyon oranı) yukarıda gösterilmiştir. Verilerin tümü "http://www.theglobaleconomy.com/" web adresinden elde edilmiştir. Ortalama büyüme, zaman periyodu dikkate alınarak, aritmetik yıllık büyüme oranını ifade eder. BYBO (Bileşik Yıllık Büyüme Oranı), zaman periyodu dikkate alınarak, geometrik yıllık büyüme oranını ifade eder.

Ortalama seviye bakımından değerlendirildiğinde en yüksek işsizlik oranına sahip ülkeler sırasıyla şöyledir: İspanya, Yunanistan ve Türkiye. Ortalama seviye bakımından değerlendirildiğinde en düşük işsizlik oranına sahip ülkeler sırasıyla şöyledir: Hollanda, Meksika ve Çin. İşsizlik oranlarını aşağıya çekerek gelişme kaydeden ülkeler sırasıyla şöyledir: Rusya, Almanya, İsrail ve Brezilya. İşsizlik oranları bakımından son dönemi ilk dönemine göre en başarısız ülkeler ise sırasıyla şöyledir: Amerika Birleşik Devletleri, Yunanistan, Hollanda, İspanya ve Meksika.

Tablo 3.4 Örnekteki Ülkelerin İş Gücü (İşsizlik Oranı)

Ülke	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Ortalama Seviye	Ortalama Büyüme (%)	BYBO (%)
Türkiye	6,5	8,4	10,4	10,5	10,8	10,6	10,2	10,3	11,0	14,0	11,9	9,8	9,4	10,3	4	3
Birleşik Krallık	5,5	4,7	5,1	4,8	4,6	4,6	5,4	5,2	5,3	7,7	7,8	7,8	8,1	5,9	4	3
Birleşik Devletler	4,0	4,7	5,8	6,0	5,5	5,1	4,6	4,6	5,8	9,3	9,6	8,9	8,2	6,3	8	6
Kanada	6,8	7,2	7,7	7,6	7,2	6,8	6,3	6,0	6,1	8,3	8,0	7,4	7,3	7,1	1	1
Fransa	10,2	8,6	8,7	8,6	9,2	8,9	8,8	8,0	7,4	9,1	9,3	9,3	10,1	8,9	0	0
Almanya	7,7	7,8	8,6	9,3	10,3	11,1	10,3	8,6	7,5	7,7	7,1	5,9	5,2	8,2	-3	-3
İtalya	10,8	9,6	9,2	8,9	7,9	7,7	6,8	6,1	6,7	7,8	8,4	8,4	10,6	8,4	0	0
Hollanda	2,7	2,1	2,6	3,6	4,6	4,7	3,9	3,2	2,8	3,4	4,5	4,4	5,2	3,7	8	5
İspanya	13,9	10,5	11,4	11,3	11,0	9,2	8,5	8,3	11,3	18,0	20,1	21,6	24,9	13,8	7	5
Yunanistan	11,1	10,2	10,3	9,7	10,5	9,9	8,9	8,3	7,7	9,5	12,5	17,7	23,8	11,5	8	6
İsrail	8,8	9,3	10,3	10,7	10,4	9,0	8,4	7,3	6,1	7,5	6,6	5,6	7,0	8,2	-1	-2
Brezilya	7,1	9,3	9,1	9,7	8,9	9,3	8,4	8,1	7,1	8,3	6,7	6,0	6,0	8,0	-1	-1
Rusya	10,6	9,0	7,9	8,2	7,8	7,2	7,2	6,1	6,3	8,4	7,5	6,6	6,0	7,6	-4	-4
Hindistan	9,2	9,2	8,8	9,5	9,2	8,9	7,8	7,2	6,8	10,7	10,8	9,8	9,3	9,0	1	0
Çin	3,1	3,6	4,0	4,3	4,2	4,2	4,1	4,0	4,2	4,3	4,1	4,1	4,1	4,0	3	2
Meksika	2,6	2,5	2,9	3,0	3,7	3,5	3,2	3,4	3,5	5,2	5,3	5,3	4,8	3,8	6	5
Macaristan	6,4	5,7	5,8	5,9	6,1	7,2	7,5	7,4	7,8	10,0	11,2	10,9	10,9	7,9	5	4
Endonezya	6,1	8,1	9,1	9,5	9,9	11,2	10,3	9,1	8,4	7,9	7,1	6,6	6,2	8,4	1	0

18 ülke için iş gücü (işsizlik oranı) yüzde olarak yukarıda gösterilmiştir. Veriler, çoğunlukla "http://www.theglobaleconomy.com/" web adresinden elde edilmiştir. Ortalama büyüme, zaman periyodu dikkate alınarak, aritmetik yıllık büyüme oranını ifade eder. BYBO (Bileşik Yıllık Büyüme Oranı), zaman periyodu dikkate alınarak, geometrik yıllık büyüme oranını ifade eder.

3.3.5 Doğrudan Yabancı Yatırım, Net Giriş (GSYİH'ya Göre Yüzde)

Yerli firmaların yabancı sermayenin sağladığı uzun vadeli fonlar ile desteklenmesi olumlu olarak karşılanabilir. Yatırım için gerekli finansman bulunması, girişimci için öncelikli bir konudur. Burada hissedarın payı ve konumu önemlidir. Risk sermayesi yatırımı için gerek duyulan her türlü teknoloji veya altyapı gereksiniminin karşılanması ve teknik bilginin yerli firmalar tarafından öğrenilmesi, yatırımlara ivme kazandıracak etkenlerdir. Bu çerçevede bir ülkedeki doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile risk sermayesi yatırımları arasında pozitif bir ilişki olacağı öngörülmektedir.

Tablo 3.5'te yer alan istatistiklere göre örneklem döneminde en yüksek doğrudan yabancı sermaye yatırım oranına sahip olan ülke Macaristan'dır. Macaristan, 2007 yılında % 51,90, 2010 yılında ise -%-16,07 oranına sahiptir. Oran negatif olabilmektedir, negatif değerler, ülkeden yabancı sermaye çıkışı olduğunu göstermektedir. Macaristan için parametredeki oranlar, yıllara göre dalgalı bir seyir izlemiştir. Ancak Macaristan, ortalama seviye

Tablo 3.5 Örnekteki Ülkelerde Doğrudan Yabancı Yatırım, Net Giriş (GSYİH'ya Göre Yüzde)

Ülke	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Ortalama Seviye	Ortalama Büyüme (%)
Türkiye	0,37	1,71	0,47	0,56	0,71	2,08	3,80	3,41	2,67	1,37	1,24	2,07	1,59	1,70	47
Birleşik Krallık	8,28	3,67	1,59	1,49	2,61	11,05	8,77	8,51	9,87	0,19	2,72	1,16	2,28	4,78	129
Birleşik Devletler	3,25	1,63	0,80	0,57	1,24	1,10	2,21	2,44	2,34	1,00	1,88	1,72	1,31	1,65	7
Kanada	9,12	3,87	3,00	0,83	-0,07	2,25	5,03	8,32	4,36	1,18	1,31	2,28	2,50	3,38	-284
Fransa	3,20	3,76	3,41	2,40	1,60	4,16	3,93	3,60	2,26	1,03	1,48	1,63	2,50	2,69	9
Almanya	11,14	1,39	2,67	1,28	-0,36	1,51	1,91	0,87	0,46	1,25	0,62	1,08	0,80	1,89	-50
İtalya	1,19	1,32	1,20	1,09	0,97	1,10	2,08	1,88	-1,08	1,91	-0,26	1,28	0,40	1,01	-95
Hollanda	16,39	12,97	5,81	3,80	0,72	6,95	2,97	16,24	1,30	4,30	-1,33	1,66	-1,08	5,44	57
İspanya	6,69	4,63	5,83	2,90	2,37	2,70	3,35	5,79	4,89	1,33	3,38	2,13	2,68	3,74	8
Yunanistan	0,87	1,22	0,04	0,69	0,92	0,29	2,07	0,64	1,68	0,86	0,18	0,38	1,15	0,85	202
İsrail	6,44	1,44	1,40	2,80	2,33	3,60	10,51	5,26	5,39	2,28	2,37	4,70	4,27	4,06	20
Brezilya	5,08	4,06	3,29	1,84	2,74	1,75	1,78	3,26	3,07	1,94	2,49	2,89	3,38	2,89	3
Rusya	1,05	0,90	1,00	1,85	2,61	1,69	3,00	4,24	4,52	2,99	2,91	2,85	2,55	2,47	14
Hindistan	0,76	1,11	1,08	0,70	0,80	0,87	2,11	2,04	3,55	2,61	1,57	1,74	1,48	1,57	14
Çin	3,20	3,34	3,39	2,87	2,84	4,61	4,57	4,47	3,79	2,63	4,11	3,01	3,08	3,53	3
Meksika	3,11	4,80	3,69	2,65	3,27	2,87	2,12	3,07	2,49	1,85	2,02	1,77	1,08	2,68	-4
Macaristan	5,97	7,48	4,54	2,61	4,20	7,71	16,60	51,90	48,62	-2,34	-16,07	6,88	6,77	11,14	62
Endonezya	-2,76	-1,86	0,07	-0,25	0,74	2,92	1,35	1,60	1,83	0,90	1,94	2,14	2,26	0,84	-53

18 ülke için doğrudan yabancı yatırım, net giriş (GSYİH'ya göre yüzde) olarak yukarıda gösterilmiştir. Verilerin tümü Worldbank'ın web sitesi ve "http://www.theglobaleconomy.com/" web adresinden elde edilmiştir. Ortalama büyüme, zaman periyodu dikkate alınarak, aritmetik yıllık büyüme oranını ifade eder.

bakımından değerlendirildiğinde en yüksek orana sahip ülkedir. Ortalama seviye bakımından değerlendirildiğinde en düşük orana sahip ülkeler ise sırasıyla şöyledir: Endonezya, Yunanistan, İtalya ve Hindistan. Oran bakımından son dönemi ilk dönemine göre bu parametre için en başarısız ülkeler ise sırasıyla şöyledir: Kanada, İtalya, Endonezya, Almanya ve Meksika.

3.3.6 Piyasa Kapitalizasyonu (GSYİH'ya Göre Yüzde)

Risk sermayesi yatırımlarına dolaylı yoldan etkisi olan bu parametre göreceli başarıyı ifade eder. Risk sermayesi yatırımlarına firma ve hisse senedi bazındaki ekonomik katkıyı ifade eder. Diğer taraftan doğrudan yabancı yatırımların gelmesi kadar önemli değildir.

Tablo 3.6 Örnekteki Ülkelerin Piyasa Kapitalizasyonu (GSYİH'ya Göre Yüzde)

Ülke	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Ortalama Seviye	Ortalama Büyüme (%)	BYBO (%)
Türkiye	26,13	24,06	14,60	22,57	25,07	33,45	30,59	44,28	16,15	36,73	41,94	26,04	39,12	29,29	15	3
Birleşik Krallık	174,63	147,46	116,40	132,57	128,18	133,21	154,68	136,56	69,91	128,05	137,71	118,72	123,99	130,93	1	-3
Birleşik Devletler	152,58	135,38	104,80	128,65	138,36	135,07	145,90	142,87	82,55	108,48	118,86	104,33	119,02	124,37	0	-2
Kanada	116,07	97,95	78,31	103,24	118,67	130,62	133,01	153,54	66,70	125,67	136,98	109,82	110,69	113,94	5	0
Fransa	109,07	87,76	66,59	75,66	75,84	82,32	107,66	107,31	52,70	75,28	75,58	56,57	69,78	80,16	0	-3
Almanya	67,34	56,98	34,44	44,52	43,81	44,15	56,42	63,35	30,58	39,34	43,53	32,89	43,72	46,24	1	-3
İtalya	69,60	46,93	39,23	40,60	45,49	44,68	54,81	50,43	22,57	15,03	15,57	19,67	23,86	37,57	-5	-8
Hollanda	166,32	114,37	91,70	90,77	88,32	92,86	115,04	122,22	44,55	68,13	85,35	71,13	84,30	95,00	0	-5
İspanya	86,88	76,90	67,75	82,17	90,05	84,90	107,02	124,88	59,38	89,10	84,89	69,81	73,75	84,42	2	-1
Yunanistan	89,09	66,65	47,07	55,40	54,94	60,40	79,58	86,74	26,46	17,04	24,85	11,62	17,90	49,06	-4	-12
İsrail	51,31	57,16	40,16	63,80	75,46	89,66	119,13	141,44	66,68	93,45	100,28	59,68	60,85	78,39	7	1
Brezilya	35,08	33,64	24,55	42,46	49,77	53,80	65,30	100,32	35,66	71,98	72,12	49,62	54,60	52,99	13	3
Rusya	14,99	24,85	35,99	53,63	45,34	71,80	106,79	115,64	23,91	70,46	67,53	42,87	43,41	55,17	28	9
Hindistan	31,19	22,42	25,06	45,19	53,75	66,30	86,28	146,86	52,73	86,64	95,94	54,94	68,60	64,30	17	6
Çin	48,48	39,55	31,85	41,51	33,12	34,59	89,43	178,20	61,78	100,33	80,31	46,31	44,94	63,88	14	-1
Meksika	21,53	20,30	15,89	17,50	22,63	28,17	36,58	38,39	21,25	38,71	43,89	35,44	44,60	29,61	11	6
Macaristan	25,91	19,66	19,75	20,03	28,17	29,53	37,26	35,01	12,05	22,34	21,54	13,41	16,80	23,19	4	-3
Endonezya	16,26	14,34	15,33	23,28	28,52	28,48	38,10	48,98	19,36	33,02	50,90	46,07	45,19	31,37	15	8

18 ülke için piyasa kapitalizasyonu (GSYİH'ya Göre Yüzde) yukarıda gösterilmiştir. Verilerin tümü "http://www.theglobaleconomy.com/" web adresinden elde edilmiştir. Ortalama büyüme, zaman periyodu dikkate alınarak, aritmetik yıllık büyüme oranını ifade eder. BYBO (Bileşik Yıllık Büyüme Oranı), zaman periyodu dikkate alınarak, geometrik yıllık büyüme oranını ifade eder.

Piyasa kapitalizasyonu ile risk sermaye yatırımları arasındaki ilişkinin de pozitif olması gerektiği öngörülmektedir.

Tablo 3.6'daki istatistiklere göre; Çin, 2007 yılında en yüksek; Yunanistan ise 2011 yılında en düşük orana sahip ülkedir. Ortalama seviye bakımından değerlendirildiğinde en yüksek orana sahip ve Gayri Safi Yurtiçi Hasılalarının üzerinde borsalarında yatırım gerçekleştirilen ülkeler sırasıyla şöyledir: Birleşik Krallık, Amerika Birleşik Devletleri ve Kanada. Oran bakımından en çok gelişme kaydeden ülkeler sırasıyla şöyledir: Rusya, Hindistan, Endonezya, Türkiye, Çin, Brezilya ve Meksika. Oran bakımından son dönemi ilk dönemine göre bu parametre için en başarısız ülkeler ise sırasıyla şöyledir: Yunanistan, İtalya ve Hollanda.

3.3.7 Borsanın İşlem Hacmi / GSYİH (GSYİH'ya Göre Yüzde)

Risk sermayesi yatırımlarıyla dolaylı açıdan ilgisi olan bu parametredeki oranlar, ülke borsalarındaki alış-satış işlemlerinin değerini ölçmektedir. Risk sermayesi sektöründe faaliyet gösteren firmalara olan ilgi kısmen de olsa görülmüş olur. Yatırımcının ilgisini çeken hisse senetlerine yönelik olarak yapılan bu iki yönlü işlem, firmaları ve ilgili ülkeyi olumlu veya olumsuz yönde etkileyebilir. Sermaye piyasaları gelişmiş olan ülkelerdeki risk sermayesi yatırımlarının da yüksek olacağı, dolayısıyla bu iki değişken arasındaki ilişkinin pozitif olacağı öngörülmektedir.

Tablo 3.7 incelendiğinde; 2000-2003 ve 2008-2012 yılları arasında, Amerika Birleşik Devletleri'ne ait oranların en yüksek oranlar olduğu anlaşılmaktadır. Ortalama seviye bakımından değerlendirildiğinde en yüksek orana sahip ve Gayri Safi Yurtiçi Hasılalarının üzerinde borsalarında işlem gerçekleşen ülkeler sırasıyla şöyledir: Amerika Birleşik Devletleri, Birleşik Krallık, İspanya ve Hollanda. Oran bakımından en çok gelişme kaydeden ülkeler sırasıyla şöyledir: Rusya, Çin, Brezilya, İsrail, Endonezya ve Meksika. Oran bakımından son dönemi ilk dönemine göre, bu parametre için en başarısız ülkeler ise sırasıyla şöyledir: Yunanistan, Hindistan, Macaristan, Hollanda, İspanya ve Amerika Birleşik Devletleri.

3.3.8 Mevduat Bankaları ve Diğer Mali Kurumlar Tarafından Sağlanan Özel Kredi (GSYİH'ya Göre Yüzde)

Risk sermayesi yatırımı için gerekli sermaye, finansal kuruluşlardan elde edildiğinde yatırımın gerçekleşmesi kolaylaşır. Ancak bu durumda sermaye edinen kişi veya kurumlar, finansal kuruluşlara bağımlı hale gelir. Risk sermayesi yatırımı, bu parametre için özel sektörden bir sermaye edinimi ile gerçekleşir. Konuyla ilgili finansal kuruluşların çokluğu, risk sermayesi yatırımlarını teşvik eder; yatırımlara olumlu katkı verir. Dolayısıyla bu değişkenle risk sermayesi yatırımları arasında da pozitif bir ilişki olması beklenir.

Tablo 3.7 Örnekteki Ülkelerde Borsanın İşlem Hacmi / GSYİH (GSYİH'ya Göre Yüzde)

Ülke	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Ortalama Seviye	Ortalama Büyüme (%)	BYBO (%)
Türkiye	67,2	39,8	30,4	32,9	37,6	41,7	42,9	46,7	32,8	39,6	57,7	53,4	44,2	43,6	-1	-3
Birleşik Krallık	124,4	126,8	119,2	119,2	168,7	181,5	172,9	365,4	244,9	155,8	133,3	121,5	102,2	164,3	4	-2
Birleşik Devletler	321,9	283,8	239,6	140,2	164,1	171,2	249,9	305,2	450,2	336,3	211,2	205,1	136,3	247,3	-3	-6
Kanada	87,6	64,5	55,3	54,0	65,9	74,5	100,9	115,5	117,8	92,7	86,6	87,6	66,3	82,2	-1	-2
Fransa	81,7	80,5	64,4	61,6	68,9	71,4	111,0	132,4	115,3	52,1	57,6	53,2	43,1	76,4	-2	-5
Almanya	56,7	75,5	61,5	47,3	51,6	63,7	85,7	101,2	85,7	39,1	42,8	48,8	36,0	61,2	0	-3
İtalya	70,5	49,1	44,1	43,8	46,3	62,4	72,9	108,8	29,0	21,8	26,4	40,4	37,7	50,2	3	-5
Hollanda	175,9	257,9	105,6	98,4	122,6	130,9	161,7	230,5	131,3	75,9	76,4	66,3	57,1	130,0	-3	-8
İspanya	169,9	137,7	147,7	105,8	114,4	137,7	156,2	205,5	153,1	109,8	98,6	96,1	79,8	131,7	-4	-6
Yunanistan	76,4	28,8	17,0	20,0	19,1	27,2	41,1	49,6	14,1	16,1	14,7	8,5	6,0	26,0	-9	-18
İsrail	18,7	24,2	48,9	35,0	36,5	44,7	61,0	67,9	54,1	45,3	61,3	43,4	27,6	43,7	9	3
Brezilya	15,7	11,8	9,6	10,9	14,1	17,5	23,4	42,8	44,0	40,0	42,0	38,8	37,0	26,7	11	7
Rusya	7,8	7,5	10,5	18,8	22,1	20,9	52,0	58,1	33,9	55,8	53,8	61,7	36,3	33,8	23	13
Hindistan	107,4	50,6	37,7	46,1	52,5	52,0	67,3	89,4	85,8	79,8	61,8	39,5	33,8	61,8	-5	-9
Çin	60,2	33,9	22,9	29,1	38,7	26,0	60,3	223,0	121,0	179,4	135,4	104,8	69,7	85,0	23	1
Meksika	7,8	6,4	4,3	3,4	5,6	6,2	8,4	11,2	9,9	8,8	10,5	9,7	10,0	7,9	5	2
Macaristan	26,2	9,1	8,9	9,9	12,8	21,7	27,7	34,9	20,0	20,5	20,6	13,9	8,7	18,1	-1	-8
Endonezya	8,7	6,0	6,7	6,3	10,7	14,7	13,4	26,1	21,7	21,4	18,3	16,5	10,4	13,9	7	1

18 ülke için borsanın işlem hacmi / GSYİH (GSYİH'ya göre yüzde) oranları yukarıda gösterilmiştir. Verilerin tümü Worldbank'ın web sitesinden elde edilmiştir. Ortalama büyüme, zaman periyodu dikkate alınarak, aritmetik yıllık büyüme oranını ifade eder. BYBO (Bileşik Yıllık Büyüme Oranı), zaman periyodu dikkate alınarak, geometrik yıllık büyüme oranını ifade eder.

Tablo 3.8'deki verilere göre ortalama seviye bakımından değerlendirildiğinde en yüksek orana sahip ve Gayri Safi Yurtiçi Hasılalarının üzerinde özel kredi hacmine sahip ülkeler sırasıyla şöyledir: Amerika Birleşik Devletleri, Birleşik Krallık, Hollanda, İspanya, Kanada, Çin ve Almanya. Oran bakımından en çok gelişme kaydeden ülkeler sırasıyla şöyledir: Rusya, Macaristan, Türkiye, İspanya, Yunanistan ve Kanada. Oran bakımından son dönemi ilk dönemine göre bu parametre için en başarısız ülke ise Almanya'dır.

Tablo 3.8 Örnekteki Ülkelerde Mevduat Bankaları ve Diğer Mali Kurumlar Tarafından Sağlanan Özel Kredi (GSYİH'ya Göre Yüzde)

Ülke	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Ortalama Seviye	Ortalama Büyüme (%)	BYBO (%)
Türkiye	18,76	19,36	14,25	14,17	17,08	17,52	22,41	26,10	30,83	35,97	38,20	43,20	40,86	26,05	8	6
Birleşik Krallık	123,41	131,94	135,93	140,53	147,61	151,37	160,41	174,17	189,55	206,46	202,20	192,00	213,29	166,84	5	4
Birleşik Devletler	211,30	207,49	196,52	201,51	216,88	222,42	194,72	202,41	210,72	218,68	194,70	189,50	200,46	205,18	0	0
Kanada	93,96	96,61	97,80	98,05	100,25	102,80	183,82	157,09	134,02	114,54	151,34	157,42	163,50	127,02	7	4
Fransa	81,23	85,02	85,57	86,28	88,19	90,44	93,21	99,26	106,74	116,06	111,40	113,60	117,90	98,07	3	3
Almanya	115,49	116,90	116,39	115,45	113,07	115,95	108,34	105,14	102,16	98,83	107,10	103,80	99,94	109,12	-1	-1
İtalya	72,30	76,76	79,43	82,53	85,07	87,24	90,67	96,45	103,32	110,69	115,20	121,50	121,78	95,61	4	4
Hollanda	131,07	137,76	143,26	151,39	159,51	163,58	133,60	140,13	146,51	153,04	205,40	197,60	184,70	157,50	4	3
İspanya	90,08	96,25	100,12	105,92	115,46	118,40	150,52	168,53	188,49	209,70	211,10	207,50	230,85	153,30	8	8
Yunanistan	47,26	55,51	62,40	66,65	72,51	74,36	77,44	84,39	91,65	99,46	105,90	120,10	117,94	82,74	8	7
İsrail	78,27	87,01	94,78	94,30	90,03	92,33	85,80	89,60	96,80	94,10	91,40	92,50	95,03	90,92	2	2
Brezilya	34,86	35,58	34,10	34,30	33,89	34,75	34,40	41,80	47,80	51,60	50,40	56,00	53,96	41,80	4	3
Rusya	10,85	13,79	15,81	17,89	20,60	21,13	27,40	32,60	36,40	45,70	41,50	41,70	48,31	28,74	14	12
Hindistan	26,72	27,90	29,80	30,72	32,78	33,61	38,50	41,10	44,40	44,60	44,70	47,10	49,95	37,84	5	5
Çin	107,20	107,90	111,30	116,80	116,00	110,30	104,50	99,70	100,60	112,50	120,20	121,50	113,91	110,95	1	0
Meksika	17,77	16,73	16,83	17,02	15,96	16,36	17,00	19,80	20,50	22,30	22,80	24,00	23,26	19,26	2	2
Macaristan	27,49	31,67	32,22	38,10	43,65	44,76	51,26	57,19	64,20	72,87	73,06	77,92	82,78	53,63	10	9
Endonezya	17,65	16,84	17,49	18,90	20,98	21,52	22,50	22,70	23,40	25,20	26,30	28,20	28,26	22,30	4	4

18 ülke için mevduat bankaları ve diğer mali kurumlar tarafından elde edilen özel kredi (GSYİH'ya göre yüzde) oranları yukarıda gösterilmiştir. Verilerin tümü Worldbank'ın web sitesi ve Brown Üniversitesinin İktisat bölümünden elde edilmiştir. Ortalama büyüme, zaman periyodu dikkate alınarak, aritmetik yıllık büyüme oranını ifade eder. BYBO (Bileşik Yıllık Büyüme Oranı), zaman periyodu dikkate alınarak, geometrik yıllık büyüme oranını ifade eder.

3.3.9 Risk Sermayesi/Girişim Sermayesi Aktivitesi (Yatırım Yapılan Fonların GSYİH'ya Göre Yüzdesi)

Risk sermayesi veya girişim sermayesi aktivitesi, diğer tüm değişkenler ile bağlantılı olduğu düşünülen değişkendir. Bu değişken çoklu resresyonda ham haliyle, logistic regresyonda ise kodlanarak bağımlı değişken olarak kullanılmıştır.

Tablo 3.9'daki verilere göre; risk sermayesi sektöründe Birleşik Krallık oldukça iyi konumdadır. Türkiye'nin ise 2001 yılında meydana gelen ekonomik krizden olumsuz etkilendiği anlaşılmaktadır. Ortalama seviye bakımından değerlendirildiğinde en yüksek orana sahip ülkeler sırasıyla şöyledir: Birleşik Krallık, İsrail, Hindistan, Hollanda ve Amerika Birleşik Devletleri. Oran bakımından son dönemi ilk dönemine göre bu değişken için en başarılı geçen ülkeler ise sırasıyla şöyledir: Brezilya ve Türkiye.

Tablo 3.9 Örnekteki Ülkelerin Risk Sermayesi/Girişim Sermayesi Aktivitesi (Yatırım Yapılan Fonların GSYİH'ya Göre Yüzdesi)

Ülke	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Ortalama Seviye	BYBO (%)
Türkiye	0,031	0,000	0,002	0,012	0,001	0,024	0,312	0,298	0,347	0,070	0,056	0,098	0,040	0,099	2
Birleşik Krallık	0,823	0,417	0,607	0,823	1,076	1,300	2,100	0,960	0,730	0,300	0,750	0,590	0,530	0,847	-3
Birleşik Devletler	1,063	0,401	0,209	0,177	0,197	0,187	0,207	0,229	0,211	0,147	1,613	0,196	0,172	0,385	-13
Kanada	0,500	0,350	0,220	0,117	0,170	0,120	0,115	0,143	0,093	0,077	0,071	0,086	0,082	0,165	-13
Fransa	0,368	0,220	0,372	0,267	0,315	0,422	0,559	0,640	0,460	0,170	0,340	0,480	0,260	0,375	-3
Almanya	0,231	0,210	0,116	0,115	0,171	0,120	0,151	0,420	0,370	0,120	0,190	0,240	0,240	0,207	0
İtalya	0,248	0,174	0,203	0,227	0,107	0,153	0,230	0,230	0,350	0,130	0,100	0,140	0,090	0,183	-7
Hollanda	0,458	0,421	0,370	0,228	0,338	0,455	0,443	0,920	0,440	0,150	0,350	0,480	0,230	0,406	-5
İspanya	0,179	0,176	0,134	0,170	0,234	0,293	0,286	0,350	0,210	0,100	0,280	0,220	0,190	0,217	0
Yunanistan	0,142	0,071	0,029	0,016	0,003	0,005	0,007	0,070	0,120	0,070	0,010	0,005	0,020	0,044	-14
İsrail	1,100	0,800	1,008	0,396	1,019	0,970	1,030	1,136	1,041	0,410	0,827	0,658	0,360	0,827	-8
Brezilya	0,094	0,051	0,052	0,058	0,174	0,087	0,123	0,386	0,119	0,143	0,492	0,099	0,194	0,159	6
Rusya	1,424	0,025	0,036	0,026	0,041	0,031	0,041	0,078	0,088	0,041	0,168	0,083	0,061	0,165	-22
Hindistan	0,179	0,064	0,200	0,140	0,204	0,290	0,792	1,394	0,822	0,287	0,483	0,558	0,145	0,428	-2
Çin	0,071	0,118	0,008	0,101	0,071	0,048	0,092	0,108	0,108	0,054	0,092	0,081	0,044	0,077	-4
Meksika	0,043	0,018	0,023	0,021	0,018	0,020	0,043	0,044	0,041	0,007	0,014	0,010	0,005	0,024	-15
Macaristan	0,101	0,240	0,024	0,046	0,116	0,053	0,040	0,210	0,450	0,230	0,070	0,190	0,100	0,144	0
Endonezya	0,121	0,119	0,122	0,117	0,112	0,197	0,195	0,119	0,307	0,136	0,125	0,079	0,051	0,138	-6

18 ülke için risk sermayesi/girişim sermayesi aktivitesi (yatırım yapılan fonların GSYİH'ya göre yüzdesi) oranları yukarıda gösterilmiştir. Veriler, çoğunlukla EVCA, NVCA, EMPEA, LAVCA, RVCA, Ernst & Young'dan, EUROSTAT ve Santa Consultants'tan elde edilmiştir. BYBO (Bileşik Yıllık Büyüme Oranı), zaman periyodu dikkate alınarak, geometrik yıllık büyüme oranını ifade eder.

3.4 İstatistiksel Analiz ve Sonuçlar

Bu bölümde risk sermayesi yatırımları ile bir önceki alt bölümde özetlenen değişkenler arasındaki ilişki çoklu regresyon ve logistik regresyon modelleri ile analiz edilecektir. Risk sermayesi yatırımlarının bağımlı, diğer sekiz değişkenin bağımsız değişken olduğu bir çoklu resresyon modeli bu ilişkiyi test etmek için uygun görülmüş ve analizde basamaklı regresyon yöntemi kullanılmıştır. Buna göre; bağımlı ve bağımsız değişkenler ve tablolarda yer alan bağımsız değişkenlerin kısaltılmış halleri şöyledir:

- Risk Sermayesi/Girişim Sermayesi Aktivitesi (Yatırım Yapılan Fonların GSYİH'ya Göre Yüzdesi): Bağımlı değişken.

Tablo 3.10 Korelasyon Matrisi

	GSYİH	*GSYİH Büyüme*	*Enflasyon*	*İşsizlik*	*DYY*	*Piy. Kap.*	*İşlem Hacmi*	*Krediler*	*Y*
GSYİH	1								
GSYİH Büyüme	0,049152974	1							
Enflasyon	0,173931802	0,129069988	1						
İşsizlik	0,166685117	0,262989437	0,072300441	1					
DYY	0,088522224	0,015113884	-0,03974717	-0,14836	1				
Piy. Kap.	0,388679824	0,063696239	0,311850755	-0,18849	0,087845	1			
İşlem Hacmi	0,651318415	0,061128602	0,212782804	-0,18359	0,104327	0,688559963	1		
Krediler	0,560085766	-0,32809952	0,447309904	0,000612	0,025437	0,621027476	0,704179871	1	
Y	0,083559231	0,068774248	0,156682364	-0,08469	0,176595	0,456769347	0,348560875	0,28403435	1

- D: Ülkenin gelişmiş ülke olması durumunda bir, gelişmekte olan ülke olması durumunda sıfır değerini alan kukla değişken.
- Toplam Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (Amerikan Doları Cinsinden): Bağımsız değişken, GSYİH.
- Toplam Gayrisafi Yurtiçi Hasılanın Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre Büyümesi (%): Bağımsız değişken, GSYİH Büyüme.
- Genel Fiyat Seviyesi (Enflasyon Oranı): Bağımsız değişken, Enflasyon.
- İş Gücü (İşsizlik Oranı): Bağımsız değişken, İşsizlik.
- Doğrudan Yabancı Yatırım, Net Giriş (GSYİH'ya Göre Yüzde): Bağımsız değişken, DYY.
- Piyasa Kapitalizasyonu (GSYİH'ya Göre Yüzde): Bağımsız değişken, Piy. Kap..
- Borsanın İşlem Hacmi / GSYİH (GSYİH'ya Göre Yüzde): Bağımsız değişken, İşlem Hacmi.
- Mevduat Bankaları ve Diğer Mali Kurumlar Tarafından Sağlanan Özel Kredi (GSYİH'ya Göre Yüzde): Bağımsız değişken, Krediler.

Kukla değişken hariç diğer değişkenlerin kendileri ve risk sermayesi yatırımları arasındaki korelasyonlar hesaplanmış ve Tablo 3.10'da gösterilmiştir. Bazı değişkenler arasındaki korelasyonların çok yüksek olduğu gözlemlenmektedir. Örneğin işlem hacmi ve krediler arasındaki korelasyon 0,704179871, işlem hacmi ve piyasa kapitalizasyonu arasındaki korelasyon 0,688559963'dir. Modelde yer alan bağımsız değişkenler arasındaki yüksek korelasyon çoklu bağlantı (multicollinearity) problemine neden olabilir. Ayrıca verilerin zamanla büyüyor olması regresyonda değişken varyans (heteroskedasticity) sorununa yol açabilir. Regresyon sonuçlarının bu gözlemler ışığında değerlendirilmesi gerekmektedir.

Tablo 3.11'de basamaklı resresyonun sonuçlarını göstermektedir. En başarılı model 7. modeldir. 7. modeli aşağıdaki şekilde gösterilebilir:

Y = 1,776 + (-0,065 × GSYİH) + (0,00345 × Piy. Kap.) + (0,00088 × İşlem Hacmi)

Modelin düzeltilmiş R-kare değeri olan % 24,10 oldukça düşüktür. Nihai modelde GYSH, piyasa kapitalizasyonu ve işlem hacmi değişkenleri yer almaktadır. Son iki değişkenin katsayısı pozitiftir ancak GYSH'nin nihai modeldeki katsayısının negatif çıktığı gözlemlenmektedir. Bu durum, korelasyonlarla ilgili değerlendirmede de ifade edildiği üzere modelde bir çoklu bağlantı problemi olduğunun göstergesi olabilir. Birbirleriyle korelasyonu

Tablo 3.11 Risk Sermayesi/Girişim Sermayesi Aktivitesi İle İlgili Basamaklı Regresyon Analizi Sonuçları

Adım	1	2	3	4	5	6	7
Sabit	1,802	1,815	1,808	1,677	1,677	1,564	1,776
D	0,035	0,035	0,043				
t	0,56	0,56	0,75				
p	0,576	0,575	0,454				
GSYİH	-0,067	-0,068	-0,067	-0,062	-0,061	-0,058	-0,065
t	-3,15	-3,22	-3,20	-3,14	-3,11	-3,00	-3,50
p	0,002	0,001	0,002	0,002	0,002	0,003	0,001
GSYİH Büyüme	0,0078	0,0077	0,0071	0,0048			
t	1,25	1,26	1,20	0,95			
p	0,212	0,210	0,233	0,344			
Enflasyon	-0,0021	-0,0021	-0,0025	-0,0029	-0,0025		
t	-0,66	-0,66	-0,81	-0,97	-0,82		
p	0,510	0,512	0,420	0,334	0,410		
İşsizlik	0,0005						
t	0,08						
p	0,934						
DYY	0,0052	0,0051	0,0051	0,0051	0,0052	0,0054	
t	1,43	1,44	1,43	1,42	1,45	1,51	
p	0,154	0,151	0,154	0,156	0,147	0,132	
Piy. Kap.	0,00299	0,00298	0,00304	0,00318	0,00329	0,00342	0,00345
t	4,21	4,22	4,41	4,79	5,04	5,37	5,42
p	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
İşlem Hacmi	0,00075	0,00074	0,00081	0,00087	0,00081	0,00078	0,00088
t	1,67	1,67	1,97	2,15	2,03	1,96	2,24
p	0,096	0,096	0,050	0,033	0,044	0,051	0,026
Krediler	0,00024	0,00024					
t	0,38	0,40					
p	0,701	0,687					
S	0,279	0,278	0,278	0,277	0,277	0,277	0,278
R-Sq	26,57	26,56	26,51	26,33	26,04	25,82	25,08
R-Sq(adj)	23,62	23,95	24,23	24,38	24,41	24,52	24,10
Mallows Cp	10,0	8,0	6,2	4,7	3,6	2,3	2,5
PRESS	19,0673	18,9728	18,8814	18,7978	18,7193	18,6601	18,6478
R-Sq(pred)	19,55	19,95	20,34	20,69	21,02	21,27	21,32

çok yüksek olan piyasa kapitalisyonu ve işlem hacmi değişkenlerinin nihai modelde yer alıyor olması bu olasılığı güçlendirmektedir. Öte yandan GSYH'si çok yüksek olan Çin, İtalya gibi ülkelerin kendilerine göre çok daha az GSYH'ye sahip olan bazı ülkelerden daha az risk sermayesi yatırım oranına sahip olması ve GSYH ile bağımlı değişken arasındaki

korelasyonun düşük olması GYSH değişkeninin katsayısının işaretinin negatif olabileceğini göstermektedir.

Bir ülkedeki risk sermayesi yatırımlarının seviyesini tahmin etmeye çalıştığımız model, sözü edilen bu problemler nedeniyle başarılı olamamaktadır. Çoklu bağlantı problemini gideren "instrumental variables regression" gibi bir yöntem daha başarılı sonuç verebilir. Ancak hali hazırdaki modelin R-kare değerinin çok düşük olması risk sermayesi yatırımlarının seviyesini tahmine çalışan alternatif modellerin de çok iyi sonuç vermeyeceği düşüncesini kuvvetlendirmektedir. Bu nedenle, seviyeyi tahmin etmek yerine bir ülkedeki risk sermayesi yatırımlarının başarısını değerlendirmek için Lojistik Regresyon çalıştırmanın daha uygun olabileceği düşünülmüştür.

Lojistik regresyon modelinde bağımlı değişken yine risk sermayesi yatırımlarıdır, ancak ülkeler risk sermayesi yatırım oranı 0,25'in üzerindeki değerler için bir (risk sermayesi yatırımları açısından gelişmiş ülke), altındaki değerler için sıfır (risk sermayesi yatırımları açısından gelişmekte olan ülke) olarak kodlanmıştır. Risk sermayesi yatırımlarında ülkelerin ortalama bakımından sıralaması ve bağımlı değişken kodları şöyledir: Birleşik Krallık (1), İsrail (1), Hindistan (1), Hollanda (1), Amerika Birleşik Devletleri (1), Fransa (1), İspanya (1), Almanya (0), İtalya (0), Kanada (0), Rusya (0), Brezilya (0), Macaristan (0), Endonezya (0), Türkiye (0), Çin (0), Yunanistan (0) ve Meksika (0).

Çoklu regresyondaki bağımsız değişkenler (kukla değişken hariç) bu modelde de bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Modelle ilgili sonuçlar Tablo 3.12'de sunulmaktadır:

Tablo 3.12 Logistic Regresyon Analizi Sonuçları

	Katsayı	***Std. Hata***	***z***	***Eğim***
Sabit	-62,5345	17,2008	-3,6356	
GSYİH	2,2475	0,6110	3,6783	0,10665
GSYİH Büyüme	-0,829371	0,2008	-4,1299	-0,03936
Enflasyon	-1,1835	0,3645	-3,2468	-0,05616
İşsizlik	-0,0396455	0,1376	-0,2881	-0,00188
DYY	0,113276	0,1629	0,6953	0,00538
Piy. Kap.	0,0355798	0,0168	2,1159	0,00169
İşlem Hacmi	0,033189	0,0151	2,1972	0,00157
Krediler	0,0143573	0,0169	0,8479	0,00068

Modelin düzeltilmiş R-karesi 0,776542'dir. Bu modelde R-kare çoklu regresyon modelinin R-karesinden çok daha yüksek çıkmaktadır. Modelde z skoru 2'nin üzerinde olan, istatistiksel olarak anlamlı olan değişkenler GSYİH, GSYİH büyüme, enflasyon oranı, piyasa kapitalizasyonu ve işlem hacmidir. GSYİH'daki büyüme değişkeni dışındaki anlamlı değişkenlerin katsayısıları beklenen yöndedir. GSYİH'daki büyümenin katsayısı pozitif beklenirken negatif olmuştur.

Modelin tahmin gücü beklenen-gözlenen değerler açısından da değerlendirmeye alınmıştır. Beklenen-gözlenen değerler tablosu aşağıda sunulmaktadır:

Tablo 3.13 Beklenen-Gözlenen Tablosu

		Beklenen	
		0	**1**
Gözlenen	**0**	123	7
	1	4	100

Tablo 3.13'e göre; 123 adet "0" kodlu gözlemle ilgili beklenti, 100 adet "1" kodlu gözlemle ilgili beklenti modelce doğru tahmin edilmiştir. Modelin yanlış tahmin ettiği gözlem sayısı ise 11'dir (7 adet "0" kodla gözlenen modelce "1" tahmin edilen, 4 adet "1" kodla gözlemlenen ancak model tarafından "0" tahmin edilen gözlem bulunmaktadır). Buna göre; modelin doğruluk oranı (rate of correctness), % 95,3 (223/234) olmaktadır ki bu oldukça yüksek bir orandır.

SONUÇ

"Risk Sermayesi" kavramı, serbest piyasa ekonomilerinde önemli bir yer tutar. Gelişmiş ekonomilerde risk sermayesi sektöründen yararlanan ve başarılı olan kişi ve kurumlarla ilgili pek çok örnek bulunmaktadır. Risk sermayesi, inovasyon yeteneği ve yatırım yapma isteği olan kişi ve kurumların hedeflerine kolayca ulaşmalarını sağlayan bir finansman yöntemidir. Bu da, serbest piyasa ekonomisinin gelir dağılımı adaletsizliği gibi olumsuz etkilerinin giderilmesine yardımcı olur.

Günümüz ekonomilerinde küçük fonların birleştirilip yeterli büyüklükte sermayesi olmayan ve tek başına yüksek riskleri göğüsleyemeyen bireylerin yatırım yapmasının sağlanmasının önemi giderek artmaktadır. İşsizliğin azalması, milli gelir düzeyinin artması gibi konulara inovasyonun sağlayacağı katkıların büyük olacağı, inovasyonun desteklenmesi konusunda ise en çok katkı sağlayacak sektörün risk sermayesi sektörü olduğu görülmektedir.

Inovasyonun en çok kendini gösterdiği teknolojik ürünlerin kullanımında (özellikle genç kuşak arasında) hızlı bir artış gözlemlenmektedir. Teknolojik ürünlerin ekonomilere sağladığı katma değer diğer ürün ve hizmetlerin katma değerinin çok üzerindedir. Genç kuşağın yeniliğe ve gelişime açık olması, firmaların bu yönde yatırımlar yapmasını sağlayacak, üretilen yeni teknolojik ürünler, yeni iş alanları meydana getirebilecek, istihdam artabilecek ve ekonomik açıdan önemli kazanımlar elde edilebilecektir. Risk sermayesi sektöründe başarı yakalayan firmalar, farklı sektörlere önemli katkılar sağlayabilecektir. Finans sektöründe daha hızlı teknoloji kullanımı yaygınlaşacaktır. Zaman açısından önemli ölçüde tasarruf elde edilebilecek; hayatımız büyük oranda kolaylaşacaktır. Elde edilen kazanımlar dikkate alınırsa; risk sermayesi sektörüne olan ilginin artacağı söylenebilir. Bu çerçevede; risk sermayesi sektörü ile ilgili akademik çalışmalara olan ihtiyaç gün geçtikçe artmaktadır.

Bu tezde literatürde risk sermayesi konusunda, gelişmekte olan ülkeler (özellikle de çok önemli bir gelişmekte olan ülke olan Türkiye) üzerinde yapılmış ampirik çalışmaların görece az olması bulgusunun sağladığı motivasyonla Türkiye'de ve Dünyada risk sermayesi sektöründeki yatırımların seviyesini belirleyen faktörlerle ilgili bir ampirik model geliştirerek literatürdeki boşluğu doldurmak amaçlanmıştır.

Bu çerçevede söz konusu ilişkinin test edilmesi konusundaki en uygun parametreler literatür taramasının bulguları ışığında belirlenmiş, ilişkinin test edilmesi konusunda en uygun olacağı düşünülen istatistiksel modeller seçilmiştir.

Veri teminine yönelik olarak internet üzerinde araştırmalar yapılmıştır. Bu kapsamda herhangi bir ülkeye veya kıtaya ait risk sermayesi derneklerinin web siteleri incelenmiştir. Worldbank ve OECD gibi konuyla ilgili veriye sahip olabilecek kurumlara ait web sitelerine verilerin güvenirliği açısından öncelik verilmiş, diğer kaynaklardan elde edilen veriler bu kurumların verileriyle karşılaştırılarak güvenilirlikleri test edilmiştir. Çalışmada, "Veri" kısmında da belirtildiği üzere değişkenlerle ilgili olarak daha birçok web adresinden yararlanılmıştır. Uluslararası veri kaynaklarından Türkiye verisi temini konusunda bazı değişkenler açısından güçlükler yaşanmış, eksiklikler farklı kaynakların bir arada değerlendirilmesiyle giderilebilmiştir. Türk Risk Sermayesi Derneği'ne ait web sitesinde risk sermayesi yatırımları ile ilgili veri bulunamaması sonucu ihtiyaç duyulan veri risk sermayesi şirketlerinin bireysel verilerinden derlenmiştir.

Veri temini ile ilgili olarak yaşanan sıkıntılar modelde sadece sekiz bağımsız değişken olmasının temel nedenidir. Çalışmaya parametre ve istatistiksel model seçimi açısından temel alınan Jeng ve Wells (2000) ve Groh vd. (2010) çalışmalarında kullanılan parametre sayıları çok daha fazladır. Tez süresi içinde pek çok değişkenle ilgili veri eksikliklerinin giderilemeyecek olduğunun anlaşılması mevcut değişkenlerle yetinilmesi zorunluluğunu doğurmuştur. Çalışmanın sonuçları bu kısıtlar çerçevesinde değerlendirilmelidir.

Elde edilen sekiz değişken ve bir kukla değişkenle çalıştırılan basamaklı regresyonun nihai modelinde GSYİH, piyasa kapitalizasyonu ve işlem hacmi değişkenleri anlamlı çıkmıştır. Ancak, GSYİH değişkeninin katsayısının pozitif olması beklenirken negatif çıkması modelde çoklu bağıntı (multicollinearity), değişkenlerin zamanla birlikte büyüyor olması ise değişken varyans problemi olabileceği şüphesini doğurmuştur. Modelin R-karesinin de düşük çıkması üzerine lojistik regresyon modelinin denenmesine karar verilmiştir. Bu modelde anlamlı bulunan değişken sayısı daha fazladır. GSYİH, GSYİH büyüme, enflasyon oranı, piyasa kapitalizasyonu ve işlem hacmi değişkenleri anlamlı çıkmıştır. GSYİH'daki büyüme değişkeni dışındaki anlamlı değişkenlerin katsayısıları beklenen yönde olması da ikinci modelin başta kurulan hipotezlere daha uygun sonuçlar verdiğini göstermektedir. Ayrıca bu modelin çok daha yüksek bir R-kare değerine ve % 95,3 doğruluk oranına ulaşmış olması

sevindiricidir. Ancak bu modelde risk sermayesi yatırım seviyesinin değil de sınıfının tahmin ediliyor olması modelin en büyük dezavantajdır.

Her iki modelden elde edilen bulgular risk sermayesi sektörünün seviyesinin ve gelişmiş olup olmamasının en önemli belirleyicisi ülkedeki sermaye piyasalarının, özellikle de hisse senedi piyasalarının gelişmiş olmasıdır. Sermaye piyasaları gelişmiş olan ülkelerin de ortak özellikleri arasında yüksek GSYİH ve düşük enflasyon oranı yer almaktadır.

Çoklu regresyon modelinin beklenen başarıyı gösterememesi ile ilgili diğer değerlendirmeler şu şekilde özetlenebilir: Risk sermayesi yatırımlarının gelişmiş ülkelerde daha fazla olmasının en önemli nedenlerinden biri bu ülkelerdeki nitelikli insan gücünün fazla olmasıdır. Ayrıca; teknolojik altyapının oturmuş olması, geniş sosyal ağlar, etkin pazarlama olanakları, eğitim ve ar-ge harcamalarının oldukça yüksek olması, gelişmiş ülkeleri diğerlerine göre önde tutan etmenlerdir. Bu parametrelerle ilgili olabilecek değişkenlerin veri eksikliği nedeniyle modele dahil edilememiş olması modelin başarısızlığında önemli rol oynamıştır.

Çalışmanın ülkelerin betimleyici istatistiklerine dayalı bir başka bulgusu risk sermayesi yatırımlarında Türkiye henüz istenen seviyede olmadığıdır. Türkiye risk sermayesi yatırımlarında kendi sınıfındaki pek çok gelişmekte olan ülkenin gerisinde kalmıştır. Bunun nedeni Türkiye'de yatırım için gerekli teknolojik ve beşeri altyapı yeterli olmaması olabilir. Ülkede geçmiş yıllarda sık sık tekrarlanan siyasi ve ekonomik krizler, ülke ekonomisini ve dolayısıyla risk sermayesi yatırımlarını olumsuz etkilemektedir.

Son olarak gelecekte araştırmasında fayda olacağı düşünülen konulara değinilecektir. Gelecekteki çalışmalarda parametre bazında ülkelerde yıllara göre meydana gelen artış, azalış veya canlılık, durağanlık durumlarının sebebi sorgulanmalı, bu parametrelerde değişime neden olan faktörler de modellere dâhil edilmelidir. Değişken sayısının arttırılmasıyla birlikte çoklu regresyon ve lojistik regresyondan çok daha sofistike (panel veri modelleri gibi) modeller de gelecekteki çalışmalarda analize dahil edilmelidir.

KAYNAKÇA

Ahlstrom D., Bruton G.D., "Venture Capital in Emerging Economies: Networks and Institutional Change", Entrepreneurship Theory and Practice, Vol. 30, No. 2, Mart, (2006), 299-320.

Atilla O., "Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi", Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi: S.B.E., Ankara, 2006.

Bengtsson O., Wang F., "What Matters in Venture Capital? Evidence from Entrepreneurs' Stated Preferences", Financial Management, Vol. 39, No. 4, Kış, (2010), 1367-1401.

Berger A.N., Schaeck K., "Small and Medium-Sized Enterprises, Bank Relationship Strength, and The Use of Venture Capital", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 43, No. 2-3, Mart-Nisan, (2011), 461-490.

Beşkardeşler H., "Türkiye ve Dünyada Risk Sermayesi", Yüksek Lisans Tezi, Kadir Has Üniversitesi: S.B.E., İstanbul, 2010.

Bottazzi L., Rin M.D., "Venture Capital in Europe and The Financing of Innovative Companies", Economic Policy, Vol. 17, No. 34, Nisan, (2002), 229-270.

Can İ., "Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Finansında Risk Sermayesi", Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli Üniversitesi: S.B.E., Kocaeli, 2007.

Cassar G., "The Financing of Business Start-Ups", Journal of Business Venturing, Vol. 19, No. 2, Mart, (2004), 261-283.

Cumming D.J., MacIntosh J.G., "A Cross-Country Comparison of Full and Partial Venture Capital Exits", Journal of Banking & Finance, Vol. 27, No. 3, Mart, (2003), 511-548.

Cumming D., Schmidt D., Walz U., "Legality and Venture Capital Governance Around The World", Journal of Business Venturing, Vol. 25, No. 1, Ocak, (2010), 54-72.

Çelikkaya A., "AB'ye Uyum Sürecinde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına Sağlanan Vergisel Avantajların Değerlendirilmesi", Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Vol. 7, No. 1, (2007), 241-259.

Çetin A.C., "Teknolojide Yeni Bir Ufuk: Teknoparklar", Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, No. 2(Güz), (1997), 209-217.

Çımat A., Laçinel A., KOBİ'lerin Finansman Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesi, Vergi Denetmenleri Derneği, Vergi Denetmenleri Derneği Eğitim Yayınları Serisi, Ankara, 2002.

Çonkar K., Risk Sermayesi Finansman Yöntemi, İstanbul Ticaret Odası, Yayın no. 61, Aralık, 2007.

Çukurçayır S., "Avrupa Birliği Ortak Tarım ve Girişimcilik Politikalarının Değerlendirilmesi", Adıyaman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, No. 4, Haziran, (2010), 21-35.

Dilmaç M., "Risk Sermayesi'nde Yatırım Kararı ve Muhasebesi", Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi: S.B.E., Erzurum, 2006.

Dimov D., Gedajlovic E., "A Property Rights Perspective on Venture Capital Investment Decisions", Journal of Management Studies, Vol. 47, No. 7, Kasım, (2010), 1248-1271.

Ertuğrul A., "Yenilikçi Küçük İşletmelerin Finansmanı: Türkiye Uygulaması", Yüksek Lisans Tezi, Kadir Has Üniversitesi: S.B.E., İstanbul, 2011.

Gompers P., Lerner J., "An Analysis of Compensation in The U.S. Venture Capital Partnership", Journal of Financial Economics, Vol. 51, No. 1, Ocak, (1999), 3-44.

Groh A.P., Liechtenstein H.V., "The First Step of The Capital Flow from Institutions to Entrepreneurs: The Criteria For Sorting Venture Capital Funds", European Financial Management, Vol. 17, No. 3, Haziran, (2011), 532-559.

Groh A.P., Liechtenstein H.V., Lieser K., "The European Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indices", Journal of Corporate Finance, Vol. 16, No. 2, Nisan, (2010), 205-224.

Hirukawa M., Ueda M., "Venture Capital and Innovation: Which is First?", Pacific Economic Review, Vol. 16, No. 4, Ekim, (2011), 421-465.

Hsu D.H., "What Do Entrepreneurs Pay For Venture Capital Affiliation?", The Journal of Finance, Vol. 59, No. 4, Ağustos, (2004), 1805-1844.

Hsu Y., Hsu W., "Staging of Venture Capital Investment: A Real Options Analysis", Small Business Economics, Vol. 35, No. 3, (2010), 265-281.

İşeri M., Risk Sermayesi ve Türkiye'deki Geleceği, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2001.

Jeng L.A., Wells P.C., "The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries", Journal of Corporate Finance, Vol. 6, No. 3, Eylül, (2000), 241-289.

Karabayır M.E., Gülşen A.Z., Çifci S., Muzaffar H., "Melek Yatırımcıların Yatırım Kararlarında Girişimci Odaklılığın Rolü: Türkiye'deki Melek Yatırımcılar Üzerine Bir Çalışma", Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, Vol. 67, No. 2, (2012), 69-93.

Karahan Ö., "Bilgi Ekonomisine Yönelik Kamu Politikası Stratejisi ve Türkiye", İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, No. 30, (2004), 1-14.

Kuğu T.D., "Finansman Yöntemi Olarak Risk Sermayesi", Yönetim ve Ekonomi, Vol. 11, No. 2, (2004), 141-153.

Kuğu T.D., "Girişimcilik Finansmanında Risk Sermayesi ve Türkiye Uygulamaları Üzerine Öneriler", Yüksek Lisans Tezi, Celal Bayar Üniversitesi: S.B.E., Manisa, 2005.

Li Y., Mahoney J.T., "When Are Venture Capital Projects Initiated?", Journal of Business Venturing", Vol. 26, No. 2, Mart, (2011), 239-254.

Manigart S., Waele K.D., Wright M., Robbie K., Desbrieres P., Sapienza H., Beekman A., "Venture Capitalists, Investment Appraisal and Accounting Information: A Comparative Study of The USA, UK, France, Belgium and Holland", European Financial Management, Vol. 6, No. 3, Eylül, (2000), 389-403.

McKenzie M.D., Janeway W.H., "Venture Capital Funds and The Public Equity Market", Accounting and Finance, Vol. 51, No. 3, Eylül, (2011), 764-786.

Mena Investment Policy Brief, Venture Capital Development in Mena Countries-Taking Advantage Of The Current Opportunity, Yayın no. 1, Nisan, 2006, Sayfa no. 9, http://www.oecd.org/dataoecd/26/54/37256468.pdf(10.02.2012)

Metrick A., Yasuda A., "Venture Capital and Other Private Equity: A Survey", European Financial Management, Vol. 17, No. 4, (2011), 619-654.

Park J.S., "Opportunity Recognition and Product Innovation in Entrepreneurial Hi-Tech Start-Ups: A New Perspective and Supporting Case Study", Technovation, Vol. 25, No. 7, Temmuz, (2005), 739-752.

Poterba, J.M. 1989. Venture Capital and Capital Gains Taxation, İngiltere. National Bureau Of Economic Research working paper series no. 2832. Cambridge: NBER/MIT Press.

Rosiello A., Avnimelech G., Teubal M., "Towards A Systemic and Evolutionary Framework For Venture Capital Policy", Journal of Evolutionary Economics, Vol. 21, No. 1, Şubat, (2011), 167-189.

Samila S., Sorenson O., "Venture Capital As A Catalyst to Commercialization", Research Policy, Vol. 39, No. 10, Aralık, (2010), 1348-1360.

Sapienza H.J., Manigart S., Vermeir W., "Venture Capitalist Governance and Value Added in Four Countries", Journal of Business Venturing, Vol. 11, No. 6, Kasım, (1996), 439-469.

Schertler, A. 2003. Driving Forces of Venture Capital Investments in Europe: A Dynamic Panel Data Analysis, Almanya. Kiel working paper no. 1172. Kiel: Kiel Institute for World Economics.

Tian X., "The Causes and Consequences of Venture Capital Stage Financing", Journal of Financial Economics, Vol. 101, No. 1, Temmuz, (2011), 132-159.

Tuncel K., Risk Sermayesi Finansman Modeli Dünya Uygulamalarının Analizi ve Türkiye İçin Özgün Bir Model Önerisi, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın no. 37, 2. Baskı, Ankara, Ekim, 2000.

Uyar M., "İşletmelerin Yatırım Finansmanında Risk Sermayesi Kullanımı, Eğitimi ve Bir Alan Araştırması" Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi: Eğitim Bilimleri Enstitüsü, Ankara, 2006.

Vrande V.V.D., Vanhaverbeke W., Duysters G., "Additivity and Complementarity in External Technology Sourcing: The Added Value of Corporate Venture Capital Investments", IEEE Transactions on Engineering Management, Vol. 58, No. 3, Ağustos, (2011), 483-496.

Wang Z., Tang X., "Research of Investment Evaluation of Agricultural Venture Capital Project on Real Options Approach", Agriculture and Agricultural Science Procedia, Vol. 1, (2010), 449-455.

Wright M., Lockett A., Pruthi S., Manigart S., Sapienza H., Desbrieres P., Hommel U., "Venture Capital Investors, Capital Markets, Valuation and Information: US, Europe and Asia", Journal of International Entrepreneurship, Vol. 2, No. 4, Aralık, (2004), 305-326.

Wright M., Pruthi S., Lockett A., "International Venture Capital Research: From Cross-Country Comparisons to Crossing Borders", International Journal of Management Reviews, Vol. 7, No. 3, Eylül, (2005), 135-165.

Yatmaz F.E., "Girişim Sermayesi: Türkiye İçin Bölgesel Model Önerisi", Türkiye Cumhuriyeti Kalkınma Bakanlığı Bölgesel Gelişme ve Yapısal Uyum Genel Müdürlüğü, No. 2833, Mart, (2012), 3-195.

Yenidünya S.T., "Risk Sermayesinin Türkiye'de Uygulama Olanakları", Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi: S.B.E., İstanbul, 2006.

Yiğit M., Güner Ü., "Dış Ticaret ve Girişimcilik Perspektifinden Türkiye'de Risk Sermayesi", Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, No. 20, Nisan, (2008), 257-276.

Zaimoğlu T., Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama Olanakları, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın no. 19, 2. Baskı, Ankara, Şubat, 2001.

Zattoni A., Judge W., Corporate Governance and Initial Public Offerings: An International Perspective, Cambridge University Press, Cambridge, 2012.

Zhang J., "The Advantage of Experienced Start-Up Founders in Venture Capital Acquisition: Evidence from Serial Entrepreneurs", Small Business Economics, Vol. 36, No. 2, (2011), 187-208.

İnternet Kaynakları

http://borsaistanbul.com/ana-sayfa(14.10.2013)

http://www.entrepreneur.com/vc100/stage/early.html(16.04.2012)

http://www.entrepreneur.com/vc100/stage/late.html(16.04.2012)

http://data.worldbank.org/(Mayıs, 2013)

http://www.theglobaleconomy.com/(Mayıs, 2013)

http://www.evca.eu/knowledgecenter/statisticsdetail.aspx?id=6392(Mayıs, 2013)

http://www.spk.gov.tr/(Mayıs, 2013)

https://perspectives.credit-suisse.com/ch/private-clients/investments/en/online-services/market-data-and-prices.jsp(Mayıs, 2013)

http://www.ey.com/(Mayıs, 2013)

http://www.investcom.com/(Mayıs, 2013)

https://www.pwc.com.tr/(Mayıs, 2013)

http://www.renaissancecapital.com/IPOHome/MarketWatch.asp(Mayıs, 2013)

http://www.securities.com/products/dealwatch.html(Mayıs, 2013)

http://www.bairdcapital.com/bairdcapital/venture-capital.aspx(Mayıs, 2013)

http://www.mergermarket.com/info/(Mayıs, 2013)

http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html(Mayıs, 2013)

https://www.cia.gov/index.html(Mayıs, 2013)

http://www.nationmaster.com/index.php(Mayıs, 2013)

http://www.brown.edu/Departments/Economics/research.php(Mayıs, 2013)

http://www.tuik.gov.tr/Start.do(Mayıs, 2013)

http://www.tbb.org.tr/tr(Mayıs, 2013)

http://en.wikipedia.org/wiki/Main_Page(Mayıs, 2013)

http://www.fsa.gov.uk/library/other_publications/banks(Mayıs, 2013)

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/themes(Mayıs, 2013)

http://www.nvca.org/(Mayıs, 2013)

http://www.empea.org/research/data-and-statistics/(Mayıs, 2013)

http://www.rvca.ru/eng/(Mayıs, 2013)

http://www.lavca.org/(Mayıs, 2013)

http://www.cvca.ca/(Mayıs, 2013)

http://www.abvcap.com.br/(Mayıs, 2013)

http://www.santaconsultants.com(Mayıs, 2013)

http://www.tiempoinc.com/(Mayıs, 2013)

http://www.unescap.org/tid/projects/sisindo_s3_wiwin.pdf(Mayıs, 2013)

http://www.ic.gc.ca/eic/site/061.nsf/eng/h_02254.html(Mayıs, 2013)
http://www.nseindia.com/(Mayıs, 2013)
http://www.gib.gov.tr/(Mayıs, 2013)
http://www.kpmg.com/Global/en/Pages/default.aspx(Mayıs, 2013)
http://www.uis.unesco.org/Pages/default.aspx(Mayıs, 2013)
http://stats.oecd.org/(Mayıs, 2013)
http://www.osym.gov.tr/ana-sayfa/1-0/20131020.html(Mayıs, 2013)
http://www.hesa.ac.uk/(Mayıs, 2013)
http://www.iie.org/en/IIE-Settings/C-Template-DropDownItems/Services/Project-Atlas/United-States(Mayıs, 2013)
http://eacea.ec.europa.eu/tempus/participating_countries/overview/israel_tempus_country_fiche_final.pdf(Mayıs, 2013)
http://gse.buffalo.edu/org/inthigheredfinance/files/Country_Profiles/Latin_America/Brazil.pdf (Mayıs, 2013)
http://www.qrossroads.eu/higher-education-in-europe/hungary(Mayıs, 2013)
http://www.aneki.com/students.html(Mayıs, 2013)
http://www.theglobeandmail.com/news/politics/canadas-universities-build-a-passage-from-india/article584698/(Mayıs, 2013)
http://www.graduateshotline.com/(Mayıs, 2013)
http://education.stateuniversity.com/pages/200/Brazil-HIGHER-EDUCATION.html(Mayıs, 2013)
http://www.transparency.org/research/cpi/overview(Mayıs, 2013)
http://www.civitas.org.uk/crime/factsheet-youthoffending.pdf(Mayıs, 2013)
https://www.ncjrs.gov/pdffiles1/ojjdp/228479.pdf(Mayıs, 2013)
http://www.policecouncil.ca/reports/SC_Youth2008.pdf(Mayıs, 2013)
http://www.publicsafety.gc.ca/res/cp/res/ssyr-eng.aspx(Mayıs, 2013)
https://www.destatis.de/EN/Publications/STATmagazin/Justice/2008_1/2008_1YouthCustody.html(Mayıs, 2013)
http://esc-eurocrim.org/(Mayıs, 2013)
http://www1.cbs.gov.il/www/statistical/crime08e.pdf(Mayıs, 2013)
http://www.studymode.com/essays/What-Is-The-Best-Way-To-506296.html(Mayıs, 2013)
http://www.indianexpress.com/news/juvenile-delinquency-on-rise-33887-minors-arrested-in-2011/1058760/(Mayıs, 2013)
http://www.china-embassy.org/eng/zt/bps/t978034.htm(Mayıs, 2013)

http://www.cepprobation.org/uploaded_files/Pres%20STARR%20Cam%2010%20Bogschutz %20ws.pdf(Mayıs, 2013)

http://www.wipo.int/portal/index.html.en(Mayıs, 2013)

http://www.conferenceboard.ca/hcp/details/innovation/publicrandd.aspx(Mayıs, 2013)

http://espca.lnls.br/wp-content/uploads/2011/01/Prof.Brito_fapesp10-EN-20110117-LNLSx.pdf(Mayıs, 2013)

http://www.ru.ac.za/perspective/perspectivearticles/name,82280,en.html(Mayıs, 2013)

http://www.meti.go.jp/english/apec/apec-isti/economy/idz/idz02.html(Mayıs, 2013)

http://www.advisor.ca/news/industry-news/canada-lags-in-business-rd-spending-112828(Mayıs, 2013)

http://www.oecd.org/sti/inno/46664535.pdf(Mayıs, 2013)

http://www.ebrd.com/pages/homepage.shtml(Mayıs, 2013)

http://news.xinhuanet.com/english/2009-12/25/content_12703934.htm(Kasım, 2013)

http://www.tradingeconomics.com/israel/gdp(Kasım, 2013)

http://www.gfmag.com/component/content/article/119-economic-data/12384-worlds-unemployment-ratescom.html#axzz2llJENbZI(Kasım, 2013)

http://www.indexmundi.com/(Kasım, 2013)

http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm(Kasım, 2013)

http://www.pwc.com/gx/en/index.jhtml?ld=no(Kasım, 2013)

EK TABLOLAR

Burada, 18 ülkeye ait 6 parametrenin yıllara göre bilgileri tablolar halinde verilecek ve değerlendirmeler yapılacaktır. Analize konu olan ülkelerden Türkiye, Birleşik Krallık, Fransa, Almanya, İtalya, Hollanda, İspanya, Yunanistan ve Macaristan Avrupa kıtasında yer alır. Amerika Birleşik Devletleri ve Kanada, Kuzey Amerika kıtasında yer alır. Brezilya ve Meksika, Latin Amerika ülkeleridir. Çin, Hindistan, Rusya ve Endonezya, Asya kıtasında yer alır. İsrail ise Ortadoğu'da yer alır. Değerlendirilen 6 parametre ise şöyledir:

- İlk Halka Arz [İlk Halka Arz Hacminin GSYİH'ya Göre Yüzdesi],
- Piyasa Kapitalizasyonu [GSYİH'ya Göre Yüzde],
- Birleşme & Satın Alma Piyasası [Satışların GSYİH'ya Göre Yüzdesi],
- Risk Sermayesi/Girişim Sermayesi Aktivitesi [Yatırım Yapılan Fonların GSYİH'ya Göre Yüzdesi],
- Kamu Ar-Ge Harcamaları [GSYİH'ya Göre Yüzde],
- Sektör Ar-Ge Harcamaları [GSYİH'ya Göre Yüzde].

Risk sermayesi sektörü için önemli olan 6 parametre, ülkeler bazında değerlendirilecektir. Her bir parametre ve ülke için en yüksek değer, en düşük değer araştırılmış; artış, azalış veya canlılık, durgunluk durumu gözlemlenmiştir. Yapılan değerlendirmeler, ortalama seviye, ortalama büyüme (%), bileşik yıllık büyüme oranı (%) gibi hesaplamalar ile desteklenmiştir.

Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin, BRIC ülkeleridir. BRIC ülkeleri, yüksek büyüme potansiyelleri ile öne çıkan ülkelerdir. Yunanistan, İsrail, Meksika, Macaristan, Endonezya ve Türkiye, gelişmekte olan ülke statüsündedir. Birleşik Krallık, Amerika Birleşik Devletleri, Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Hollanda ve İspanya ise gelişmiş ülke statüsündedir. Ülkelerin gelişmişlik düzeyi, bilgi verilirken değerlendirilmesi gereken unsurlardandır. Yapılan değerlendirmeler, ülkelerin sahip olduğu gelişmişlik düzeyinin sağlamasını oluşturur.

Ek Tablo 1 Örnekteki Ülkelerde İlk Halka Arz (İlk Halka Arz Hacminin GSYİH'ya Göre Yüzdesi)

Ülke	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Ortalama Seviye	Ortalama Büyüme (%)	BYBO (%)
Türkiye	0,02	0,85	2,61	1,28	4,3	2,32	0,01	2,93	1,13	0,036	1,5486	3715	6
Birleşik Krallık	0,061	0,049	0,246	0,27	0,66	0,02	0,03	0,17	0,12	0,161	0,1787	107	10
Birleşik Devletler	0,137	0,361	0,266	0,316	0,348	0,172	0,156	0,269	0,242	0,271	0,2538	20	7
Kanada	1,113	1,335	0,603	0,444	0,237	0,044	0,356	0,678	0,38	0,233	0,5423	59	-14
Fransa	NA	NA	NA	NA	0,171	0,0019	0,0491	0,0304	0,0145	0,013	0,0466	468	-35
Almanya	NA	NA	NA	NA	0,33	0,0183	0,0029	0,102	0,0583	0,078	0,0982	653	-21
İtalya	NA	NA	NA	NA	0,261	0,0084	0,0085	0,161	0,133	0,011	0,0971	320	-41
Hollanda	NA	NA	NA	NA	0,201	0,27	0,19	0,156	0,0631	0,174	0,1757	21	-2
İspanya	NA	NA	NA	NA	1,04	0,026	0	0,141	0,35	0,001	0,2597	-16	-69
Yunanistan	NA	NA	NA	NA	0,525	0,116	0,0077	0,135	0,0425	0	0,1377	263	-100
İsrail	NA	NA	NA	0,552	1,608	0,0045	NA	NA	NA	NA	0,7215	46	-80
Brezilya	NA	0,151	0,113	0,734	2,049	0,302	0,801	0,279	0,169	0,093	0,5212	79	-5
Rusya	NA	0,152	0,68	1,838	1,508	0,03	0,008	NA	NA	NA	0,7027	66	-39
Hindistan	NA	0,415	0,239	0,632	0,645	0,408	0,292	0,467	NA	NA	0,4426	20	2
Çin	NA	0,776	1,107	1,99	1,631	0,398	1,044	2,192	0,845	0,352	1,148	23	-8
Meksika	NA	NA	NA	NA	NA	0,016	NA	0,086	0,023	0,212	0,0843	374	91
Macaristan	NA	NA	NA	NA	0,147	0	0	0,044	0	0,002	0,0322	-100	-51
Endonezya	NA	NA	NA	NA	0,414	0,437	0,075	0,467	0,259	NA	0,3304	100	-9

18 ülke için ilk halka arz (ilk halka arz hacminin GSYİH'ya göre yüzdesi) yukarıda gösterilmiştir. Veriler, çoğunlukla EVCA Yearbooks'tan ve Ernst & Young'dan elde edilmiştir. Ortalama büyüme, zaman periyodu dikkate alınarak, aritmetik yıllık büyüme oranını ifade eder. BYBO (Bileşik Yıllık Büyüme Oranı), zaman periyodu dikkate alınarak, geometrik yıllık büyüme oranını ifade eder.

İlk Halka Arz (İlk Halka Arz Hacminin GSYİH'ya Göre Yüzdesi): Bir firma kurulduktan sonra belirli oranda bir büyüme ivmesi yakalarsa; bu durumunu taçlandıracak girişimlerde bulunur. Firmanın yeterli büyüklüğe ulaşmış olması, o firmanın iyi yönetildiğini gösterir. Firma, faaliyetlerini ileri götürmek için halka arz yoluna gidebilir. Firmanın ilk defa halka arz edilmesi, firmanın kuruluştan itibaren iyi yönetildiğini ve yeterli büyüklüğe ulaştığını gösterir. Firma, elde ettiği büyüme ile halka arz yoluyla müşterilerine karşı birtakım sorumluluklarını yerine getirir. Halka arz yoluyla firma, şeffaflık ve hesap verilebilirlik sorumluluklarını yerine getirecektir. Böylece firma, müşterilerinin güvenini kazanabilecektir; kurumsallaşma yolunda önemli bir adım atılmış olacaktır.

Elde edilen verilerden yola çıkarak şu sonuçlara varılmıştır: Türkiye, 2007 yılında büyük başarı elde etmiştir. Türkiye bu parametre için diğer ülkelere göre oldukça iyi bir konumdadır. Buna göre; Türkiye'deki firmalar, diğer ülkelere göre önemli bir gelişme kaydetmiştir. Türkiye'den sonra Çin, başarı kaydeden ikinci ülke olmuştur. Macaristan ve İspanya açısından bu dönem başarısız geçmiştir. Son dönemi ilk dönemine göre kötü olan ülkeler şöyledir: Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Hollanda, İspanya, Yunanistan, İsrail, Brezilya, Rusya, Çin, Macaristan ve Endonezya. Bu parametreye göre; gelişmiş ülkelerin çoğu, son dönem ile ilk dönem karşılaştırıldığında olumsuz olarak etkilenmiştir.

Piyasa Kapitalizasyonu (GSYİH'ya Göre Yüzde): Piyasa kapitalizasyonu, borsada işlem gören hisse senetlerinin çıkarılmış nominal sermayelerinin kapanış fiyatları itibariyle piyasa değerleri toplamıdır. Bireylerin borsaya dönük yatırımları piyasa kapitalizasyonunu etkiler; ülke ekonomisine pek katkı vermeyen bir tür yatırım şeklidir. Diğer taraftan şu durum önemsenmelidir: Borsada işlem görme, şirketlere kredibilite, kurumsallık, tanınırlık kazandırır; şirketlerin ulusal ve uluslararası piyasalarla entegrasyonunu artırır.

Elde edilen verilerden yola çıkarak şu sonuçlara varılmıştır: Çin, 2007 yılında bu alanda göreceli bir başarıya sahiptir. Birleşik Krallık, Amerika Birleşik Devletleri ve Kanada için borsaya yapılan yatırımlar oldukça yüksek miktarlarda olmuştur. Gayri Safi Yurtiçi Hasılalarının üzerinde borsaya yatırım yapma durumunu gerçekleştiren ülkeler şöyledir: Birleşik Krallık, Amerika Birleşik Devletleri, Kanada, Fransa, Hollanda, İspanya, Rusya, İsrail, Brezilya, Hindistan ve Çin. Rusya, Çin, Türkiye, Meksika, Hindistan, Endonezya ve Brezilya için borsaya yatırım yapma durumunda önemli bir gelişme kaydedilmiştir. İtalya ve Yunanistan açısından bu dönem göreceli olarak başarısız geçmiştir. Son dönemi ilk dönemine göre kötü olan ülkeler şöyledir: Birleşik Krallık, Amerika Birleşik Devletleri, Fransa, İtalya, Hollanda, İspanya, Yunanistan, Rusya, Macaristan. Son dönemi ilk dönemine göre farklı olmayan ülkeler ise şöyledir: Almanya ve İsrail.

Ek Tablo 2 Örnekteki Ülkelerin Piyasa Kapitalizasyonu (GSYİH'ya Göre Yüzde)

Ülke	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Ortalama Seviye	Ortalama Büyüme (%)	BYBO (%)
Türkiye	22,57	25,07	33,45	30,59	44,28	16,15	36,73	41,94	26,04	39,12	31,59	19	6
Birleşik Krallık	132,57	128,18	133,21	154,68	136,56	69,91	128,05	137,71	118,72	123,99	126,36	4	-1
Birleşik Devletler	128,65	138,36	135,07	145,9	142,87	82,55	108,48	118,86	104,33	119,02	122,41	1	-1
Kanada	103,24	118,67	130,62	133,01	153,54	66,7	125,67	136,98	109,82	110,69	118,89	7	1
Fransa	75,66	75,84	82,32	107,66	107,31	52,7	75,28	75,58	56,57	69,78	77,87	3	-1
Almanya	44,52	43,81	44,15	56,42	63,35	30,58	39,34	43,53	32,89	43,72	44,23	4	0
İtalya	40,6	45,49	44,68	54,81	50,43	22,57	15,03	15,57	19,67	23,86	33,27	-1	-5
Hollanda	90,77	88,32	92,86	115,04	122,22	44,55	68,13	85,35	71,13	84,3	86,27	5	-1
İspanya	82,17	90,05	84,9	107,02	124,88	59,38	89,1	84,89	69,81	73,75	86,6	3	-1
Yunanistan	55,4	54,94	60,4	79,58	86,74	26,46	17,04	24,85	11,62	17,9	43,49	-1	-11
İsrail	63,8	75,46	89,66	119,13	141,44	66,68	93,45	100,28	59,68	60,85	87,04	5	0
Brezilya	42,46	49,77	53,8	65,3	100,32	35,66	71,98	72,12	49,62	54,6	59,56	13	3
Rusya	53,63	45,34	71,8	106,79	115,64	23,91	70,46	67,53	42,87	43,41	64,14	20	-2
Hindistan	45,19	53,75	66,3	86,28	146,86	52,73	86,64	95,94	54,94	68,6	75,72	15	4
Çin	41,51	33,12	34,59	89,43	178,2	61,78	100,33	80,31	46,31	44,94	71,05	19	1
Meksika	17,5	22,63	28,17	36,58	38,39	21,25	38,71	43,89	35,44	44,6	32,72	16	10
Macaristan	20,03	28,17	29,53	37,26	35,01	12,05	22,34	21,54	13,41	16,8	23,61	8	-2
Endonezya	23,28	28,52	28,48	38,1	48,98	19,36	33,02	50,9	46,07	45,19	36,19	15	7

18 ülke için piyasa kapitalizasyonu (GSYİH'ya göre yüzde) yukarıda gösterilmiştir. Veriler, "http://www.theglobaleconomy.com/" web sitesinden elde edilmiştir. Ortalama büyüme, zaman periyodu dikkate alınarak, aritmetik yıllık büyüme oranını ifade eder. BYBO (Bileşik Yıllık Büyüme Oranı), zaman periyodu dikkate alınarak, geometrik yıllık büyüme oranını ifade eder.

Ek Tablo 3 Örnekteki Ülkelerin Birleşme & Satın Alma Piyasası (Satışların GSYİH'ya Göre Yüzdesi)

Ülke	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Ortalama Seviye	Ortalama Büyüme (%)	BYBO (%)
Türkiye	NA	NA	NA	3,476	3,899	2,196	0,632	3,608	1,485	2,95	2,607	68	-2
Birleşik Krallık	NA	NA	NA	NA	12,52	10,91	8,07	6,28	4,96	4,752	7,915	-17	-15
Birleşik Devletler	NA	8,47	10,34	13,51	13,608	9,14	6,47	6,93	8,67	6,375	9,279	0	-3
Kanada	NA	10,07	10,58	19,55	25,27	9,31	8,22	12,99	8,92	10,925	12,871	12	1
Fransa	NA	NA	NA	NA	5,27	5,56	1,43	1,89	2,81	1,231	3,032	-9	-22
Almanya	NA	NA	NA	NA	4,53	2,13	2,23	1,59	1,504	1,496	2,247	-17	-17
İtalya	NA	NA	NA	NA	7,47	3,45	0,95	1,39	3,22	1,638	3,02	1	-22
Hollanda	NA	NA	NA	NA	26,11	11,105	4,21	3,37	3,45	3,192	8,573	-29	-30
İspanya	NA	NA	NA	NA	7,71	4,38	6,15	3,52	4,58	4,45	5,132	-4	-9
Yunanistan	NA	NA	NA	NA	2,65	4,33	1,28	0,68	0,71	0,136	1,631	-26	-39
İsrail	NA	NA	5,14	8,04	3,94	1,68	3,92	2,501	NA	2,528	3,964	9	-10
Brezilya	NA	3,76	2,21	6,61	3,95	6,35	4,37	7,46	3,63	3,107	4,605	19	-2
Rusya	NA	NA	NA	NA	NA	NA	3,527	7,905	6,822	6,42	6,169	35	16
Hindistan	NA	NA	NA	NA	NA	3,782	2,585	2,127	3,209	1,351	2,611	-14	-19
Çin	NA	30,69	33,76	35,71	34,88	31,64	24,08	26,62	NA	NA	31,054	-2	-2
Meksika	NA	1,44	1,11	6,82	3,37	1,005	1,13	5,21	2,42	2,971	2,831	89	8
Macaristan	NA	NA	NA	NA	4,668	1,979	2,297	0,551	3,336	0,177	2,168	59	-42
Endonezya	NA	2,33	3,84	1,37	2,08	3,33	1,76	2,33	1,88	2,277	2,355	12	0

18 ülke için birleşme & satın alma piyasası (satışların GSYİH'ya göre yüzdesi) yukarıda gösterilmiştir. Veriler, çoğunlukla EVCA Yearbooks'tan, Ernst & Young'dan ve "http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html" web sitesinden elde edilmiştir. Ortalama büyüme, zaman periyodu dikkate alınarak, aritmetik yıllık büyüme oranını ifade eder. BYBO (Bileşik Yıllık Büyüme Oranı), zaman periyodu dikkate alınarak, geometrik yıllık büyüme oranını ifade eder.

Birleşme & Satın Alma Piyasası (Satışların GSYİH'ya Göre Yüzdesi): Bir firma, birleşme veya satın alma yoluyla diğer bir firma ile ortaklık kurmak isteyebilir. Firmanın ortaklık kurma durumu, stratejik bir bakış açısına bağlıdır. Buna göre; birleşme ve satın alma durumuna bağlı olarak firmaların büyüme konusundaki istekliliği öne çıkmış olur. Büyüyen bir firma, diğer bir firma ile ortak olarak daha güçlü bir hale gelmek isteyebilir. Güçlerin birleşmesi, koordinasyon ve sağlanan uyum, firmayı daha ileri noktalara taşıyabilecektir. Buna göre; müşteriler ve paydaşlar, firmanın geleceği hakkında umutlu olur; muhatap oldukları firmaya güven duyabilirler.

Elde edilen verilerden yola çıkarak şu sonuçlara varılmıştır: Çin, 2006 yılında birleşme ve satın alma piyasasında ülkelere ve yıllara göre en başarılı ülke olmuştur. Genel olarak; Çin, birleşme ve satın alma piyasası bakımından diğer ülkelere göre üstün konumdadır; oldukça hareketli bir piyasaya sahiptir. Çin'den sonra en iyi durumda olan ülke Kanada'dır. Meksika ve Türkiye, birleşme ve satın alma piyasasında önemli bir gelişme kaydetmiştir. Macaristan, bu piyasada önemli bir gelişme kaydeden üçüncü ülkedir. 2007 yılında Çin'den sonra en başarılı ülke, Hollanda'dır. Fakat Hollanda'nın bu başarısı kalıcı olmamıştır; Hollanda, birleşme ve satın alma piyasası en çok gerileyen ülke olmuştur. Piyasası gerileyen diğer ülkeler sırasıyla şunlardır: Yunanistan, Almanya, Birleşik Krallık ve Hindistan. Son dönemi ilk dönemine göre kötü olan ülkeler ise sırasıyla şöyledir: Macaristan, Yunanistan, Hollanda, İtalya, Fransa, Hindistan, Almanya ve Birleşik Krallık.

Risk Sermayesi/Girişim Sermayesi Aktivitesi (Yatırım Yapılan Fonların GSYİH'ya Göre Yüzdesi): Risk sermayesi veya girişim sermayesi sektörüne yönelik olarak yapılan yatırımlar, risk sermayesi veya girişim sermayesi aktivitesi olarak değerlendirilmiştir. Bu aktivite, yenilikçi fikirlerin, icat ve buluşların ne ölçüde yatırıma dönüştürüldüğünü ortaya koyar. Tezin tanıtım kısmında yapılan açıklamalar, aktiviteyi anlamamıza yardımcı olacaktır. Kısaca bahsedersek; risk sermayesi finansman modeline göre yapılan yatırımlar, beşeri sermayeden etkilenen, uzun vadede yüksek kazanç elde etme potansiyeli olan yatırımlardır.

Elde edilen verilerden yola çıkarak şu sonuçlara varılmıştır: Aktivite, 2004 yılında Türkiye'de dipte; 2006 yılında Birleşik Krallık'ta ise zirvede yer almıştır. Ülkeler karşılaştırıldığında aktivite açısından en üstün konumdaki ülke, Birleşik Krallık'tır. En çok gelişme kaydeden ülke, Türkiye'dir. Sırasıyla Birleşik Krallık, İsrail, Hindistan ve Hollanda aktivite açısından oldukça iyi bir konumdadır. Amerika Birleşik Devletleri, sadece 2010 yılında yüksek başarı elde etmiştir. Diğer ülkelere göre aktivite açısından durağan seviyeye sahip ülkeler şöyledir: Kanada, İtalya ve Çin. Aktivite bakımından düşüş sergileyen tek ülke, Kanada'dır. Son dönemi ilk dönemine göre kötü olan ülkeler ise şöyledir: Birleşik Krallık, Amerika Birleşik Devletleri, Kanada, İtalya, İsrail, Çin, Meksika ve Endonezya.

Ek Tablo 4 Örnekteki Ülkelerin Risk Sermayesi/Girişim Sermayesi Aktivitesi (Yatırım Yapılan Fonların GSYİH'ya Göre Yüzdesi)

Ülke	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Ortalama Seviye	Ortalama Büyüme (%)	BYBO (%)
Türkiye	0,012	0,001	0,024	0,312	0,298	0,347	0,07	0,056	0,098	0,04	0,126	371	13
Birleşik Krallık	0,823	1,076	1,3	2,1	0,96	0,73	0,3	0,75	0,59	0,53	0,916	10	-4
Birleşik Devletler	0,177	0,197	0,187	0,207	0,229	0,211	0,147	1,613	0,196	0,172	0,334	99	-3
Kanada	0,117	0,17	0,12	0,115	0,143	0,093	0,077	0,071	0,086	0,082	0,107	-1	-3
Fransa	0,267	0,315	0,422	0,559	0,64	0,46	0,17	0,34	0,48	0,26	0,391	11	0
Almanya	0,115	0,171	0,12	0,151	0,42	0,37	0,12	0,19	0,24	0,24	0,214	25	8
İtalya	0,227	0,107	0,153	0,23	0,23	0,35	0,13	0,1	0,14	0,09	0,176	1	-9
Hollanda	0,228	0,338	0,455	0,443	0,92	0,44	0,15	0,35	0,48	0,23	0,403	21	0
İspanya	0,17	0,234	0,293	0,286	0,35	0,21	0,1	0,28	0,22	0,19	0,233	15	1
unanistan	0,016	0,003	0,005	0,007	0,07	0,12	0,07	0,01	0,005	0,02	0,033	127	2
İsrail	0,396	1,019	0,97	1,03	1,136	1,041	0,41	0,827	0,658	0,36	0,785	15	-1
Brezilya	0,058	0,174	0,087	0,123	0,386	0,119	0,143	0,492	0,099	0,194	0,188	68	13
Rusya	0,026	0,041	0,031	0,041	0,078	0,088	0,041	0,168	0,083	0,061	0,066	39	9
Hindistan	0,14	0,204	0,29	0,792	1,394	0,822	0,287	0,483	0,558	0,145	0,512	27	0
Çin	0,101	0,071	0,048	0,092	0,108	0,108	0,054	0,092	0,081	0,044	0,08	1	-8
Meksika	0,021	0,018	0,02	0,043	0,044	0,041	0,007	0,014	0,01	0,005	0,022	5	-13
acaristan	0,046	0,116	0,053	0,04	0,21	0,45	0,23	0,07	0,19	0,1	0,151	69	8
ndonezya	0,117	0,112	0,197	0,195	0,119	0,307	0,136	0,125	0,079	0,051	0,144	6	-8

18 ülke için risk sermayesi/girişim sermayesi aktivitesi (yatırım yapılan fonların GSYİH'ya göre yüzdesi) yukarıda gösterilmiştir. Veriler, çoğunlukla EVCA, NVCA, EMPEA, LAVCA, RVCA, Ernst & Young'dan, EUROSTAT ve Santa Consultants'tan elde edilmiştir. Ortalama büyüme, zaman periyodu dikkate alınarak, aritmetik yıllık büyüme oranını ifade eder. BYBO (Bileşik Yıllık Büyüme Oranı), zaman periyodu dikkate alınarak, geometrik yıllık büyüme oranını ifade eder.

Ek Tablo 5 Örnekteki Ülkelerin Kamu Ar-Ge Harcamaları (GSYİH'ya Göre Yüzde

Ülke	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Ortalama Seviye	Ortalama Büyüme (%)	BYBO (%)
Türkiye	0,17	0,3	0,27	0,48	0,53	0,63	0,8	1,04	1	1,09	0,631	26	20
Birleşik Krallık	0,17	0,18	0,18	0,18	0,17	0,16	0,16	0,17	0,17	0,16	0,17	-1	-1
Birleşik Devletler	0,32	0,32	0,31	0,32	0,32	0,32	0,32	0,34	NA	NA	0,321	1	1
Kanada	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0,84	0,84	NA	NA
Fransa	0,37	0,36	0,37	0,37	0,35	0,34	0,34	0,37	0,31	0,32	0,35	-1	-1
Almanya	0,34	0,34	0,34	0,35	0,35	0,35	0,38	0,42	0,41	0,42	0,37	2	2
İtalya	0,2	0,19	0,19	0,19	0,19	0,17	0,15	0,17	0,17	0,17	0,179	-2	-2
Hollanda	0,24	0,26	0,26	0,24	0,23	0,22	0,21	0,23	0,22	0,22	0,233	-1	-1
İspanya	0,15	0,16	0,17	0,19	0,2	0,22	0,25	0,28	0,28	0,26	0,216	6	6
unanistan	NA	0,12	0,11	0,12	0,12	0,13	NA	NA	NA	NA	0,12	2	2
İsrail	0,327	0,291	0,297	0,257	0,21	0,196	0,166	0,167	0,158	0,145	0,221	-8	-8
Brezilya	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0,56	NA	NA	NA	0,56	NA	NA
Rusya	1,038	1,011	0,72	0,618	0,623	0,595	0,545	0,829	0,682	0,541	0,72	-5	-6
Hindistan	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0,88	NA	NA	NA	0,88	NA	NA
Çin	0,781	0,777	0,686	0,686	0,785	0,563	0,488	0,577	0,544	0,464	0,635	-5	-5
Meksika	NA	0,164	0,161	0,145	0,138	0,138	0,175	0,205	NA	NA	0,161	5	3
acaristan	0,33	0,29	0,26	0,26	0,26	0,24	0,23	0,23	0,22	0,19	0,251	-6	-5
ndonezya	NA	NA	NA	0,116	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0,116	NA	NA

18 ülke için kamu ar-ge harcamaları (GSYİH'ya göre yüzde) yukarıda gösterilmiştir. Veriler, çoğunlukla EUROSTAT'tan ve OECD'den elde edilmiştir. Ortalama büyüme, zaman periyodu dikkate alınarak, aritmetik yıllık büyüme oranını ifade eder. BYBO (Bileşik Yıllık Büyüme Oranı), zaman periyodu dikkate alınarak, geometrik yıllık büyüme oranını ifade eder.

Kamu Ar-Ge Harcamaları (GSYİH'ya Göre Yüzde): Halk hizmeti gören devlet organlarının ar-ge faaliyetlerine yönelik olarak yaptığı harcamalar, kamu ar-ge harcamalarıdır. Ar-ge faaliyetleri, yenilikçi fikirler bulma, buluş ve icat yapma faaliyetleridir. Bu faaliyetler esnasında yapılan harcamaların halk hizmeti gören devlet organları tarafından üstlenilmesi, kamu ar-ge harcamalarını ifade eder. Devletin ar-ge faaliyetlerini üstlenmesi anlamına gelir. Devletin ekonomideki etkinliğini ve etkili olma durumunu ortaya çıkarır. Uygulanan ekonomi politikasını açığa çıkarır. Kamu yararı gözetilebilir. Diğer yandan devletin ar-ge faaliyetlerine verdiği önem görülmüş olur.

Elde edilen verilerden yola çıkarak şu sonuçlara varılmıştır: 2011 yılında Türkiye, bu parametre için diğer ülkelere ve yıllara göre iyi durumdadır. 2009 yılından başlayan dalgalı seyir önemsenmelidir. Türkiye bu parametre için yıllara göre önemli bir gelişme kaydetmiştir. Bu parametre için rasyonel bir değerlendirme yapılırsa; öncelikle Rusya'nın sonra Çin'in durumu, oldukça iyi bir seviyeye sahiptir. Türkiye ve Almanya, önemli seviyeye sahip diğer iki ülkedir. Gayri Safi Yurtiçi Hasılalarına göre kamu ar-ge harcamaları düşen ve gelecek vaat etmeyen ülkeler şöyledir: Birleşik Krallık, Fransa, İtalya, Hollanda, İsrail, Rusya, Çin ve Macaristan. İspanya, Yunanistan, Endonezya, İtalya ve İsrail gibi ülkelerin bazı yıllar için Gayri Safi Yurtiçi Hasılalarına göre kamu ar-ge harcamaları çok düşük seviyededir.

Sektör Ar-Ge Harcamaları (GSYİH'ya Göre Yüzde): Firmaların ar-ge faaliyetlerine yönelik olarak yaptığı harcamalar, sektör ar-ge harcamalarıdır. Firmalar, kendi imkanları çerçevesinde ar-ge faaliyetlerine dönük harcamalarda bulunur. Daha çok kar elde etme isteğinde olan firma yöneticileri, katma değeri yüksek ürünler üretmek uğruna bu maliyetlere katlanır. Firmaların yetenekli kişileri işe dahil etmesi durumu vardır. Risk sermayesi sektörü açısından oldukça önemli bir parametredir. Firmaların ar-ge faaliyetlerinde başarılı olması halinde ülke ekonomisine oldukça büyük bir katkı verilmiş olur.

Elde edilen verilerden yola çıkarak şu sonuçlara varılmıştır: Türkiye, 2002 yılından başlayarak 2011 yılına doğru gelindiğinde en çok gelişme kaydeden ülke olmuştur. 2011 yılında Türkiye, bu parametre için diğer ülkelere ve yıllara göre oldukça iyi durumdadır. Türkiye, bu parametre için yükselen bir trende sahiptir; umut vaat eden bir ülkedir. İsrail, 2002-2004 yılları arasında bu parametre için başarılı olmuştur. Fakat İsrail'in bu başarısı kalıcı olmamıştır. İsrail ve Çin, bu parametre için önemli seviyeye sahip diğer iki ülkedir. Macaristan, Türkiye'den sonra en çok gelişme kaydeden ülke olmuştur. Gayri Safi Yurtiçi Hasılalarına göre sektör ar-ge harcamaları düşen ve gelecek vaat etmeyen ülkeler şöyledir: Birleşik Krallık, Yunanistan, İsrail ve Rusya. Yunanistan, Hindistan, Endonezya, Meksika ve İtalya gibi ülkelerin bazı yıllar için Gayri Safi Yurtiçi Hasılalarına göre sektör ar-ge harcamaları çok düşük seviyededir.

Ek Tablo 6 Örnekteki Ülkelerin Sektör Ar-Ge Harcamaları (GSYİH'ya Göre Yüzde)

Ülke	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Ortalama Seviye	Ortalama Büyüme (%)	BYBO (%)
Türkiye	2,54	2,87	3,47	4,23	4,54	6,01	6,76	8,33	8,75	9,68	5,718	16	14
Birleşik Krallık	1,17	1,12	1,06	1,05	1,07	1,11	1,1	1,11	1,1	1,09	1,098	-1	-1
Birleşik Devletler	1,82	1,8	1,76	1,79	1,85	1,92	2,03	2,02	NA	NA	1,874	2	1
Kanada	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0,89	0,89	NA	NA
Fransa	1,42	1,36	1,36	1,31	1,33	1,31	1,33	1,4	1,41	1,43	1,366	0	0
Almanya	1,73	1,77	1,75	1,74	1,78	1,77	1,86	1,91	1,88	1,9	1,809	1	1
İtalya	0,54	0,52	0,52	0,55	0,55	0,61	0,65	0,67	0,68	0,68	0,597	3	2
Hollanda	0,98	1,01	1,03	1,01	1,01	0,96	0,89	0,85	0,89	1,07	0,97	1	1
İspanya	0,54	0,57	0,58	0,6	0,67	0,71	0,74	0,72	0,72	0,7	0,655	3	3
Yunanistan	0,18	0,18	0,17	0,19	0,18	0,17	NA	NA	NA	NA	0,178	-1	-1
İsrail	4,746	4	4,118	4,145	4,08	4,31	3,525	3,499	3,208	3,133	3,876	-4	-4
Brezilya	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0,96	NA	NA	NA	0,96	NA	NA
Rusya	2,947	2,736	1,984	1,612	1,538	1,312	1,138	1,709	1,333	1,106	1,742	-8	-9
Hindistan	NA	NA	0,14	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0,14	NA	NA
Çin	1,666	1,791	1,998	2,15	2,833	2,116	1,956	2,259	2,205	2,154	2,113	4	3
Meksika	NA	0,216	0,266	0,295	0,28	0,261	0,232	0,314	0,26	NA	0,266	4	2
Macaristan	0,36	0,34	0,36	0,41	0,49	0,49	0,53	0,67	0,7	0,75	0,51	9	8
Endonezya	NA	NA	NA	0,005	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0,005	NA	NA

18 ülke için sektör ar-ge harcamaları (GSYİH'ya göre yüzde) yukarıda gösterilmiştir. Veriler, çoğunlukla EUROSTAT'tan ve OECD'den elde edilmiştir. Ortalama büyüme, zaman periyodu dikkate alınarak, aritmetik yıllık büyüme oranını ifade eder. BYBO (Bileşik Yıllık Büyüme Oranı), zaman periyodu dikkate alınarak, geometrik yıllık büyüme oranını ifade eder

.

ÖZGEÇMİŞ

Adı ve SOYADI : **Güneş AYGÜNEŞ**
Doğum Tarihi ve Yeri : **27.01.1985 – Ankara**
Medeni Durumu : **Bekar**

Eğitim Durumu

Mezun Olduğu Lise : **Gazi Çiftliği Yabancı Dil Ağırlıklı Lisesi, Ankara, 2003**
Lisans Diploması : **Akdeniz Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Antalya, 2010**
Yüksek Lisans Diploması : **Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı, Antalya, 2014**
Tez Konusu : **Risk Sermayesi Yatırımları İle Makro Ekonomik Değişkenler Arasındaki İlişki**
Yabancı Dil : **İngilizce**

Bilimsel Faaliyetler

Katıldığım Seminerler

Profesyonelleşme Üzerine Simülasyon Oyunu

Medisim İş Simülasyonu

Katıldığım Sempozyumlar

Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda Şirketler Hukuku Sempozyumu

İş Deneyimi

Stajlar : **Eliykan Tekstil İmalat Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti.**
E-Posta : **gunesaygunes@hotmail.com**