T.C.
EGE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İşletme Anabilim Dalı

GİRİŞİM SERMAYESİ VE FİRMA PERFORMANSI

DOKTORA TEZİ

Mengü Hafize KÜLAHCI

DANIŞMANI: Doç. Dr. Dilek DEMİRHAN
JÜRİ ÜYELERİ: Prof. Dr. Türker SUSMUŞ
Prof. Dr. Aykut LENGER
Prof. Dr. Berna TANER
Yrd. Doç. Dr. Gürol DURAK

İZMİR-2015

Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne sunduğum GİRİŞİM SERMAYESİ VE FİRMA PERFORMANSI adlı doktora tezinin tarafımdan bilimsel, ahlak ve normlara uygun bir şekilde hazırlandığını, tezimde yararlandığım kaynakları bibliyografyada ve dipnotlarda gösterdiğimi onurumla doğrularım.

Mengü Hafize KÜLAHCI

T.C.EGE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

DOKTORA
TEZ SAVUNMA TUTANAĞI

ÖĞRENCİNİN

Adı Soyadı : MENGÜ HAFİZE ÖZAN (KÜLAHÇI)

Numarası : 92-10-5289

Anabilim Dalı : İŞLETME

Tez Başlığı (Türkçe) : GİRİŞİM SERMAYESİ VE FİRMA PERFORMANSI

Tez Başlığı (İngilizce) : VENTURE CAPITAL AND FIRM PERFORMANCE

Tez Savunma Tarihi : 30.07.2015

Tez Başlığı Değişikliği Varsa Yeni Başlık:

JÜRİ ÜYELERİ

Jüri Başkanı

Unvan, Adı, Soyadı : DOÇ. DR. DİLEK DEMİRHAN
Karar : X Başarılı O Başarısız O Düzeltme
İmza : .....

Jüri Üyesi (Tez İzleme Komitesi Üyesi)

Unvan, Adı, Soyadı : PROF.DR TÜRKER SUSMUŞ
Karar : X Başarılı O Başarısız O Düzeltme
İmza : .....

Jüri Üyesi (Tez İzleme Komitesi Üyesi)

Unvan, Adı, Soyadı : DOÇ. DR. AYKUT LENGER
Karar : X Başarılı O Başarısız O Düzeltme
İmza : .....

Jüri Üyesi

Unvan, Adı, Soyadı : PROF. DR. BERNA TANER
Karar : X Başarılı O Başarısız O Düzeltme
İmza : .....

Jüri Üyesi

Unvan, Adı, Soyadı : YRD. DOÇ. DR. GÜROL DURAK
Karar : X Başarılı O Başarısız O Düzeltme
İmza : .....

TEZ HAKKINDA JÜRİNİN GENEL GÖRÜŞÜ

(Jüri Başkanı Tarafından Doldurulacaktır)

Tez savunması sonucunda öğrenci tarafından hazırlanan çalışma;

Oybirliğiyle ●
Oy çokluğuyla O

Başarılıdır	Düzeltilmelidir	Başarısızdır
X		

- Bu tutanak üç (3) işgünü içerisinde jüri üyelerinin raporlarıyla beraber Anabilim Dalı Başkanlığı üst yazısıyla Enstitü Müdürlüğüne gönderilmelidir.
- Doktora programlarında düzeltme alan öğrencinin 6 (altı) ay içerisinde yeniden savunmaya girmesi zorunludur.

İÇİNDEKİLER

1. BÖLÜM: GİRİŞİM SERMAYESİNE İLİŞKİN KAVRAMSAL ÇERÇEVE 3

1.1. Girişim Sermayesi ve Risk Sermayesi Kavramları 3

1.2. Girişim Sermayesi ile ilgili Temel Kavramlar 6

1.2.1. Risk 6

1.2.2. Yenilik 7

1.2.3. Girişimci 8

1.2.4. Girişim Sermayedarı 10

1.2.5. Girişim Sermayesi Fonu 10

1.2.6. Girişim Sermayesi Şirketleri 11

1.2.6.1. Girişim Sermayesi Şirket Türleri 12

1.2.6.1.1. Özel Girişim Sermayesi Şirketleri 12

1.2.6.1.2. Büyük Şirketlere Ait Girişim Sermayesi Şirketleri 12

1.2.6.1.3. Finansal Kurumlara Ait Girişim Sermayesi Şirketleri 13

1.2.6.1.4. Kamu Girişim Sermayesi Şirketleri 13

1.2.6.2. Girişim Sermayesi Şirketlerinin Çalışma Yöntemleri 13

1.2.7. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları 14

1.3. Girişim Sermayesinin Tarihsel Gelişimi 15

1.4. Girişim Sermayesi Türleri 18

1.4.1. Erken Dönem Yatırımları 19

1.4.1.1. Çekirdek Sermayesi Yatırımları (Seed Capital) 19

1.4.1.2. Başlangıç Yatırımları (Start-up Capital) 20

1.4.1.3. Erken Aşama Yatırımları (Early-Stage Financing) 20

1.4.2. Gelişme Dönemi Yatırımları 21

1.4.3. Çıkış Dönemi Yatırımları 21

1.4.3.1. Köprü Finansmanı (Bridge Financing) 21
1.4.3.2. Ara Finansman (Mezzanine Financing) 22
1.4.3.3. Şirket Hisselerinin Satılması 22
1.4.3.4. Yerine Koyma Yatırımları (Replacement Capital) 23
1.4.3.5. Kurtarma Finansmanı (Recovery Financing/Turnaround Financing) 23
1.5. Girişim sermayesi modelleri 25
1.5.1. Enformel Girişim Sermayesi Modeli 25
1.5.2. Kurumsal Girişim Sermayesi Modeli 27
1.5.3. Geleneksel Girişim Sermayesi Modeli 28
1.6. Girişim Sermayesi Modelinde Taraflar 29
1.6.1. Yatırımcılar (Sınırlı Ortaklar) 30
1.6.2. Girişim Sermayesi Şirketleri (Genel Ortaklar) 31
1.6.2.1. Girişim Sermayesi Şirketlerinin Yasal Yapısı 32
1.6.2.1.1. Limited Ortaklıklar 32
1.6.2.1.2. Anonim Ortaklıklar 32
1.6.2.1.3. Şirket İştirakleri 33
1.6.2.2. Girişim Sermayesi Şirketlerinin Karşılaştıkları Riskler 33
1.6.3. Girişimciler ve Girişimci Şirketler 35
1.6.4. Menkul Kıymet Borsaları 35
1.7. Girişim Sermayesinin Özellikleri ve Kritik Başarı Faktörleri 35
2. BÖLÜM: DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE GİRİŞİM SERMAYESİ 39
2.1. Dünyada Girişim Sermayesinin Gelişimi 39
2.2. Girişim Sermayesinin İşleyişine Yönelik Dünya Örnekleri 39
2.2.1. Amerika'da Girişim Sermayesinin Gelişimi 39
2.2.2. Avrupa'da Girişim Sermayesinin Gelişimi 47

2.2.2.1. İngiltere'de Girişim Sermayesi 53
2.2.3. Asya'da Girişim Sermayesinin Gelişimi 57
2.2.3.1. Japonya'da Girişim Sermayesi 61
2.2.4. Latin Amerika'da Girişim Sermayesi 67
2.2.4.1. Brezilya'da Girişim Sermayesi 71
2.3. Türkiye'de Girişim Sermayesinin Gelişimi 74
2.4. Türkiye'de Girişim Sermayesi Sisteminin Yasal Çerçevesi 80
2.4.1. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği 80
2.5. Türkiye'de Girişim Sermayesi Sisteminde Yer Alan Kuruluşlar 83
2.5.1. Kamu Kuruluşları 83
2.5.1.1. Türkiye Kalkınma Bankası 83
2.5.1.2. Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB) 84
2.5.1.3. Kredi Garanti Fonu (KGF) 84
2.5.1.4. TÜBİTAK 84
2.5.1.5. Teknoloji Geliştirme Bölgeleri 85
2.5.1.6. Kalkınma Ajansları 85
2.5.2. Özel Sektör Kuruluşları 86
2.5.2.1. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları (GSYO) 86
2.5.2.2. İstanbul Girişim Sermayesi İnisiyatifi (İstanbul Venture Capital Initiative – iVCi) 87
2.5.3. Sivil Toplum Kuruluşları 88
2.5.3.1. Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV) 88
2.5.3.2. Türkiye Risk Sermayesi Derneği (TurkVCA) 89
2.6. Uygulamada Karşılaşılan Sorunlar 89

3. BÖLÜM: GİRİŞİM SERMAYESİ SİSTEMİNİN İŞLEYİŞİ VE FİRMA PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİLERİ 94

3.1. Girişim Sermayesi Sisteminin İşleyişi ve Devletin Rolü 94

3.1.1. Girişim Sermayesi Fonunun Oluşturulması 95

3.1.2. Yatırımın Gerçekleştirilmesi 96

3.1.3. Yatırımdan Çıkış 98

3.1.4. Girişim Sermayesi Şirketlerinin Girişimci Şirketlerin Finansmanında Kullandığı Finansal Araçlar 101

3.1.4.1. Hisse senetleri 101

3.1.4.2. Hisse senedine dönüştürülebilir tahviller 102

3.1.4.3. Varantlar 102

3.1.5. Girişim Sermayesi Sektöründe Devletin Rolü 102

3.1.5.1. Girişim Sermayesi Sistemine Devlet Tarafından Sağlanan Destekler 103

3.2. Girişim Sermayesi Finansman Modelinden Beklenen Faydalar 104

3.2.1. Yatırımcı Firmaya Faydaları 104

3.2.2. Yatırım Yapılan Firmaya Faydaları 105

3.2.3. Ülke Ekonomisine Faydaları 106

3.3. Girişim Sermayesi Finansmanının Yatırım Yapılan Firmanın Performansı Üzerine Etkileri 107

3.3.1. Firma Performansı ve Boyutları 108

3.3.2. Girişim Sermayesinin Firma Performansına Yansımaları 109

4. BÖLÜM: GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMI ALAN FİRMALARIN FİNANSAL PERFORMANSLARININ DEĞERLENDİRİLMESİNE YÖNELİK ARAŞTIRMA. 112

4.1. Çalışmanın Amacı 112

4.2. Çalışmanın Kısıtları 113

4.3. Veri Seti 113

4.4. Yöntem 116
4.4.1. TOPSIS Yöntemi 117
4.4.2. Dengesiz Panel Veri Analizi Yöntemi 120
4.5. Veri Analizi 123
4.5.1. TOPSIS Verilerinin Analizi 123
4.5.2. Panel Verilerin Analizi 126
4.5.2.1. Korelasyon Testleri 128
4.5.2.2. Birim Kök Testleri 129
4.5.2.3. Kullanılacak Modelin Belirlenmesine Yönelik Testler 130
4.6. Bulgular 132
4.6.1. TOPSIS Analizi Sonucunda Elde Edilen Bulgular 132
4.6.2. Panel Veri Analizi Sonucunda Elde Edilen Bulgular 146
4.6.2.1. Model 1'e ait Bulgular – Bağımlı Değişken: Özsermaye Karlılığı . 147
4.6.2.2. Model 2'ye ait Bulgular – Bağımlı Değişken: Aktif Karlılığı 153
SONUÇ ve ÖNERİLER 160
KAYNAKÇA 166
EKLER 174

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ABDI	: Brazilian Agency of Industrial Development
ABVCAP	: Brazilian Private Equity & Venture Capital Association
ARDC	: American Research and Development Corporation of Boston
BOVESPA	: São Paulo Stock, Mercantile & Futures Exchange
BRIC	: Brasil, Russia, India, China
BVCA	: British Private Equity & Venture Capital Association
CVM	: Brazilian Securities Commission
CVR	: Center for Venture Research
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
EIF	: European Investment Fund
ERISA	: Employee Retirement Income Security Act
ESO	: Employee Stock Ownership
EVCA	: European Private Equity and Venture Capital Association
FINEP	: Financier of Studies and Projects
GS	: Girişim Sermayesi
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYO	: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

iVCi : İstanbul Venture Capital Initiative

JVCA : Japanese Venture Capital Association

KED : Kyoto Enterprise Development Co.

KGF : Kredi Garanti Fonu

KOBİ : Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler

KOSGEB : Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme Destekleme İdaresi Başkanlığı

LAVCA : Latin American Private Equity & Venture Capital Association

LBO : Leveraged Buy-Out

MBO : Management Buy-Out

MBI : Management Buy-In

NASDAQ : National Association of Securities Dealers Automated Quotations

NVCA : National Venture Capital Association

OECD : Organisation for Economic Co-operation and Development

RSYO : Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

SBA : Küçük İşletme İdaresi

SBIC : Small Business Investment Companies

SDAJ : Securities Dealers Association of Japan

SMRJ : Organization for Small and Medium Enterprises and Regional Innovation

SPK : Sermaye Piyasası Kurulu

TDA : Teşebbüs Destekleme Ajansı

TDK	: Türk Dil Kurumu
TKB	: Türkiye Kalkınma Bankası
TTGV	: Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı
TOBB	: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TUBİTAK	: Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurulu
TÜSİAD	: Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği
VEC	: Venture Capital Center

TABLO LİSTESİ

Tablo 1: Girişim Sermayesi Farklı Aşamalar için Risk ve Getiri Beklentileri.....24

Tablo 2: Girişim Sermayesi Modellerinin Karşılaştırılması.....29

Tablo 3: Girişim Aşamalarına Göre Beklenen, Yok edilen, İçsel ve Dışsal Riskler.....34

Tablo 4: Amerika'da 1995-2014 Yılları Arasında Gerçekleşen Girişim Sermayesi Yatırımları ve Yapılan Anlaşma Sayıları.....43

Tablo 5: 2014 Yılında Amerika'daki Girişim Sermayesi Yatırımlarının Yatırım Aşamasına Göre Dağılımı.....44

Tablo 6: Amerika'da 10 Yıllık Dönemler İtibariyle Girişim Sermayesi Firmaları ve Fonları İle İlgili Veriler.....46

Tablo 7: 2007-2014 Yılları arasında Avrupa'daki Girişim Sermayesi Yatırımları ve Firma Sayısı.....48

Tablo 8: 2014 Yılında Avrupa'da Girişim Sermayesi Yatırımlarının ve Firmalarının Sektörlere göre Dağılımı.....49

Tablo 9: 2014 Yılında Avrupa'da Girişim Sermayesi Yatırımlarının ve Firmalarının Yatırım Aşamasına göre Dağılımı.....50

Tablo 10: 2014 Yılında Avrupa'daki Girişim Sermayesi Yatırımlarının Ülkeler Arası Dağılımı.....52

Tablo 11: 2007-2014 Yılları Arasında İngiltere'de Gerçekleştirilen Girişim Sermayesi Yatırımları.....54

Tablo 12: 2014 Yılında İngiltere'de Girişim Sermayesi Yatırımlarının Sektörlere Göre Dağılımı.....56

Tablo 13: 2014 Yılında İngiltere'de Girişim Sermayesi Yatırımlarının ve Firmalarının Yatırım Aşamasına Göre Dağılım.....57

Tablo 14: 2007-2014 Yıllarında Japonya'da Yapılan Girişim Sermayesi Yatırımları.64

Tablo 15: Yılında Japonya'da Girişim Sermayesi Yatırımlarının Yatırım Aşamalarına Göre Dağılımı.....66

Tablo 16: Girişimcilik Temel Göstergeleri..... 91

Tablo 17: Girişim Sermayesi Yatırımı Alan Firmalara İlişkin Bilgiler.....113-114

Tablo 18: TOPSIS Analizine Dahil Edilen Alt Sektörler ve Firmalar.....124

Tablo 19: TOPSIS Analizinde Kullanılan Finansal Rasyolar.....125

Tablo 20: Panel Veri Analizinde Kullanılan Değişkenler.....127

Tablo 21: Panel Veri Analizde Kullanılan Modeller.....128

Tablo 22: Bağımsız Değişkenler Arasındaki Korelasyon.....129

Tablo 23: Analizlere Dahil Edilen Bağımsız Değişkenler.....129

Tablo 24: 2011-2014 Yılları Teknoloji Alt Sektörüne Ait TOPSIS Analizi Sonuçları.131

Tablo 25: 2011-2014 Yılları Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Alt Sektörüne Ait TOPSIS Analizi Sonuçları.....134

Tablo 26: 2006-2014 Yılları Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Alt Sektörüne Ait TOPSIS Analizi Sonuçları.....135

Tablo 27: 2005-2014 Yılları Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Alt Sektörüne Ait TOPSIS Analizi Sonuçları.....136

Tablo 28: 2011-2014 Yılları Metal Eşya, Makine Ve Gereç Yapım Alt Sektörüne Ait TOPSIS Analizi Sonuçları.....137

Tablo 29: 2011-2014 Yılları Gıda, İçki ve Tütün Alt Sektörüne Ait TOPSIS Analizi Sonuçları.....138

Tablo 30: 2006-2014 Yılları Perakende Ticaret Alt Sektörüne Ait TOPSIS Analizi Sonuçları....139

Tablo 31: 2007-2014 Yılları Perakende Ticaret Alt Sektörüne Ait TOPSIS Analizi Sonuçları....140

Tablo 32: 2006-2014 Yılları Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayıncılık Alt Sektörüne Ait TOPSIS Analizi Sonuçları....141

Tablo 33: 2010-2014 Yılları Lokanta ve Oteller Alt Sektörüne Ait TOPSIS Analizi Sonuçları....142

Tablo 34: 2006-2014 Yılları Gıda, İçki, Tütün Alt Sektörüne Ait TOPSIS Analizi Sonuçları....143

Tablo 35: 2007-2014 Yılları Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Alt Sektörüne Ait TOPSIS Analizi Sonuçları....144

Tablo 36: Girişim Sermayesi Yatırımı Alan Tüm Firmalara ilişkin TOPSIS Analizi Sonuçları....145-146

Tablo 37: Model 1'e ait Bulgular....148

Tablo 38: Girişim Sermayesi Yatırımlarının Sonlandırıldığı Firmalar için Model 1'e ait Bulgular....149

Tablo 39: Girişim Sermayesi Yatırımlarının Devam Ettiği Firmalar İçin Model 1'e ait Bulgular....150

Tablo 40: Yerli Sermayeli Girişim Sermayesi Şirketlerinden Yatırım Alan Firmalar İçin Model 1'e ait Bulgular....151

Tablo 41: Yabancı Sermayeli Girişim Sermayesi Şirketlerinden Girişim Sermayesi Yatırımı Alan Firmalar İçin Model 1'e ait Bulgular....152

Tablo 42: Girişim Sermayesi Oranı %30 ve Üzeri Olan Firmalar İçin Model 1'e ait Bulgular....153

Tablo 43: Girişim Sermayesi Yatırımlarının Aktif Karlılığı Üzerindeki Etkisi.....154

Tablo 44: Girişim Sermayesi Yatırımların Sonlandırıldığı Firmalar için Model 2'ye ait Bulgular.....155

Tablo 45: Girişim Sermayesi Yatırımlarının Devam Ettiği Firmalar İçin Model 2'ye ait Bulgular.....156

Tablo 46: Yerli Sermayeli Girişim Sermayesi Şirketlerinden Girişim Sermayesi Yatırımı Alan Firmalar İçin Model 2'ye ait Bulgular.....157

Tablo 47: Yabancı Sermayeli Girişim Sermayesi Şirketlerinden Girişim Sermayesi Yatırımı Alan Firmalar İçin Model 2'ye ait Bulgular.....158

Tablo 48: Girişim Sermayesi Oranı %30 ve Üzeri Olan Firmalar İçin Model 2'ye ait Bulgular.....159

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1: Girişim Sermayesi Türleri.....19

Şekil 2: Girişim Sermayesi Modelinde Taraflar.....30

Şekil 3: 2008-2012 Yılları Arasında Latin Amerika'da Gerçekleşen Girişim Sermayesi Yatırımlarının ve Anlaşmalarının Ülkeler Arası Dağılımı.....70

Şekil 4: Girişim Sermayesi Sektörünün Brezilya'daki Gelişimi.....72

Şekil 5: Girişim Sermayesi Finansman Modelinin İşleyişi.....95

Şekil 6: Devlet Tarafından Sağlanan Doğrudan ve Dolaylı Destekler.....104

Şekil 7: Performans Kriterleri.....109

GRAFİK LİSTESİ

Grafik 1: 2013 Yılında Amerika'daki Girişim Sermayesi Yatırımlarının Sektörel Dağılımı.....44

Grafik 2: 2009-2014 Yılları Arasında Asya'da Gerçekleşen Anlaşma Sayıları ve Tutarları.....58

Grafik 3: 2014 Yılında Japonya'da Girişim Sermayesi Yatırımlarının Sektörlere Göre Dağılımı.....59

Grafik 4: 2009-2010 Yıllarında Asya'da Yapılan Girişim Sermayesi Yatırımlarının Yatırım Aşamalarına Göre Dağılımı.....60

Grafik 5: 2009-2010 Yıllarında Asya'da Yapılan Girişim Sermayesi Yatırımlarının Sektörel Dağılımı.....61

Grafik 6: 2014 Yılında Japonya'da Girişim Sermayesi Yatırımlarının Sektörlere Göre Dağılımı.....65

Grafik 7: 2010-2014 Yılları Arasında Latin Amerika'da Girişim Sermayesi Yatırımları 69

Grafik 8: 2012 Yılında Latin Amerika'da Girişim Sermayesi Yatırımlarının Sektörel Dağılımı.....71

Grafik 9: Brezilya'da Girişim Sermayesi Yatırımlarının Toplam Yatırımlar İçerisindeki Payı.....74

Grafik 10: 2003-2010 Yılları Arasındaki Dönemde Türkiye'de ve Avrupa'da Girişim Sermayesi Destekli Firma Sayısı.....79

Grafik 11: Türkiye'de 1996-2010 Yılları Arasındaki Dönemde Yerli ve Yabancı Sermayeli Firma Sayısı.....80

GİRİŞ

Girişim sermayesi kavramı ilk kez 1940'lı yıllarda Amerika'da ortaya çıkmış, daha sonra Avrupa, Asya, Güney Amerika kıtalarına yayılmıştır. Alternatif bir finansman yöntemi olarak gündeme gelen girişim sermayesi, risk sermayesi kavramını da kapsamakta olup; yenilikçi fikirleri olan fakat bu fikri ticarileştirebilmek için gerekli fon kaynağına sahip olmayan girişimcileri finansal, idari ve teknik yönden desteklemeyi amaçlamaktadır. Girişim sermayesi aynı zamanda kuruluş aşamalarını tamamlamış küçük işletmelerin, pazarlama, üretim vb. süreçlerini geliştirmek, ürünlerini ticarileştirmek, büyümek ve genişlemek için ihtiyaç duyduğu fonları temin etmeye yönelik bir sistemdir.

Girişim sermayesi sisteminin işleyebilmesi için yenilikçi fikirleri olan, ya da büyümeyi hedefleyen girişimcilerin, bu girişimcileri destekleyecek, gerekli fonları temin edecek olan girişim sermayesi şirketlerinin, girişim sermayesi şirketlerine tasarruflarıyla kaynak sağlayacak bireysel ve kurumsal yatırımcıların, yatırım yapıldıktan sonra beklenen getirinin elde edilmesiyle yatırımdan çıkış sürecinin gerçekleştirilebilmesi için etkin işleyen menkul kıymetler borsasının varlığına ihtiyaç duyulmaktadır.

Girişim sermayesi yatırımları temelde özkaynak yatırımları olup, uzun vadeli getiri elde etmeyi hedeflemektedir. Dolayısıyla girişim sermayesi şirketleri yatırımlarını gerçekleştirirken kaynaklarını etkin bir şekilde kullanabilmek ve optimal getiriyi sağlayabilmek için kendilerine kaynak talebinde bulunan projeleri belirledikleri kriterler doğrultusunda kapsamlı bir incelemeye tabi tutmakta ve bu inceleme sonucunda yatırım kararı almaktadırlar. Girişim sermayesi şirketleri girişimcilere finansal desteğin yanı sıra idari ve teknik destek de sağlamaktadırlar. Girişim sermayesi şirketleri en yüksek getiriyi elde edeceğini düşündüğü durum ve zamanda çeşitli çıkış stratejileri ile yatırım yaptığı firmanın hisse senetlerini elden çıkararak yatırımı sonlandırmaktadırlar.

Girişim sermayesi sisteminin Türkiye'de gündeme gelişinin 1980'li yılları bulduğu göz önünde bulundurulduğunda, ülkemiz için gelişmekte olan bir sistem olduğunu söylemek mümkündür. Konuyla ilgili yerli literatürdeki çalışmalar

incelendiğinde çalışmalarının büyük bir çoğunluğunun sistemin işleyişi, gelişimi, uygulanabilirliği vb. konular üzerinde yoğunlaştığı, sektörle ilgili verilere erişimin güçlüğü nedeniyle ampirik çalışmaların sayısının çok az olduğu görülmektedir. Bu nedenle çalışmada girişim sermayesi yatırımlarının sonuçlarının incelenmesi açısından girişim sermayesi yatırımı alan firmaların finansal performanslarının değerlendirilmesi amaçlanmıştır.

Analizler sonucunda girişim sermayesi yatırımı alan firmalardan bir kısmının faaliyet gösterdikleri alt sektördeki diğer firmalardan daha iyi performans gösterdiği gözlenmiş; girişim sermayesi yatırımları ile özsermaye ve aktif karlılığı üzerinde pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki saptanmıştır.

Çalışmanın ilk bölümünde girişim sermayesi kavramı, sistemin özellikleri, işleyişi, türleri, beklenen faydaları vb. genel bilgilere yer verilmiş olup kavramsal çerçeve çizilmiştir.

İkinci bölümde kavramın ortaya çıkışı ve dünyadaki gelişimi anlatılmış olup, farklı kıta ve ülke uygulamaları değerlendirilmiş ve sayısal verilerle girişim sermayesi sektörünün genel durumu özetlenmiştir. Dünyadaki gelişiminin yanı sıra Türkiye'de ortaya çıkışı ve gelişimine yer verilmiş olup, Türkiye'deki yasal düzenlemelere, sistemde doğrudan ve dolaylı olarak yer alan kurum ve kuruluşlara, uygulamada karşılaşılan sorunlara değinilmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde girişim sermayesi sisteminin işleyişine yer verilmiş ve sistemin firma performansı üzerine etkileri literatürde incelenen çalışmalar aracılığıyla ele alınmıştır.

Çalışmanın dördüncü ve son bölümünde ise girişim sermayesi yatırımlarının girişim sermayesi yatırımı alan firmalar açısından finansal performans üzerindeki etkisi araştırılmıştır.

1. BÖLÜM GİRİŞİM SERMAYESİNE İLİŞKİN KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Risk sermayesi kavramını da kapsayan girişim sermayesi; yenilikçi fikirleri olan ve bu fikirleri ticarileştirebilmek ya da mevcut işletmelerini büyütmek ve geliştirmek için fon kaynağına ihtiyaç duyan girişimcileri finansal, idari ve teknik yönden desteklemeyi amaçlamayan alternatif bir finansman yöntemidir. Bu bölümde girişim sermayesi sistemi ayrıntılı olarak ele alınacak olup, girişim sermayesi ile ilgili temel kavramlar, girişim sermayesinin özellikleri, gelişimi ve işleyişi, girişim sermayesi türleri, girişim sermayesi modelleri, vb. konulara değinilecektir. İlk olarak girişim sermayesi kavramının ve girişim sermayesi ile risk sermayesi arasındaki farkın açıklanması faydalı olacaktır.

1.1. Girişim Sermayesi ve Risk Sermayesi Kavramları

Literatürde girişim sermayesi ve risk sermayesi kavramlarının birbirleri yerine sıklıkla kullanıldıkları görülmektedir. Girişim sermayesi ve risk sermayesi kavramlarının tanımları arasında kesin bir ayrım olmamakla birlikte bu iki kavram yatırım felsefeleri açısından birbirinden farklılık göstermektedir. "Private equity" teriminin karşılığı olan "girişim sermayesi" iyi bir iş kurma fikrine ve girişimcilik yeteneğine sahip olmakla birlikte, fikrini hayata geçirmek için gerekli sermayeye sahip olmayan girişimcilere, gerekli finansmanı sağlayan bir finansman yöntemi olarak tanımlanmaktır (Sarıaslan, 1992: 2). "Venture capital" teriminin karşılığı olan "risk sermayesi" ise genellikle adından da anlaşılacağı üzere riskin daha yüksek olduğu, yenilikçi fikir ve projelerin desteklendiği erken aşama yatırımlarını ifade etmektedir. Risk sermayesinde büyüme potansiyelini önceden tahminleyerek, geleceğe yatırım yapmak amaçlanırken girişim sermayesi yatırımlarında büyüme potansiyelinden çok, şirketin değeri üzerinde durulmaktadır. Tanımlardan görüleceği üzere iki kavram arasındaki temel fark, yatırımın yapıldığı aşamadan ve dolayısıyla da risk düzeyinden kaynaklanmaktadır.

Risk sermayesi kavramı, Sermaye Piyasası Kurulu mevzuatında; "Türkiye'de kurulmuş veya kurulacak olan, yüksek gelişme potansiyeli taşıyan ve menkul kıymetlerini likiditesi düşük olan girişim şirketlerince birinci el piyasalarda ihraç edilen

sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılarak gerçekleştirilen uzun vadeli kaynak aktarım biçimi" şeklinde tanımlanmaktadır (SPK Mevzuatı, Seri VIII. No:21). Yine SPK tarafından yapılan tanımlamada; teknoloji ağırlıklı sanayileşme stratejisinin benimsendiği başta ABD, İngiltere, Fransa, Japonya, Hollanda ve Almanya gibi ülkelerde özellikle II. Dünya Savaşı'ndan sonra ortaya çıkan bir kavram olarak ve dinamik, yaratıcı ancak finansal gücü yeterli olmayan girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmeye imkan sağlayan bir yatırım finansmanı biçimi olarak tanımlanmıştır (SPK, 2010: 4).

SPK girişim sermayesi kavramını ise "risk sermayesi" kavramını da içine alacak şekilde, fikirlere ve henüz başlangıç aşamasındaki yeni kurulmuş şirketlere yapılan yatırımların yanı sıra satın almaları, yeniden yapılandırmaları ve büyüme stratejisi güden genellikle 3-10 yıllık faaliyet gösteren şirketlere yapılan büyüme ve genişleme yatırımlarını da kapsayan bir finansman modeli olarak tanımlamıştır (SPK, 2010: 4).

ABD Girişim Sermayesi Derneği (National Venture Capital Association - NVCA) risk sermayesini, genç ve hızlı büyüyen firmalara sağlanan fon olarak tanımlarken, girişim sermayesini risk sermayesini de kapsayan sermaye yatırımları olarak tanımlamıştır (http://www.nvca.gov, Erişim: 06.04.2014).

Avrupa Risk Sermayesi Derneği (European Venture Capital Association - EVCA) girişim sermayesi kavramını önemli ekonomik değerler üretme potansiyeline sahip işletmelere sağlanan sermaye olarak, risk sermayesini ise girişim sermayesinin bir türü olarak fikir ya da kuruluş aşamasında olan işletmelere sağlanan fon şeklinde tanımlamıştır (http://www.evca.eu, Erişim: 05.04.2014).

Akkaya ve İçerli (2001) girişim sermayesini, hızlı büyüyen ve yüksek kar vaat eden yatırım projeleri ya da gelişme potansiyeli olan işletmelerle ortaklık kurarak, uzun vadeli finans ve yönetim desteği sağlamaya ve onların, pazar değerini artırmaya yönelik uzun vadeli yatırımlar olarak ifade etmişlerdir (Akkaya ve İçerli, 2001: 63).

Ceylan (2006) girişim sermayesini yeni bir fikri, buluşu ya da teknolojiyi ticarileştirmek amacıyla çok yönlü desteklemek olarak tanımlamış ve finansal desteğin yanı sıra belirtilen diğer yönlerine de vurgu yapmıştır (Ceylan, 2006: 478).

Girişim sermayesi iş fikrine sahip girişimci açısından bir finansman kaynağı iken, gerekli sermayeyi sağlayan yatırımcı açısından da riske katlanarak getiri elde etmek amacıyla yatırım yapmayı ve girişim sermayedarı olmayı ifade etmektedir. Dolayısıyla girişim sermayesi çift yönlü işleyen bir süreç olarak karşımıza çıkmakta, yatırım yapılan firma açısından finansman kaynağı, yatırım yapan firma açısından ise yatırım aracı olma özelliği taşımaktadır.

Girişim sermayedarı sahip olduğu fon fazlasını yüksek getiri elde etmek üzere yenilikçi iş fikirlerine ya da gelişme potansiyeli yüksek işletmelere tahsis etmekle uzun vadeli bir yatırım gerçekleştirmiş olur. Bu çerçevede, girişim sermayesi, fon fazlasına sahip yatırımcıların, gelişme potansiyeli yüksek olan küçük ve orta ölçekli işletmelerin oluşumu, faaliyete geçmesi ve büyümesi için yaptıkları uzun vadeli bir yatırım olarak da ifade edilebilir (SPK, 2010: 3).

Girişim sermayedarları girişimciye yalnızca finansal kaynak sağlamakla kalmayıp, yatırım yaptığı firmaya yönetim, pazarlama, insan kaynakları, strateji vb. gibi konularda da danışmanlık hizmeti verirler (Yatmaz, 2012: 10).

Literatürde yapılan tanımlar incelendiğinde girişim sermayesinin genel olarak aşağıdaki özelliklere sahip olduğu görülmektedir:

- Fikir, kuruluş ve başlangıç aşamasındaki firmalar ile, yeni ve hızlı büyüyen firmaları finanse edilmektedir.
- Girişim sermayesi yatırımları ortaklık tesisi yoluyla gerçekleştirilmektedir.
- Özellikle risk sermayesi yatırımlarında, yatırım yapılan firmanın yeni ürün, hizmet, süreç, teknoloji geliştirilmesine destek olunmaktadır.
- İşletmelere sağlanan finansal desteğin yanı sıra teknik ve yönetsel destek de sağlanarak işletmenin rekabet gücünün arttırılmasına çalışılmaktadır.

- Yatırımlarda yüksek getiri beklentisine karşılık yüksek risk üstlenme söz konusudur.
- Genellikle uzun vadeli yatırımlardır.

1.2. Girişim Sermayesi ile ilgili Temel Kavramlar

Girişim sermayesi finansman modeli bir süreç olarak ele alındığında bu sürecin içerisinde risk, yenilik, girişimci, girişim sermayedarı, girişim sermayesi kuruluşları, girişim sermayesi fonu vb. çeşitli kavramlar ön plana çıkmaktadır. Bu kavramların tek tek açıklanması girişimi sermayesi modelinin daha iyi anlaşılması açısından faydalı olacaktır.

1.2.1. Risk

Genel olarak risk gelecekte gerçekleşmesi beklenen durum ile gerçekleşen durumun birbirinden farklı olması ihtimali olup, belirsizliğin ölçümü olarak ifade edilmektedir. Girişim sermayesi finansman modelinde ise girişimcinin yenilikçi iş fikrinin hayata geçirilmesinden, ürün pazara sunuluncaya kadar yaratacağı maliyetleri ve pazar potansiyelini tam olarak kestirememesinden kaynaklanan belirsizliği ifade etmektedir.

Risk yalnızca başlangıç aşamasındaki girişimlerde değil, her aşama için farklı düzeylerde olmakla birlikte, tüm aşamalarda söz konusudur. Söz konusu riski tek başına üstlenmek istemeyen girişimci, girişim sermayesi finansmanından yararlanmaktadır. Böylelikle girişim sermayedarı hayata geçirilecek iş fikrine ya da büyüme potansiyeli olan işletmeye ortak olarak girişimcinin riskine de ortak olmaktadır. Başlangıç aşamasındaki yatırımlarda iş fikrinin başarılı olup olmayacağı konusundaki belirsizliğin yüksek olması nedeniyle bu aşamadaki yatırımlarda risk yüksek iken, büyüme ve gelişme aşamalarında yapılan yatırımlarda yatırımcının üstlendiği risk daha düşük düzeylerdedir.

1.2.2. Yenilik

Özellikle risk sermayesi yatırımlarında ön plana çıkan yenilik boyutu, yeni bir ürünün, hizmetin, sürecin, üretim tekniğinin, pazarlama stratejisinin, örgütsel yönetimin uygulanmasını ifade etmektedir. Tanımdan da anlaşılacağı üzere yenilik boyutu yalnızca yeni bir ürün ya da proje geliştirilmesi, Ar-Ge faaliyetleri vb. faaliyetlerle sınırlı kalmayıp, organizasyonun çeşitli süreçlerinde yer alabilen bir kavramdır (Elçi ve Karataylı, 2008: 5). Özellikle risk sermayesi yatırımlarında yatırım yapılan iş fikrinin yenilik boyutunu içermesi esastır.

Higgins (1996) yenilik kavramını, "bir kişi, grup, organizasyon, endüstri ve toplum için önemli etkiye sahip örgütsel süreçlerin yaratılması veya yeni ürünlerin/ hizmetlerin üretilmesi veya mevcut ürünlerin/hizmetlerin geliştirilmesi süreci" şeklinde tanımlamıştır. Tanımdan hareketle işletmeler için örgütsel yeniliğin 4 türünden bahsetmiştir (Higgins, 1996: 371):

- Üründe Yenilik: Yeni ürün ve hizmetlerin geliştirilmesi, mevcut ürün ve hizmetlerin iyileştirilmesini ifade etmektedir.

- Süreçlerde Yenilik: İşletme içerisindeki üretim, insan kaynakları, finans vb. süreçlerin iyileştirilmesi ve geliştirilmesine odaklanmaktadır.

- Pazarlamada Yenilik: Ürün, fiyat, dağıtım, tutundurma vb. pazarlama fonksiyonlarıyla ilgili yenilikleri kapsamaktadır. Yeni ürün geliştirme ve mevcut ürünlerin iyileştirilmesi pazarlamada yenilik kapsamına girmektedir.

- Yönetimde Yenilik: Örgütün yönetim biçiminin geliştirilmesini, yönetim biçimdeki yenilikleri ifade etmektedir. Değişim mühendisliği (reengineering), kıyaslama (benchmarking), toplam kalite yönetimi (total quality management) vb. yaklaşımlar örgütsel yenilik kapsamında ele alınmaktadır.

Ceylan (2002) de yeniliği 5 farklı boyutuyla ele almıştır (Ceylan, 2002: 153-154):

- Üretim Yöntemlerinde Yenilik: Üretim yöntemlerinde yenilik yapılarak, mevcut ürünleri, mevcut kaynaklarla fakat yeni yöntemlerle üretmeyi ifade etmektedir.

- Ürünlerde Yenilik: Mevcut hammadde, malzeme ve yöntemleri kullanarak, tamamen yeni ürünler üretmeyi veya mevcut ürünleri geliştirmeyi ifade etmektedir.

- Kaynaklarda Yenilik: Üretim yöntemini değiştirmeden yeni hammadde kaynak ve türlerini bulmayı veya mevcut hammaddeleri geliştirmeyi ifade etmektedir.

- Organizasyonda Yenilik: Üretimde yeni kontrol, organizasyon ve yönetim araçları geliştirmeyi ifade etmektedir.

- Pazarlamada Yenilik: Mevcut ürünler için yeni pazarlar bulmayı, bu pazarlara nüfuz etmeyi veya ürünler için mevcut pazarlarda yeni kullanım olanakları oluşturmayı ifade etmektedir.

1.2.3. Girişimci

Kökeni Fransızca'ya dayanan "entrepreneur" kelimesinin karşılığı olan "girişimci" kavramı Türk Dil Kurumu Sözlüğünde (TDK), "üretim için bir işe girişen, kalkışan kimse, müteşebbis" ve "ticaret, endüstri vb. alanlarda sermaye koyarak girişimde bulunan kimse" olarak tanımlanmıştır (http://tdk.gov.tr/).

Girişimci kavramı, literatürde farklı yazarlar tarafından farklı tanımlanmış olsa da bu tanımların genel olarak risk üstlenme, sermaye tedarik etme, üretim faktörlerini bir araya getirme, değer yaratma, belirsizlik altında büyüme ve kar elde etme vb. unsurlar üzerinde odaklandığı görülmektedir.

Zimmerer ve Norman (1998), girişimciyi; potansiyel risklere rağmen, fırsatları değerlendirerek, belirsizlik altında büyüme ve kar elde etme amacıyla, ekonomik değer yaratabilmek için gerekli kaynakları bir araya getirerek, yeni iş ya da işletme oluşturan kişi olarak tanımlamıştır.

Hisrich ve Peters (2001)'a göre girişimci; "emek, hammadde ve diğer varlıkları daha büyük değer ya da imkan yaratacak şekilde bir araya getiren kişi" dir.

Bygrave ve Hofer (1991) girişimciyi; pazardaki fırsatları algılayan ve işletmesini fırsatları sürdürmeye yönelik olarak şekillendiren kişi olarak tanımlamışlardır.

Muzyka ve vd. (1995) Bygrave ve Hofer'ın tanımına benzer şekilde; fırsatları algılayan ve fırsatları ekonomik değere dönüştürebilen kişileri girişimci olarak ifade etmişlerdir.

TUSİAD ise girişimciyi, "bilinenleri en iyi şekilde yapan ve becerilerine aklını da katan, olağan ve olağan dışı şartlarda işgücü ve sermaye kaynaklarını verimli bir şekilde kullanacak önlemleri düşünen, analiz eden, planlayan, yürürlüğe koyan, uygulayan ve sonuçlarını denetleyebilen kişi" olarak tanımlamaktadır (Kurt vd.,2006: 101).

Yenilikçi bir iş fikrini hayata geçirmek üzere kaynak sağlayan ve risk üstlenen girişimcinin bir takım özelliklere sahip olması beklenmektedir. Literatürde bu özelliklere ilişkin genel kabul görmüş bir liste oluşturulamasa da yazarların genel olarak üzerinde durdukları özellikler aşağıdaki gibi özetlenebilmektedir (Bozkurt ve Alparslan, 2013: 10):

- Yenilikçilik
- Risk alma
- Fırsatlara odaklanma
- Proaktiflik
- Yaratıcılık
- Kendine güven
- Başarma güdüsü

- İletişim becerisi
- Duygusal zeka

1.2.4. Girişim Sermayedarı

Girişim sermayedarı finansman modelinin en önemli aktörlerinden biri olup, girişimcinin iş fikrini destekleyen ve gerekli kaynağı sağlayan taraf rolünü üstlenmektedir. Girişim sermayedarı fon fazlası bulunan ve bu fon fazlasını uzun vadeli, yüksek risk ve getirili yatırımlarda değerlendirmeyi hedefleyen yatırımcıyı ifade etmektedir.

1.2.5. Girişim Sermayesi Fonu

Girişim sermayesi fonu sermayedarın, girişimcilerin kaynak ihtiyacını sağlamak üzere kullanımlarına sunduğu fonu ifade etmektedir. Bu fonlar yatırım ortaklıkları, limited ortaklılar, devlet fonları, özel sektör iştirakleri vb. biçimlerde kurulabilmektedir (Yatmaz, 2012: 14). Sözkonusu fonlar genellikle girişim sermayesi şirketleri tarafından yönetilen, çeşitli finansal araçlar vasıtasıyla farklı kaynaklardan toplanan sermayeden oluşan fonlardır.

Girişim sermayesi fonu, yönetici ortak tarafından ve taahhüt edilen iş planına uygun olarak yönetilmektedir. Fonun yönetici ortağı, fonun nakit akışına göre tüm yatırımcı ortakların taahhüt hisseleri oranında ihtiyaç oldukça kaynak talep edebilmektedir. Fonu, yatırımcı olduğu firmalarda yönetici ortak temsil etmektedir (Girişim Sermayesi: Türkiye için Çıkarımlar ve Öneriler, 2012: 7).

Girişim sermayesi fonunun kaynaklarını aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Ertürk ve Sayılgan, 2014: 295):

- Bireysel yatırımcılar: Sahip oldukları fonları yüksek riskli ve yüksek getirili yatırımlarda değerlendirmek isteyen bireylerden oluşmaktadır.

- Emeklilik fonları: Bu kurumlar tasarrufçulardan topladıkları primleri uzun vadeli yatırımlarda değerlendirmeyi hedeflediklerinden girişim sermayesi fonuna da kaynak yaratmaktadırlar.

- Bankalar: Bankalar uzun vadeli kredi kullandırmalarına karşılık, kaynaklarının bir kısmını da uzun vadeli yatırımlara yönlendirmektedirler.

- Sigorta şirketleri: Sigorta şirketleri de emeklilik fonları gibi, bünyesinde toplanan fonların bir kısmını uzun vadeli yatırımlarda değerlendirmektedirler.

- Kamu kuruluşları: Bazı kamu kuruluşları teknolojik gelişmeyi desteklemek amacıyla fonlarının bir kısmını girişim sermayesi şirketlerine yönlendirmektedirler.

- Üniversiteler: Üniversiteler özellikle teknoloji odaklı projelere finansal, teknik ve yönetsel destek veren kurumlar olduklarından, fonlarının bir kısmını girişim sermayesi şirketlerinde değerlendirebilmektedirler.

- Vakıflar: Vakıflar da fonlarının bir kısmını yüksek getirili yatırımlarda değerlendirmek amacıyla, girişim sermayesi şirketlerine yönlendirebilmektedirler.

1.2.6. Girişim Sermayesi Şirketleri

Girişim sermayesi şirketleri fon fazlası bulunan yatırımcılarla fon ihtiyacı bulunan küçük işletmeler arasında aracılık görevini üstelenen şirketlerdir (OECD, 1996: 5). Bu şirketler çeşitli kaynaklardan topladıkları ya da sahip oldukları fonları girişimcilerin yenilikçi iş fikirlerine aktarmakta ve büyüme potansiyeli bulunan küçük işletmelere özkaynak yoluyla finansman sağlamaktadırlar. Bu şirketler girişimcilerin iş fikirlerini değerlendirme, yatırımcılardan fon taleplerini toplama, girişim projelerini

değerlendirme, yatırım yapılacak projeye karar verme, yatırımı gerçekleştirme, yatırımı izleme ve son olarak yatırımdan çıkış süreçlerini gerçekleştirmektedirler.

Girişim sermayesi şirketleri yatırım yaptıkları şirketlere sağladıkları finansal desteğin yanı sıra aşağıda özetlenen hizmetleri de sunmaktadırlar (Yatmaz, 2012: 29):

- İşletmenin stratejisini belirlemek ve bu doğrultuda mali yapıyı planlamak,
- Bütçe sistemi geliştirmek, maliyet kontrolünü yapmak ve sürekli izlemek,
- Pazar ile ilgili problemlere çözüm üretmek,
- İhtiyaç duyulan kalifiye personelin temin edilmesine yardımcı olmak vb.

1.2.6.1. Girişim Sermayesi Şirket Türleri

Girişim sermayesi finansman modelinde girişimci şirketlere finansman desteği yatırım konusunda uzman girişim sermayesi şirketleri tarafından sağlanmaktadır. Girişim sermayesi şirket türleri ülkeler arasında farklılık gösterse de aşağıdaki başlıklarda uygulamada sıklıkla karşılaşılan türler hakkında bilgiler verilmiştir.

1.2.6.1.1. Özel Girişim Sermayesi Şirketleri

Özel girişim sermayesi şirketleri farklı ülke uygulamalarında sıklıkla karşılaşılan ve girişim sermayesi finansman modelinin en büyük kaynağını oluşturan kurumsallaşmış şirket türüdür. Bu şirketler daha önceki bölümlerde de bahsedildiği üzere tasarruflarını uzun vadeli ve yüksek getirili yatırımlarda değerlendirmek isteyen bireysel yatırımcılar, emeklilik fonları, sigorta şirketleri, diğer finansal kuruluşlar ve yabancı yatırımcıların oluşturduğu fonlarla kurulmaktadırlar.

Özel risk sermayesi şirketlerinin ilk örnekleri 1940'lı yıllarda Amerika'da Rockfeller gibi aileler tarafından kurulmuştur. Sektördeki en deneyimli ve bilimsel yatırımlar 1940 ve 1950'li yıllarda bu şirketler tarafından gerçekleştirilmiştir (Zaimoğlu, 2001: 38).

1.2.6.1.2. Büyük Şirketlere Ait Girişim Sermayesi Şirketleri

Girişim sermayesi şirketleri bazı durumlarda büyük şirketlerin alt şirketleri olarak kurulabilmektedirler. Bu şirketler kurumsal girişim sermayesi modelinde, büyük ve kurumsal firmaların finansal amaçlarının yanı sıra inovasyon, yeni fikir ve teknolojiye yönelik stratejik hedeflerine yönelik olarak girişim sermayesi yatırımlarını desteklemek üzere kurdukları şirketlerdir.

1.2.6.1.3. Finansal Kurumlara Ait Girişim Sermayesi Şirketleri

Sigorta şirketleri, ticari bankalar vb. bazı finansal kurumlar hukuki yapıları nedeniyle doğrudan girişim sermayesi yatırımlarını destekleyemediklerinden kendi girişim sermayesi şirketlerini kurabilmektedirler. Vakıfbank tarafından 1996 yılında Türkiye'nin ilk girişim sermayesi yatırım ortaklığı olarak kurulmuş olan, Vakıf Risk (RHEA Girişim) Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve İş Bankası tarafından kurulmuş olan İş Girişim (Risk) Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. bu şirketlerin ülkemizdeki örneklerindedir.

1.2.6.1.4. Kamu Girişim Sermayesi Şirketleri

Bazı kamu kuruluşları fonlarının bir kısmını girişim sermayesi fonlarına aktararak dolaylı yoldan girişim sermayesi yatırımlarını desteklese de bazı kurumlar doğrudan yatırım yapabilmek için girişim sermayesi şirketleri kurmaktadırlar. Bu tür şirketlerin finansmanı, kontrol ve denetimi kamu kurumu tarafından sağlanmaktadır.

1.2.6.2. Girişim Sermayesi Şirketlerinin Çalışma Yöntemleri

Girişim sermayesi şirketleri her yıl farklı sektörlerde farklı yatırım aşamalarında çok sayıda yatırım önerisi almaktadırlar. Fakat bu projelerin yalnızca %2-%3'üne finansman desteği sağlamaktadırlar. Çeşitli kriterlere göre değerlendirilen proje tekliflerinin birçoğu kabul görmezken, bazıları da diğer girişim sermayesi şirketleri, yatırım bankaları, danışmanlık kuruluşları vb. diğer finans kuruluşları tarafından değerlendirilmektedir. Proje tekliflerinin incelenmesi ve yatırım kararının verilmesi birkaç ay ile bir yıl ve daha fazla sürebilmektedir. Girişim sermayesi şirketlerinin çok büyük çabalar sarf ettiği bu aşamanın çok iyi planlanması gerekmektedir. Şirketlerin bu

aşamada öncelikle yatırım stratejilerini ve faaliyet alanlarını aşağıdaki aşamaları izleyerek belirlemeleri gerekmektedir (Zaimoğlu, 2001: 86-87):

i. İş Kolu Seçimi (Business Sector)

Girişim sermayesi şirketi yatırım projelerini değerlendirme sürecinde ilk olarak yatırım yapacağı sektörleri belirlemelidir. Girişim sermayesi şirketleri belirli sektörlerde uzmanlaşarak bu sektörlere yoğunlaşmayı ya da sektör kısıtlaması olmaksızın tüm sektörlerde faaliyet göstermeyi tercih edebilmektedirler.

ii. Yatırım Hacminin Belirlenmesi (Investment Size)

Girişim sermayesi şirketleri yatırım yapacakları sektörleri belirledikten sonra yatırımlara ayıracağı kaynak tutarını belirlemelidir. Yatırım hacmi şirketin kaynaklarının büyüklüğüne, yatırımlardan sağlanan verimin derecesine ve yatırım yapılan sektör türüne göre belirlenmektedir.

iii. Yatırım Stratejisinin Belirlenmesi (Investment Strategy)

Girişim sermayesi şirketi yatırım alanını ve yatırım hacmini belirledikten sonra yatırım stratejisini belirlemelidir. Bu aşamada yatırım riskleri, yatırımlardan beklenen kazançlar, yatırım yapılacak aşama, çıkış stratejisi vb. belirlenmekte ve şirket için yatırım stratejisi oluşturulmaktadır.

1.2.7. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

Girişim sermayesi yatırımlarının gerçekleştirilmesinde kullanılan araçlardan biri olan GYSO'lar kayıtlı sermayeli olarak kurulan ve çıkarılmış sermayelerini esas olarak girişim sermayesi yatırımlarına yönelten ortaklıklardır. Ortaklıklar girişim sermayesi yatırım ortaklığı olarak kurulabileceği gibi, anonim ortaklıklar esas sözleşmelerini Kanun ve Tebliğ hükümlerine uygun olarak değiştirerek girişim sermayesi yatırım ortaklığına dönüşebilmektedirler (Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği III-48.3, M.5/1).

Bir GSYO aynı zamanda bir kurumsal yatırımcı ve bir sermaye piyasası kurumudur. Dolayısıyla GSYO'lar faaliyetlerinde sermaye piyasası mevzuatına tabidirler. GYSO'lar ortaklık aktif toplamının en az %51'i oranında girişim sermayesi yatırımlarına yatırım yapmak zorundadırlar. Portföyündeki girişim sermayesi yatırımlarından kar elde eden GYSO'lar yılsonunda bu karı ortaklarına temettü olarak dağıtabilmekte ve böylece girişim sermayesi gelirini payları oranlarında ortaklarına aktarabilmektedirler (SPK, 2010: 5).

1.3. Girişim Sermayesinin Tarihsel Gelişimi

Girişim sermayesinin ilk örnekleri risk sermayesi yatırımları ile ortaya çıkmıştır. Bu konudaki ilk adımlar II. Dünya Savaşında Laurence Rockfeller'in, aynı cephede birlikte savaştığı asker arkadaşlarına, savaştan sağ dönmeleri halinde iş kurmak için yardım vaadinde bulunmasıyla atılmıştır. Rockfeller söz verdiği gibi savaştan sonra iş kurmak isteyen arkadaşlarına finansal destekte bulunmuştur. Sağlamış olduğu bu finansman desteğini bir borç ya da kredi olarak değerlendirmemiş, arkadaşlarının girişimlerinden hisse alarak bu girişimlere ortak olmuştur. İşte Rockfeller'in yapmış olduğu bu girişim, modern anlamda ilk risk sermayesi uygulaması olarak değerlendirilmektedir (Ark, 2002: 4).

Girişim sermayesi finansman modelinin ilk kurumsallaşmış örneği ise 1946'da ABD'de Karl Compton, Merrill Griswold, Ralph Flanders, ve General Georges F. Doriot tarafından kurulmuş olan Amerika Araştırma ve Geliştirme Kurumu (American Research and Development Corporation of Boston - ARDC) ve J.H. Whitney and Company adlı risk sermayesi şirketleridir (Kaya, 2001: 10). ARDC firması II. Dünya savaşı sırasında ortaya çıkan teknolojilerin ticarileşmesi için gerekli finansman desteğini sağlamak ve yatırım yaptığı işletmelere değer katmak amacıyla kurulmuştur (Gompers, 1994: 5-6). ARDC'nin 1957 yılında 70 bin dolarlık yatırımla kurmuş olduğu Digital Equipment Corporation (DEC) adlı bilişim markasının piyasa değeri 15 yıl içinde 3,5 milyar dolara ulaşmış, ardından, 1998 yılında yine risk sermayesi ile kurulmuş olan Compaq adlı şirkete 10 milyar dolara satılmıştır (Akkaya ve İçerli, 2001: 62). İlerleyen

dönemlerde ARDC firmasından ayrılan çalışanların birçoğu kendi girişim sermayesi fonlarını kurup yönetmeye başlamışlardır.

Profesyonel anlamda yönetilen girişim sermayesi fonlarının ortaya çıkması ve gelişmesi ise ABD'de 1953'te kurulan Küçük İşletmeler İdaresi (Small Business Administration – SBA) ve 1958 yılında yasalaşan "Small Business Investment Act"' sayesinde olmuştur. Bu yasa ile risk sermayesi şirketlerine özel bir statü verilmiş ve bu sayede oluşan yatırımcı yapılar (small business investment companies – SBICs) ile farklı sektörlerdeki yeni girişimlere kurumsal finansman sağlanmıştır. Bu gelişmelerin yanı sıra 1971 yılında Amerika'da Gelişmekte Olan Şirketler Borsası'nın (NASDAQ) kurulması ile küçük işletmelerin hisse senetlerinin alım-satımı için uygun bir zemin oluşturulmuş ve bu işletmelerin finansman ihtiyacına yönelik işlemler bir kurum çatısı altında toplanarak, sistemin daha düzenli işlemesi sağlanmıştır (Kuğu, 2004: 144).

Ekonomide zaman zaman yaşanan krizlere rağmen SBA ve SBIC'ler ekonomiye çok sayıda girişimci kazandırılmasında büyük katkılar sağlamıştır. SBIC'ler belirli bir gelişim noktasından sonra 1980'li yıllarda yasadan bağımsız özel risk sermayesi şirketlerine dönüşmüşler ve bu dönüşümle birlikte risk sermayesi kurumlarının bugünkü hukuki yapısı ortaya çıkmıştır. Bu aşamayı risk sermayesi şirketlerinin anonim şirketlere dönüşmesi ve zamanla halka açılmaları aşamaları izlemiştir. Aynı yıllarda Avrupa Birliği bünyesinde de üye ülkelerdeki girişim sermayesi şirketleri arasında koordinasyonun sağlanması için çalışmalar yürütülmüş ve 1983 yılında Brüksel'de Avrupa Risk Sermayesi Birliği (European Venture Capital Association – EVCA) kurulmuştur (Uludağ, 1996: 2).

Tüm bu düzenlenmelerle birlikte, yaşanan teknolojik gelişmeler ve ülkeler arası teknolojik rekabet, yeni ürünlerin ortaya çıkışı, alışılmış mal ve hizmet üreten işletmelere yapılan yatırımların çekiciliğini kaybetmesi, artan vergi teşvikleri ve sermaye piyasalarının gelişerek derinlik kazanması girişim sermayesine olan talebi hızla arttırmış ve modelin 1980'li yıllarda hızla yayılmasına ve uluslararası bir boyut kazanmasına sebep olmuştur.

Girişim sermayesinin ABD'de ortaya çıkması ve hızla gelişmesinde, ülkede çok sayıda teknik ve maddi deneyime sahip girişimcinin bulunması etkili olmuştur. Girişim sermayesi modelinin ve kurulan şirketlerinin ABD'deki başarısı başta Japonya, İsrail ve İngiltere olmak üzere diğer ülkelerde de modelin gelişmesine ve bu tür şirketlerin kurulmasına öncülük etmiştir. Girişim sermayesi modelinin İngiltere'deki ilk adımları 1945 yılında Bank of England'ın 3i adlı kurumu kurmasıyla atılmışsa da, bu kurumun gerçek bir risk sermayesi kuruluşu haline gelmesi 1980'li yılları bulmuştur. ABD'deki gelişmeleri yakından takip eden Japonya da 1963 yılından itibaren risk sermayesi sistemini uyarlamaya başlamıştır. ABD'de kurulmuş olan girişim sermayesi şirketleri, girişim sermayesi modelini uygulamaya başlayan ülkelerde kendi temsilciliklerini oluşturmak ya da yerli bir ortakla yeni bir şirket kurmak suretiyle bu ülkelerde faaliyet göstermeye başlamıştır. Daha sonra bu ülkelerde kurulan girişim sermayesi şirketleri ve yatırım bankaları da ABD'de girişim sermayesi yatırımlarına yönelmiş ve karşılıklı bir faaliyet alanı oluşturulmuştur(Alkan vd., 1995: 31; Çonkar, 2007: 109).

Amerika ve Avrupa'daki girişim sermayesi sistemleri bazı yönleriyle birbirlerinden farklılık göstermektedir. ABD'deki risk sermayesi büyük oranda başlangıç aşaması yatırımlarına ve teknoloji yoğunluklu yatırımlara odaklanırken, Avrupa'daki risk sermayesi daha ileri aşamalardaki yatırımlara ve daha kapsamlı olarak yoğunlaşmaktadır (Brouwer ve Hendrix, 1996: 345-347).

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde ise modelin ortaya çıkışı ve gelişimi 1980'li yılları bulmuştur. Türkiye'de geleneksel finansman modelinin baş aktörü olan bankaların yüksek faiz oranı uygulamaları nedeniyle uzun vadeli yatırımlar için finansman sağlamak olanaksız hale gelince, alternatif bir finansman yöntemi olarak girişim sermayesi finansman modeline ilgi duyulmaya başlanmıştır. Girişim sermayesi, dış kaynak yoluyla finansmanın aksine faiz yükü ve anapara geri ödeme zorunluluğu gerektirmediği için zaman içerisinde daha fazla tercih edilir hale gelmiştir (Akkaya, İçerli, 2001: 62-63).

Günümüzde birçok ülkede ve sektörde alternatif bir finansman yöntemi olarak yararlanılan girişim sermayesinin finansman modelinin çok sayıda başarılı örneğini

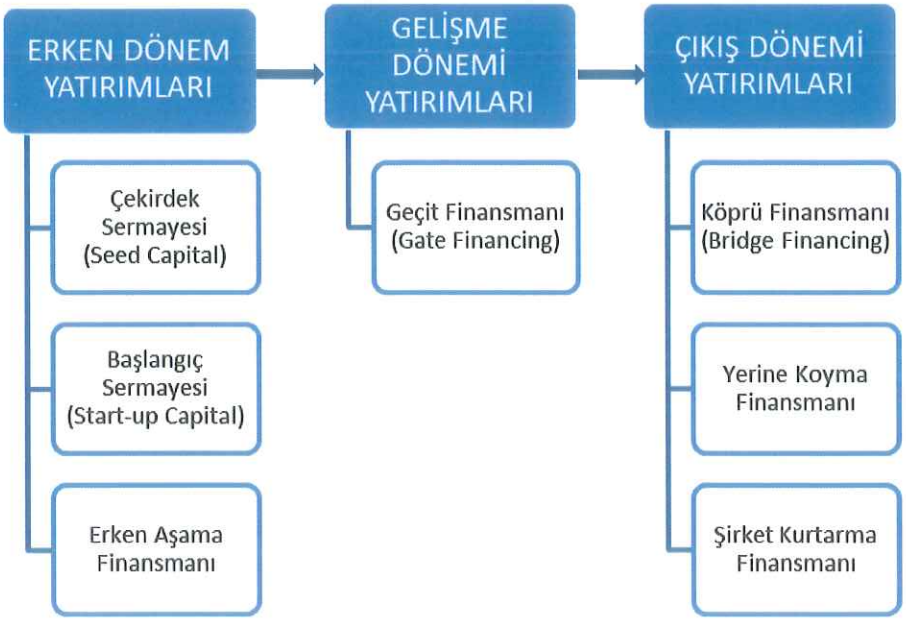
görmek mümkündür. Bilişim sektörünün liderlerinden Google ve Yahoo, ilk kahve ve perakende kahve markası Starbucks, Macintosh Computer Inc. gibi dev işletmeler girişim sermayesi desteği ile kurulmuşlardır. Türkiye'de ise girişim sermayesi yöntemiyle faaliyet gösteren firmalar arasında BİM gıda işletmeciliği, AFM sinemaları, Kariyer.net ve Biletix sayılabilir (İştar, 2013: 189).

NVCA verilerine göre 2014 yılında Amerika'da 4.378 anlaşma ile $49,5 milyar girişim sermayesi yatırımı yapılmıştır. Bu yatırımların $744 milyonu çekirdek aşama, $16 milyarı erken aşama, $21 milyarı genişleme aşaması ve $12 milyarı da geç aşana girişim sermayesi yatırımı olarak gerçekleşmiştir (NVCA Yearbook, 2015).

1.4. Girişim Sermayesi Türleri

Girişim sermayesi yalnızca iş fikirlerini desteklemek üzere kullanılan bir finansman modeli olmayıp, yenilikçi iş fikirlerinin finansmanının yanı sıra işletmelerin kuruluş, büyüme, gelişme vb. aşamalarında da yararlanılan alternatif bir finansman yöntemidir. Girişim sermayesi şirketleri portföylerinin riskini azaltmak amacıyla yatırımlarını işletmelerin gelişim aşamasına göre sektörel bazda dağıtarak farklılaştırılmış portföy oluşturmaktadırlar. Girişim sermayesi yatırımın yapıldığı aşamaya göre 3 kısımda incelenebilir (Yatmaz, 2012: 16):

- Erken dönem yatırımları
- Gelişme dönemi yatırımları
- Çıkış dönemi yatırımları



Şekil 1: Girişim Sermayesi Türleri

1.4.1. Erken Dönem Yatırımları

Yeni iş fikrinin bulunmasından, işletmenin kuruluş sürecine kadar olan dönemi kapsayan yatırımlar bu grupta yer almaktadır.

1.4.1.1. Çekirdek Sermayesi Yatırımları (Seed Capital)

Bu dönemde gerçekleştirilen ve risk düzeyi en yüksek olan çekirdek sermayesi (seed capital) yatırımları henüz fikir aşamasında olan projelerin finansmanında kullanılmaktadır. Girişimci bir ürün ya da hizmet fikri geliştirmiş, ancak bu fikir teknik ya da ticari olarak bir biçim almamıştır (Zaimoğlu, 2001: 69). Dolayısıyla bu aşamada işletme henüz kurulmamış olup, proje araştırma geliştirme aşamasındadır. Amaç yeni bir ürün ya da hizmetin geliştirilmesidir.

Bu aşamada girişim sermayesi şirketlerinden temin edilen fonlar, yatırımcıya iş fikrinin uygulanabilirliğini gösterebilmek için küçük bir model geliştirilmesi amacıyla kullanılmaktadır. Projenin fikir aşamasında oluşu nedeniyle uygulanabilirliği ve başarısı hakkındaki belirsizlik ve dolayısıyla risk düzeyi oldukça yüksektir. Ayrıca proje henüz fikir aşamasında olduğundan girişimciler finansal destek bulmada çok

zorlanmaktadırlar. Birçok girişimci fikir aşamasındaki projeleri için gerekli ve yeterli finansal desteği sağlayamadığından, bu girişimcilerin iş fikirleri de ticarileşemeden yok olmaktadır.

1.4.1.2. Başlangıç Yatırımları (Start-up Capital)

Erken dönem yatırımlarından bir diğeri de başlangıç sermayesi (start-up capital) yatırımlarıdır. Bu yatırımlar en sık yararlanılan yatırımlar olup girişim sermayesinin en temel finansman türüdür. Bu aşamada girişimci araştırma faaliyetlerini tamamlamış olup geliştirme faaliyetlerinin finansmanı için fona ihtiyaç duymaktadır. İşletme kuruluş aşamasında ya da yeni kurulmuş fakat ürününü ticarileştirememiştir. Dolayısıyla girişimci finansman desteğinin yanı sıra işletmenin kurulması veya ürünün ticarileştirilmesi için yönetim, pazarlama vb. deneyime de ihtiyaç duymaktadır. Başlangıç sermayesi yatırımları 6-8 yıl sürmektedir (Tuncel, 2000: 54). Bu aşamadaki işletmelere yapılan yatırımların tutarlarının yüksek olması ve yatırımın başarısı hakkındaki belirsizlik nedeniyle, yatırımcının beklediği getiri düzeyi de yüksektir.

Girişim sermayesi şirketleri başlangıç aşaması yatırımlarında girişimcinin gereksinim duyduğu fonların %90 ve daha fazlasını karşılamaktadır. Yatırım tutarlarının büyük olması nedeniyle girişim sermayesi şirketleri bu aşamadaki finansman taleplerinde, girişimcinin planını dikkatle incelemelidir. Özellikle yeni bir ürün, teknoloji ya da pazar söz konusu olduğunda, pazarın büyüklüğü, şirketin büyüme potansiyeli, pazardan alınması beklenen pay vb. konular detaylı bir şekilde araştırılmalıdır (Zaimoğlu, 2001: 71).

Başlangıç aşaması yatırımları sabit yatırımlar gerektirdiği için yüksek tutarlarda gerçekleştirilmektedir. Bu nedenle de bu yatırımlar yüksek risk içermekte, beraberinde yüksek getiri beklentisi yaratmaktadır. Bu yönüyle de girişim sermayedarlarının en çok ilgilendiği yatırımlardandır.

1.4.1.3. Erken Aşama Yatırımları (Early-Stage Financing)

Birinci aşama yatırımları olarak da adlandırılan erken aşama (early-stage financing) yatırımları işletmenin kuruluş aşamasını tamamlamış ve üretimin başlamış

olduğu dönemde yapılan yatırımları kapsamaktadır. Genel olarak 4-6 yıl süren bu yatırım aşamasında çok değişken bir risk yapısı söz konusudur (Tuncel, 2000: 55). Bu aşamada işletme ürünün pazarlanması, marka imajı yaratılması pazarda tutunması ve pazar payı oluşturulması için fona ihtiyaç duymaktadır. Ayrıca işletme bu dönemde yeterli satış hasılatına ulaşamamış olması nedeniyle negatif nakit akımları yaratabilmekte ve bu nedenle de fona ihtiyaç duyabilmektedir (Yatmaz, 2012: 19). Bu tür yatırımlarda satış hasılatının yetersiz olması nedeniyle risk düzeyi çekirdek sermayesi yatırımları kadar olmasa da yüksektir.

1.4.2. Gelişme Dönemi Yatırımları

Bu aşamada işletmenin kuruluşu tamamlanmış, üretim başlamış, pazarlama sorunları da büyük ölçüde giderilmiştir. İşletme bu aşamada pazar payını büyütmek, tam kapasite üretim yapmak ve karlılığını arttırmak gibi hedeflerini gerçekleştirmek için fona ihtiyaç duymaktadır. Bu yatırımlar erken aşama devresinden sonra gelen ikinci aşama finansmanı kapsamaktadır. Bu tür yatırımlar genellikle kısa süreli yatırımlar olduğu için geçit finansmanı (gate financing) olarak adlandırılmaktadır. Gelişme dönemi yatırımlarında, işletme üretime başladığı için erken dönem yatırımlarına göre daha az risk ve getiri söz konusudur (Metrik and Yasuda, 2011: 15).

1.4.3. Çıkış Dönemi Yatırımları

Girişim sermayesi yatırımlarında son aşama çıkış dönemi yatırımlarıdır. Girişim sermayesi şirketi girişimin beklenen değere ulaştığı ve uygun koşulların oluştuğu zamanda yatırımı sonlandırarak yatırım yapmış olduğu işletmenin hisse senetlerini satarak elden çıkarmaktadır.

1.4.3.1. Köprü Finansmanı (Bridge Financing)

Köprü finansmanı (bridge financing) 6 ay ile 1 yıl içerisinde halka açılmayı planlayan işletmelere sağlanan finansman türüdür. İşletmenin halka açılana kadar faaliyetlerine devam edebilmesi için ihtiyaç duyduğu finansmanın sağlanmasında kullanılmaktadır (İpekten, 2006: 395). Bu aşamadaki işletmeler çok hızlı büyüme ve

genişleme potansiyeline sahiptirler. Ayrıca risk faktörü de önemli derecede elimine edilmiştir. Bu işletmeler kısa zamanda halka açılmayı hedeflediğinden, bu aşamada yapılan yatırımların nakde dönüşümü diğer yatırımlara kıyasla daha kısa sürede gerçekleşmektedir.

1.4.3.2. Ara Finansman (Mezzanine Financing)

Ara finansman (mezzanine financing) ise bir köprü finansman biçimi olup, genellikle firmanın başka bir şirkete devir veya satışı, halka arzına kadar süren, vadesi 2 yıldan az süren son aşama finansmanı olarak adlandırılabilir (Uludağ, 1996: 26). Bu tür yatırımlar genellikle yüksek faizli tahviller ya da imtiyazlı pay senetleri aracılığıyla yapılmakta bu özelliği nedeniyle de hem özkaynak hem de borç özelliği taşımaktadır (Metrick and Yasuda, 2011: 7).

1.4.3.3. Şirket Hisselerinin Satılması

Hisse sahipleri hisselerini veya işletmeye ait varlıkları; şirket yöneticilerine, üçüncü kişilere, başka şirketlerin yöneticilerine ya da şirket çalışanlarına satarak çıkış gerçekleştirebilmektedirler (Soydemir, 1994: 87).

(1) **Hisse senetlerinin/varlıkların şirket yöneticilerine satılması (management buy-out – MBO):** MBO mevcut yönetimin bir finansal kuruluşun desteği ile girişimci şirketin hisse senetlerini ele geçirmesini ifade etmektedir (Bruining vd., 2013: 592). Bu işlem ile yönetici grup şirketin kontrolünü ele geçirecek orandaki hisse senetlerini ele geçirmeyi amaçlamaktadırlar.

(2) **Hisse senetlerinin/varlıkların üçüncü kişilere satılması (leveraged buy-out – LBO):** LBO'da girişimci şirketin hisselerinin/varlıklarının tamamı veya bir bölümü, finansal yapısının büyük bölümü borçlanmaya dayalı olan başka bir yatırımcı gruba satılmaktadır (Kaplan ve Strömberg, 2008: 1). Yatırımcı grup satın alma işlemi için başka kurumlardan borçlanarak fon sağlamakta, borcun geri ödemesini ise satın aldıkları firmanın yarattığı nakit akımlarıyla yapmaktadır.

(3) **Hisse senetlerinin/varlıkların başka şirketlerin yöneticilerine satılması (management buy-in – MBI):** MBI'de girişimci şirketin hisseleri ya da varlıkları başka şirketlerin yöneticilerine satılmakta, şirketin yönetimi yeni yönetim grubunu eline geçmektedir (Scholes vd., 2007: 330). Bu işlem şekil ve yapı olarak MBO işlemlerine benzemektedir. Satın alan yöneticiler firmayı yakından tanımadıklarından ve çoğunlukla iyi performans göstermeyen firmaların satılması söz konusu olduğundan, satın alan taraf açısından taşıdığı risk yüksektir.

(4) **Hisse senetlerinin/varlıkların şirket çalışanlarına satılması (employee stock ownership – ESO):** Bu işlemde girişimci şirketin hisse senetleri bu şirketin çalışanlarına satılmakta dolayısıyla çalışanların yönetime katılmaları sağlanmaktadır. Bu katılım doğrudan veya Employee Stock Ownership Plan (ESOP) adı verilen katılım planı ile gerçekleştirilmektedir (Ayaydın ve Dağlı, 2012: 218).

1.4.3.4. Yerine Koyma Yatırımları (Replacement Capital)

Diğer bir çıkış dönemi yatırımı ise günümüzde kullanımı azalan yerine koyma yöntemidir. Yerine koyma finansmanında halka açılma öncesi projeden çıkmak isteyen ortakların paylarının satışının sağlanması hedeflenmektedir (SPK, 2010: 5). Bu tür yatırımlarda girişimci firmanın sermayedarının paylarının tümünün veya bir kısmının satın alınması amacıyla yatırım yapılmaktadır.

1.4.3.5. Kurtarma Finansmanı (Recovery Financing/Turnaround Financing)

Kurtarma finansmanı, teknolojik yeniliklerin baskısı, kötü yönetim vb. nedenlerle başarısızlığa uğrayan, karsız çalışan işletmelerin bazı ek finans olanakları ile finansman yönetiminden, ürünün pazarlama stratejisine kadar değiştirilerek, karlı bir hale getirilmesi amacıyla yapılan, vadesi 6 ay ile birkaç yıl sürebilen yatırımları ifade etmektedir (SPK, 2010: 5). Bu durumdaki işletmelerin muhtemelen müşteri ilişkileri zayıf, müşteriler, tedarikçiler ve kredi kuruluşları açısından kredibilitesi düşük olacağından bu işletmeler finansman desteğinin yanı sıra güçlü bir yönetim desteğine de

ihtiyaç duyacaktır. Bu tür işletmelerin kurtarılmasının oldukça güç olması nedeniyle, girişim sermayesi şirketlerinin üstlendikleri risk yüksektir. Ayrıca girişim sermayesi şirketi söz konusu firmayı başarıya ulaştırması halinde, genellikle aynı sektörde faaliyet gösteren büyük bir şirkete satmakta ve orta düzeyde bir getiri elde etmektedir (Zaimoğlu, 2001: 82). Risk düzeyinin yüksek olmasına karşın orta düzeyde getiri sağlaması nedeniyle girişim sermayesi şirketleri tarafından çok fazla tercih edilmemektedir.

Girişim sermayesi sisteminde farklı aşama yatırımlarına ilişkin risk ve getiri beklentileri Tablo 1'de özetlenmiştir.

Tablo 1: Girişim Sermayesi Farklı Aşamalar için Risk ve Getiri Beklentileri

Yatırım Aşaması	Süre (Yıl)	Risk
Erken Aşama Yatırımları		
Çekirdek Sermayesi	7-10	Son Derece Yüksek
Başlangıç Sermayesi	5-10	Çok Yüksek
Erken Aşama Sermayesi	3-7	Yüksek
Gelişme Aşaması Yatırımları		
Geçit Finansmanı	1-3	Orta
Geç Aşama Finansmanı		
Köprü Finansmanı ve Ara Finansman	1-3	Düşük
Kurtarma Finansmanı	3-5	Ortadan Yükseğe

Kaynak: Lorenz, 1989: 48; Zaimoğlu, 2001: 84

Tablo 1'den de görüldüğü üzere risk düzeyi en yüksek yatırımlar çekirdek sermayesi yatırımlarıdır. Bu yatırımları sırası ile başlangıç sermayesi ve erken aşama yatırımları izlemektedir. Risk düzeyi yüksek olan yatırımlardan beklenen getirinin uzun vadede elde edilmesi beklenirken, kurtarma finansmanı, köprü ve ara finansman ve geçit finansmanı gibi risk düzeyi daha düşük olan yatırımlarda bu süre daha düşüktür.

1.5. Girişim sermayesi modelleri

Girişim sermayesi finansman yönteminde girişim sermayedarının özelliklerine, yatırımın türüne, yatırım deneyimine ve kullanılan fon kaynaklarına göre 3 farklı modelden söz etmek mümkündür. Bunlar melek yatırımcıların rol aldığı enformel girişim sermayesi modeli, kurumsal yatırımcıların rol aldığı kurumsal girişim sermayesi modeli ve girişim sermayesi denince ilk akla gelen model olan geleneksel girişim sermayesi modelidir.

1.5.1. Enformel Girişim Sermayesi Modeli

Enformel girişim sermayesi modeli iş melekleri, melek finansmanı, melek yatırım, bireysel katılım yatırımcısı vb. kavramlarla adlandırılan uygulamaları kapsamaktadır. Bu modelin temel özelliği yatırımcının herhangi bir aracı kurum olmaksızın girişimciye doğrudan finansman sağlamasıdır. İş melekleri olarak adlandırılan bu yatırımcılar zengin ve işletmelere doğrudan yatırım yapan bireylerden oluşmaktadır. Melek yatırım kavramı da, girişim tecrübesi bulunan özel yatırımcıların sahip oldukları para ve deneyimleriyle genellikle çekirdek aşamasında ve ilk evrelerinde olan işletmelere ortak olmak yoluyla sağladıkları finansman olarak tanımlanabilir (Uslu ve Önal, 2007: 424). İş melekleri ya da melek yatırımcılar sayesinde girişimciler arkadaş ve akrabalarından ya da çeşitli finans kuruluşlarından sağlayamadığı fonları bu yolla sağlayarak doğrudan finansman kaynağı yaratabilmektedirler.

Özellikle ABD'de çok yaygın olarak faaliyet gösteren melek yatırımcılar, girişim sermayesi şirketlerine oranla daha küçük tutarlarda yatırım yapmalarına rağmen, melek yatırımcıların sağladıkları finansmanın, girişim sermayesi şirketlerinin toplam yatırımlarından daha fazla olduğu gözlenmiştir. CVR (Center for Venture Research)'nin raporuna göre 2013 yılında aktif melek yatırımcı sayısı 2012 yılına göre % 11,4 artarak 298.800'e, melek yatırımlardan yararlanan girişimci sayısı %5,5 artarak 70.730'a ve toplam melek yatırım tutarı da %8,3 artarak 24,8 milyon dolara yükselmiştir (CVR Analysis Report).

ABD'de yaygın olarak gerçekleştirilen bireysel katılım yatırımı Türkiye'de henüz oluşum aşamasındadır. Bireysel katılım sermayesi 2013 yılında yayınlanan "Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik" ile düzenlenmiştir. İlgili yönetmelik "yüksek risk içermesi nedeniyle finansmana erişimde sıkıntı yaşayan başlangıç veya büyüme aşamasındaki girişimler için finansal bir araç olan bireysel katılım sermayesinin desteklenmesine, bireysel katılım yatırımcılarının Hazine Müsteşarlığının Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanuna tabi kişi, kurum ve kuruluşların faaliyetlerinin izlenmesini, denetlenmesini ve sona ermesine ilişkin usul ve esasları düzenlemeyi" amaçlamaktadır (Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik, md.1).

Melek yatırımcılar iş tecrübelerine göre iki gruba ayrılabilir. Bunlardan ilk grup iş tecrübesi olmadığı halde yakınlarına finansman desteği sağlayanlardan, ikinci grup ise iş tecrübesi olan ve belirli sektörlere yatırım yapmak üzere bir araya gelen yatırımcılardan oluşmaktadır. İkinci gruptaki melek yatırımcıların sağladığı finansman desteği bu yönüyle risk sermayesi yatırımlarına benzemektedir (Metrick ve Yasuda, 2011:4).

Temelde geleneksel girişim sermayesi ile aynı fonksiyonu üstlenen melek yatırımlar daha çok başlangıç ve erken aşamada sağladığı finansman ile geleneksel girişim sermayesi modelini tamamlayıcı bir rol oynamaktadır. Bununla birlikte melek finansmanı; yatırımların türü, yatırım deneyimi, fon kaynakları, getiri beklentileri vb. kriterler bakımından girişim sermayesinden farklılık göstermektedir. Bu farklar aşağıdaki gibi özetlenmiştir (Uçkun, 2009: 127):

- Melek yatırımcılar genellikle yeni kurulan küçük işletmelere ve girişimcilere finansman sağlarken girişim sermayedarları daha büyük çapta ve faaliyet aşamasındaki işletmelere yatırım yapmaktadırlar.

- Melek yatırımcılar yatırım yaparken kendi fon kaynaklarını kullanırken girişim sermayedarları fon fazlası bulunan bireysel ve kurumsal yatırımcılardan topladıkları fon kaynaklarını kullanmaktadırlar.

- Yatırım deneyimi açısından melek yatırımcıların yatırım oranları ve yatırım sayıları girişim sermayedarlarına göre daha düşüktür.

- Melek yatırımcılar, yatırım yaptıkları işletmelere sadece finansal kaynak sağlamakla kalmayıp aynı zamanda yönetim, satış, pazarlama, insan kaynakları vb. konularda destek sağlamakta ve yönetime bizzat katılırken girişim sermayedarları daha çok stratejik denetim yapmaktadırlar (Karabayır vd., 2012: 70). Melek yatırımcıların sağladığı bu destek girişimcinin başarısı açısından avantaj yaratmaktadır.

- Melek yatırımcılar maceracı bir ruhla, amatör bir şekilde ve düşük getiri beklentisiyle yatırım yapmakta ve daha yüksek risk üstlenmekteyken girişim sermayedarları profesyonel yatırım deneyimleriyle yüksek getiriyi hedeflemektedir.

1.5.2. Kurumsal Girişim Sermayesi Modeli

Diğer bir girişim sermayesi modeli olan kurumsal girişim sermayesi modeli büyük ve kurumsal firmaların finansal amaçlarının yanı sıra inovasyon, yeni fikir ve teknolojiye yönelik stratejik hedefleri doğrultusunda küçük firmalara yatırım yapmasına dayanan bir modeldir. Bu modelde büyük ve kurumsal olan işletmeler küçük işletmelerin hisse senetlerini satın almak yoluyla bu işletmelere hem finansal destek sağlamakta hem de sahip oldukları tecrübe, yönetsel ve teknik bilgi, mevcut üretim kapasitesinden ve dağıtım ağlarından yararlanma olanağı sunmaktadırlar. Büyük işletmeler ise yatırım yaptıkları küçük işletmeler üzerinden ar-ge faaliyetlerini yürütmekte ve teknolojik gelişmeleri yakından takip etme imkanı bulmaktadırlar (McNally, 1997: 19-21). Kurumsal girişim sermayesi her iki taraf için çeşitli avantajlar sağlaması ve firmaların karşılıklı olarak birbirlerini tamamlamaları nedeni ile stratejik ortaklığın bir türü olarak ifade edilebilmektedir.

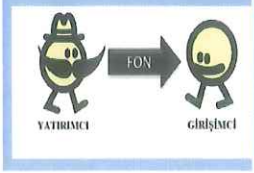
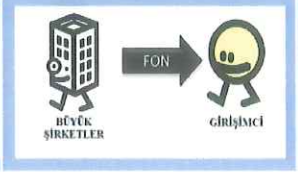
1.5.3. Geleneksel Girişim Sermayesi Modeli

Geleneksel girişim sermayesi modeli, bireysel ve kurumsal yatırımcıların getiri beklentisi ile fonlarını kurumsal girişim sermayesi şirketlerine yatırmaları, fonları toplayan kurumsal girişim sermayesi şirketlerinin de bu fonları yenilikçi iş fikirlerine sahip girişimcilere ve büyüme potansiyeli bulunan küçük işletmelere aktarmaları sürecini kapsayan modeldir. Tanımdan da anlaşılacağı üzere bu model girişim sermayesi denildiğinde akla ilk gelen yatırımcı-girişim sermayesi şirketi-girişimci modeline karşılık gelmektedir.

Geleneksel girişim sermayesi uzun dönemde yüksek getiri elde etmeyi hedefleyen profesyonel yatırımları kapsamaktadır. Bu yönüyle kurumsal girişim sermayesi modeline benzemekle birlikte fon kaynakları ve yatırım yapan işletmelerin niteliği açısından aralarında farklılıklar bulunmaktadır. Kurumsal girişim sermayesi modelinde yatırımlar girişim sermayesi şirketi niteliğinde olmayan, doğrudan ya da kurdukları aracı firmalar yoluyla küçük işletmelere yatırım yapan büyük firmalar tarafından yapılmaktadır. Geleneksel girişim sermayesi modelinde ise yatırımlar özel olarak bu amaçla kurulmuş girişim sermayesi şirketleri tarafından gerçekleştirilmektedir. Ayrıca bu modelde yatırımlara fon sağlayanların kimliği de önemli değildir, bireysel yatırımcılar, bankalar, emeklilik fonları, sigorta şirketleri ve diğer mali kurumlar girişim sermayesi şirketlerine dolayısıyla da yatırım yapılacak küçük işletmelere fon sağlamaktadırlar. Geleneksel girişim sermayesi modelini kurumsal girişim sermayesi modelinden ayıran diğer bir farklılık da yatırımların motivasyonu noktasında ortaya çıkmaktadır. Kurumsal modelde yatırımlar stratejik hedefler ve öncelikler odağında gerçekleşirken, geleneksel modelde temel hedef özsermaye büyümesini gerçekleştirmektir.

Girişim sermayesi modellerinin birbirleriyle olan benzerliklerinin ve aralarındaki farklılıkların tablo 2'deki gibi özetlenmesi mümkündür:

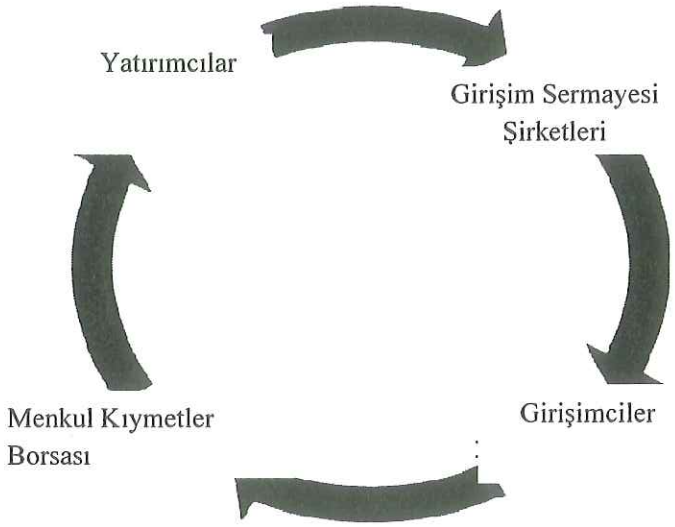
Tablo 2: Girişim Sermayesi Modellerinin Karşılaştırılması

	Enformel Girişim Sermayesi	Kurumsal Girişim Sermayesi	Geleneksel Girişim Sermayesi
Fon Kaynakları	Bireysel Tasarruflar	İşletme fonları	Kurumsal Girişim Sermayesi Şirketleri
Yasal Statü	Bireyler	Büyük şirketler ve iştirakleri	Limited ve Anonim Ortaklıklar
Yatırım Amacı	Kişisel Hedefler	Stratejik öncelikler ve hedefler	Özsermaye büyümesi
Yatırımın Özellikleri	• Kişisel tecrübeler • Sınırlı yatırım kapasitesi • Sınırlı proje değerlendirme	• Sektör/teknoloji deneyimi • Büyük yatırım kapasitesi • Kapsamlı proje değerlendirme	• Yatırım deneyimi • Büyük yatırım kapasitesi • Kapsamlı proje değerlendirme
Model			

Kaynak: Yatmaz; 2012: 25

1.6. Girişim Sermayesi Modelinde Taraflar

Girişim sermayesi finansman modelinde yatırımcılar (sınırlı ortaklar), girişim sermayesi şirketleri (genel ortak), girişimciler ve menkul kıymetler borsası olmak üzere 4 taraf bulunmaktadır.



Şekil 2: Girişim Sermayesi Modelinde Taraflar

1.6.1. Yatırımcılar (Sınırlı Ortaklar)

Girişim sermayedarı ve sınırlı ortaklar olarak da adlandırılan yatırımcılar, ellerinde fon fazlası bulunan ve bu fon fazlasını uzun vadeli, yüksek risk ve getirili yatırımlarda değerlendirmeyi hedefleyen taraflar olarak ifade edilmektedir. Sınırlı ortaklar tasarruflarını, yüksek getiri beklentisiyle girişim sermayesi şirketinin çıkardığı katılım paylarına yatıran bireysel yatırımcılar ile emeklilik fonları, sigorta şirketleri, bankalar, finansal kuruluşlar, kamu kuruşları vb. kurumsal yatırımcılardan oluşmaktadırlar.

Girişim sermayesi yatırımları likit olmadığından sınırlı ortakların fonlarının önemli bir kısmını uzun vadeli yatırımlara bağlayabilecek ve kısa vadede yatırımların geri dönüşünü beklemeyecek yatırımcılar olması, başka bir deyişle yatırımcıların bekleyişlerinin yatırımların karakteriyle uyuşması gerekmektedir. Dolayısıyla bu tür yatırımcıların yüksek servetlere sahip bireysel yatırımcılar ile bünyelerinde çok büyük boyutlarda kaynak biriktiren emeklilik fonları, diğer kurumsal yatırımcılar (bankalar, sigorta şirketleri, vakıflar vb.) ve bu amaçla fon ayıran kamunun çeşitli kuruluşlarının olacağı söylenebilir (Soydemir, 1994: 84).

1.6.2. Girişim Sermayesi Şirketleri (Genel Ortaklar)

Girişim sermayesi şirketleri, fon fazlalarını değerlendirmek isteyen yatırımcılara katılım belgesi satarak sağladıkları kaynaklarla fon oluşturan, bu fonları kendilerine başvuran girişimcilerden, belirlemiş oldukları kriterlere uygun olanların hisse senetlerine yatırıp, bu girişimcilere özkaynak biçiminde fon sağlayan kuruluşlardır (Çonkar, 2007: 14). Genel ortak olarak adlandırılan bu şirketler girişimcilerin iş fikirlerini değerlendirme, yatırımcılardan fon taleplerini toplama, girişim projelerini değerlendirme, yatırım yapılacak projeye karar verme, yatırımı gerçekleştirme, yatırımı izleme ve son olarak yatırımdan çıkış süreçlerini gerçekleştirmektedirler.

Girişim sermayesi şirketinin sağladığı fonlar yatırım yaptığı şirket açısından özsermaye niteliğindedir, diğer bir deyişle girişim sermayesi şirketi, yatırım yaptığı şirkete ortak olarak dahil olmaktadır. Girişim sermayesi şirketi ve yatırım yapılan şirket arasındaki ortaklık oranı başlangıçta yapılan görüşme ve anlaşmalar sonucu belirlenmektedir (Sarıaslan, 1992: 3).

Girişim sermayesi şirketlerinin faaliyetleri genel olarak 3 başlık altında toplanabilir (Metrick, ve Yasuda, 2011: 9-10). Bunlardan ilki yüzlerce proje önerisinin çeşitli kriterlere göre değerlendirilmesinin ardından yatırım yapılacak projenin seçilmesi ve gerekli prosedürler yerine getirildikten sonra yatırımın gerçekleştirilmesi aşamasıdır. Yatırım gerçekleştirildikten sonraki aşama girişim sermayesi şirketinin çeşitli toplantılar, görüşmeler ile yatırım yaptığı işletme ile çalışması, yatırımları izleme aşamasıdır. Son aşama olan çıkış aşamasında ise girişim sermayesi şirketi yatırım sürecini tamamlamış olup çeşitli çıkış stratejilerinden birini kullanarak yatırımı sonlandırmaktadır.

Girişim sermayesi şirketleri girişimcilere ve küçük işletmelere sağladıkları finansal desteğin yanı sıra işletme ve/veya pazarlama stratejisinin belirlenmesi, kalifiye eleman bulunması, fizibilite çalışmalarının gerçekleştirilmesi vb. teknik ve yönetsel destek de sağlamaktadırlar.

1.6.2.1. Girişim Sermayesi Şirketlerinin Yasal Yapısı

Dünya geneline bakıldığında girişim sermayesi şirketleri yasal olarak limited ortaklık, anonim ortaklık ya da şirket iştirakleri şeklinde örgütlenebilmektedirler.

1.6.2.1.1. Limited Ortaklıklar

Bu ortaklık yapısında yönetici grup sınırsız sorumlu, özel bireysel yatırımcılar ise sınırlı sorumludur. Ortaklık bünyesinde yapılan tüm işlemlerden, yönetim ücreti ve sermaye kazancından pay alma karşılığında yönetici grup sorumlu tutulmaktadır. Sınırlı sorumlu ve sınırsız sorumlu gruplar arasında yapılacak ortaklık anlaşmasında kar dağıtımı, yatırım kısıtlamaları, sınırlı sorumlu ortağın yetkileri, yönetim ücretleri, sona erme koşulları vb. hususlara yer verilmesi gerekmektedir. Limited ortaklıkta, ortaklık bir tüzel kişi olarak kurumlar vergisine tabi değildir. Ortaklığın tüm gelir ve zararları ortak kişiler üzerinden vergiye tabidir (Uludağ, 1996: 38).

Limited ortaklıklar, kuruluşları ve tasfiyelerinin diğer ortaklık türlerinden kolay olması, sınırlı ortaklara önemli vergi avantajları sağlaması gibi nedenlerle Amerika ve Avrupa'da sıklıkla tercih edilen bir ortaklık türüdür (Tuncel, 2000: 136).

1.6.2.1.2. Anonim Ortaklıklar

Bilindiği üzere anonim ortaklık yapısında tüm ortaklar işletmeye koydukları sermaye oranında sorumludurlar. Dolayısıyla ortaklar sözleşmenin ihlalinden doğan zararlara karşı üçüncü şahıslara karşı korunmaktadırlar. Ayrıca anonim ortaklık yapısında ortaklar, yönetime katılma ve yönetimde söz sahibi olma hakkına sahiptirler. Avrupa'da ve gelişmekte olan ülkelerde sektörün gelişim aşamasında sıklıkla tercih edilen bir ortaklık türüdür (Zaimoğlu, 2001: 56).

Ülkemizde de GSYO'ların anonim şirket olarak kurulması gerekmektedir. 2012 yılında yürürlüğe giren Yeni Türk Ticaret Kanunu, anonim şirketlere yönelik bir takım değişiklik ve yenilikler getirmiştir. Tek kişilik anonim şirket kurulmasına izin verilmesi, esas sermaye sistemi ile birlikte kayıtlı sermaye sistemine imkan tanınması, asgarî sermaye tutarına sınırlama getirilmemesi, yönetim kurulu üyelerinin pay sahibi olmaları

zorunluluğunun ortadan kaldırılması vb. düzenlemeler anonim şirket kurulmasını kolaylaştırmış ve limitet ortaklarından daha avantajlı hale getirmiştir (Altaş, 2011).

1.6.2.1.3. Şirket İştirakleri

Şirket iştirakleri büyük finansal kurumlar veya sanayi şirketleri tarafından kurulmaktadırlar. Kurucu firmalar başlangıç aşamasındaki şirketlere katılmayı ve kendi şirket grupları açısından çeşitlendirme yapmayı amaçlamaktadırlar. 1970'li yıllarda sıklıkla tercih edilen bu örgütlenme türü 1990'lı yıllarda limited ortaklık yapısının ön plana çıkması ile büyük oranda terk edilmiştir (Zaimoğlu, 2001: 56-57).

1.6.2.2. Girişim Sermayesi Şirketlerinin Karşılaştıkları Riskler

Girişim sermayesi yatırımları bir takım riskler içermektedir. Girişim sermayesi şirketleri yatırım yaptıkları firmalara sağladıkları finansal, yönetsel ve teknik destek ile bu riskleri en aza indirgemeye çalışmaktadırlar. Girişim sermayesi yatırımlarının içerdiği ve girişim sermayesi şirketlerinin maruz kaldıkları riskler aşağıdaki gibi özetlenmiştir (Ceylan ve Korkmaz, 2006):

- Teknolojik risk: Yatırım yapılan işletmenin Ar-Ge çalışmaları için yeterli teknolojik deneyiminin bulunmamasından veya fonun bu aşamadaki faaliyetler için yetersiz olmasından kaynaklanan riski ifade etmektedir.
- Üretim riski: Yatırım yapılan işletmenin kullandığı teknolojinin büyük ölçekli üretime uygun olmamasından kaynaklanan risktir. Üretilen örnek ürünün pazarlanabilir bir ürüne dönüştürülememesi riski de söz konusu üretim riski içerisinde yer almaktadır.
- Finansman riski: Üretimine başlanan ürünün üretim sürecinin başarılı bir şekilde tamamlanması ve pazara eksiksiz dağıtımı için gerekli olan ek finansmanın sağlanamaması riskidir.
- Yönetim riski: Yatırım yapılan işletmenin, yönetim fonksiyonlarını yerine getirememe riskidir. Yönetim kadrosunun yetersizliği, yöneticilerin tecrübesizlikleri veya teknik bilgilerinin yetersiz olması gibi nedenler yönetim

fonksiyonlarının yerine getirilmesinde bir takım aksaklıklara neden olmakta ve yönetim riskini doğurmaktadır.

- Pazarlama riski: Ürünün pazara sunumu, pazar büyüklüğü, rekabet koşulları vb. etkenler nedeniyle ortaya çıkan ve ürünün başarılı bir şekilde pazarlanamaması ile ilgili risk türüdür.
- Demode olma riski: Teknolojik yenilik içeren ve ürün yaşam eğrisi kısa olan ürünlerde, pazar koşullarının ürün yeterli satış hacmine ulaşamadan teknolojisini eskitme, demode etme riskidir. Bu riskin ortaya çıkmasında ve artmasında rakip ürünlerin piyasaya sürülmesi, daha ileri bir teknolojinin geliştirilmesi gibi faktörler de etkili olmaktadır.

Girişim sermayesi şirketlerinin girişim aşamalarında karşılaştıkları beklenen, yok edilen, içsel ve dışsal riskler Tablo 3'te özetlenmiştir.

Tablo 3: Girişim Aşamalarına Göre Beklenen, Yok edilen, İçsel ve Dışsal Riskler

Gelişim Aşaması	Beklenen Toplam Risk	Aşamalarda Giderilen Risk	İçsel Risk	Dışsal Risk	Toplam
Çekirdek Aşaması	0,66	0,00	0,72	0,28	1,00
Başlangıç Aşaması	0,53	0,13	0,76	0,24	1,00
Gelişme Aşaması	0,34	0,32	0,53	0,47	1,00
Genişleme Aşaması	0,20	0,46	0,37	0,63	1,00
Nakde Dönüştürme Aş.	0,20	0,46	0,35	0,65	1,00

Kaynak: Ruhnka ve Young, 1991: 126-127

1.6.3. Girişimciler ve Girişimci Şirketler

Çalışmada daha önce de belirtildiği gibi girişimci piyasadaki yatırım fırsatlarını değerlendirebilen, risk üstlenebilen, belirsizlik altında büyüme ve kar elde etme amacıyla, ekonomik değer yaratabilmek için gerekli kaynakları bir araya getirerek, yeni iş ya da işletme oluşturan kişi olarak tanımlanmaktadır. Girişim sermayesi finansman modelinin ortaya çıkması ve hızla gelişmesi yenilikçi iş fikirlerine sahip fakat yeterli sermayesi bulunmayan girişimcilerin varlığı sayesinde olmuştur. Girişimciler ve girişimci şirketler girişim sermayesi finansman modelinde, yatırımcıların girişim sermayesi şirketleri bünyesinde birleştirdikleri fonlardan yararlanarak, yenilikçi iş fikirlerini hayata geçiren ya da işletmesini büyüten, geliştiren taraf olarak rol almaktadırlar.

1.6.4. Menkul Kıymet Borsaları

Girişim sermayesi şirketleri ve dolayısıyla yatırımcılar, projelere yatırım yaparken, yatırdıkları fonları yeterli ölçüde bir getiri temin edecek biçimde geri alabilmeyi hedeflemektedirler. Bu hedeflerinin gerçekleşmesi de girişimci şirketin hisse senedi değerinin istenen bir düzeye ulaşmasına ve bunların uygun zamanda, uygun bir mekanizma aracılığıyla satılmasına bağlıdır. Yatırımın sonlandırılması ve likiditasyonu için; işletmenin girişimciye ya da farklı yatırımcılara bütünüyle satılması, başka işletmeyle birleşmesi gibi farklı yöntemler mevcut olsa da, en fazla uygulanabilir seçeneğin, hisse senetlerinin halka arzı yolu olduğu görülmektedir. Bu yolla yatırımdan çıkışın sağlanabilmesi için ise gelişmiş bir menkul kıymetler borsasına ihtiyaç duyulmaktadır (Çonkar, 2007: 17).

1.7. Girişim Sermayesinin Özellikleri ve Kritik Başarı Faktörleri

Bu bölümde ele alınan konu başlıklarıyla genel çerçevesi çizilmiş olan girişim sermayesi finansman modelinin özellikleri aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- Daha önce de bahsedildiği üzere girişim sermayesi yeterli finansman kaynağı bulunmayan, yenilikçi iş fikirlerine sahip girişimcilere ve büyüme

potansiyeli bulunan işletmelere gerekli finansmanı sağlayan bir finansman modelidir. Model, fon fazlası bulunan yatırımcıların fonlarını girişim sermayesi şirketlerine yatırmasıyla bu şirketlerin bünyesinde toplanan fonların girişimcilere yönlendirilmesi şeklinde işlemektedir. Bu yönüyle ele alındığında girişimciler açısından finansman desteği iken, sermayedarlar açısından da uzun vadeli bir yatırımdır.

- Girişim sermayesi yatırımları uzun vadeli olduklarından bu yatırımlar kısa dönemde likit değildir ve yatırımın geri dönüş süresi beş ile on yıl arasında değişmektedir (Kuğu, 2004: 145).

- Girişim sermayesi yatırımları yabancı kaynak niteliğinde değil özsermaye yatırımı niteliğindedir. Girişim sermayesi şirketi, fon talebinde bulunan işletmelerin hisse senetlerini satın almak yoluyla bu işletmelere ortak olmaktadırlar. Bu özelliği ile banka ve diğer finans kuruluşlarından kaynak sağlamada güçlük çeken KOBİ'ler için alternatif bir finansman yöntemi durumundadır.

- Girişim sermayesi yoluyla sağlanan fonlar özkaynak niteliğinde olduğundan, işletmelerin yabancı kaynak temin etme ve kullanma maliyetini ortadan kaldırmaktadır. Ortaklık sayesinde, yabancı kaynak kullanımının aksine, girişimciye sağlanan fonların garantiye alınmasına yönelik tedbirlere de ihtiyaç duyulmamaktadır. Girişim sermayesi şirketinin yatırımlarında aradığı garanti, yatırım yaptığı projenin başarılı olarak işletme değerinin artması sonucu elde edilmesi beklenen sermaye kazancıdır (Canbaş, 1992: 74).

- Finansman desteğine ihtiyaç duyan işletmelere yatırım yapan girişim sermayesi şirketleri aynı zamanda bu şirketlere ortak olduklarından, finansman desteklerinin yanı sıra yönetsel ve teknik destek de sağlamaktırlar. Bu şekilde, özellikle risk sermayesi yatırımlarında teknoloji transferine de destek olunmaktadır.

- Özellikle risk sermayesi yatırımlarında gelişme potansiyeli yüksek olan yeni teknolojiler ile yenilikçi ürün ve hizmet fikirleri desteklendiğinden, teknolojik gelişmelere de katkıda bulunulmaktadır.

- Girişim sermayesi yatırımlarında özellikle fikir ve kuruluş aşamasında gerçekleştirilen yatırımlarda risk düzeyi yüksek olduğundan, yatırımlardan beklenen getiri de yüksektir. Girişim sermayesi şirketi gerekli finansal desteği sağlarken girişimcinin başarısızlık riskine de ortak olmaktadır.

Girişim sermayesi finansman modelinin gelişimi ve başarılı olması birçok faktöre bağlı olmakla birlikte, öncelikle ülkenin sosyal, ekonomik ve politik koşullarının uygunluğuna bağlıdır. Dolayısıyla ilk olarak siyasi otoritenin girişim sermayesinin gelişimi için uygun ortamın yaratılması yönünde gerekli faaliyetleri yürütmesi ve profesyonel alt yapıyı oluşturması gerekmektedir (Zaimoğlu, 2001: 33). Bu faaliyetler;

- Girişimciliğin teşvik edilmesi,
- Girişimcilik konusunda eğitimlerin verilmesi,
- Girişimcilerin, buluşçuların fikri haklarının güvence altına alınması,
- Girişim sermayesinin bilinirliğinin arttırılması,
- Girişim sermayesine yönelik destek ve teşviklerin verilmesi,
- Nitelikli girişim sermayesi yöneticilerinin yetiştirilmesi

vb. faaliyetleri kapsamaktadır. Ancak girişim sermayesinin başarısında siyasi otoritenin faaliyetleri tek başına yeterli değildir. Yukarıda sayılan faaliyetlere ek olarak aşağıdaki koşulların da gerçekleşmesi gerekmektedir (Çonkar, 2007: 67-83):

- Yeterli bilgi, deneyim ve uzmanlığa sahip girişim sermayesi şirketlerinin bulunması,
- Girişim sermayesi şirketlerine; üzerinde durulmaya, değerlendirme çalışması yapmaya değer nitelikte yeterli miktarda proje başvurusunun yapılması
- Yatırımların gerçekleştirilebilmesi için fonlarını uzun vadede bu alana yatırabilecek yatırımcıların bulunması,

- Girişim sermayesi şirketinin elindeki hisse senetlerini ve yatırımcıların sahip olduğu katılım paylarını satabilmelerine olanak tanıyan, etkin işleyen sermaye piyasalarının bulunması,
- Giriş ve kotasyon koşulları daha hafif olan ikinci bir piyasanın oluşturulması,
- Girişim sermayesi şirketlerine teknik, mali, hukuki desteği sağlayacak mekanizmalar bulunması,
- Girişimcilerle girişim sermayesi şirketleri arasında katalizör kurumların yaygınlaştırılması

2. BÖLÜM

DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE GİRİŞİM SERMAYESİ

Çalışmanın ikinci bölümünde girişim sermayesinin dünyadaki gelişimi ve farklı ülkelerdeki uygulamaları ile ülkemizdeki gelişimi, uygulamaya yönelik yasal çerçeve, uygulamada karşılaşılan sorunlar, girişim sermayesi finansman modelinden beklenen yararlar vb. başlıklara değinilecektir.

2.1. Dünyada Girişim Sermayesinin Gelişimi

Girişim sermayesi finansman modeli ilk olarak 2. Dünya Savaşı sonrasında Amerika'da ortaya çıkmış olup, 1953'te kurulan Küçük İşletmeler İdaresi (Small Business Administration – SBA) 1958 yılında yasalaşan "Small Business Investment Act"' ve 1971 yılında kurulan Gelişmekte Olan Şirketler Borsası'nın (NASDAQ) kurulması ile gelişmiştir (Metrick ve Yasuda, 2011: 10). Bu düzenlenmelerle birlikte, yaşanan teknolojik gelişmeler, ülkeler arası teknolojik rekabet, yeni ürünlerin ortaya çıkışı, alışılmış mal ve hizmet üreten işletmelere yapılan yatırımların çekiciliğini kaybetmesi, artan vergi teşvikleri, sermaye piyasalarının gelişerek derinlik kazanması vb. gelişmeler girişim sermayesine olan talebi hızla arttırmış, modelin 1980'li yıllarda hızla yayılmasına ve uluslararası bir boyut kazanmasına sebep olmuştur.

2.2. Girişim Sermayesinin İşleyişine Yönelik Dünya Örnekleri

Girişim sermayesinin dünyadaki gelişimi, modelin ilk ortaya çıktığı ülke olan Amerika ve daha sonra uygulamaya geçen İngiltere, Japonya ve Brezilya ülkelerinin uygulamaları ele alınarak aktarılacaktır.

2.2.1. Amerika'da Girişim Sermayesinin Gelişimi

Girişim sermayesi fikri ilk olarak Amerikalı Ralph Flanders'ın kurumsal yatırımcıların yeni girişimleri finanse etmede yetersiz kaldıklarını tespit etmesi ve kurumsal yatırımcıların varlıklarının bir kısmını yatırabilecekleri bir fon kurulmasını önermesi ile ortaya çıkmıştır. Bu önerinin Karl Compton, Merrill Griswold, General

Georges F. Doriot gibi iş adamları ve profesörler tarafından kabul görmesiyle 1946'da kurulan Amerika Araştırma ve Geliştirme Kurumu (American Research and Development Corporation of Boston - ARDC) girişim sermayesi finansman modelinin ilk kurumsallaşmış örneği omuştur (Kaya, 2001: 10). ARDC firması II. Dünya savaşı sırasında ortaya çıkan teknolojilerin ticarileşmesi için gerekli finansman desteğini sağlamak ve yatırım yaptığı işletmelere değer katmak amacıyla kurulmuştur (Gompers, 1994: 5-6). İlerleyen dönemlerde ARDC firmasından ayrılan çalışanların birçoğu kendi girişim sermayesi fonlarını kurup yönetmeye başlamışlardır.

Profesyonel anlamda yönetilen girişim sermayesi fonlarının ortaya çıkması ve gelişmesi ise ABD'de 1953'te kurulan Küçük İşletmeler İdaresi (Small Business Administration – SBA) ve 1958 yılında yasalaşan "Small Business Investment Act"' sayesinde olmuştur. Bu yasa ile risk sermayesi şirketlerine özel bir statü verilmiş ve bu sayede oluşan yatırımcı yapılar (small business investment companies – SBICs) ile farklı sektörlerdeki yeni girişimlere kurumsal finansman sağlanmıştır. 1970li yıllara gelindiğinde tüm bu düzenlemelere rağmen girişim sermayesi fonları istenen büyüklüğe ulaşamamıştır.

1971 yılında Amerika'da Gelişmekte Olan Şirketler Borsası'nın (NASDAQ) kurulması ile küçük işletmelerin hisse senetlerinin alım-satımı için uygun bir zemin oluşturulmuş ve bu işletmelerin finansman ihtiyacına yönelik işlemler bir kurum çatısı altında toplanarak, sistemin daha düzenli işlemesi sağlanmıştır (Kuğu, 2004: 144).

1973 yılında girişim sermayesi finansman modelinin Amerika için önemini anlatmak, sektörde yer alan tarafların çıkarlarını korumak, yenilik ve girişimcilik faaliyetlerini desteklemek amacıyla Ulusal Girişim Sermayesi Birliği'nin (National Venture Capital Association – NVCA) kurulması da sektörün gelişimi açısından önemli bir gelişmedir. Birlik Amerika'da sektörü temsil eden 400'den fazla üyeye sahip bir ticaret birliği olup girişim sermayesi sektöründe mesleki standartları korumak, sektöre ait güvenilir veri sağlamak, mesleki gelişimi destek olmak ve üyeler arasında iletişimi sağlayarak etkileşimi arttırmak vb. amaçlara yönelik çeşitli faaliyetlerde bulunmaktadır (Yatmaz, 2012: 59).

1970'li yılların sonunda girişim sermayesi sektöründe yaşanan önemli gelişmelerden birisi de ERISA (Employee Retirement Income Security Act-Emeklilik Fonları Yasası)'da yapılan yeni bir düzenlemedir. Bu düzenleme ile emeklilik fonlarının girişim sermayesi yatırımlarına daha fazla kaynak aktarabilmelerine olanak tanınmıştır (Gompers ve Lerner, 2004: 8).

1980'li yıllarda SBIC'ler yasadan bağımsız özel risk sermayesi şirketlerine dönüşmüşler ve bu dönüşümle birlikte risk sermayesi kurumlarının bugünkü hukuki yapısı ortaya çıkmıştır. Bu aşamayı risk sermayesi şirketlerinin anonim şirketlere dönüşmesi ve zamanla halka açılmaları aşamaları izlemiştir. Aynı yıllarda Avrupa Birliği bünyesinde de üye ülkelerdeki girişim sermayesi şirketleri arasında koordinasyonun sağlanması için çalışmalar yürütülmüş ve 1983 yılında Brüksel'de Avrupa Risk Sermayesi Birliği (European Venture Capital Association – EVCA) kurulmuştur (Uludağ, 1996: 2).

Tüm bu düzenlenmelerle birlikte, yaşanan teknolojik gelişmeler ve ülkeler arası teknolojik rekabet, yeni ürünlerin ortaya çıkışı, alışılmış mal ve hizmet üreten işletmelere yapılan yatırımların çekiciliğini kaybetmesi, artan vergi teşvikleri ve sermaye piyasalarının gelişerek derinlik kazanması girişim sermayesine olan talebi hızla arttırmış ve modelin 1980'li yıllarda hızla yayılmasını sağlamıştır. Bu dönemde girişim sermayesi şirketlerinin sayısı artmış, şirketler arasında birleşmeler yaşanmış, halka açılmalarda artış olmuş ve şirketler sektör, bölge, yatırım aşaması vb. konularda uzmanlaşma yoluna gitmişlerdir. 1980'li yılların ortalarında belli sektörlere yapılan aşırı yatırımlar ve deneyimsiz girişim sermayesi şirketlerinin başarısız yatırımları nedeniyle girişim sermayesi fonlarının getirileri düşmüş, güvenilirlikleri azalmıştır (Yatmaz, 2012: 54). Bu durum sektördeki gelişimi sekteye uğratmış ve girişim sermayesi şirketlerinin sayısının azalmasına neden olmuştur.

Girişim sermayesi fonlarının tekrar yükselişe geçmesi 1990'lı yılların başında sermaye piyasasında yaşanan gelişmeler sayesinde olmuştur. 90'lı yılların sonunda 50 milyar dolara ulaşan girişim sermayesi yatırımları 2000 yılında yaşanan dot.com krizi

ile tekrar düşüşe geçmiştir. Amerika'da 1995-2014 yılları arasında gerçekleşen girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin bilgiler tablo 4'te özetlenmiştir.

Tablo 4: Amerika'da 1995-2014 Yılları Arasında Gerçekleşen Girişim Sermayesi Yatırımları ve Yapılan Anlaşma Sayıları

Yıllar	Yapılan Anlaşma Sayısı	Toplam Yatırım Tutarı (Milyar $)
1995	1.898	8,0
1996	2.638	11,4
1997	3.234	15,1
1998	3.743	21,6
1999	5.603	54,9
2000	8.041	105,1
2001	4.593	40,9
2002	3.208	22,2
2003	3.028	19,6
2004	3.232	22,8
2005	3.297	23,5
2006	3.882	27,6
2007	4.230	32,0
2008	4.181	30,2
2009	3.156	20,3
2010	3.653	23,4
2011	4.014	29,8
2012	3.877	27,4
2013	4.077	29,6
2014	4378	49,5

Kaynak:http://www.nvca.org/index.php?option=com_docmanandtask=cat_viewandgid=57andItemid=317

2014 yılı itibariyle Amerika'daki girişim sermayesi yatırımlarının sektörel dağılımı incelendiğinde, toplam yatırımlar içerisindeki en büyük payın %42 ile yazılım sektörüne ait olduğu görülmektedir. Bu sektörü biyokteknoloji (%12), medya ve eğlence (%12), ve bilişim teknolojileri (%7) sektörleri izlemektedir. Tablodan hareketle Amerika'daki girişim sermayesi yatırımlarının teknoloji ağırlıklı olduğunu söylemek mümkündür.

2014 yılında gerçekleşen yatırımların yatırım aşamalarına göre dağılımı ise tablo 5'te özetlenmiştir.

Tablo 5: 2014 Yılında Amerika'daki Girişim Sermayesi Yatırımlarının Yatırım Aşamasına Göre Dağılımı

Yatırım Aşaması	Yapılan Anlaşma Sayısı	Toplam Yatırım Tutarı Milyar $
Çekirdek aşaması	195	0,7
Erken Aşama	2.170	15,8
Genişleme Aşaması	1.158	20,8
Geç Aşama	855	12,2
Toplam	4.378	49,5

Kaynak: NVCA Yearbook, 2015: 13

2014 yılında gerçekleşen girişim sermayesi yatırımlarının yatırım aşamalarına göre dağılımı incelendiğinde erken aşama, genişleme aşaması ve geç aşama yatırımlarının tutar olarak birbirlerine yakın oldukları, risk düzeyinin en yüksek olduğu çekirdek aşaması yatırımlarının ise toplam yatırımlar içerisinde en düşük paya sahip olduğu görülmektedir. Yapılan anlaşma sayısı ve yatırım tutarları karşılaştırıldığında erken aşama yatırım anlaşmalarının sayıca çok olmasına rağmen tutar olarak çok yüksek olmadığı göze çarpmaktadır. Bu durumun erken aşama yatırımlarının genel olarak düşük tutarlarda yapılmış olmasından kaynaklandığı söylenebilir.

Tablo 6: Amerika'da 10 Yıllık Dönemler İtibariyle Girişim Sermayesi Firmaları ve Fonları İle İlgili Veriler

	1994	2004	2014
Girişim Sermayesi Şirketi Sayısı	385	985	803
Girişim Sermayesi Fonu Sayısı	635	1.803	1.206
Ortalama Fon Büyüklüğü (Milyon $)	42,2	95,3	110,0
2014 Yılında Toplanan Fonların Ortalama Büyüklüğü (Milyon $)	55,9	83,8	116,3

Kaynak: NVCA Yearbook, 2015: 9

Amerika'da 2014 yılsonu itibariyle 803 girişim sermayesi kuruluşu bulunmaktadır. Amerika'da girişim sermayesi sektörüne ilişkin veri toplayan Thomson Reuters bu kuruluşları özel bağımsız şirketler, finansal kurumlar, şirketler ve bunların dışında kalan diğer kuruluşlar olarak sınıflandırmaktadır. Tablodan da görüleceği üzere girişim sermayesi kuruluşlarının sayısı 1994-2004 yılları arasında büyük bir artış göstererek 10 yıl içerisinde yaklaşık 2,5 katına ulaşmıştır. 2004-2014 yılları arasındaki dönemde gözlenen yaklaşık %10'luk azalışın, 2008 yılında yaşanan finansal krizin bir sonucu olduğu düşünülmektedir. Girişim sermayesi fonlarının sayısındaki değişimin girişim sermayesi kuruluşlarıyla paralellik gösterdiği gözlenmektedir.

Amerika'da ortaya çıkan girişim sermayesi finansman modeli dünyadaki girişim sermayesi uygulamalarına temel oluşmuştur. ABD'de kurulmuş olan girişim sermayesi şirketleri, girişim sermayesi modelini uygulamaya başlayan ülkelerde kendi temsilciliklerini oluşturmak ya da yerli bir ortakla yeni bir şirket kurmak suretiyle bu ülkelerde faaliyet göstermeye başlamıştır. Daha sonra bu ülkelerde kurulan girişim sermayesi şirketleri ve yatırım bankaları da ABD'de girişim sermayesi yatırımlarına yönelmiş ve karşılıklı bir faaliyet alanı oluşturulmuştur. Amerika ve diğer ülke uygulamaları arasındaki en önemli fark Amerika'daki girişim sermayesi uygulamalarının özel sektör tarafından ve kar odaklı olarak yürütülmesidir (Yatmaz, 2012: 56). Amerika'daki sistemde devletin sadece küçük müdahalelerle sisteme dahil

olduğu, diğer ülkelerde ise sistemin büyük oranda devlet eliyle yürütüldüğü gözlenmektedir.

2.2.2. Avrupa'da Girişim Sermayesinin Gelişimi

Amerika'da ortaya çıkan girişim sermayesi modelinin ve kurulan şirketlerin buradaki başarısı başta Japonya, İsrail ve İngiltere olmak üzere diğer ülkelerde de modelin gelişmesine ve bu tür şirketlerin kurulmasına öncülük etmiştir. Girişim sermayesi modelinin Avrupa'da ilk filizlendiği ülke İngiltere olmuştur. Girişim sermayesinin İngiltere'deki ilk adımları 1945 yılında Bank of England'ın başlangıçtaki ismi ICFC olan ve daha sonra 3i – Investment in Industires adlı kurumu kurmasıyla atılmışsa da, bu kurumun gerçek bir risk sermayesi kuruluşu haline gelmesi 1980'li yılları bulmuştur (Alkan vd., 1995: 31; Çonkar, 2007: 109). Aynı şekilde daha önceleri kurulmuş olan bireysel girişim sermayesi şirketlerinin ve sektörün gelişmesi ancak 1970'li yılların sonuna doğru olmuştur.

Avrupa'da girişim sermayesi alanındaki ilk önemli adım Brüksel'de 1983 yılında Avrupa Risk Sermayesi Birliği'nin (European Venture Capital Association-EVCA) kurulması olmuştur. EVCA, girişim sermayesi finansman modelinin Avrupa'da benimsenmesini ve yaygınlaşmasını sağlamak, ülkeler arasında bilgi ve sermaye akışına destek olmak amacıyla kurulmuştur. EVCA, Avrupa'da girişim sermayesi ile ilgili her türlü desteği sağlamakta, uluslararası faaliyetleri organize etmekte, üyelerine yönetim geliştirme hizmeti vermekte, Avrupa'da risk sermayesinin gelişimine yönelik olarak Avrupa Birliği ile ortak çalışmalar yapmaktadır (Zaimoğlu, 2001: 10).

Avrupa'da 2007-2014 yılları arasında yapılan girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin veriler Tablo 7'de özetlenmiştir.

Tablo 7: 2007-2014 Yılları arasında Avrupa'daki Girişim Sermayesi Yatırımları ve Firma Sayısı

Yıllar	Toplam Yatırım Tutarı (Milyar €)	Firma Sayısı
2007	72,9	5.340
2008	54,6	5.828
2009	25,0	4.975
2010	43,3	5.255
2011	47,0	5.168
2012	37,7	5.267
2013	37,7	5.285
2014	45,1	5.728

Kaynak: EVCA Yearbook 2015, Europe Country Tables

Tablo 7'de görüldüğü gibi Avrupa'da 2007-2014 yılları arasında en yüksek yatırımın 2007 yılında yapıldığı, bu yatırım tutarının finansal kriz dönemine denk gelen 2008 yıllında yaklaşık %25 oranında azaldığı gözlenmektedir. Yine kriz sonrası dönemde, 2009 yılında girişim sermayesi yatırımlarının en düşük seviyeye ulaştığı ve girişim sermayesi firmalarının sayısının yaklaşık %15 azaldığı görülmektedir. Yatırımların 2010 yılında tekrar yükseldiği, 2010-2014 yılları arasındaki dönemde dalgalanarak 2014 yılında 45 milyar euroya yükseldiği gözlenmektedir.

Tablo 8: 2014 Yılında Avrupa'da Girişim Sermayesi Yatırımlarının ve Firmalarının Sektörlere göre Dağılımı

	Girişim Sermayesi			Risk Sermayesi		
Sektörler	**Yatırım Tutarı (Bin €)**	**Yatırım Oranı**	**Firma Sayısı**	**Yatırım Tutarı (Bin €)**	**Yatırım Oranı**	**Firma Sayısı**
Tarım	456.707	1,1	50	12.901	0,4	19
Endüstriyel Ürünler	5.393.606	13,0	655	141.082	3,9	278
Endüstriyel Hizmetler	3.097.754	7,5	582	103.389	2,9	166
Kimyasallar	956.416	2,3	114	44.467	1,2	65
İletişim	5.411.312	13,0	749	776.376	21,5	533
Bilgisayar/ Elektronik	5.410.153	13,0	1.001	722.957	20,0	761
İnşaat	961.304	2,3	88	19.356	0,5	13
Tüketim malları/ Perakende	5.671.983	13,6	566	174.352	4,8	211
Müşteri Hizmetleri	3.133.920	7,5	328	152.073	4,2	139
Enerji/Çevre	1.818.873	4,4	349	222.558	6,2	218
Finansal Hizmetler	2.392.181	5,8	121	79.307	2,2	48
Yaşam Bilimleri	5.751.126	13,8	948	1.119.368	31,0	689
Gayrimenkul	196.186	0,5	25	11.677	0,3	7
Taşıma	815.782	2,0	80	22.870	0,6	27
Diğer	91.361	0,2	72	10.616	0,3	35
Toplam	**41.558.663**	**100,0**	**5.728**	**3.613.348**	**100,0**	**3.209**

Kaynak: EVCA Yearbook 2015, Europe Country Tables

Avrupa'daki girişim sermayesi ve risk sermayesi yatırımlarının 2014 yılı itibariyle sektörel dağılımı incelendiğinde (Tablo 8), her iki yatırım türünde de sırasıyla

%15,1 ve %37 ile en yüksek paya sahip sektörün yaşam bilimleri sektörü olduğu görülmektedir. Girişim sermayesi yatırımlarında bu sektörü tüketim malları/perakende (%13,6), endüstriyel ürünler (%13,0), bilgisayar/elektronik (%13,0) ve iletişim (%13,0) sektörleri izlemektedir. Girişim sermayesi firmalarının sektörel dağılımı incelendiğinde ise bilgisayar/elektronik sektöründe yatırım yapan firmaların sayısının en yüksek olduğu görülmektedir. Bu firmaları yaşam bilimleri ve iletişim sektörlerinde yatırım yapan firmalar takip etmektedir. Risk sermayesi yatırımlarında en büyük paya (%31) sahip olan yaşam bilimleri sektörünü, %21,5'lik pay ile iletişim ve %20,0'lik pay ile bilgisayar/elektronik sektörleri izlemektedir. Risk sermayesi firmalarının sektörel dağılımı incelendiğinde ise firmaların bilgisayar/elektronik, yaşam bilimleri ve iletişim sektörlerinde yoğunlaştığı görülmektedir.

2014 yılı itibariyle Avrupa'daki girişim sermayesi yatırımlarının yatırım aşamalarına göre dağılımı Tablo 9'da verilmiştir.

Tablo 9: 2014 Yılında Avrupa'da Girişim Sermayesi Yatırımlarının Yatırım Aşamasına göre Dağılımı

Yatırım Aşaması	Yatırım Tutarı (Milyon€)	Yatırım Oranı
Çekirdek aşaması	0,1	0,2
Başlangıç Aşaması	1,8	4,5
Erken Aşama	1,6	3,9
Toplam Risk Sermayesi Yatırımları	3,6	8,6
Büyüme	5,2	12,6
Kurtarma	0,2	0,5
Yerine Koyma	0,9	2,0
Ara Finansman	31,7	76,3
Toplam Girişim Sermayesi Yatırımları	**45,1**	**100,0**

Kaynak: EVCA Yearbook 2015, Europe Country Tables

Tablo 9 incelendiğinde en yüksek yatırımların ara finansman aşamasında (hisselerin veya varlıkların şirket yöneticilerine, şirket çalışanlarına, başka şirketlere ya da üçüncü kişilere satılarak yatırımdan çıkılması aşaması) yoğunlaştığı, toplam yatırımların %76,3'ünü oluşturduğu görülmektedir. Ara finansman yatırımlarını; büyüme yatırımları ile çekirdek, başlangıç ve erken aşama yatırımlarını kapsayan risk sermayesi yatırımları izlemektedir. Toplam yatırımlar içerisinde en düşük oranın %0,2 ile risk düzeyinin en yüksek olduğu çekirdek aşaması yatırımlarına ait olduğu görülmektedir.

Tablodan hareketle Avrupa'daki girişim sermayesi yatırımlarının ara finansman ve büyüme yatırımlarına odaklandığını söylemek mümkündür.

2014 yılında Avrupa'da gerçekleşen girişim sermayesi yatırımlarının ülkeler arasındaki dağılımı Tablo 10'da verilmiştir.

Tablo 10: 2014 Yılında Avrupa'daki Girişim Sermayesi Yatırımlarının Ülkeler Arası Dağılımı

Ülke	Yatırım Tutarı (Bin€)	Yatırım Oranı
Almanya	7.828.274	17,3%
Avusturya	350.003	0,8%
Baltık Ülkeleri	130.179	0,3%
Belçika	1.073.628	2,4%
Birleşik Krallık	10.274.085	22,8%
Bulgaristan	4.666	0,0%
Çek Cumhuriyeti	308.521	0,7%
Danimarka	1.316.241	2,9%
Diğer Orta ve Doğu Avrupa Ülkeleri	400.770	0,9%
Finlandiya	837.025	1,9%
Fransa	9.055.266	20,1%
Hollanda	3.295.080	7,3%
İrlanda	597.306	1,3%
İspanya	1.693.615	3,8%
İsveç	1.705.015	3,8%
İsviçre	1.155.919	2,6%
İtalya	1.854.505	4,1%
Lüksemburg	32.762	0,1%
Macaristan	202.079	0,4%
Norveç	2.327.461	5,2%
Polonya	272.934	0,6%
Portekiz	315.235	0,7%
Romanya	83.273	0,2%
Ukrayna	6.431	0,0%
Yunanistan	397	0,0%
Toplam	45.120.667	100,0

Kaynak: EVCA Yearbook 2015, Europe Country Tables

Tabloda 10'da da görüldüğü gibi, en büyük pay %22,8 ile İngiltere'ye aittir. İngiltere'yi sırasıyla Fransa, Almanya ve Hollanda izlemektedir. Diğer Avrupa ülkelerinin toplam yatırımlar içerisindeki paylarının düşük seviyelerde kaldığı gözlenmektedir.

2.2.2.1. İngiltere'de Girişim Sermayesi

Daha önce de bahsedildiği üzere girişim sermayesi finansman modeli Avrupa'da ilk olarak İngiltere'de ortaya çıkmış ve Avrupa'daki gelişimine yön vermiştir. Bu nedenle sektörün gelişimi genel olarak Avrupa'daki gelişimi ile paralellik göstermektedir. Avrupa'daki girişim sermayesi yatırımlarının ülkeler arası dağılımı incelendiğinde de en yüksek payın İngiltere'ye ait olduğu görülmektedir.

Sektördeki ilk adımlar 1945 yılında 3i adlı kurumu kurulmasıyla atılmışsa da, bu kurumun gerçek bir risk sermayesi kuruluşu haline gelmesi, diğer bireysel girişim sermayesi kuruluşlarının ve sektörün gelişmesi 1980'li yılları bulmuştur. Bu dönemde menkul kıymet piyasalarının özelleştirilmesi sektörün gelişimini hızlandırmıştır. Ayrıca devlete ait girişim sermayesi kurumlarının oluşturulması, devlet tarafından teşviklerin ve vergi indirimi gibi kolaylıkların sağlanması, girişimciliği destekleme politikalarının oluşturulması, küçük işletmelere yönelik finansman desteği programlarının oluşturulması vb. önlemler de sektörün gelişmesinde etkili olmuştur (Yatmaz, 2012: 65).

Sektörün gelişiminde rol oynayan bir diğer etmen de 1983 yılında İngiliz Girişim Sermayesi Birliği'nin (British Venture Capital Association – BVCA) kurulması olmuştur. 33 tane kurucu fonun katılımıyla kurulan ve 500'ün üzerinde üyesi bulunan birlik, sektörde yer alan tarafların çıkarlarını korumak, üyelerinin görüş ve isteklerini ilgili kurumlara iletmek ve girişim sermayesinin geleceğine ilişkin kararların alımında yardımcı olmak üzere çeşitli faaliyetlerde bulunmaktadır (Çevrimiçi: http://www.bvca.co.uk/AboutUs.aspx, Erişim: 21.05.2014).

İngiltere'de girişim sermayesi sağlayan fonlar genel olarak girişim sermayesi şirketleri ve girişim sermayesi ortaklıklarını kapsayan özel sektör fonları ve sermayesi

merkezi bütçeden, kalkınma ajanslarından veya AB fonlarından sağlanan kamu destekli fonlar olmak üzere iki grupta toplanmaktadır (DTI, 2005: 6). Kamu destekli fonlar da kendi içerisinde ulusal ve bölgesel destekler olarak iki gruba ayrılmaktadır. Ulusal destekler işletme sermaye fonları, özendirme fonu, yenilik yatırım fonu, erken büyüme fonu, bölgesel girişim sermayesi fonu, Bridges toplumsal gelişim girişim fonu, üniversite çekirdek fonu vb. fonları kapsamaktadır. Bölgesel destekler ise bölgelerin ihtiyaç ve potansiyelleri göz önünde bulundurularak tasarlanan destekleri kapsamaktadır.

İngiltere'deki girişim sermayesi yatırımlarının 2007-2014 yılları arasındaki gelişimi ve Avrupa'da gerçekleştirilen yatırımlar içerisindeki payı aşağıda Tablo 11'de özetlenmiştir.

Tablo 11: 2007-2014 Yılları Arasında İngiltere'de Gerçekleştirilen Girişim Sermayesi Yatırımları

Yıllar	Tutar (Milyar €)	Toplam İçerisindeki Payı %
2007	26,5	28,3
2008	14,7	24,6
2009	5,8	20,7
2010	13,5	29,6
2011	11,0	22,8
2012	10,7	26,7
2013	10,2	25,6
2014	10,3	22,8

Kaynak: EVCA Yearbook 2015, Europe Country Tables

Tablo 11'den de görüleceği üzere girişim sermayesi yatırımlarının tutar olarak en yüksek olduğu yıl 2007 yılı iken, pay olarak en yüksek düzeye ulaştığı yıl 2010 yılı olmuştur. 2008 yılında yaşanan küresel finansal kriz nedeniyle yatırımlar yaklaşık %42oranında azalmış, krizi izleyen 2009 yılında ise bir önceki yıla göre %60'tan fazla bir düşüşle ilgili dönemdeki en düşük seviyeye inmiştir. 2010 yılında hızlı bir yükseliş gözlense de, sonraki yıllarda gerçekleşen düşüşler ile 2014 yılsonu itibariyle gerçekleşen yatırımlar 2007 yılında gerçekleşen yatırımların çok altında kalmıştır. 2011-2014 yılları arasındaki dönemde yatırımların Avrupa toplamı içerisindeki payının %22 - %27 civarlarında olması, yatırımların genel olarak Avrupa'da düşüş eğiliminde olduğunu göstermektedir.

İngiltere'deki 2014 yılında gerçekleşen girişim sermayesi yatırımlarının sektörel dağılımı Tablo 12'de verilmiştir.

Tablo 12: 2014 Yılında İngiltere'de Girişim Sermayesi Yatırımlarının Sektörlere Göre Dağılımı

Sektörler	Yatırım Tutarı (Bin €)	Yatırım Oranı %	Firma Sayısı
Tarım	50.764	0,5	3
Endüstriyel Ürünler	490.119	4,8	53
Endüstriyel Hizmetler	1.026.560	10,0	61
Kimyasallar	7.520	0,1	8
İletişim	1.169.631	11,4	179
Bilgisayar/elektronik	1.340.155	13,0	271
İnşaat	109.386	1,1	7
Tüketim malları/perakende	1.427.881	13,9	85
Müşteri Hizmetleri	1.721.405	16,8	73
Enerji/Çevre	264.531	2,6	64
Finansal Hizmetler	1.339.365	13,0	49
Yaşam bilimleri	1.045.056	10,2	165
Gayri menkul	20.488	0,2	3
Taşıma	257.119	2,5	13
Diğer	4.104	0,0	8
Toplam	10.274.085	100,0	360

Kaynak: EVCA Yearbook 2015, Europe Country Tables

İngiltere'deki yatırımların sektörler arasındaki dağılımı incelendiğinde Tablo 12'de de görüldüğü üzere müşteri hizmetleri sektörünün en yüksek paya sahip olduğu görülmektedir. Bu sektörü, tüketim malları/perakende, finansal hizmetler, bilgisayar ve endüstriyel hizmetler sektörleri izlemektedir. Girişim sermayesi firmalarının sektörel

dağılımları incelendiğinde ise bilgisayar/elektronik, iletişim ve yaşam bilimleri sektörlerinde yoğunlaşmalar olduğu gözlenmektedir.

İngiltere'de 2014 yılında yapılan girişim sermayesi yatırımlarının aşamalara göre dağılımı Tablo 13'te özetlenmiştir. Verilerin Avrupa verileri ile paralellik gösterdiği, yatırımların ara finansman ve büyüme aşamalarına odaklandıkları gözlenmektedir.

Tablo 13: 2014 Yılında İngiltere'de Girişim Sermayesi Yatırımlarının ve Firmalarının Yatırım Aşamasına Göre Dağılımı

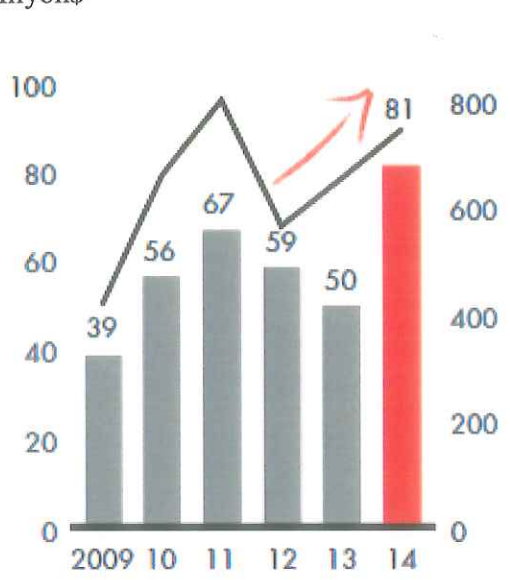
Yatırım Aşaması	Yatırım Tutarı (Bin €)	Yatırım Oranı	Firma Sayısı
Çekirdek Aşaması	4.169	0,0	15
Başlangıç Aşaması	394.621	4,2	216
Erken Aşama	439.826	4,7	134
Toplam Risk Sermayesi Yatırımları	838.616	8,9	360
Büyüme	1.412.539	15,0	133
Kurtarma	118.543	1,3	8
Yerine Koyma	50.327	0,5	7
Ara Finansman	7.015.444	74,4	181
Toplam Girişim Sermayesi Yatırımları	9.435.469	100,0	682

Kaynak: EVCA Yearbook 2015, Europe Country Tables

2.2.3. Asya'da Girişim Sermayesinin Gelişimi

Girişim sermayesi finansman modeli, Amerika'da başarıyla uygulanmasının ardından Avrupa'da gelişmeye ve yaygınlaşmaya başlamış, modelin Asya'daki serüveni ise ancak 1990'lı yılların sonunda yaşanan teknolojik gelişmeler sayesinde başlayabilmiştir. 1995–2000 yılları arasında Amerika ve Avrupa'da girişim sermayesi

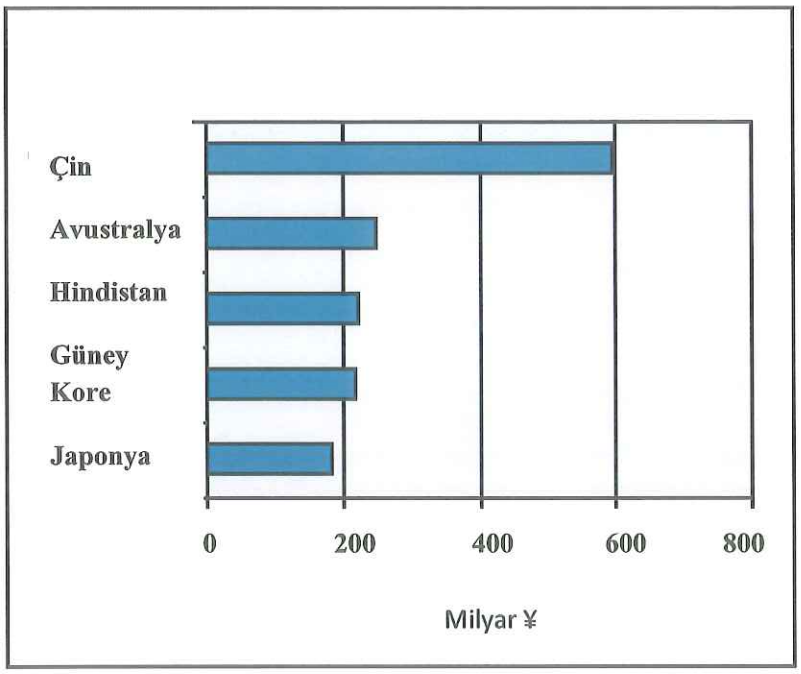
sektöründe yaşanan büyüme, bu kıtalardaki büyüme hızına oranla daha düşük bir oranla da olsa sektörün Asya'daki gelişimine yansımıştır. Sektördeki büyüme gerekli hukuki ve diğer düzenlemeleri yapacak ve girişim sermayesini destekleyecek kurumsal çerçevenin eksikliği ve NASDAQ gibi sermaye piyasalarının bulunmayışı ya da mevcut sermaye piyasalarının etkin işlemeyişi nedeniyle yetersiz kalmıştır (Yatmaz, 2012: 74). 2009-2014 yılları arasında Asya'da gerçekleştirilen girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin veriler Grafik 2'de verilmiştir.



Asia-Pacific Private Equity Report, 2015: 1

Grafik 2: 2009-2014 Yılları Arasında Asya'da Gerçekleşen Anlaşma Sayıları ve Tutarları

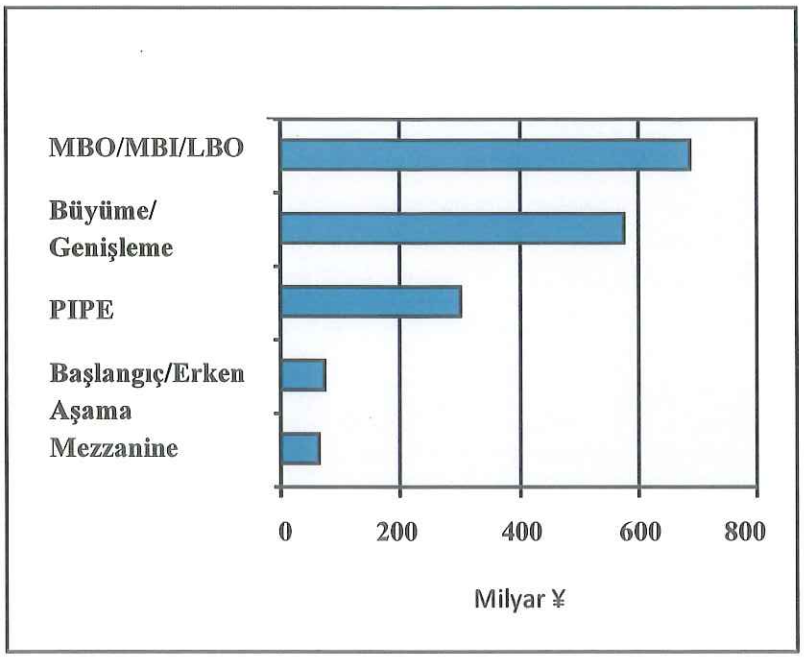
Grafikten de izlendiği üzere Asya'da gerçekleşen yatırımlar 2009-2011 yılları arasında artış göstermiş, 2011-2013 yılları arasında ise yatırımlarda düşüş gözlenmiştir. Yatırımlar 2014 yılında bir önceki yıla göre %50'den fazla artış göstererek, anlaşma sayısı ve tutar olarak en yüksek seviyeye ulaşmıştır.



Kaynak: Asian Venture Capital Journal

Grafik 3: 2009-2010 Yıllarında Asya'da Yapılan Girişim Sermayesi Yatırımlarının Ülkeler Arası Dağılımı

Asya'daki girişim sermayesi yatırımlarının 2009-2010 yıllarında ülkeler arasındaki dağılımı incelendiğinde, Grafik 3'ten de izlendiği üzere en yüksek yatırımların Çin'de, en düşük yatırımların ise Japonya'da gerçekleştiği görülmektedir.

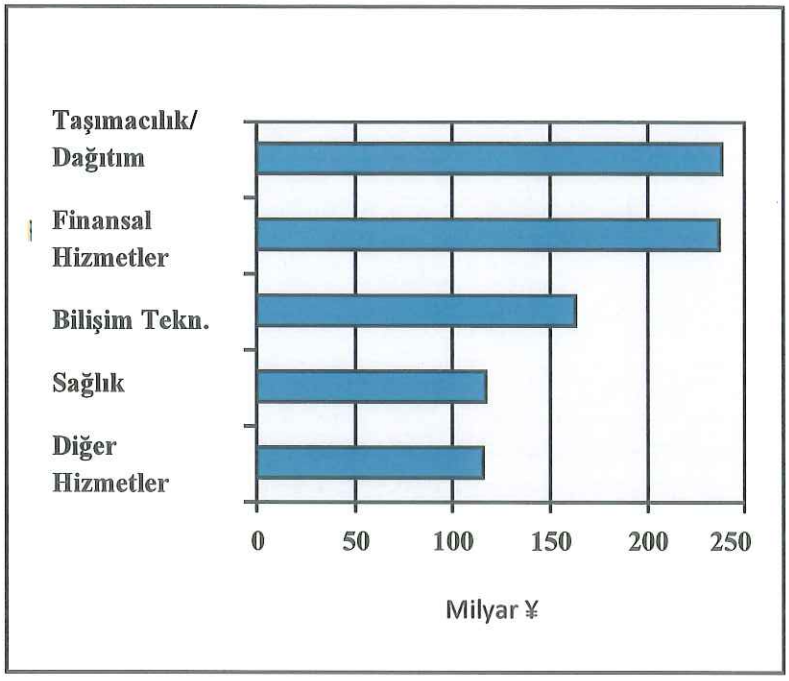


Kaynak: Asian Venture Capital Journal

Grafik 4: 2009-2010 Yıllarında Asya'da Yapılan Girişim Sermayesi Yatırımlarının Yatırım Aşamalarına Göre Dağılımı

Grafik 4'te Asya'daki girişim sermayesi yatırımlarının 2009-2010 yıllarında yatırım aşamasına göre dağılımı incelendiğinde, en büyük yatırımların şirket hisselerinin satılması aşamasında yapıldığı, bu yatırımları büyüme ve genişleme yatırımlarının izlediği görülmektedir. Diğer aşamalara göre risk düzeyi yüksek olan erken aşama ve başlangıç aşaması yatırımlarının ise toplam yatırımlar içerisindeki payının düşük olduğu gözlenmektedir.

Asya'daki girişim sermayesi yatırımlarının 2009-2010 yıllarında sektörel dağılımı Grafik 5'te özetlenmiştir.



Kaynak: Asian Venture Capital Journal

Grafik 5: 2009-2010 Yıllarında Asya'da Yapılan Girişim Sermayesi Yatırımlarının Sektörel Dağılımı

Grafik 5'e göre toplam yatırımlar içerisinde en büyük payların taşımacılık/dağıtım ve finansal hizmetler sektörlerine ait olduğu görülmektedir. Bilişim teknolojileri ve sağlık sektörlerinin de toplam yatırımlar içerisinde önemli paylara sahip oldukları gözlenmektedir.

2.2.3.1. Japonya'da Girişim Sermayesi

Japonya'da girişim sermayesine yönelik ilk çalışmalar 1963 yılında kabul edilen "Küçük İşletmeler Yatırım Kanunu" ile dolayısıyla kamu öncülüğünde başlatılmıştır. 1963 yılında bu kanuna dayanılarak Tokyo, Nagoya ve Osaka'da sermayeleri yerel hükümetler ve finansal kuruluşlardan sağlanan 3 adet küçük işletmeler yatırım şirketi (SBICJ) kurulmuştur (Kenney vd., 2004: 68). Bu şirketlerin amacı küçük işletmelerin, hisse senetlerinden satın alarak özkaynak yoluyla finansman sağlamaktır (Ceylan, 2002: 179-180). Japonya'da kurulan SBIC'ler Amerika'dakilerden işleyiş bakımından

farklılık göstermektedir. Amerika'daki SBIC'ler özel firmalar tarafından kurulmakta, fonları hükümetten ve bankalardan alarak küçük işletmelere ödünç vermektedir. Japonya'dakiler ise yarı-kamu kuruluşları olup, küçük işletmelere özkaynak yoluyla yatırım yapmakta ve bu işletmelere danışmanlık hizmeti vermektedirler. Japonya'daki SBIC'lere getirilen; yatırım yaptıkları şirketlerin hisse senetlerinin en az %15'ine ve %50'sine sahip olma ve portföydeki şirketin nominal sermayesinin yatırım sonrasında 300 milyon yeni aşmaması gibi kısıtlamalar yatırımların düşük seviyelerde kalmasına yol açmıştır (Zaimoğlu, 2001:181).

Kamu gözetiminde başlatılan girişim sermayesi sistemine özel sektörün dahil olması 1970'li yılları bulmuştur. 1971 yılında bir grup iş adamı girişim sermayesi sisteminin Amerika'daki gelişimini izlemek amacıyla Amerika'ya bir gezi düzenleniş ve Amerika'nın ilk girişim sermayesi şirketi kabul edilen ARDC'nin yaklaşımı ve deneyimleri üzerinde çalışmışlardır. İş adamları Japonya'ya döndüklerinde girişim sermayesi fikrini ortaya atmış, profesörlerin de katkılarıyla Kyoto İşletme Geliştirme Şirketi'ni (Kyoto Enterprise Development Co. –KED) kurmuşlardır. KED birçok firmaya yatırım yapmış fakat beklenen sonuçları elde edemeyince 1979 yılında kapanmıştır. Her ne kadar kısa süre faaliyet göstermiş olsa da KED'in Japonya'daki girişim sermayesinin temelini oluşturduğunu söylemek mümkündür (Hamada, 2009: 1-2).

Sektördeki 1972-1974 yılları arasında ilk girişim sermayesi patlaması olarak adlandırılan dönemde gerçekleşen en büyük başarı 1972 yılında finansmanı Nomura Securities, Sanwa Bank ve Nippon Life Insurance şirketleri tarafından sağlanan Japon Associated Finance Co. – JAFCO şirketinin kurulması olmuştur (Hamada, 2009: 2). Bu dönemde yaşanan diğer önemli gelişme de 1974 yılında Uluslararası Ticaret ve Sanayi Bakanlığı tarafından girişim sermayesi konusunda ana bilgi kaynağı olması planlanan Girişim Sermayesi Merkezi'nin (VEC) kurulmasıdır. Sektör tüm bu gelişmelere rağmen 1980li yılların ortalarına kadar beklenen gelişimi gösterememiştir. 1983 yılında tezgah üstü piyasaların serbestleşmesine yönelik düzenlemelerin yürürlüğe girmesi ve 1984 yılında da Amerika'daki Nasdaq sisteminin benzeri olan SDAJ'ın (Securities Dealers Association of Japan) faaliyete geçmesi yatırımların yeniden artmasını sağlamıştır

(Zaimoğlu, 2001: 178). Ayrıca 1999 yılında Tokyo Menkul Kıymetler Borsası ve Jasdaq'ın küçük işletmelerin halka açılmasına yönelik standartlarında yapılan düzenlemeler de yatırımlarda artışa neden olmuştur.

2002 yılında Japon Girişim Sermayesi Birliği'nin (Japanese Venture Capital Association – JVCA) kurulması da sektörün gelişimi açısından önem taşıyan gelişmelerden biridir. 70 üyesi bulunan birlik, girişim sermayesinin bilinirliğini arttırmaya ve sektörün gelişimine zemin oluşturarak Japon ekonomisine katkıda bulunmaya yönelik faaliyetler yürütmektedir (http://jvca.jp/english/about/work.html, Erişim: 13.07.2014).

Japonya'daki girişim sermayesi sistemi devlet desteğin yoğun olarak görüldüğü bununla birlikte özel sektörün de önemli ölçüde rol aldığı bir sistem olarak karşımıza çıkmaktadır. Sektörde yer alan iki önemli kamu girişim sermayesi kuruluşlarından biri Küçük ve Orta ölçekli işletmeler için Bölgesel Yenilik Teşkilatı (Organization for Small and Medium Enterprises and Regional Innovation – SMRJ)'dır. SMRJ yeni şirketlerin kurulmasını, KOBİ'lerin büyümesi ve gelişmesini, KOBİ'ler için güvenli ağ ve altyapı sağlanmasını desteklemek üzere çeşitli faaliyetlerde bulunmak üzere kurulmuştur (http://www.smrj.go.jp/english/activities/index.html, Erişim: 13.07.2014). Önemli kamu girişim sermayesi kuruluşlarından bir diğeri olan İş/Girişim Destek Merkezi (SME/Venture Business Support Center) ise KOBİ'lere ve girişim sermayesi desteği ile kurulmuş firmalara halka açılma, patent çıkarma, kaynak yaratma vb. yönetsel konularda destek vermek ve girişimcileri uygun yatırımcılarla bir araya getirmek amacıyla çeşitli faaliyetlerde bulunmaktadır (http://www.chusho.meti.go.jp/sme_english/bestpractice/02/outline.htm, Erişim: 14.07.2014) kamu tarafından sağlanan girişim sermayesi destekleri ise yetenek geliştirme ve yönetim destekleri ve finansal desteklerden oluşmaktadır.

Özel sektörün girişim sermayesi sektörüne katkısı ise girişim sermayesi şirketlerinin doğrudan yatırımları ve girişim sermayesi fonlarının yatırımları aracılığıyla olmaktadır. Sektördeki girişim sermayesi şirketleri genel olarak finansal şirketlere bağlı

olarak kurulan kuruluşlardan oluşmakta, girişim sermayesi fonları ise finansal olmayan şirketlerden ve bankalardan fon sağlamaktadırlar (Ujiie, 2002: 443-444,448).

Japonya'da girişim sermayesi sektörüne ait veriler Tablo 14'te özetlenmiştir.

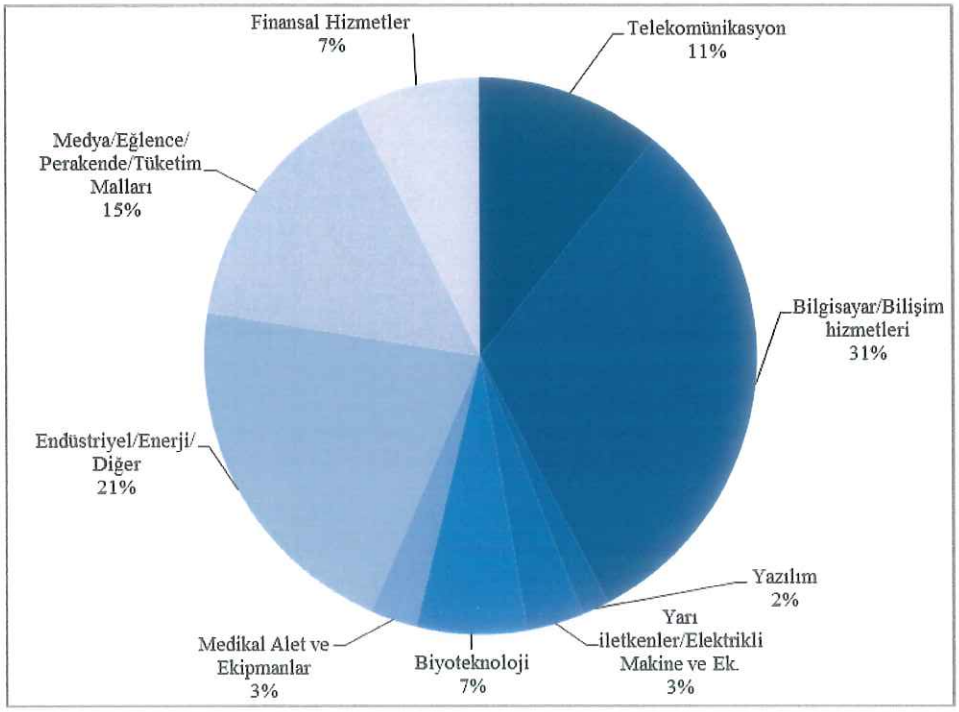
Tablo 14: 2007-2014 Yıllarında Japonya'da Yapılan Girişim Sermayesi Yatırımları

Yıllar	Yatırım Tutarı (Milyar ¥)	Yatırım Yapılan Firma Sayısı
2007	193	2579
2008	137	1294
2009	88	991
2010	113	915
2011	124	1017
2012	103	824
2013	164	735
2014	143	732

Kaynak: VEC, Survey on Trends in Venture Capital Investment, 2015: 2

Tablodan da görüleceği üzere girişim sermayesi yatırımlarının ve yatırım yapılan firma sayısının en yüksek olduğu yıl 2007 yılı olmuştur. 2008 yılında yaşanan finansal krizle birlikte yatırımlar %13 oranında azalırken, yatırım yapılan firma sayısı yaklaşık %50 oranında düşmüştür. 2009 yılında ise yatırımlarda kriz öncesi döneme göre yaklaşık %52'lik ve yatırım yapılan firma sayısında da yaklaşık %62'lik bir düşüş söz konusu olmuştur. Sektörde izleyen yıllarda bir yükseliş gözlense de sektörün 2012 yılında tekrar düşüşe geçtiği, yatırımların 2007 yılına göre çok düşük düzeylerde kaldığı görülmektedir. 2013 yılında yatırım tutarı bir önceki yıla oranla %50'den fazla artış gösterirken, 2014 yılında az da olsa bir düşüş yaşanmıştır. İlgili yıllarda yatırım yapılan firma sayısı 2012 yılına kıyasla yaklaşık %11 oranında düşüş gözlenmiştir.

Japonya'da 2014 yılında yapılan girişim sermayesi yatırımlarının sektörlere göre dağılımı Grafik 6'da verilmiştir.



Kaynak: VEC, Survey on Trends in Venture Capital Investment, 2015: 3

Grafik 6: 2014 Yılında Japonya'da Girişim Sermayesi Yatırımlarının Sektörlere Göre Dağılımı

Yatırımların sektörler arası dağılımı incelendiğinde en büyük payın %31 ile bilgisayar/bilişim hizmetleri sektörüne ait olduğu, bu sektörü sırasıyla %21 ile endüstriyel/enerji/diğer ve %15 ile medya/eğlence/perakende/tüketim malları sektörleri izlemektedir.

Japonya'da 2014 yılında yapılan girişim sermayesi yatırımlarının yatırım aşamalarına göre dağılımı ise Tablo 15'te verilmiştir.

Tablo 15: 2014 Yılında Japonya'da Girişim Sermayesi Yatırımlarının Yatırım Aşamalarına Göre Dağılımı

Yıllar	Yatırım Tutarı (Milyar ¥)	Yatırım Oranı	Yatırım Yapılan Firma Sayısı	Yatırım Yapılan Firma Oranı
Çekirdek Aşama	29	17,5%	40	23,3%
Erken Aşama	52	32,0%	58	33,7%
Genişleme	52	31,7%	54	31,4%
Geç Aşama	31	18,8%	20	11,6%
Toplam	164	100,0%	172	100,0%

Kaynak: VEC, Survey on Trends in Venture Capital Investment, 2015: 3

Tablo 15'ten de izlendiği üzere Japonya'da 2014 yılında gerçekleşen yatırımların çok büyük bir kısmı erken aşama ve genişleme aşaması yatırımları üzerinde yoğunlaşmıştır. İlgili yılda 58 firmaya erken aşama yatırımı, 54 firmaya genişleme yatırımı yapıldığı görülmektedir.

Girişim sermayesinin Japonya'daki gelişimi genel olarak değerlendiğinde, sektörün Asya'nın genelinde ve Japonya'da, Amerika ve Avrupa'ya göre çok geç ortaya çıktığı ve beklenilen büyümeyi tam olarak gerçekleştiremediği görülmektedir. Japonya'daki girişim sermayesi sistemi Amerika'daki sistemi ve uygulamaları temel almış olsa da Japon kültürüne adapte edildiği için Amerika'daki sistemden birçok yönden farklılıklar göstermektedir. Bu farklıklar aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- Japonya'daki finansal sistem büyük kurum ve kuruluşlara dayalı olarak işlemektedir. Bu kuruluşlar kendi imkanları ile yeni teknoloji yatırımları gerçekleştirmiş ve imalat sektöründe faaliyet gösteren büyük şirketler teknolojik yeniliklere kolaylıkla uyum sağlayabilmişlerdir. Böylelikle

ülkedeki teknolojik gelişmede boşluk oluşmasını önlemişlerdir (Tuncel, 2000: 98). Dolayısıyla, özellikle risk sermayesi yatırımlarına ihtiyaç duyulmamıştır.

- Ömür boyu iş garantisi ve çalışmanın bir fazilet olarak görülmesi Japon kültürünün önemli bir parçasıdır. Büyük firmalar, çalışanlarını üniversitelerden alıp, emekli oluncaya kadar aynı işyerinde istihdam etme eğilimindedirler. Bu sistem, doğal olarak yaratıcı girişimcilerin ortaya çıkmasını teşvik etmemektedir (Zaimoğlu, 2001: 179).

- Japonya'da girişim sermayesi yatırımları yoluyla hisse senedi alımı iki şirket arasında uzun sürecek bir ilişki anlamına gelmektedir. Dolayısıyla buradaki şirketler iflas durumu söz konusu olmadığı sürece yatırım yaptıkları şirketleri ya da paylarını satmak taraftarı değildirler. Bu düşünce yapısı girişim sermayesi sisteminin işleyişiyle çeliştiğinden yatırımların istenilen düzeye ulaşamamıştır.

- Japonya'da Antimonopol Kanunu'nun da girişim sermayesi şirketlerinin finanse ettikleri işletmelerin yönetim kurullarında yönetici bulundurmalarını yasaklaması, sistemin gelişimi engellemiştir (Tuncel, 2000: 98).

2.2.4. Latin Amerika'da Girişim Sermayesi

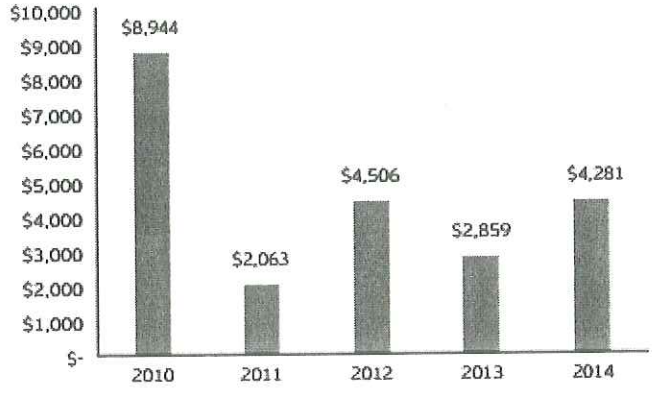
Girişim sermayesinin gelişmekte olan ülkelerdeki gelişimini ve mevcut durumunu inceleyebilmek açısından Latin Amerika ve Brezilya örneği ele alınmıştır. Amerika, Avrupa ve Asya'daki gelişmiş ülkelerinde belli aşamalara gelmiş olan sektörün, Latin Amerika'da henüz emekleme aşamasında olduğu söylenebilir. Amerika'da girişim sermayesi sektöründe yaşanan büyüme sonucu girişim sermayesi yatırımcıları yatırımlarını Latin Amerika'da özellikle iki büyük Pazar olan Brezilya ve Meksika'ya yöneltmişlerdir. Gelişmiş sermaye piyasalarıyla karşılaştırıldığında daha istikrarlı bir ekonomiye sahip oluşu da Latin Amerika'yı girişim sermayesi yatırımları açısından cazip kılmaktadır (Darrow ve Gibeau, 2007: 1).

Latin Amerika'da girişim sermayesi sektöründe faaliyet gösteren firmalar çeşitlilik göstermektedir. Sektörde belirli bir olgunluğa ulaşmış birçok firma bulunmaktadır. Bunun yanı sıra henüz gelişme aşamasında olan ve gayrimenkul, tüketim malları vb. büyüyen sektörlere yatırım yapan firma sayısı da oldukça fazladır (Darrow ve Gibeau, 2007: 1).

Latin Amerika'daki girişim sermayesi sistemi bazı yönleriyle Amerika'daki sistemden farklılıklar göstermektedir. Örneğin firmaların sermayedarları genellikler aile üyelerinden oluşmakta, bu üyeler hisselerini satmak ve kontrol yetkilerini kaybetmek istememektedirler. Bununla birlikte ortaklık paylarında çeşitli yasal ve sektörel kısıtlamalar da bulunmaktadır. Dolayısıyla girişim sermayesi yatırımlarında, Amerika'daki yatırımlara göre, düşük oranlarda hisse senedi satın alınarak ortak olunmaktadır (Darrow ve Gibeau, 2007: 2).

Sektörün 2010-2014 yılları arasındaki gelişimi Grafik 7'de özetlenmiştir.

Milyon

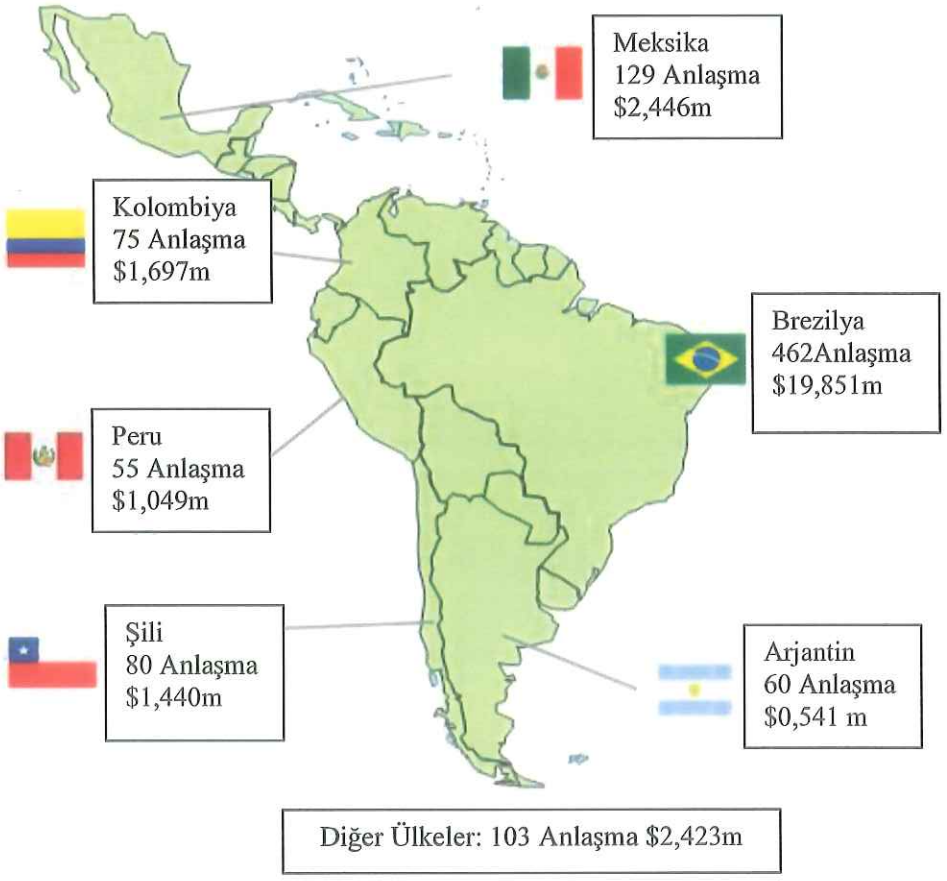


Kaynak: Private equity roundup-Latin America, 2015: 8

Grafik 7: 2010-2014 Yılları Arasında Latin Amerika'da Girişim Sermayesi Yatırımları

Grafik 7'de görüldüğü üzere 2010 yılında yaklaşık 9 milyon dolarlık yatırım söz konusu iken bu tutar 2011 yılı itibariyle 2 milyon dolar seviyesine gerilemiştir. Yatırımlar 2012 yılında bir önceki yıla oranla %100'deb fazla artış göstererek 4,5 milyon dolara yükselmiştir. 2013 yılında yaklaşık %35lik bir düşüşten sonra 2014 yılında tekrar 2012 yılı seviyelerine yükselmiştir.

Latin Amerika'da 2008-2012 yılları arasında yapılan girişim sermayesi yatırımlarının ve anlaşmalarının ülkeler arasındaki dağılımı Şekil 3'te özetlenmiştir.

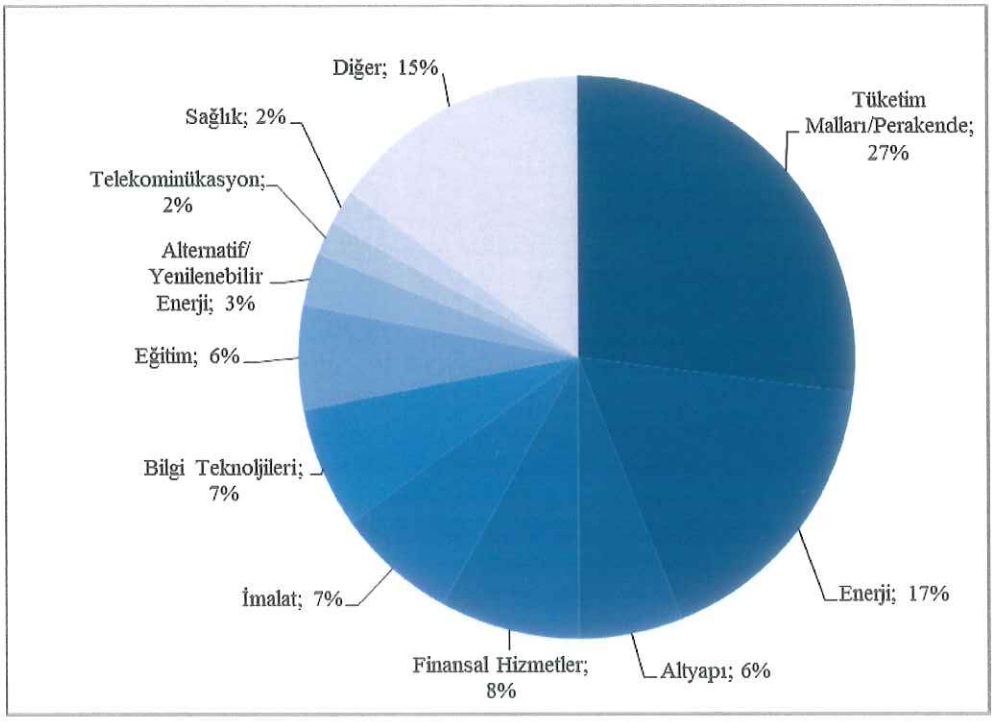


Kaynak: Private Equity and Venture Capital in Latin America, 2013

Şekil 3: 2008-2012 Yılları Arasında Latin Amerika'da Gerçekleşen Girişim Sermayesi Yatırımlarının ve Anlaşmalarının Ülkeler Arası Dağılımı

İlgili dönemde yatırım tutarının ve yapılan anlaşma sayısının en yüksek olduğu ülkenin Brezilya olduğu görülmektedir. Brezilya'daki yatırımların büyüklüğünün ve anlaşma sayısının Latin Amerika'daki diğer ülkelerin toplamından yaklaşık 2,2 kat daha fazla oluşu, sektörün Latin Amerika'daki seyrinin Brezilya tarafından belirlendiği şeklinde yorumlanabilir.

Latin Amerika'da 2012 yılında gerçekleşen girişim sermayesi yatırımlarının sektörel dağılımı Grafik 8'de özetlenmiştir.



Kaynak: Private Equity and Venture Capital in Latin America, 2013

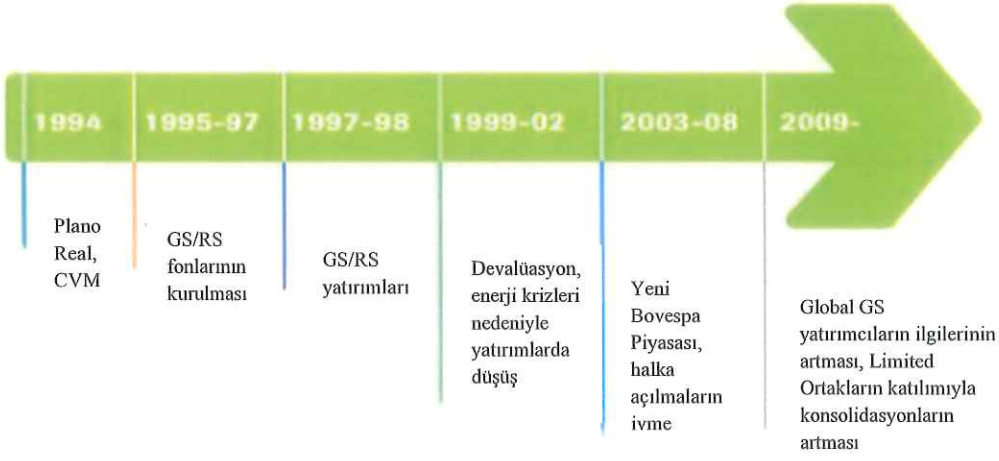
Grafik 8: 2012 Yılında Latin Amerika'da Girişim Sermayesi Yatırımlarının Sektörel Dağılımı

Grafik 8 incelendiğinde yatırımlarının %27'sinin tüketim malları/perakende sektöründe yoğunlaştığı, enerji sektöründeki yatırımların da toplam içerisinde önemli bir paya sahip olduğu görülmektedir. Bu sektörleri finansal hizmetler, imalat, bilgi teknolojileri, altyapı ve eğitim sektörleri izlemektedir.

2.2.4.1. Brezilya'da Girişim Sermayesi

Girişim sermayesinin Brezilya'daki serüveni 1974 yılında Brezilya Ekonomik ve sosyal Kalkınma Bankası tarafından IBRASA, EMBRAMEC ve FIBASE adlı kuruluşların kurulmasıyla başlamıştır. 1982 yılında bu üç kuruluş BNDESPar adı altında birleştirilmiştir. 1990'lı yılların ortalarında "Plano Real (Real Plan)"in uygulanmasıyla enflasyonun düşürülmesi ve dengelenmesi ile sektör ivmeli bir büyüme dönemine girmiştir. Bu büyümede Brezilya Menkul Kıymetler Komisyonu'nun (Brazilian Securities Commission – CVM) getirdiği düzenlemelerle önemli bir rol

oynamıştır. Bu gelişmelere ek olarak Araştırma ve Proje Finansman Ajansı (Financier of Studies and Projects -FINEP) ve Brezilya Sınai Kalkınma Ajansı'nın (Brazilian Agency of Industrial Development-ABDI) sektöründe gelişimine katkı sağlamışlardır (The Brazilian Private Equity and Venture Capital Directory 2010-2011: 7).



Kaynak: The Brazilian Private Equity and Venture Capital Directory 2010-2011: 7

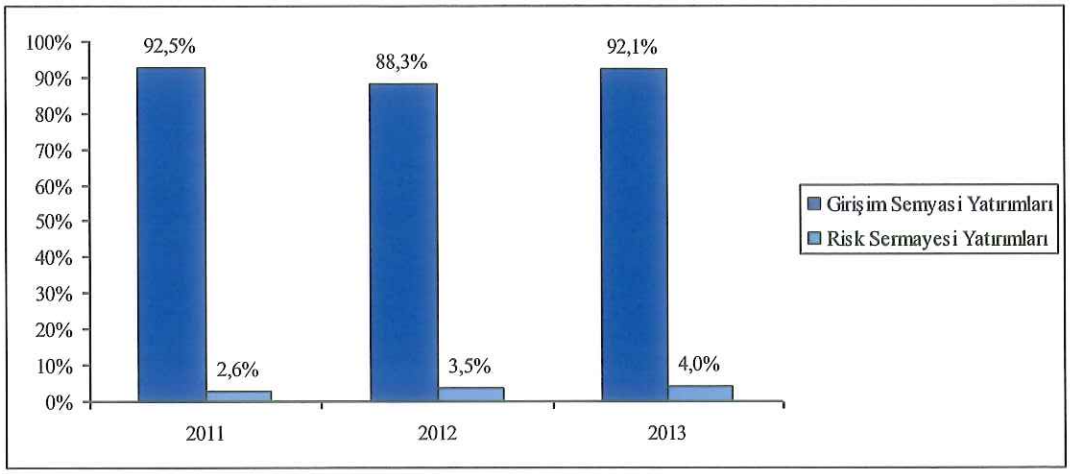
Şekil 4: Girişim Sermayesi Sektörünün Brezilya'daki Gelişimi

Girişim sermayesi sektörünün Brezilya'daki gelişimini özetleyen Şekil 4'ten de görüleceği üzere 1994'te yapılan yasal düzenlemeler sonrasında girişim sermayesi yatırımları gelişmeye başlamıştır. Sektör 1999-2002 yılları arasında devalüasyon, enerji krizleri vb. nedenlerle yatırımların azalmasıyla sekteye uğrasa da 2000 yılında Brezilya Özel Sermaye ve Risk Sermayesi Derneği'nin (Brazilian Private Equity and Venture Capital Association – ABVCAP) kurulması, sektör açısından önemli bir gelişme olmuştur. 2003 yılından sonra halka açılmalarda artış yaşanmış, 2008 yılında BOVESPA'nın Brezilya Ticaret ve Vadeli İşlemler Borsası ile birleşerek BMandFBOVESPA'yı oluşturmasıyla sektör yeniden ivme kazanmıştır. 2009 yılından günümüze kadar olan dönemde küresel yatırımcılarının ilgisini çeken bir sektör haline gelmiştir.

Brezilya'daki girişim sermayesi sistemi özel sektör eliyle va kamu desteğiyle yürütülmekte olup, devletin doğrudan sisteme müdahalesi söz konusu değildir. Devlet özellikle 1970'li yıllarda geliştirdiği polikalar ve aldığı önlemlerle sektörün gelişmesine önemli katkılar sağlamıştır (FGV, 2008: 36). Bu bağlamda kamunun sağladığı destekleri yönetmek üzere kurulan ABDI, BINDES ve FINEP gibi kuruluşlar, girişim sermayesinin gelişiminde önemli roller üstlenmişlerdir. Bu gelişmelere rağmen girişim sermayesi sektörü hem Brezilya'da hem de Latin Amerika'nın genelinde istenilen düzeyde büyüme sağlayamamıştır. Sektörün bu bölgede yeni bir sektör olması nedeniyle oluşan deneyim eksikliği, sermaye piyasalarındaki istikrarsızlıklar, yasal çerçevenin yetersizliği, kurumsalyönetimin eksikliği ve aile şirketlerinin yaygınlığı gibi nedenler sektörün beklenen düzeyde büyümesini engellemiştir.

EMPEA/Coller Capital Emerging Markets Equity Survey sonuçları, Brezilya'nın 2008-2009 döneminde uluslararası yatırımlar için Çin'den sonra en cazip ikinci ülke konumunda olduğunu göstermiştir. Ayrıca BRIC ülkeleri arasında kriz sonrası dönemde uzun dönemli risk algısı düşen tek ülke Brezilya olmuştur. 2004 ve 2009 yılları arasında Latin Amerika'da gerçekleşen girişim sermayesi ve risk sermayesi yatırmlarının %45'i ($19milyar) Brezilya'da gerçekleşmiştir. Yine 2008-2012 yılları arasındaki dönemde Latin amerika'da gerçekleşen yaklaşık $30milyarlık yatırımın yaklaşık %66'sı ($20milyar) Brezilya'daki yatırımlardan oluşmaktadır (The Brazilian Private Equity and Venture Capital Directory 2010-2011, 2010:10).

2011-2013 yılları arasında Brezilya'da gerçekleşen girişim sermayesi ve risk sermayesi yatırımlarının toplam yatırımlar içerisindeki payı Grafik 9'da verilmiştir.



Kaynak: Data Consolidation of the Private Equity and Venture Capital Industry in Brazil 2011-2012-2013: 11

Grafik 9: Brezilya'da Girişim Sermayesi Yatırımlarının Toplam Yatırımlar İçerisindeki Payı

Brezilya'da 2011-2013 yılları arasındaki dönemde girişim sermayesi ve risk sermayesi yatırımlarının toplam yatırımlar içerisindeki payının oldukça yüksek olduğu, 2012 yılında çok küçük oranda bir düşüş gerçekleştiği, 2013 yılında ise %96'yı aştığı görülmektedir. Girişim sermayesi yatırımlarının toplam içerisindeki payında dalgalanmalar gözlenmekle birlikte, risk sermayesi yatırımlarının payında yıllar itibariyle artış gözlenmektedir.

2.3. Türkiye'de Girişim Sermayesinin Gelişimi

Türkiye'de 1963 yılında hayata geçirilen 1. Beş Yıllık Kalkınma Planı ile KOBİ'ler için bilim ve teknolojinin geliştirilmesine yönelik politikalar belirlenmiş, tedbirler alınmış olmasına karşın, alternatif bir finansman modeli olarak girişim sermayesinin gündeme gelmesi 1980'li yılların ortalarını bulmuştur (Tuncel, 2000: 119-120). Girişim sermayesine ilişkin ilk adımlar 1984 yılında Ekonomik İşler Yüksek Koordinasyon Kuruluna bağlı Geliştirme ve Destekleme Fonunun kurulmasıya atılmıştır (Canbaş, 1992: 72). 1988 yılında küçük ve orta ölçekli girişimcilere destek sağlamak amacıyla İşssizlikle Mücadele ve İstihdam Geliştirme Yüksek Koordinasyon

Kurulu kurulmuştur. Bu kurulun küçük girişimlere teknik, idari, yönetsel konularda destek vermek üzere kurduğu Teşebbüs Destekleme Ajansı (TDA) girişim sermayesine yönelik önemli faaliyetlerinden birisi olmuştur. TDA'nın küçük girişimlere sağlayacağı desteklerle, bu işletmelerin başanlı sonuçlara ulaşması, dolayısıyla da ekonomide istihdamın arttırılması amaçlanmıştır (Uludağ; 1996: 43). Bu dönemde Devlet Bakanlığı da özellikle yeni teknolojilere yönelik Ar-Ge ve üretim yapmak isteyen girişimcilere yönelik olarak, kurulacak bir girişim sermayesi şirketi aracılığıyla ve/veya doğrudan girişim sermayesi desteği verilmesi yönünde politikalar belirlemiştir. Fakat bu dönemde yaşanan siyasi ve ekonomik gelişmeler, ekonomik kararlara da yansımış, TDA'nın faaliyetlerinin 1991 yılına kadar askıya alınmasına neden olmuştur. 1990 yılında Dünya Bankası ile birlikte hazılranan Teknoloji Geliştirme Projesi çerçevesinde Türkiye'de bir girişim sermayesi şirketinin kurulması planlanmışsa da proje gerçekleştirilememiştir. 1988 – 1991 yılları arasında yaşanan duraklamanın ardından 1992 yılında açıklanan Ekonomi Paketi ile girişim sermayesi sektörünün kurulması ve geliştirilmesine yönelik konulara yer verilmiştir (Zaimoğlu, 2001: 191).

Sektörle ilgili önemli gelişmelerden bir tanesi de KOBİ'lerin ekonomideki rolünü ve etkinliğini arttırmak amacıyla 1990 yılında KOSGEB'in kurulmasıdır. KOSGEB;

- Teknoparklar, Danışmanlık Merkezleri, Enstitüler ve benzeri birimler kurarak AR-Ge faaliyetlerini desteklemek,
- İşletmelerin, üniversiteler ve kamu özel araştırma kurumlarındaki bilim ve teknoloji yapısından yararlanmasını sağlamak.
- Teknoloji düzeyini yükseltmek üzere, mevcut teknolojik bilgilere erişmek ve yeni teknolojik bilgiler üretmek, erişilmiş ve üretilmiş bilgileri kullanımını yaygınlaştırmak.
- Ülkedeki işletmelerin, daha modern hale gelmesi için gerekli yardımlarda bulunmak,
- İşletmelerdeki eğitim ihtiyaçlarının karşılanmasını sağlamak için Uygulamalı Teknik Eğitim Merkezleri'ni kurmak,
- İşletmelerin planlama ve yönetim konularında güçlenmelerini sağlamak,

- İşletmelerin pazarlama sorunlarına çözümler aramak vb.

görevler üstlenmektedir (KOSGEB Kuruluş Kanunu, md.4).

Sektörün Türkiye'deki gelişimine yönelik en önemli gelişme 1993 yılında SPK'nın hazırlamış olduğu ve sektöre yönelik ilk yasal düzenleme olan Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına ilişkin Esaslar Tebliği'nin yürürlüğe girmesi olmuştur. Bu düzenlemeye rağmen 1998 yılında tebliğ kapsamında yalnızca bir girişim sermayesi yatırım ortaklığı (GSYO) kurulmuş olması sektörde beklenen gelişmenin sağlanamadığını göstermiştir. Bunun üzerine 1998, 2003 ve 2013 yıllarında tebliğde köklü değişiklikler yapılmıştır.

Sektörde beklenen büyümenin sağlanamayışı kalkınma planlarında da ele alınmış, ilk kez Yedinci Beş Yıllık Kalkınma Planı'nda (1996-2000) "Bilim ve Teknolojide Atılım Projesi" başlığı altında sistemin gelişimine yönelik destek verileceği belirtilmiştir (DPT, 1996: 71-76). Daha sonra sekizinci ve dokuzuncu kalkınma planlarında da sistemin ve sektörün gelişimine yönelik politika ve düzenlemelere yer verilmiştir.

Sektörün Türkiye'deki gelişimi açısından önemli sayılan diğer iki kurum Türkiye Halk Bankası ve Türkiye Kalkınma Bankasıdır. Türkiye Halk Bankası esnaflara, sanatkarlara ve KOBİ'lere destek sağlamak amacıyla kurulmuştur. Bu amaç doğrultusunda KOBİ'lerin kredi ihtiyaçlarını karşılamak, örgütlenmelerine ve eğitimlerine yardımcı olmak, pazarlama çalışmalarına katkıda bulunmak, yönetsel konularda danışmanlık hizmeti sağlamak gibi görevler üstlenmiştir. KOBİ'ler alanında uzmanlaşan tek banka olarak girişim sermayesi sistemi ile ilgili belirli görevler ve işlevler üstlenmiştir. Türkiye Kalkınma Bankası ise girişim sermayesi sektörünün bilgi bankası olma, sektördeki yatırımcı ve girişimcileri bilgilendirme, girişim sermayesi şirketlerinin uzman ihtiyacını karşılama vb. fonksiyonlar üstlenmiştir (Zaimoğlu, 2001: 194).

Türkiye'de girişim sermayesi sektörünün gelişimi 4 farklı döneme ayrılarak incelenebilir (Deloitte, 2008: 5-6-7):

1. Dönem: 1999 yılına kadar olan dönemde ülkede yaşanan siyasi ve ekonomik istikrarsızlık girişim sermayesi sistemi açısından elverişsiz bir ortam yaratmış, bu dönemde yalnızca cesur yatırımcıların yatırım yapabilmelerine neden olmuştur. Bu dönemde Sparx Yatırım Yönetim Şirketi, Vakıf Risk Sermayesi, Merrill Lynch, Global Equities Management, Netherlands Development Finance Company gibi firmalar çeşitli sektörlerde yaklaşık 36milyon dolar yatırım yapmışlardır.

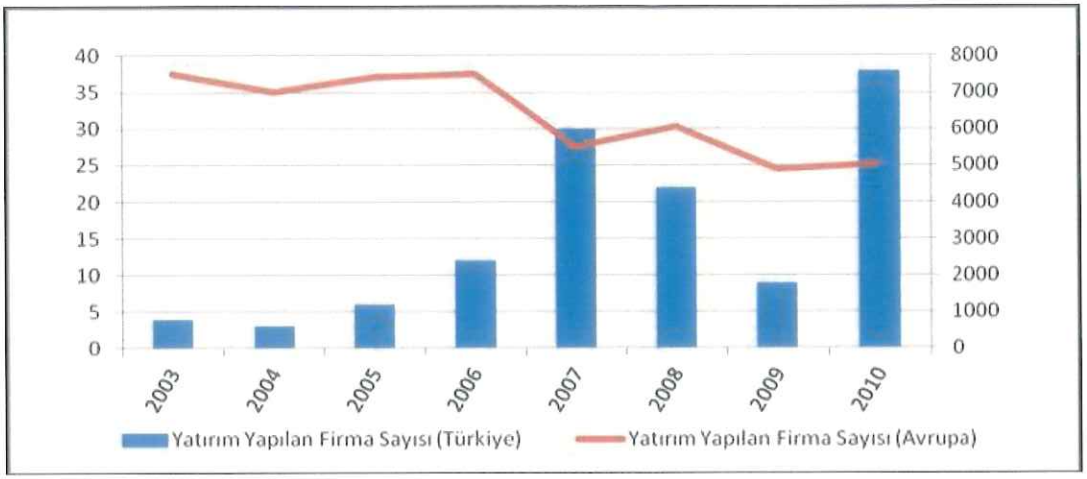
2. Dönem: Bu dönem 1999-2000 yıllarını kapsayan ve birkaç girişim sermayesi çabasının belirdiği dönemdir. Bu dönemde çok sayıda girişim sermayesi yatırımcısı Türkiye'ye girmeye ve yatırımlar yapmaya aynı zamanda bir çok girişimci şirket de girişim sermayesi desteği aramaya başlamıştır. Bu dönemde Merrill Lynch, Safron Advisors Ltd, Vakıf Risk Sermayesi, AIG Blue Voyage Fund, Commercial Capital, EMEA, Bank of America, Turkven Girişim Sermayesi tarafından toplam 114 milyon dolar değerinde 13 önemli yatırım yapıldığı tahmin edilmektedir. Bu yatırımlarla birlikte sektörde bir önceki döneme göre yaklaşık 80milyon dolarlık bir artış gerçekleşmiştir.

3. Dönem: 2001 ile 2005 arasındaki yılları kapsayan bu dönemde 2001 yılında yaşanan finansal kriz nedeniyle sınırlı kalan yatırımlar, daha sonra hükümetin aldığı önlemlerle ve AB'ye katılım sürecinin hızlanmasıyla, canlanmaya başlamıştır. İş Risk Sermayesi ve Turkven Girişim Sermayesi, Soros Investment Capital Management LLC, Probel Capital Partners vb. şirketler tarafından toplam 167 milyon dolar değerinde 13 önemli yatırım yapıldığı tahmin edilmektedir.

4. Dönem: 2006'dan günümüze kadar gelen bu dönem girişim sermayesi sektörünün Türkiye'de varlığının kabul gördüğü ve uluslararası fonların kalıcı yatırımlar için ülkeye giriş yaptığı bir dönem olarak kabul edilmektedir. Bu dönemde girişim sermayesi yatırımlarında önemli rakamlara ulaşılmış, çoğunluk paylarına yönelmeye başlanmıştır. Küresel finansal krizin etkisinin görüldüğü 2009 ve 2010 yıllarına kadar sektörde toplam 6 milyar dolar civarında yatırım

gerçekleştiği tahmin edilmektedir. Sektörde küresel krizin etkilerinin görüldüğü 2009-2010 yılları boyunca yaklaşık 1 milyar dolarlık, krizin etkilerinin dağıldığı 2011 yılı boyunca 900milyon dolardan fazla yatırım yapıldığı tahmin edilmiştir (Santa Consultants,2010). 2006 yılından bu yana, Providence Capital, TPG, Bancroft, AIG Global Emerging Markets Fund, Partners İn Life Science UK Ltd, Citigroup Venture Capital International, İş Risk Sermayesi, Turkven, Ottoman Fund Limited, Abraaj Capital, Actera, Ahlström, Alesta Girişim, Alfa Capital, Anadolu Girişim, Ashmore Group, Asian Debt Management (ADM), Baze Capital, Bosphorous Real Estate Fund, Carlyle Group, Cartesian Capital, Colony Capital, Deutsche Bank, Eastpharma, Earlybird Venture Capital and Co. Kg, EgeliandCo Tarım Girişim, EgeliandCo Girişim, Eplanet Capital, Ethemba Capital; NBGI PE, European Founders, Global Environment Fund (GEF), Gözde Girişim, Gedik Girişim, HAL Investments, Hedef Girişim, Hummingbird Ventures, Kobi A.Ş., Ladybird Capital Ltd., M1 Group, Manara Investments, Morgan Stanley and Co Int. Plc, Okyanux, Rhea Girişim, RP Capial Grup, Teknoloji Yatırım A.Ş., Unicredit Group, Verusa Girişim Sermayesi, İnfo Girişim vb. firmalar tarafından çeşitli sektörlerde bir çok yatırım yapılmaktadır.

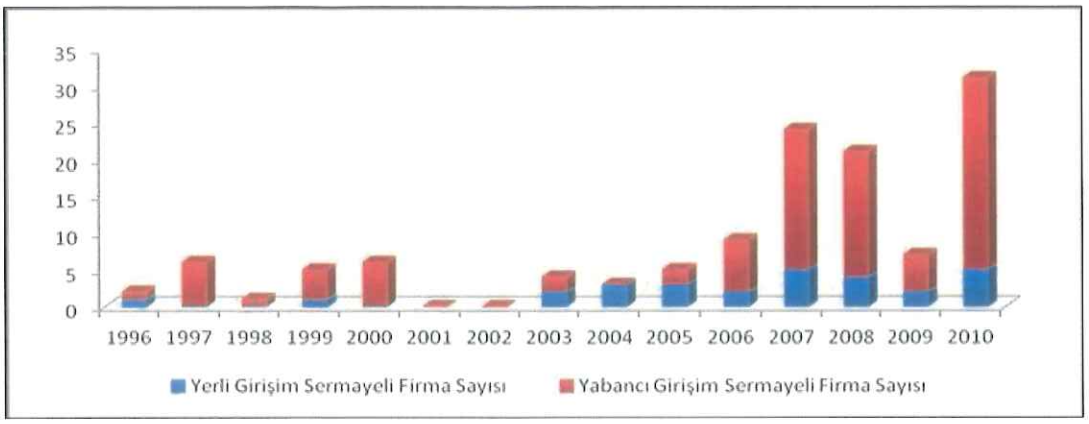
Türkiye'de, Amerika ve Avrupa'daki gibi girişim sermeyesi sektörüne ait verileri kayıt altına alan kuruluşlar bulunmamakta, sektörle ilgili güncel istatistik ve raporlara ulaşılamamaktadır. Sektörün gelişimi ile ilgili olarak elde edilen veriler Grafik 10 ve 11'de özetlenmiştir.



Kaynak: Girişim Sermayesi: Türkiye için Çıkarımlar ve Öneriler, 2012: 69

Grafik 10: 2003-2010 Yılları Arasındaki Dönemde Türkiye'de ve Avrupa'da Girişim Sermayesi Destekli Firma Sayısı

Grafik 10'da Girişim sermayesi destekli firmaların sayısının 2003-2005 yılları arasında çok düşük olduğu, 2005-2007 yılları arasında bu sayının 2003 yılına göre 6 kattan fazla arttığı gözlenmektedir. Finansal kriz dönemine gelen 2007-2009 yılları arası dönemde firmaların sayısında büyük bir azalış gözlense de 2010 yılında büyük bir artış gerçekleşmiş ve firma sayısı 40'a yaklaşmıştır. İlgili yıllarda Avrupa'daki girişim sermayesi destekli firmaların sayısının Türkiye'deki firma sayısının çok üzerinde olduğu görülmektedir.



Kaynak: Girişim Sermayesi: Türkiye için Çıkarımlar ve Öneriler, 2012: 69

Grafik 11: Türkiye'de 1996-2010 Yılları Arasındaki Dönemde Yerli ve Yabancı Sermayeli Firma Sayısı

Grafik 11'den de izlendiği üzere 1996-2002 yılları arasındaki dönemde genel olarak yabancı girişim sermayesi yatırımlarının sayısının fazla olduğu, 2003-2005 yılları arasında yerli girişim sermayeli firmaların oranının arttığı görülmektedir. 2005-2010 yılları arasında ise yatırımlarının çoğunluğunun yabancı sermayeli şirketler tarafından yapıldığı gözlenmektedir.

2.4. Türkiye'de Girişim Sermayesi Sisteminin Yasal Çerçevesi

Girişim sermayesi kavramı Türkiye'de ilk kez 24.04.1992 tarih ve 3794 sayılı Kanunla değişik, 28.07.1981 tarih ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile Türk hukukunda yer almıştır. Kanunun 22. Maddesiyle girişim sermayesine ilişkin her türlü kurumsal yapılanmanın; girişim sermayesi yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yönetim şirketlerinin denetlenmesi yetkisi SPK'ya verilmiştir (Tuncel, 2000: 129).

2.4.1. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği

Girişim (RSYO) Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği 06.07.1993 tarih 21629 sayılı resmi gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Tebliğ SPK tarafından, girişim sermayesi yatırım ortaklılarının kurucularına ve kuruluş

usullerine, hisse senetlerinin kurul kaydına alınması ve halka arzına, yönetimine ve yöneticilerde aranacak niteliklere, faaliyet konuları, portföy sınırlamaları ile kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine ilişkin esasları düzenlemek amacıyla yayımlanmıştır. Bu amaçla yayınlanan tebliğin ana hatları aşağıdaki gibidir (Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Seri: VI, No: 15):

- Ortaklıklar ani usulde kurulabilirler. Ayrıca faaliyet konuları farklı olan şirketler esas sözleşmelerini Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun olarak değiştirerek girişim sermayesi yatırım ortaklığına dönüşebilirler.
- Kurucular ile sermayedeki doğrudan veya dolaylı pay sahipliği %10 veya daha fazla olan gerçek veya tüzel kişilerin muaccel vergi ve prim borcu bulunmaması, sermayede %10 ve daha fazla paya sahip olacak kurucuların, gerekli kaynağı kendi ticari, sınai ve sair yasal faaliyetleri sonucunda her türlü muvazaadan ari olarak sağlamaları gerekmektedir.
- Ortaklıkta lider sermayedar olacak gerçek ve tüzel kişilerin girişim sermayesi yatırım ortaklığı kurucusu ve ortağı olmanın gerektirdiği mali güç, itibar, yeterli tecrübeye ve asgari %25 sermaye payını temsil eden hisse senetlerine sahip olması ve bu hisse senetlerinin nama yazılı olması zorunludur.
- Ortaklıkların, girişim şirketlerine yapacağı girişim sermayesi yatırımları taraflar arasında imzalanacak bir sözleşme çerçevesinde yapılır. Söz konusu sözleşmede girişim şirketinin yönetimi hususu başta olmak üzere ortaklığın ve girişim şirketinin hak ve yükümlülüklerine yer verilmesi zorunludur. Girişim şirketlerinin, sınai, zirai uygulama ve ticari pazar potansiyeli olan araç, gereç, malzeme, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesini veya geliştirilmesini amaçlamaları ya da yönetim, teknik veya sermaye desteği ile bu amaçları gerçekleştirebilecek durumda olmaları gereklidir. Ortaklıklar, girişim şirketlerine ortak olabilir ve girişim şirketlerinin ihraç ettiği borçlanma senetlerini satın alabilirler, girişim şirketlerinin yönetimine katılarak, onlara gerekli danışmanlık ve yöneticilik hizmetleri sunabilirler.

- Ortaklık sermayesinin ya da tüm oy haklarının %10'dan fazlasına sahip olan ortakların, yönetim kurulu üyelerinin ve genel müdürün ayrı ayrı ya da birlikte sermayelerinin ya da tüm oy haklarının %10'undan fazlasına sahip oldukları şirketlere yatırım yapamazlar. Girişim sermayesi yatırımları dışında kalan ve ikincil piyasalarda işlem gören menkul kıymetlere yatırım yapabilirler, ancak bu bent kapsamında yapılan yatırımlar toplamı portföy değerinin %50 sini aşamaz.
- Ortaklıkların portföy işletmeciliği yapabilmeleri için kuruldan portföy işletmeciliği faaliyet izni almaları gerekmektedir.
- Ortaklıklar, mali tablo ve raporlar, kar dağıtımı, ilan ve reklamlar gibi hususlarda Kurul düzenlemelerine uyarlar.

Girişim sermayesine yönelik ilk düzenleme olan tebliğle ilgili olarak çeşitli tartışmalar ve eleştiriler yapılmış, uygulanmasına ait bazı zorluklar tespit edilmiştir. 1998 yılında yeni bir düzenleme yapılana kadar sadece bir tek girişim sermayesi şirketinin - Vakıfbank A.Ş.'nin girişimi ile Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.- hayata geçirilmesi tebliğin yetersizliğinin bir göstergesi olmuştur. 1998'de yayımlanan Seri: VI, No: 10 sayılı tebliğ ile girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin düzenlemeler daha esnek bir çerçeveye oturtulmuş ve yatırım konuları daha geniş bir yelpazede ele alınmıştır (Çonkar, 2007: 89). Yine bir takım eksiklikler göz önüne alınarak 2003'te Seri: VI, No: 15 sayılı tebliğ ile düzenlemede bazı değişiklikler yapılmış, fakat tüm bu yeni düzenlemelere rağmen tebliğ GSYO'lar için yeterli esnekliği sağlayamamış, girişim sermayesi sektörünün ihtiyaçlarına tam olarak cevap verememiştir. GSYO'ların anonim şirket olarak kurulması zorunluluğu, temettü ödeme zorunluluğu, sermaye artırımı ve tasfiye gibi işlemlerle ilgili prosedürlerin uzunluğu yatırımcılar açısından, her türlü bilginin halka açıklanması zorunluluğu, uluslararası finansal raporlama standartlarına uygun mali tablo hazırlanması yükümlülüğü girişimci şirketler açısından bir takım problemlere yol açmaktadır.

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin yanı sıra girişim sermayesi sisteminin işleyişini ve gelişimini dolaylı olarak etkileyen bazı yasal düzenlemeler de mevcuttur. Anonim ve limited şirketlerin kuruluş ve işleyişine yönelik

düzenlemeler, hisse senetlerinin halka arzına yönelik düzenlemeler, yatırımcıların kazançlarının vergilendirilmesine ilişkin düzenlemeler ve sistemin önemli fon sağlayıcı taraflarından biri olan emeklilik fonlarına ilişkin düzenlemeler bu yasal düzenlemeler arasında sayılabilir.

2.5. Türkiye'de Girişim Sermayesi Sisteminde Yer Alan Kuruluşlar

Türkiye'de henüz Amerika ve Avrupa'da olduğu gibi bir sistem kurulamamış olmakla birlikte, girişim sermayesinin işleyişini ve sektörün gelişimini doğrudan ya da dolaylı olarak etkileyen bir takım kuruluşlar ve organizasyonlar bulunmaktadır. Bu kuruluş ve organizasyonlar kamu kuruluşları, özel sektör kuruluşları ve sivil toplum kuruluşları olarak üç başlık altında ele alınabilir.

2.5.1. Kamu Kuruluşları

Sistemde yer alan kamu kurum ve kuruluşları, Türkiye Kalkınma Bankası, KOSGEB, Kredi Garanti Fonu, TÜBİTAK, Teknoloji Geliştirme Bölgeleri, Kalkınma Ajansları vb. kuruluşları kapsamaktadır.

2.5.1.1. Türkiye Kalkınma Bankası

Kalkınma bankaları; sermaye piyasasının yeterince gelişmemiş olduğu, bankacılık sisteminin girişimlere kaynak sağlamada yetersiz kaldığı az gelişmiş ülkelerde, hem yatırımlara kaynak sağlayarak, hem de kalkınmaya engel olan faktörlerin etkisini azaltmaya destek olarak ülkenin kalkınmasını hızlandırmayı amaçlayan finans kuramlarıdır (Çonkar, 1988: 52). 1975 yılında Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası olarak kurulan ve 1988 yılında yeni adını alan Türkiye Kalkınma Bankası da özel sektör yatırım ve girişimlerini desteklemek amacıyla faaliyet göstermektedir. Sektör araştırmaları konusunda önemli birikime sahip olan kuruluş sağladığı finansal, teknik ve yönetsel destekle girişim sermayesi sisteminde önemli roller üstlenmektedir.

2.5.1.2. Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB)

KOSGEB 1990 yılında küçük ve orta ölçekli işletmeleri desteklemek üzere kurulmuş bir kurumdur. Bu kurum girişim sermayesi sistemi içerisinde doğrudan yer almamakla birlikte, küçük ve orta ölçekli girişimlere kuruluş aşaması da dahil olmak üzere, üretim, pazarlama, yönetim, planlama vb. bir çok konuda destek sağlayarak, bilgi ve teknoloji tedariki, girişimciliğin desteklenmesi, yan sanayi ilişkilerinin güçlendirilmesi, eğitim hizmeti gibi konularda sunarak sektörün gelişimine katkıda bulunmaktadır (Uludağ, 1996: 120). Ayrıca Teknoparklar, Danışmanlık Merkezleri, Enstitüler ve benzeri birimler kurarak ar-ge faaliyetlerini ve teknoloji yatırımlarını destekleme rolünü üstlenmektedir.

2.5.1.3. Kredi Garanti Fonu (KGF)

Kredi Garanti Fonu 1991 yılında küçük ve orta ölçekli işletmelerin bankalardan kullandığı kredilere garanti ve kefalet sağlamak amacıyla kurulmuş bir kurumdur. KGF, KOBİ'ler için sağladığı kefaletle bu işletmelere destek vermekte, yatırımlarının ve işletmelerinin finansmanında banka kredisi kullanmalarını mümkün hale getirerek girişimciliği teşvik etmektedir. KGF kefaletlerinde öncelikli olarak değerlendirilen konular; yenilikçi yatırımlar, ileri teknoloji içeren küçük girişimler, istihdam artışı sağlayacak yatırımlar ve bölgesel kalkınma amaçlı yatırımlardır (http://www.kgf.com.tr/2amac.htm, Erişim: 21.03.2014).

2.5.1.4. TÜBİTAK

1963 yılında kurulan TÜBİTAK, akademik ve endüstriyel araştırma geliştirme çalışmalarını ve yenilikleri desteklemek, ulusal öncelikler doğrultusunda Araştırma-Teknoloji-Geliştirme çalışması yürüten Ar-Ge enstitülerini işletme işlevlerinin yanı sıra, ülkemizin Bilim ve Teknoloji politikalarını belirlemekte ve toplumun her kesiminde bu farkındalığı artırmak üzere faaliyetlerde bulunmaktadır (http://www.tubitak.gov.tr/tr/kurumsal/hakkimizda/icerik-biz-kimiz,Erişim:11.01.2014). TÜBİTAK toplumda yeniliğin öneminin anlaşılması ve farkındalığın artırılmasına

yönelik faaliyetleriyle girişim sermayesi sistemine dolaylı yoldan katkı sağlarken, sağladığı ar-ge destekleriyle, üniversite sanayi işbirliğine yönelik desteklerle sistemin gelişimine doğrudan da katkıda bulunmaktadır.

2.5.1.5. Teknoloji Geliştirme Bölgeleri

4691 sayılı ve 26.6.2001 tarihli Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Kanunu ile yasal çerçevesi belirlenen Teknoloji Geliştirme Bölgesi, yüksek/ileri teknoloji kullanan ya da yeni teknolojilere yönelik firmaların, belirli bir üniversite veya yüksek teknoloji enstitüsü ya da AR-GE merkez veya enstitüsünün olanaklarından yararlanarak teknoloji veya yazılım ürettikleri/geliştirdikleri, teknolojik bir buluşu ticari bir ürün, yöntem veya hizmet haline dönüştürmek için faaliyet gösterdikleri ve bu yolla bölgenin kalkınmasına katkıda bulundukları, aynı üniversite, yüksek teknoloji enstitüsü ya da AR-GE merkez veya enstitüsü alanı içinde veya yakınında; akademik, ekonomik ve sosyal yapının bütünleştiği siteyi veya bu özelliklere sahip teknoparkı ifade etmektedir (Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Kanunu, md.3). Teknolojiyi ve ar-ge faaliyetlerini desteklemek üzere kurulan teknoparklar, girişim sermayesi sistemi içerisinde önemli bir rol üstlenmektedir.

2.5.1.6. Kalkınma Ajansları

Kalkınma ajansları 5449 sayılı 25.1.2006 kabul tarihli "Kalkınma Ajanslarının Kuruluşu, Koordinasyonu ve Görevleri Hakkında Kanun" çerçevesinde kurulan kamu kuruluşlarıdır. Kalkınma ajanslarının kurulma amacı kanunda "kamu kesimi, özel kesim ve sivil toplum kuruluşları arasındaki işbirliğini geliştirmek, kaynakların yerinde ve etkin kullanımını sağlamak ve yerel potansiyeli harekete geçirmek suretiyle, ulusal kalkınma plânı ve programlarda öngörülen ilke ve politikalarla uyumlu olarak bölgesel gelişmeyi hızlandırmak, sürdürülebilirliğini sağlamak, bölgeler arası ve bölge içi gelişmişlik farklarını azaltmak" olarak ifade edilmiştir (md.1). Ajanslar bu amaçlara ulaşmak için doğrudan finansman desteği, doğrudan faaliyet desteği, güdümlü proje desteği, kredi desteği vb. araçlardan yararlanabilmektedirler.

Kalkınma ajansları bölgelerinde yer alan kurumları bir araya getirip koordine etme ve bölgesel kalkınmaya kaynak yaratma işlevlerini üstlenebilecek kapasitede kuruluşlar olmaları itibariyle girişim sermayesi sisteminin işleyişi ve gelişimi açısından önem taşımaktadırlar.

2.5.2. Özel Sektör Kuruluşları

Türkiye'de girişim sermayesi sisteminde düzenleyici ve destekleyici olarak rol üstlenen kamu kurum ve kuruluşlarının yanı sıra, girişim sermayesi yatırımlarını gerçekleştirme fonksiyonunu üstlenen özel sektör kuruluşları sistemin gelişimine önemli ölçüde katkıda bulunmaktadır.

2.5.2.1. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları (GSYO)

Türkiye'de SPK'nın yayımladığı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği hükümleri uyarınca kurulmuş 12 adet GSYO bulunmaktadır. Bunlar Alesta Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş., Anadolu Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş., Doğuş SK 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., 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. ve Verusatürk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'dir

(http://www.spk.gov.tr/apps/kyd/sureklibilgilendirme.aspx?ctype=rsyoandsubmenuheader=1, Erişim: 02.03.2014).

2009 yılında Rhea Grubuna devredilerek Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı unvanını alan Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Türkiye'de kurulan ilk girişim sermayesi yatırım ortaklığıdır. Vakıf GSYO A.Ş. 1996 yılında Vakıfbank T.A.O. öncülüğünde kurulmuş ve Rhea Grubuna devredilmeden önce üç projeye yaklaşık 4 milyon dolarlık yatırım yapılmıştır (http://www.rheagirisim.com/tr/tarihce, Erişim: 10.03.2014).

Türkiye'de kurulan ilk GSYO'lardan biri de KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'dir. 1999 yılında KOBİ'lerin finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla TOBB, Halk Bankası, KOSGEB, TESK ve 16 Sanayi ve Ticaret Odası'nın ortaklığında "KOBİ Yatırımlarına Ortaklık A.Ş."adı altında 317.800 TL sermaye ile kurulmuştur. Fakat uzun yıllar yaşanan ekonomik krizler ve siyasal istikrarsızlıklar nedeniyle faaliyete geçememiştir. 2003 yılında ekonomik ve siyasal istikrarın sağlanmasıyla birlikte şirketin girişim sermayesi alanında faaliyet göstermesine karar verilmiştir. Bu amaçla şirketin unvanı girişim sermayesi alanında faaliyet göstermek üzere "KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı" olarak değiştirilmiştir. Ortaklık, finansman kaynaklarına ulaşmakta zorluk çeken yenilikçi KOBİ'lerin Türkiye ekonomisine katkı sağlayabilecek yüksek rekabet avantajına sahip ürün veya hizmet projelerini, sermaye ve yönetim desteği ile gerçekleştirmeye yönelik faaliyetlerde bulunmaktadır (http://kobias.com.tr/web/tarihce.html, Erişim: 13.03.2014).

İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı ise, 1999 yılında İş Bankası grubu içerisinde bir girişim sermayesi fonunun kurulması fikri ile gündeme gelmiş, hazırlık çalışmalarının ardından 2000 yılında girişim sermayesi faaliyetlerine başlamıştır. 2001 yılı ile birlikte kadro oluşumu tamamlanmış ve yatırım projeleri değerlendirilmeye başlanmıştır. İş Girişim Sermayesi Aralık 2012 tarihi itibarı ile iştiraklerine toplam 109,4 milyon ABD Doları sermaye aktarmış ve 344,9 milyon ABD Doları tutarında borç plasmanını desteklemiş olup iştirakleri için toplam 454,3 milyon ABD Doları tutarında kaynak yaratmıştır (http://www.isgirisim.com.tr/TR/tarihce.asp, Erişim: 13.03.2014).

2.5.2.2. İstanbul Girişim Sermayesi İnisiyatifi (İstanbul Venture Capital Initiative – iVCi)

İstanbul Girişim Sermayesi İnisiyatifi (iVCi), Türkiye'nin ilk fonların fonu (çeşitli kaynaklardan sermaye toplayarak iki ya da daha fazla girişim sermayesi yatırım fonuna yatırma amacı güden fon) ve eş-yatırım programı olarak 2007'de kurulmuştur. Başlıca yatırımcıları arasında Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB), Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı

(TTGV), Türkiye Kalkınma Bankası (TKB), Garanti Bankası, National Bank of Greece Grubu ve European Investment Fund (Avrupa Yatırım Fonu – "EIF") bulunmaktadır. EIF iVCi'nin danışmanlığını yapmaktadır (http://www.ivci.com.tr/Default.aspx, Erişim: 11.04.2014).

Bu şirketler ve kuruluşların yanı sıra sektörde faaliyet gösteren çeşitli yerli ve yabancı özel şirketler bulunmaktadır.

2.5.3. Sivil Toplum Kuruluşları

Türkiye'de girişim sermayesi sistemi içerisinde yer alan sivil toplum kuruluşları Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı ve Türkiye Risk Sermayesi Derneği'dir.

2.5.3.1. Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV)

Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV), 24 özel sektör, 5 kamu, 11 şemsiye kuruluş ve 15 gerçek kişinin biraya gelmesi ile kurulmuş bir vakıftır. Özel sektör ve kamunun özel sektörümüzün uluslararası pazarlardaki rekabet gücünü Ar-Ge faaliyetlerinin desteklenmesi yolu ile güçlendirmek ortak hedefi ile bir araya geldiği TTGV, Türkiye'de Ar-Ge ve yenileşimin desteklenmesi amacı ile kurulmuş ilk ve tek Kamu Özel Sektör Ortaklığıdır. TTGV faaliyetlerinde kar amacını öncelikli bir hedef olarak gözetmez. Faaliyetlerden sağlanan tüm gelir TTGV'nin giderlerinin karşılanması ve mevcut destek programlarının geliştirilmesi için kullanılmaktadır (http://www.ttgv.org.tr/tr/kisaca-ttgv, Erişim: 23.03.2014).

1991 yılından beri uygulanmakta olan Teknoloji Geliştirme Projeleri desteği ile de TTGV bugüne kadar desteklediği 480'in üzerinde proje ve sağladığı 170 Milyon ABD Doları üzerinde fon ile 340 Milyon ABD Dolarının üzerinde bir Ar-Ge hacminin oluşumuna sebep olmuştur. Sağlanan maddi desteğin de ötesinde, projelerin değerlendirilmesi ve izlenmesinde faydalanılan alan uzmanlarının sağladığı proje girdileri de pek çoğu henüz kurumsal Ar-Ge pratiğini geliştirmemiş veya geliştirmekte olan firmalar için önemli bir kaynak olmuştur (http://www.ttgv.org.tr/tr/kurulus-ve-tarihce, Erişim: 24.03.2014).

2.5.3.2. Türkiye Risk Sermayesi Derneği (TurkVCA)

Şuan aktif olmayan dernek 2004 yılında Türkiye'de girişim sermayesini tanıtmak ve geliştirmek, sektördeki aktörler arasındaki, iletişim işbirliği ve dayanışmayı geliştirmek amacıyla kurulmuştur. TurkVCa öncelikleri ise aşağıdaki gibidir (http://www.turkvca.org/tr/mission.htm, Erişim: 24.03.2014):

- Türkiye'deki girişimciliği, girişimciler arasında Girişim Sermayesi bilincini, kurumsal yönetim, muhasebe ve bilgi standartlarını ve yönetimsel kaynakları geliştirerek, projelerin kalitesini arttırmak ve projeleri desteklemek
- Girişim Sermayesi sektöründe faaliyet gösteren kurumların dahil olduğu hukuki çerçeveyi geliştirmek
- Dünya çapındaki kurumsal yatırımcıların ilgisini Türk Girişim Sermayesi Sektörüne çekmek
- Girişim Sermayesi yatırımlarından çıkışı kolaylaştırmak amacıyla
    - Sermaye piyasalarının gelişmesine katkıda bulunmak, özellikle hızlı büyüyen orta ölçekli şirketler için borsaların kurulması ve geliştirilmesini desteklemek
    - Şirket birleşmeleri piyasalarının gelişmesine katkıda bulunmak.

2.6. Uygulamada Karşılaşılan Sorunlar

Türkiye'de girişim sermayesi sisteminin işleyişi ile ilgili uygulamada karşılaşılan sorunlar aşağıdaki gibi özetlenebilir:

- Girişim sermayesi sisteminin gelişmesi ve yaygınlaşması için öncelikli olarak ülkede ekonomik istikrarın sağlanması gerekmektedir. Oysa ülkemizde uzun yıllar siyasi istikrarın sağlanamaması ve sağlıklı işleyen bir demokratik hukuk devletinin gerçekleştirilememesi nedeniyle ekonomik istikrar için sağlam bir zemin oluşturulamamıştır. Sistemin gündeme geldiği dönemlerde ülke ekonomisinin uzun yıllar maruz kaldığı yüksek enflasyon,

yüksek faiz oranları, yüksek kamu açıkları vb. etkenler nedeniyle yerli ve yabancı sermaye sahiplerinin kaynaklarını yönlendirebileceği uygun yatırım ikliminin oluşması uzun yıllar almıştır (Çonkar, 2007: 91).

- Girişim sermayesi sistemi hem yatırımcıların fon kaynaklarını girişim sermayesi şirketlerine aktarmalarında, hem de yatırımdan çıkış aşamasında hisse senetlerinin halka arz ve satışında etkin işleyen bir sermaye piyasasının varlığına ihtiyaç duymaktadır. Ülke ekonomisinde uzun yıllar yaşanan olumsuz koşullar menkul kıymetler borsasının gelişmesine, derinleşmesine ve etkin işlemesine olanak tanımamıştır.

- Girişim sermayesi sistemi yeniliklere açık, risk üstlenebilen, cesur girişimcilerin varlığına ihtiyaç duymaktadır. Ülkemizde girişimcilik kültürü tam olarak gelişmediğinden ve toplumda yenilik algısı oluşmadığından, az sayıda girişimci fikirlerini hayata geçirme cesaretini gösterebilmektedir.

  Global Entrepreneurship Monitor, 2015 raporunda girişimcilik için belirlediği 12 faktör üzerinden ülkelerin girişimcilik ekosistemini 1-5 arası ölçekle değerlendirmiştir. Türkiye'nin girişimcilik ekosistemine ilişkin verileri girişim sermayesi sisteminin gelişmiş olduğu Avrupa ülkeleri ve Amerika ile karşılaştırmalı olarak Tablo 16'da verilmiştir.

Tablo 16: Girişimcilik Temel Göstergeleri

	1	2a	2b	3	4a	4b	5	6	7a	7b	8	9
Türkiye	2.41	2.69	1.99	2.32	2.04	2.88	2.59	2.85	3.56	2.35	3.66	3.07
ABD	2.99	2.69	2.33	2.61	2.21	2.87	2.64	3.12	3.30	2.67	3.98	3.75
Birleşik Krallık	2.77	2.90	2.33	2.62	2.44	3.02	2.20	2.95	3.28	2.73	3.54	2.83
Almanya	2.84	2.93	2.87	3.46	2.13	2.81	2.75	3.34	2.84	2.81	3.82	2.65
Fransa	2.77	2.99	2.96	3.17	1.75	2.92	2.73	3.06	3.02	2.34	4.04	2.14

Kaynak: Global Entrepreneurship Monitor, 2014 Global Report, 2015: 58

1: Finansman

2a: Milli Politika – Genel Politika

2b: Milli Politika – Düzenlemeler

3: Hükümet Programları

4a: Eğitim – İlk/Orta

4b: Eğitim – Orta Üzeri

5: Ar-Ge Transferi

6: Ticari Altyapı

7a: İç Pazar Dinamikleri

7b: İç Pazarın Dışa Açıklığı

8: Fiziki Altyapı

9: Kültürel ve Sosyal Normlar

Tablo 16'dan izlendiği üzere finansman, genel politika ve düzenlemeler, hükümet programları, eğitim, ticari altyapı faktörleri bakımından en düşük derecelerin Türkiye'ye ait olduğu gözlenmektedir. Ayrıca Ar-Ge transferi, iç pazarın dışa açıklığı, fiziki altyapı gibi faktörler bakımından da ülkelerin çoğundan geride olduğu görülmektedir.

- Girişim sermayesi sisteminde, fon fazlası bulunan ve bu fonları uzun vadeli yatırımlarda değerlendirmeyi planlayan bireysel ve kurumsal yatırımcıların sağladığı fonlarla kaynak yaratılmakta ve yatırımlar gerçekleştirilmektedir. Ülkemizde bankalar, emeklilik fonları, sigorta kuruluşları ve diğer kurumsal yatırımcılar girişim sermayesi yatırımlarına yeterli ölçüde yönelme cesaretini gösterememişlerdir.

- Girişim sermayesi yatırımları uzun süreli yatırımlar olup bu yatırımlar için uzun vadeli fon kaynaklarına ihtiyaç duyulmaktadır. Fakat Türkiye'de yine uzun yıllar maruz kalınan yüksek enflasyon nedeniyle tasarrufçular kısa dönemde finansal ve parasal yöntemlerle korunup karlı çıkmak amacıyla hareket etmişlerdir. Dolayısıyla girişim sermayesi yatırımları için gerekli olan uzun vadeli fon kaynaklarının temininde güçlükler yaşanmıştır. Ayrıca kısa vadeli korunma ve kar elde etmeye odaklı yatırım hareketleri yenilik ve teknoloji yatırımlarını geri planda bırakmıştır.

- Girişim sermayesi sisteminin etkin bir şekilde işlemesi ve sektörün gelişebilmesi önemli ölçüde devlet desteği gerektirmektedir. Devletin, getireceği yasal düzenlemelerle, faizsiz araçlarla sağlayacağı fon desteğiyle, uygulayacağı teşvik ve indirimlerle sisteme dahil olması sistemin gelişimi açısından önem taşımaktadır. Bu yöndeki düzenlemelerin ülkemizde yetersiz olduğu ve politika düzeyinde kaldığı gözlenmektedir. Özellikle sistemin yalnızca Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği ile düzenlenmeye çalışılması ve tebliğin yeni düzenlemelere rağmen eksiklerinin bulunması bu konudaki en büyük handikaptır. Ayrıca Anonim ve limited şirketlerin kuruluş ve işleyişine yönelik düzenlemeler, hisse senetlerinin halka arzına yönelik düzenlemeler, yatırımcıların kazançlarının vergilendirilmesine ilişkin düzenlemeler ve sistemin önemli fon sağlayıcı taraflarından biri olan emeklilik fonlarına ilişkin düzenlemeler de sistemin gelişimi açısından engeller oluşturmaktadır. Son yıllarda bireysel katılım sermayesi ile ilgili mevzuat çıkarılması, özel ihtisas komisyonu

oluşturulması vb. önemli adımların girişimciliğin gelişmesine ve sistemin etkin bir şekilde işlemesine destek olması beklenmektedir.

- Girişim sermayesi sisteminin etkin işleyebilmesi ve gelişebilmesi için, gerekli düzenlemeleri yapabilecek, taraflar arasında iletişimi, bilgi alışverişini ve koordinasyonu sağlayacak, taraflara finansal, teknik ve idari konularda destek verecek ve danışmanlık yapacak, sektöre ait verilerle bilgi bankası oluşturacak kamu kurum ve kuruluşlarına, özel sektör kuruluşlarına ve sivil toplum kuruluşlarına ihtiyaç duyulmaktadır. Ülkemizde bu türde kuruluşlar hem sayıca hem de faaliyetler yönünden yetersizdir.

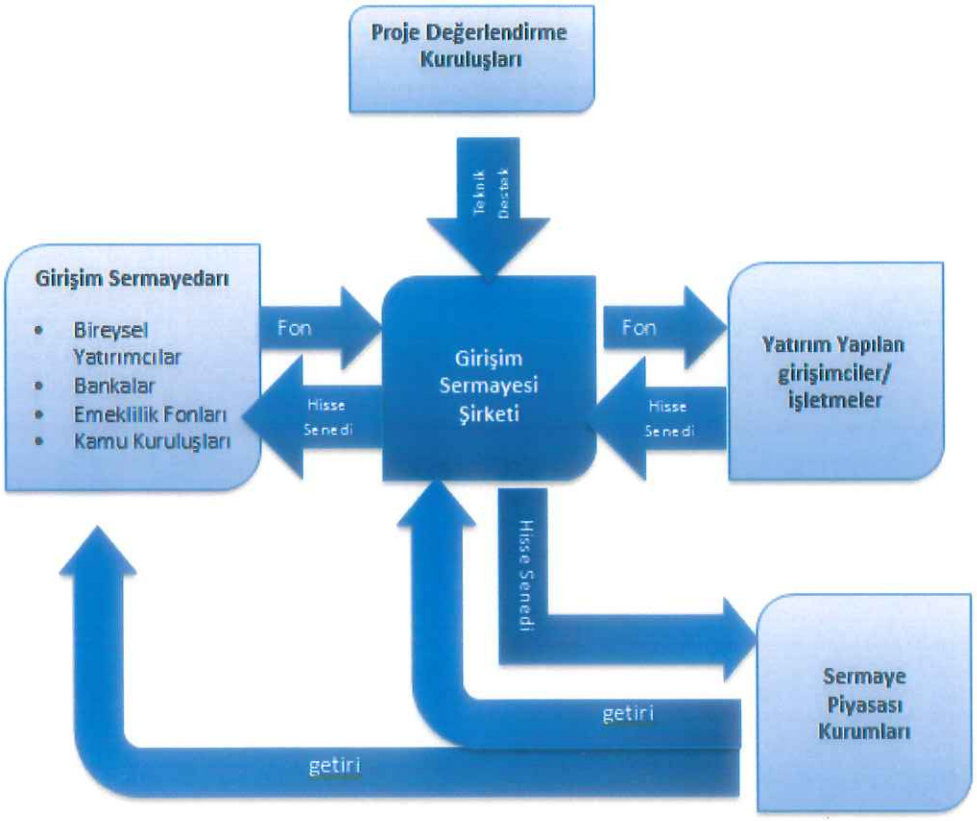
- Girişim sermayesi sistemi yeniliği ve teknolojiyi teşvik ederken, Türkiye'de büyük holdinglere bağlı birçok şirketin yabancı ortaklarla yaptığı yatırımlarla hem ar-ge masrafları elimine edilmekle hem de yüksek teknoloji kolaylıkla elde edilmektedir. Bu tür yatırımlar girişim sermayesi yatırımının sekteye uğratmasına ve KOBİ" lerin global rekabet şanslarının azalmasına neden olmaktadır.

3. BÖLÜM

GİRİŞİM SERMAYESİ SİSTEMİNİN İŞLEYİŞİ VE FİRMA PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİLERİ

3.1. Girişim Sermayesi Sisteminin İşleyişi ve Devletin Rolü

Girişim sermayesi finansman modelinde fon fazlası bulunan ve bu fonları yüksek getirili yatırım projelerinde değerlendirmeyi amaçlayan girişim sermayedarı, çeşitli kaynaklardan topladığı fonları bir havuzda biriktirerek yeni iş fikirlerine ya da büyüme potansiyeline sahip küçük işletmelere finansman sağlayan girişim şirketi, yeni iş fikrine sahip ve/veya finansman ihtiyacı bulunan girişimci ve yatırımların likiditasyonu için gerekli olan menkul kıymet borsaları olmak üzere 4 temel aktör yer almakta ve girişim sermayesi ile finansman süreci 3 aşamada gerçekleşmektedir. Modelin işleyişi Şekil 5'te gösterilmiştir.



Şekil 5: Girişim Sermayesi Finansman Modelinin İşleyişi

3.1.1. Girişim Sermayesi Fonunun Oluşturulması

Modelin ilk aşamasında girişim sermayesi şirketleri katılma belgeleri karşılığında; bireysel yatırımcılar, çeşitli finans kuruluşları, bankalar, sigorta şirketleri, emekli sandıkları, vakıflar, kamu kuruluşları vb. kaynaklardan girişim sermayesi yatırımında kullanılmak üzere uzun vadeli fon temin etmektedirler (Kuğu, 2004: 146). Bu aşama, fon fazlası bulunan girişim sermayedarlarının girişim sermayesi şirketlerine yatırım yaparak girişim sermayesi fonunun oluşturulması aşamasıdır. Girişim sermayesi fonunun başlıca kaynakları, bireysel yatırımcılar, emeklilik fonları, sigorta şirketleri, kamu kuruluşları ve diğer finans kuruluşlarıdır. Fonun oluşturulması aşamasında yatırım projelerine aktarılacak fonun yeterli büyüklükte ve vadede olması, fonun yapılandırılması ve profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmesi çok önemlidir.

Yatırımcıların tasarruflarıyla oluşturulan fonlar genellikle belirli bir süreye sahip olmakla birlikte, süresi belirsiz olarak da oluşturulabilmektedirler. Fonların işletilmesi ve yönetilmesiyle sürecinde oluşabilecek yasal sorunlarda girişim sermayesi şirketinin kurucu ortakları (genel ortaklar) ve yöneticileri sorumlu olmaktadırlar (Sarıaslan, 1992: 06).

3.1.2. Yatırımın Gerçekleştirilmesi

Sürecin ikinci aşaması yatırımın gerçekleştirilmesi aşaması olup, en uzun ve karmaşık aşamadır. Bu aşamada yenilikçi iş fikirlerini finanse etmek, büyüme potansiyeli bulunan işletmelerin finansman ihtiyacını karşılamak ve girişimcilere teknik destek vermek amacıyla kurulmuş olan girişim sermayesi şirketleri girişim sermayedarlarından sağladığı fonlar ile belirlemiş olduğu yatırım kriterlerine uygun olan işletmelerin hisse senetlerini satın alarak bu işletmelere yatırım yapmaktadırlar. Girişim sermayesi şirketlerinin yatırım yaparken göz önünde bulundurduğu kriterler aşağıdaki gibi özetlenebilmektedir:

- Yüksek getiri ve gerçek büyüme potansiyeli
- Karlılık potansiyeli
- Sürdürülebilir rekabet gücü
- Uygulanabilir iş planı
- Teknolojik üstünlük
- Markalaşma potansiyeli
- Uygun çıkış olanakları

Girişim sermayesi şirketleri fikir aşamasındaki projelere, sabit tesis ve çalışma sermayesi ihtiyacı duyan başlangıç aşamasındaki işletmelere, büyüme, genişleme ve markalaşma aşamasındaki işletmelere ya da halka açılmayı planlayan ve bu süreçte finansman desteğine ihtiyaç duyan işletmelere yatırım yapabilmektedir. Girişim sermayesi şirketinin ve dolayısıyla yatırımcıların orta veya uzun vadede cazip bir kazanç sağlayabilmesi için farklı sektörlere ve alanlara yatırılmasında, projelerin

değerlendirilmesi, yatırım stratejisi ve yatırım sürecine uygun finansal araçların seçimi büyük önem taşımaktadır (Uludağ, 1996: 16).

Girişim sermayesi şirketleri yatırım yaptıkları işletmelere ortak olmakta ve özkaynak niteliğinde finansman sağlamaktadırlar. Bu yatırımlarda temel araç hisse senedi olmakla birlikte adi payların sahip olduğu hakların belli bir süre için geciktirildiği ertelenmiş adi hisse senetleri, başlangıçtan itibaren oy ve ortaklık hakkı sağlayan fakat kârlılık konularında bir bağımlılık getirmeyen adi hisse senetleri, hisse senedine dönüştürülebilir tahvil ya da hisse senedi satın alma hakkı veren tahvil (warrant) gibi araçlar da kullanılabilmektedir (Ceylan, 2002: 162).

Bu aşamada girişim sermayesi şirketlerine girişimcilerden gelen yatırım önerileri öncelikle ön elemeden geçirilmekte ve gelen önerilerin %90-95'i bu aşamada elenmektedir. Ön elemeyi aşan yatırım önerileri ise girişimcilerin projeleriyle ilgili olarak hazırlamış oldukları, projelerinin ekonomik, teknik ve finansal boyutlarını ortaya koyan iş planı çerçevesinde değerlendirmeye tabi tutulmaktadır. Başarılı bir iş planı girişimcinin, girişim sermayesi şirketlerini etkileyebilmesi ve finansman desteğinden yararlanabilmesi açısından büyük önem taşımaktadır çünkü ön elemeyi geçen birçok proje teklifi, iş planı değerlendirme aşamasında elenmektedir. Girişim sermayesi şirketlerinin yatırım kararlarını önemli ölçüde etkileyen iş planının işletmenin cari duruma ilişkin; yürütülen faaliyetler, mevcut ürün ve hizmetler, satış büyüklüğü, kar, pazar payı, finansal durumu, iş alanındaki bilgi ve deneyimi vb. bilgiler, yatırımın kaynak ihtiyacı, finansman planı ve muhtemel risklerle ilgili bilgileri içermesi gerekmektedir.

Girişimcilerin sundukları iş planlarının değerlendirilmesi sonucunda yatırım yapmaya karar verilen girişimci ile girişim sermayesi şirketi arasında ortaklık görüşmeleri başlatılmaktadır. Karşılıklı görüşmeler ve pazarlıklar sonucu ve risk/getiri analizleri yardımıyla, girişim sermayesi şirketinin sağlayacağı kaynakla girişimciye ne oranda ortak olacağı belirlenmektedir. Ortaklık gerçekleştirildikten sonra planlanan yatırım adımlarıyla girişimci şirketin geliştirilmesi ve karlı hale getirilmesine yönelik

çalışmalar yapılmaktadır. Bu aşamada girişim sermayesi şirketi sağladığı finansman desteğinin yanı sıra yönetsel ve teknik destek de vermektedir.

Bu aşamanın uzun ve karmaşık oluşunun nedeni; girişimcilerden fon taleplerinin toplanması, taleplerin değerlendirilmesi, yatırım projesinin seçimi, yatırımın türünün belirlenmesi, yatırımın değerlendirilmesi, izlenmesi ve denetlenmesi işlemlerinin bu aşamada gerçekleştiriliyor olmasıdır. Girişim sermayesi şirketleri uzun zaman alan ve karmaşık olan bu işlemleri gerçekleştirme sürecinde bu konuda uzmanlaşmış proje değerlendirme kuruluşlarından destek alabilmektedirler (Yatmaz, 2012: 26).

3.1.3. Yatırımdan Çıkış

Girişim sermayesi finansman modelinin amacı yatırım yapılan şirkette ortaklığın sonsuza kadar sürdürülerek temettü geliri elde edilmesi olmayıp, girişimin beklenen değere ulaştığı ve uygun koşulların oluştuğu zamanda sonlandırılmasıdır. İşte girişim sermayesi yatırım sürecinin son aşaması girişim sermayesi şirketinin en yüksek getiriyi elde edeceğini düşündüğü durum ve zamanda yatırımı sonlandırdığı çıkış (likidasyon) aşamasıdır. Bu aşamada girişim sermayesi şirketi yatırım yaptığı aşama ve yatırımın amacına bağlı olarak işletmenin istenilen gelişme düzeyine erişmesiyle çeşitli çıkış stratejileri ile hisse senetlerini elden çıkarmaktadır. Girişim sermayesi şirketi bu yatırımlardan elde ettiği gelirlerin bir bölümünü girişim sermayedarlarına payları oranında aktarmaktadır. Bu aşama ile girişim sermayesi şirketleri yatırım yaparak geliştirdikleri işletmeleri belli bir kârlılık seviyesine ulaştırmalarının ardından bu işletmelerdeki hisselerini satmak ve bağlı tuttukları fonlar ile bekledikleri kârları likit hale dönüştürmek suretiyle temel amaçlarını gerçekleştirmiş olmaktadırlar (Çımat ve Laçinel, 2002: 100).

Yatırımdan çıkış için 4 ana seçenekten bahsedilebilir (Gladstone: 1988: 216-229; Çonkar, 2007: 29).

(1) Şirketin halka açılması: Girişim sermayedarının yatırım yaptığı şirkete ait hisse senetlerinini, bu hisseler istenilen değere ulaştığında, uygun zaman ve koşullarda menkul kıymetler borsasında satılmasıdır. Yatırımlardan çıkış

sürecinde en çok başvurulan yöntem olup, istenen sonucun alınabilmesi için etkin bir menkul kıymetler borsasının varlığını gerektirmektedir.

Girişim sermayesi şirketlerinin yatırımdan çıkış stratejisi olarak halka açma seçeneğini tercih etmelerinin temel nedenleri aşağıdaki gibi özetlenebilmektedir (Gladstone, 1988: 217-218, Çonkar, 2007: 27):

- Girişimci şirketin hisselerinin borsada satılması, hisselerin diğer satış yöntemlerine göre daha yüksek fiyattan satılması olanağını sağlamaktadır.

- Şirket halka açılıp hisseleri borsada alınıp satılmaya başladığında, kolaylıkla ilave özkaynak bulabilmektedir.

- Şirketin halka açılması ile kredi veren kuruluşların yanı sıra, müşteriler ve tedarikçiler açısından da şirketin kredibilitesi artmaktadır.

- Hisse senetleri nakde dönüştürülmesi kolay varlıklar olduklarından, halka açılan şirket, hissedarları için likidite ortamı yaratmaktadır.

Halka açılmanın sağladığı avantajların yanı sıra bazı sakıncalarının da bulunmaktadır (Gladstone, 1988: 218-219):

- Halka açık şirketler, dönemsel olarak şirketle ilgili bir takım bilgileri açıklamak ve kamuoyu ile paylaşmak durumundadırlar. Şirketler tarafından paylaşılan bu bilgilerin ise rakipler, tedarikçiler taraflarca kullanımı söz konusu olabilmektedir.

- Tüm halka açık şirketler; dönemsel olarak hükümet ve özellikle sermaye piyasası yetkili kurumlarına belirli raporlar hazırlamak ve hissedarları için de belirli bilgileri sunmak zorundadırlar. Şirketlerin raporlama ve

bilgilendirmeye yönelik olarak yürüttüğü çalışmalar hem oldukça zaman alan hem de maliyet gerektiren faaliyetlerdir.

- Halka açılan şirketin hissedarları sürekli olarak yükselen bir performans beklemektedirler, bu durum gerçekleşmediğinde ise hisselerini satarak şirketin hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olabilmektedirler.

- Halka açılma sürecinde kanuni ödemeler, muhasebe ve aracı kurum masrafları şirket açısından büyük maliyetler doğurabilmektedir.

(2) Hisselerin Şirket veya Girişimcinin Kendisi Tarafından Satın Alınması: Girişim sermayesi şirketine ait hisse senetlerinin üçüncü kişilere satılmayıp, girişim sermayesi şirketi ya da girişimci şirket tarafından satın alınması yöntemidir. Girişim sermayesi şirketi ile girişimci şirket arasında imzalanan sözleşmede, girişim sermayesi şirketine ait hisselerin girişimci şirket tarafından satın alınacağına dair bir maddenin bulunması, girişimci işletmenin teşvik edilmesini sağlayacak ve daha iyi performans sergilemesine yardımcı olabilecektir (Uludağ, 1996: 30).

(3) Şirketin başka bir şirkete satılması: Girişim sermayesi şirketi ve girişimci şirketin sahip olduğu hisselerinin tamamının başka bir şirkete satılması yöntemidir. Bu yöntemde hem girişim sermayesi şirketi hem de girişimci şirket beklediği karlılığa ulaştığında hisselerinin tamamını başka bir işletmeye satarak yatırımı sonlandırmaktadır.

(4) Şirketin yeni bir yatırımcıya satılması: Bu yöntemde girişim sermayesi şirketi sahip olduğu hisseleri muhafaza etmekte, girişim sermayesi şirketi ise kendi hisselerini başka bir yatırımcıya satmaktadır. Böylelikle girişimci şirketin ortağı değişmiş olmaktadır.

3.1.4. Girişim Sermayesi Şirketlerinin Girişimci Şirketlerin Finansmanında Kullandığı Finansal Araçlar

Girişim sermayesi şirketleri girişimci şirketlere yatırım yaparken; yatırımın ve ekonominin içinde bulunduğu koşullara göre farklı finansal araçlardan yararlanabilmektedirler. Finansal aracın seçimini etkileyen faktörler aşağıdaki gibi özetlenebilir:

- Girişim sermayedarının yatırımdan beklediği sermaye kazancı,
- yatırımın aşaması ve risk düzeyi, girişimci şirketin talep ettiği fonun miktarı,
- ortakların beklentileri,
- girişimci şirketin hisse senetlerinin likidite derecesi vb. olarak sıralanabilir.

Bu faktörler göz önünde bulundurulduğunda, girişim sermayesi şirketinin yatırımlarında kullandığı araçlar hisse senetleri, hisse senedine dönüştürülebilir tahviller ve varantlar olarak 3 gurupta toplanabilir.

3.1.4.1. Hisse senetleri

Girişim sermayesi şirketlerinin yatırımlarında sıklıkla kullandıkları araçlardır. Girişim sermayesi şirketleri girişimci şirketlerin hisse senetlerini satın alarak, bu şirketlere hem ortak olmakta hem de finansal destek sağlamaktadırlar. Girişim sermayesi şirketleri özellikle erken dönem yatırımlarında yönetime katılabilmek hatta bazı durumlarda girişimciyi yönetim dışı bırakabilmek için hisse senedini tercih etmektedirler.

Hisse senedi satın alma yoluyla yatırım yapılırken yatırımın risk düzeyine ve girişim sermayesi şirketi ile girişimci şirket arasında yapılan anlaşmayla belirlenmiş ortaklık oranına göre adi ya da imtiyazlı hisse senetleri tercih edilebilmektedir. Adi hisse senetleri sahibine özel bir ayrıcalık tanımazken, imtiyazlı hisse senetleri yatırım kontrolü ve yatırımdan çıkışı ile ilgili konularda girişim sermayedarına özel haklar sağlamaktadır. Bu senetler yatırımın başarılı olmadığı durumlarda, girişim sermayedarına yatırımını bu hisse senetlerinin sağladığı hakka dayanarak geri alabilme imkanı tanımaktadır (Uludağ, 1996: 32).

3.1.4.2. Hisse senedine dönüştürülebilir tahviller

Girişim sermayesi şirketleri yatırımlarında her zaman için hisse senedi satın alarak ortak olma yoluna gitmeyi tercih etmeyebilirler. Bu durumda girişimci şirkete sağladıkları fonların karşılığında daha sonraki tarihte hisse senedine dönüştürülebilir tahvil satın alabilmektedirler. Hisse senedine dönüştürülebilir tahvil aracılığıyla girişimci şirkete doğrudan özkaynak desteği yerine borçla özkaynak arasında bir finansman desteği sağlanmaktadır. Bu sayede ortaklık ve dolayısıyla özkaynak yatırımının getirdiği risk ileri bir tarihe ertelenmiş olmaktadır (Kaya, 2001: 14).

Hisse senedine dönüştürülebilen tahviller, girişim sermayedarına yönetimde oy hakkı vermemekle birlikte, getirisi şirkete verilen borcun getirisi niteliğinde olduğundan hisse senetlerine göre getiri açısından daha güvenilir ve karlı bir araçtır (Uludağ, 1996: 33).

3.1.4.3. Varantlar

Hisse senedi varantı sahibine bir şirketin belirli sayıda hissesini önceden belirlenen fiyattan ve bir dönem içerisinde satın alma hakkı veren sermaye piyasası aracı olarak tanımlanmaktadır (İMKB, 2010: 4). Girişim sermayesi yatırımlarında genellikle henüz büyümekte olan girişim sermayesi şirketleri varantı tercih etmektedirler. Bu sayede zarardan çekinen girişim sermayesi şirketi, fiyat ve koşulların daha uygun olacağı ileri bir tarihe kadar hisse senedi alma hakkını garantiye almakta ve varant aracılığıyla faiz geliri de elde etmektedir (Uludağ, 1996: 16). Bu yönleriyle varant, girişimci şirkete ortak olup yüksek düzeyde risk üstlenmek istemeyen girişim sermayesi şirketleri açısından cazip bir finansal araç olarak görülmektedir.

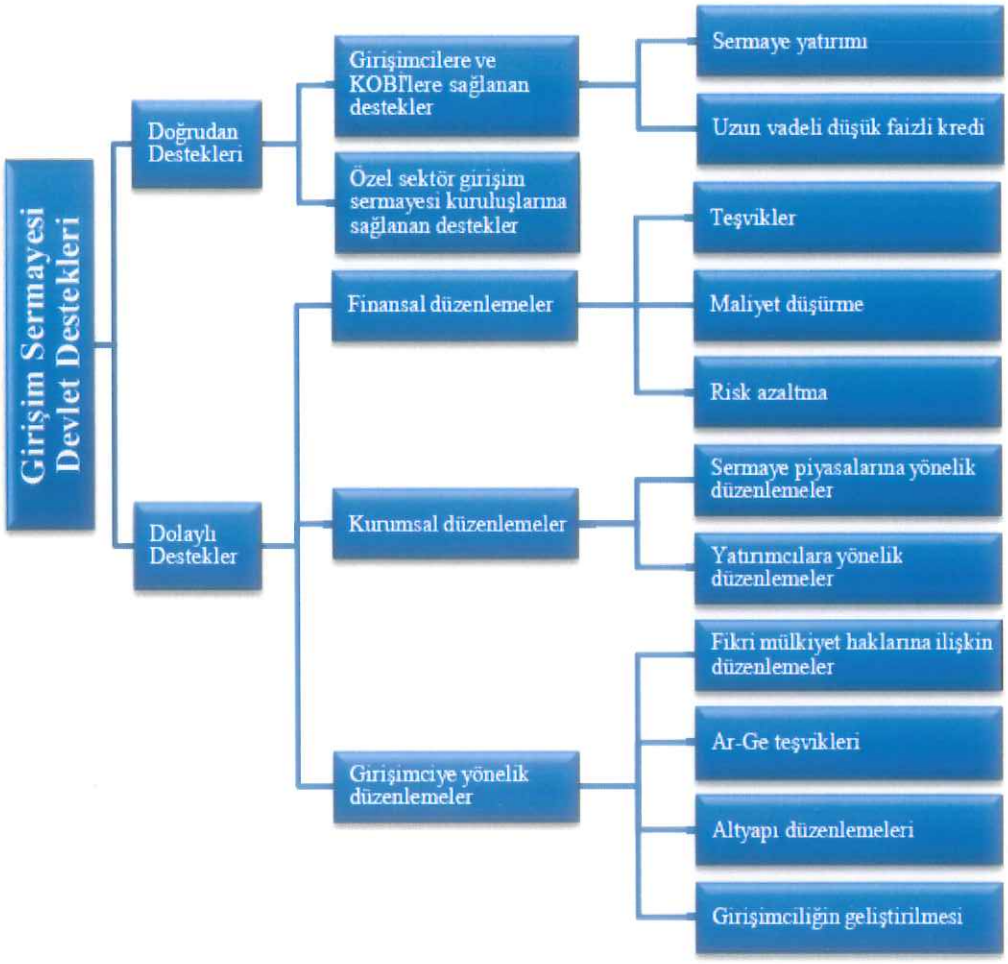
3.1.5. Girişim Sermayesi Sektöründe Devletin Rolü

Girişim sermayesine ilişkin literatürde, devletin müdahalesinin gerekliliği ve sakıncaları üzerine tartışmalar bulunmaktadır. Bir takım yazarlar piyasadaki aksaklıklar ve pozitif dışsallıklar nedeniyle devlet müdahalesinin gerekliliğini savunurken, diğerleri projelerin değerlendirilmesi, gerekli teknik, yönetsel desteğin sağlanması ve projelerin izlenmesi konularında devletin yetersiz kalacağı düşüncesiyle, devlet müdahalesini

sakıncalı bulmaktadır. Literatürdeki tartışmalardan da görüleceği üzere devletin girişim sermayesi sistemine dahil olmasının olumlu ve olumsuz tarafları bulunmaktadır. Fakat özellikle sistemin yeni geliştiği ülkelerde devletin sisteme dahil olması bir takım önlemlerin alınması ve teşviklerin sağlanması konusunda gerekli görülmektedir. Devletin tamamlayıcı bir rol üstlenerek, sistemdeki tarafların ihtiyaçlarına yönelik program tasarlayarak, gerekli teknik ve yönetsel desteği sağlayarak, proje seçimine ve izlenmesine yönelik iyileştirmeler yaparak sisteme dahil olması öngörülmektedir.

3.1.5.1. Girişim Sermayesi Sistemine Devlet Tarafından Sağlanan Destekler

Girişim sermayesi sistemine devlet tarafından sağlanan destekler ülkeler arasında farklılıklar göstermektedir. Şekil 6'da görüldüğü gibi genel olarak doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki gruba ayrılan destekler mali kaynak desteği, teknik ve yönetsel destek, teşvikler, sübvansiyonlar, vergi önlemleri, sermaye piyasalarına, girişimciliğe ve yatırımcılara yönelik düzenlemeler vb. destekleri kapsamaktadır.



Kaynak: Yatmaz, 2012: 42.

Şekil 6: Devlet Tarafından Sağlanan Doğrudan ve Dolaylı Destekler

3.2. Girişim Sermayesi Finansman Modelinden Beklenen Faydalar

Girişim sermayesi sisteminin yatırımcı firma, yatırım alan firma ve ülke ekonomisi açısından beklenen faydaları ayı başlıklar halinde özetlenmiştir.

3.2.1. Yatırımcı Firmaya Faydaları

- Girişim sermayesi yatırımları yatırımcı açısından uzun vadeli yatırımlar olup, yüksek getiri beklentisi ile yapılmaktadır. Başarılı yatırımlar hem

ortaklık süresince getiri sağlamakta hem de başarılı çıkış stratejileriyle yatırımlar sonlandırılarak kar elde edilmektedir.

- Girişim sermayesi modeli ile yatırımcı ve girişimci arasında köprü görevi gören girişim sermayesi şirketi yatırımcılardan toplamış olduğu fonları değişik yatırım projeleri arasında dağıtarak bir proje portföyü oluşturmaktadır. Böylelikle portföydeki işletmelerden veya yatırım yapılan sektörlerden birinde yaşanacak kayıp, portföydeki diğer projelerin kazançlarıyla dengelenmektedir.

- Girişim sermayesi şirketleri portföylerini oluştururken, fonlarını yalnızca farklı sektörlere değil farklı aşamalardaki projelere de yatırmaktadırlar. Farklı risk düzeyindeki yatırımlar ile de fonun portföy riski dağıtılmakta ve yatırımcının riski azaltılmaktadır (Çonkar, 2007: 10).

3.2.2. Yatırım Yapılan Firmaya Faydaları

- Girişim sermayesi şirketlerinin girişimci şirketlere sağladığı fonlar özkaynak niteliğinde olduğundan, yatırım yaptıkları işletmelerin yabancı kaynak temin etme ve kullanma maliyetlerini ortadan kaldırmaktadır.

- Özkaynak niteliğindeki fonlar sayesinde yabancı kaynak kullanımında olduğu gibi fonların garantiye alınmasına yönelik tedbirlere ihtiyaç duyulmamaktadır. Böylelikle özellikle kaynak bulmada güçlük çeken KOBİ'ler için alternatif bir finansman yöntemi yaratılmaktadır.

- Girişim sermayesi yatırımları büyüme ve gelişme potansiyeli bulunan KOBİ'lerin bu potansiyeli geliştirmesine hatta küresel boyutlara ulaşmasına; potansiyeli düşük işletmelerinse seçim sürecinde elenip kaynak israfının önlemesine katkıda bulunmakta, dolayısıyla kaynakların etkin kullanılmasını sağlamaktadır.

- Özellikle risk sermayesi yatırımlarında teknolojik yeniliğin desteklenmesi ve kaynak bulmada güçlük çeken küçük işletmelere kaynak yaratılması söz konusudur.

- Girişim sermayesi sisteminde girişimcilere fon sağlayan yatırımcılar finansal desteğin yanı sıra yönetsel ve teknik destek de sağlamaktadırlar.

3.2.3. Ülke Ekonomisine Faydaları

- Girişim sermayesi finansman modeli, kaynakların etkin kullanımını sağladığından ve yabancı sermayenin daha hızlı transferine yol açtığından, ihracat artışı sağlamaktadır (İştar, 2013: 195).

- Girişim sermayesi ile hayata geçirilen yenilikçi iş fikirleri ve finansman, pazarlama, yönetim vb. konularda desteklenerek büyümesi/gelişmesi/markalaşması sağlanan işletmelerin yarattığı istihdam ile üretim, satış ve ihracata, dolayısıyla ülkenin genel ekonomisine de önemli katkılar sağlamaktadır.

- Girişim sermayesi finansman modeli mevcut endüstrilere sağladığı katkının yanı sıra, özellikle risk sermayesi yatırımları ile bütünüyle yeni endüstrilerin ortaya çıkmasında ve gelişmesinde önemli bir rol üstlenmektedir (Harrison ve Mason, 2000: 245).

- Girişim sermayesi yatırımları ile özellikle kurumsal yatırımcılarda biriken küçük tasarrufların, ülke ekonomisinin kalkınması için gerekli sanayi yatırımlarına aktarılması sağlanmaktadır.

- Girişim sermayesi şirketleri gerek girişime ortak olma sürecinde gerekse de ortaklıktan çıkış sürecinde; yatırımcılar ise girişim sermayesi şirketine ortaklığı temsil eden katılım belgelerini satarak yatırımdan çıkmak

istediklerinde menkul kıymetler borsasına ihtiyaç duymaktadırlar. Girişim sermayesi şirketi finansman sürecinin başlangıcında piyasaya fon arz ederken ve sürecin sonunda hisse senedi satışı yoluyla piyasadan fon talep etmekte, tüm bu işlemleri menkul kıymet borsaları aracılığıyla gerçekleştirmektedir. Dolayısıyla girişim sermayesi finansman modelinin yaygınlaşması ve girişim sermayesi şirketlerinin sayılarının ve girişimci şirketlere yaptıkları yatırımların sayısının artması, borsaya arz edilen ve borsada işlem gören hisse senetlerinin çoğalmasına yol açacaktır (Çonkar, 2007: 41-42). Model böylelikle borsanın derinleşmesi ve gelişmesi için zorlayıcı bir işlevi yerine getirmiş ve sermaye piyasalarındaki hareketliliği arttırarak, piyasaların gelişimine katkı sağlamış olmaktadır.

- Özellikle risk sermayesi finansman modeli dinamik, yaratıcı ve genç girişimcilerin fikir ve projelerinin hayata geçirilmesi için olanak tanımakta ve yeni bir girişimci sınıfı yaratılmasına katkıda bulunmaktadır. Ayrıca bu yatırımlar yenilikçi düşünmeyi teşvik ettiğinden, beyin göçünü de engelleyici rol oynamaktadır (İpekten, 2006: 396).

- Yeni teknolojiyi hayata geçirmekte elverişli bir kurumsal yapı olan yeni ve küçük işletmelerin desteklenmesi özellikle gelişmekte olan ülkelerin, hem büyüme hızının hem de rekabet gücünün artırılması açısından büyük önem taşımaktadır (Çonkar, 2007: 40).

3.3. Girişim Sermayesi Finansmanının Yatırım Yapılan Firmanın Performansı Üzerine Etkileri

Girişim sermayesi finansman modeli, yatırımı gerçekleştiren firmalar açısından uzun vadeli bir yatırım türü olup, uzun vadede getiri beklentisi temeline dayanmaktadır. Girişim sermayesi yatırımı alan firmalar açısından ise firmaların fon ihtiyacını karşılamak üzere yararlanılan, özkaynak niteliğinde fon kaynaklarını ifade etmektedir. Girişim sermayesi finansmanı ile kaynak yaratan firmaların bu kaynakları etkin bir

şekilde kullanıp kullanmadıkları ve bu kaynakların finansal performanslarını ne yönde etkiledikleri, sistemin işlerliği ve başarısı açısından önem taşımaktadır.

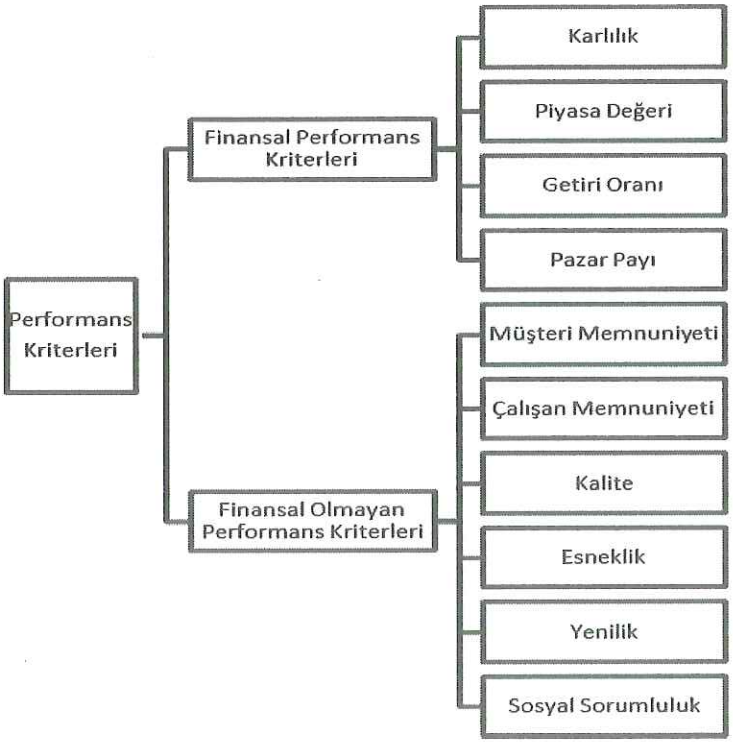
3.3.1. Firma Performansı ve Boyutları

Firma performansı, firmanın belli bir dönem sonunda faaliyetleri sonucu elde ettiği çıktılara göre işletme amaçlarının yerine getirilme derecesi olarak tanımlanmaktadır (Akal, 2000). Tanımdan da anlaşılacağı üzere firma performansı, işletme amaçlarının gerçekleştirilme derecesini saptamaya yönelik ölçütleri ifade etmektedir.

Firma performansı kavramı birçok faktörün belirlediği bir başarı ölçütü olarak bir bütünü ifade etmektedir. 1980'lerin sonlarına kadar yararlanılan geleneksel performans kriterleri genel olarak finansal kriterlere dayanmakta iken, 1990'ların başlarında gelişen çok boyutlu performans kavramı ile finansal kriterlerin yanı sıra finansal olmayan kriterler de performans kavramına dahil edilmiştir (Bourne v.d., 2000). Firma performansını belirleyen finansal performans kriterleri genel olarak, pazarlama faaliyetleri ve finansal yönetim başarısının ölçütleri olan piyasa değeri, pazar payı, karlılık gibi kriterleri kapsamaktadır. Finansal olmayan performans kriterleri ise işletmelerin birinci gruptaki göstergelerini etkileyebilecek müşteri memnuniyeti, çalışan memnuniyeti, müşteri ve ortakların beklentileri, kalite, esneklik, yenilik performansı gibi soyut çıktılarla ilgili kriterleri kapsamaktadır. Kaplan ve Norton daha detaylı bir sınıflandırma yaparak; performans kriterlerinin belirlenmesinde yönetimin finansal perspektif, süreç perspektifi, müşteri perspektifi, yenilik ve öğrenme perspektifi olmak üzere 4 temel perspektife dayalı çok boyutlu bir performans sistemi geliştirmesi üzerine odaklanmıştır (Bayyurt, 2007: 2).

Finansal performans kriterleri işletmenin finansal performansını değerlendirmeye yönelik belli başlı oranları ifade etmektedir. Mali tablolardan elde edilen bu ölçütler işletmelerin ekonomik hedeflerine ulaşma derecelerinin göstergesi olarak kabul edilmektedir. Finansal olmayan kriterler ise çok sayıda olup, her işletmenin performansını en iyi şekilde ölçmeye yarayacak kriterler arasından seçilmelidir. Bu

kriterler firma hedeflerini doğrudan etkileyebileceğinden firmaların bu göstergeleri de finansal göstergeler gibi kontrol etmeleri ve geliştirmeye çalışmaları gerekmektedir.



Şekil 7: Performans Kriterleri

3.3.2. Girişim Sermayesinin Firma Performansına Yansımaları

Girişim sermayesi sisteminin işleyişi, uygulanabilirliği vb. konular üzerine yoğunlaşan yerli literatürün aksine, girişim sermayesi yatırımlarının hem yatırım yapan hem de yatırım alan taraflar açısından sonuçları yabancı literatürde sıklıkla incelenmektedir. Yabancı literatürde girişim sermayesi yatırımı yapan ve alan firmaların performanslarının farklı açılardan ve farklı yöntemlerle değerlendirilmesine yönelik çok sayıda çalışma mevcuttur.

Kaplan (1989), girişim sermayesi yatırımlarının firma performansı üzerindeki etkilerini incelediği çalışmasında yatırımlar sonucunda faaliyet karı/satışlar ve faaliyet karı/aktifler rasyolarının önemli düzeyde yükseldiğini tespit etmiştir.

Singh 1990'da yaptığı çalışmasında girişim sermayesi yatırımı alan firmaların borsada işlem görmeye başladıktan sonraki 3 yıllık dönemde performanslarını incelemiş; firmaların satışlarında önemli artışlar, stok tutma ve alacakları tahsil etme sürelerinde önemli azalışlar olduğunu saptamıştır.

Manigart vd. 2001'de Belçika'da girişim sermayesi yatırımı alan firmaların yaş, büyüklük, nakit oranı, finansal kaldıraç, getiri oranı vb. değişkenler aracılığıyla hesapladıkları hayatta kalma olasılıklarını yatırım almayan firmalarla karşılaştırdıkları çalışmalarında; yatırım alan firmaların hayatta kalma olasılıklarının diğer firmalardan daha yüksek olmadığı sonucuna varmışlardır. Ayrıca en eski kamu girişim sermayesi şirketlerinin yatırım yaptığı firmaların hayatta kalma olasılıklarının, diğer girişim sermayesi şirketlerinin yatırım yaptıkları firmalardan daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir.

Desbrieres ve Schatt (2002), girişim sermayesi yatırımı alan 161 Fransız firma ile yaptıkları çalışmada özsermaye karlılığı, yatırım karlılığı ve karlılık rasyolarını performans ölçütleri olarak kullanmış ve yatırım sonrasında özellikle aile işletmelerinde bu rasyolarda düşüş gözlemlemişlerdir.

Cressy, Munari ve Malipiero (2007), girişim sermayesi alan 122 Amerikan firmasının yatırım sonrasındaki 3 yıllık dönemdeki performansını yatırım almayan firmalarla karşılaştırdığı çalışmasında yatırım alan firmaların karlılıklarının diğer firmalardan daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca sektör bazında uzmanlaşmış girişim sermayesi şirketlerinin yatırım yaptıkları firmaların diğer firmalardan daha iyi performans gösterdiklerini gözlemlemişlerdir.

Lockett vd. 2008'de yaptıkları çalışmalarında girişim sermayesi şirketlerinin yatırım yaptıkları firmaların ihracat faaliyetleri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Araştırma sonucunda girişim sermayesi şirketlerinin sağladıkları kaynak kontrolü ve katma değer yaratan faaliyetler sonucu yatırım yaptıkları firmaların ihracat performansları üzerinde önemli etkisi olduğunu saptamışlardır.

Abdoua ve Varela (2009), girişim sermayesi yatırımı alan firmaların başarısı üzerinde etkili olan faktörleri incelemiş ve girişim sermayesi şirketlerinin itibarı, deneyimi ve ortaklık oranı değişkenlerinin firma başarısında en önemli faktörler olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Alperovycha ve Hübner (2011), Belçika'da girişim sermayesi yatırımı almış 990 firma ile yaptıkları çalışmalarında firma-sektör-ürün etkileşiminin beklenen getiriler üzerinde etkisini Panel Veri Analizi ile analiz etmiş ve bu etkileşimin getiriler üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

St-Pierre vd. 2011'de girişim sermayesi şirketlerinin yatırım yaptıkları firmalar üzerinde finansal ve finansal olmayan etkileri inceledikleri çalışmalarında girişim sermayesi yatırımı alan ve almayan firmaları karşılaştırmış ve iki grup arasında önemli farklılıklar tespit etmişlerdir.

Valerio (2013) Kanada'da girişim sermayesi yatırımı alan firmaların performanslarını yatırım almayan firmalarla karşılaştırdığı çalışmasında yatırım alan firmaların satışlar, gelirler ve aktiflerindeki büyümenin diğer firmalara göre daha yüksek olduğunu gözlemlemiştir.

Guo ve Jiang (2013), Çin'de 1998-2007 yılları arasında imalat sektörü bazında girişim sermayesi yatırımı alan firmaların performanslarını değerlendirmek üzere yaptıkları çalışmalarında, yatırım alan firmaların, yatırım almayan firmalara göre karlılık, satışlardaki büyüme, Ar-Ge yatırımları gibi değişkenler açısından daha yüksek performans gösterdiklerini saptamışlardır.

4. BÖLÜM: GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMI ALAN FİRMALARIN FİNANSAL PERFORMANSLARININ DEĞERLENDİRİLMESİNE YÖNELİK ARAŞTIRMA

4.1. Çalışmanın Amacı

Girişim sermayesi alanında Türkiye'de yapılan çalışmaların, çoğunlukla teorik ağırlıklı olduğu, genel olarak sistemin işleyişi, Türkiye'deki uygulamalar ya da Türkiye'de uygulanabilirliği üzerinde yoğunlaştığı görülmektedir. Yerli literatürde sistemin çıktılarını ampirik olarak değerlendiren çalışmaların sayısı yok denecek kadar azdır. Bu noktadan hareketle çalışmada girişim sermayesi sisteminin girişim sermayesi yatırımı alan firmalar açısından değerlendirilmesi amaçlanmıştır. Amerika, Avrupa ve diğer kıta ve ülkelerdeki işleyişin aksine Türkiye'de girişim sermayesi şirketleri ve bu şirketlerin yatırım yaptığı firmalara ait verileri düzenli olarak toplayan, yayınlayan ve sektörle ilgili detaylı raporlar hazırlayan kurum ve kuruluşların eksikliği nedeniyle sektörle ilgili verilere erişimin oldukça zor olduğu gözlemlenmiştir. Dolayısıyla çalışmada, Borsa İstanbul aracılığıyla verilerine ulaşılabilen girişim sermayesi yatırımı alan firmaların yatırım öncesi ve yatırım sonrası finansal performanslarının değerlendirilmesi ve girişim sermayesi yatırımlarının firmaların performansları üzerindeki etkisinin incelenmesi amaçlanmıştır.

Bu kapsamda çalışmanın ulaşmayı hedeflediği amaçlar Borsa İstanbul'a kote girişim sermayesi yatırımı alan firmaların;

- Yatırım öncesi ve yatırım sonrası etkinlik sıralarının değerlendirilmesi,
- Girişim sermayesi yatırımlarının firmaların finansal performansları üzerindeki etkisinin incelenmesi

şeklinde sıralanabilir.

4.2. Çalışmanın Kısıtları

Daha önce de belirtildiği üzere Türkiye'de girişim sermayesi sektörüne ait verilerin düzenli olarak toplandığı ve yayınlandığı bir kurum ya da kuruluşun bulunmayışı çalışma açısından en büyük kısıtı oluşturmaktadır. Amerika, Avrupa ve girişim sermayesi sisteminin yaygınlaştığı diğer kıta ve ülkelerdeki risk sermayesi derneklerine benzer şekilde 2004 yılında Türkiye'de girişim sermayesini tanıtmak ve geliştirmek, sektördeki aktörler arasındaki, iletişim işbirliği ve dayanışmayı geliştirmek amacıyla kurulmuş olan Türkiye Risk Sermayesi derneği de aktif olarak faaliyet göstermemektedir. Dolayısıyla çalışmada, girişim sermayesi yatırımı alan firmalardan yalnızca Borsa İstanbul'a kote olan firmaların verileri analize dahil edilebilmiştir.

4.3. Veri Seti

Çalışmada girişim sermayesi yatırımı alan firmaların finansal performansını değerlendirmek, girişim sermayesi yatırımlarından önceki ve sonraki dönemlerdeki finansal performanslarını karşılaştırabilmek amacıyla 2005-2014 yılları arasında Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren, yatırım öncesi ve sonrası finansal verilerine ulaşılabilen ve finans sektörü dışındaki sektörlerde faaliyet gösteren 12 firma analize dahil edilmiştir. İlgili firmalara ilişkin 3 aylık veriler ilgili finansal tablo ve dipnotlardan elde edilmiştir. Analize dahil edilen girişim sermayesi yatırımı alan firmalara ait bilgiler girişim sermayesi şirketlerinin web sitelerinden elde edilmiş olup tablo 17'de özetlenmiştir.

Tablo 17: Girişim Sermayesi Yatırımı Alan Firmalara İlişkin Bilgiler*

GİRİŞİM SERMAYESİ ŞİRKETİ	YATIRIM YAPILAN ŞİRKET	ANA SEKTÖR	ALT SEKTÖR	YATIRIM YILI
Anadolu GSYO A.Ş.	Ulaşlar Turizm Yatırımları ve Dayanıklı Tüketim. Malları Ticaret Pazarlama A.Ş	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	Lokanta ve Oteller	2011

Anadolu GSYO A.Ş.	Oylum Sınai Yatırımlar A.Ş.	İmalat Sanayi	Gıda, İçki Ve Tütün	2012
Citigroup Venture Capital International	Boyner Büyük Mağazacılık A.Ş.	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	Perakende Ticaret	2007
Deutsche Bank	Doğan Gazetecilik A.Ş.	İmalat Sanayi	Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın	2007
Global Equities Management S.A.	Deva Holding A.Ş.	İmalat Sanayi	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	2006
Gözde GSYO A.Ş.	Makina Takım Endüstrisi A.Ş.	İmalat Sanayi	Metal Eşya, Makine Ve Gereç Yapım	2012
Morgan Stanley and Co International Plc	Ege Seramik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	İmalat Sanayi	Taş Ve Toprağa Dayalı Sanayi	2008
Templeton Strategic Emerging Markets	Tat Gıda Sanayi A.Ş.	İmalat Sanayi	Gıda, İçki ve Tütün	2007
Troika, JSC Caspi Neft, Goup Eurasia	Petkim Petro Kimya Holding A.Ş.	İmalat Sanayi	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	2007
Turkven Private Equity	Migros Ticaret A.Ş.	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	Perakende Ticaret	2008
Verusaturk GYSO A.Ş.	Acıpayam Selüloz Sanayi ve Ticaret A.Ş.	İmalat Sanayi	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	2012
Verusaturk GYSO A.Ş.	Anel Telekomünikasyon Elektronik Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Teknoloji	Bilişim	2012

*Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Ulaşlar Turizm Yatırımları ve Dayanıklı Tüketim. Malları Ticaret Pazarlama A.Ş 1985 yılında kurulmus olup turizm tesisi işletmeciliği ve dayanıklı tüketim malları pazarlama ve satışı alanında faaliyet göstermektedir. 2011 yılında girişim sermayesi yatırımı alan firma 2012 yılında halka açılmıştır.

Oylum Sınai Yatırımlar A.Ş 1969 yılında Oylum markası ile fabrikasyon bisküvi üretimiyle faaliyete başlamış olup 2011 yılında halka açılmış ve 2012 yılında girişim sermayesi yatırımı almıştır.

Perakende mağazacılık sektöründe faaliyet gösteren Boyner Büyük Mağazacılık A.Ş. 1981 yılında faaliyete başlamıştır ve 2007 yılında girişim sermayesi yatırımı almıştır.

Doğan Gazetecilik A.Ş. gazete ve dergi yayıncılığı alanında faaliyet göstermekte olup 1979 yılında kurulmuştur. 2007 yılında girişim sermayesi yatırımı alan firma pazarın yaklaşık %13'ünü elinde tutmaktadır.

1958'de kurulan Deva Holding A.Ş. ilaç ve ilaç hammadesi sektöründe faaliyet göstermektedir. 1986'da halka açılan firma 2006 yılında girişim sermayesi yatırımı almıştır.

Makina Takım Endüstrisi A.Ş. (MTE), Türkiye'nin ilk kesici takım üreticisi olarak 1957 yılında kurulmuştur. 1968 yılında hisselerinin bir kısmı halka açılmış, bugün itibariyle hisselerinin %50'sinden fazlası halka açıktır. Firma 2012 yılında girişim sermayesi yatırımı almıştır.

1972 yılında kurulan Ege Seramik Sanayi ve Ticaret A.Ş., 1975 yılında üretime başlamıştır. 1992'de halka açılan ve 2008 yılında girişim sermayesi yatırımı alan firma seramik sektörünün liderlerindendir.

Konserve ve dondurulmuş gıda imalatı yapanTat Gıda Sanayi A.Ş. 1967 yılında kurulmuş ve 1993 yılında BIST'te islem görmeye başlamıştır. Firma 2007 yılında girişim sermayesi yatırımı almıştır.

Petrokimyasal ara ve ana hammadde üretimi yapan Petkim Petro Kimya Holding A.Ş. 1965'te kurulmustur. 1990 yılında halka açılan firma 2007 yılında girişim sermayesi yatırımı almıştır.

1954'te kurulan Migros Ticaret A.Ş. gıda ve tüketim maddesi satışı alaninda faaliyet göstermektedir. 2008 yılında girişim sermayesi yatırımı alan firma ilk kez 1991 yılında borsada işlem görmeye başlamıştır.

1973 yılında kurulan Acıpayam Selüloz Sanayi ve Ticaret A.Ş. selüloz ve selüloz türevlerinin üretimi ve ticareti yapmaktadir. Firma ilk kez borsada işlem gördüğü 2012 yılında girişim sermayesi yatırımı almıştır.

Teknoloji alt sektorunde faaliyet gosteren Anel Telekomünikasyon Elektronik Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. 2003 yılında kurulmus olup ilk kez 2005 yılında borsada işlem görmeye başlamıştır. Firma 2012 yılında girişim sermayesi yatırımı almıştır.

4.4. Yöntem

Çalışmada örneklemi oluşturan girişim sermayesi yatırımı alan firmaların performanslarının değerlendirilmesi, yatırım öncesi ve sonrası dönemlerdeki performanslarının karşılaştırılması amacıyla 2 farklı yöntem belirlenmiş ve uygulanmıştır. Bunlardan TOPSIS yöntemi ile girişim sermayesi yatırımı alan firmaların yatırım öncesi ve yatırım sonrası performanslarını aynı alt sektörlerde faaliyet gösteren firmaların performansları ile karşılaştırması, Panel Veri Analizi Yöntemi ile de girişim sermayesi yatırımı alma değişkenin firmaların finansal performansları üzerindeki etkisinin incelenmesi amaçlanmıştır.

4.4.1. TOPSIS Yöntemi

1980 yılında Hwang ve Yoon tarafından geliştirilen TOPSIS (Technique for Order Preference by Similarity to Ideal Solution) yöntemi karar noktalarının ideal çözüme yakınlığı ana prensibine dayanan ve 6 adımdan oluşan bir çözüm sürecini içeren çok kriterli bir karar verme yöntemidir. TOPSIS yönteminin çözüm sürecinde izlediği adımlar aşağıda açıklanmıştır (Hwang ve Yoon, 1981: 130-133).

1. **Adım:** Karar (Başlangıç) Matrisinin (A) Oluşturulması

TOPSIS yönteminin ilk aşamasında karar matrisi oluşturulmaktadır. Karar verici tarafından oluşturulan karar matrisi; satırlarında üstünlükleri sıralanmak istenen karar noktaları, sütunlarında ise karar vermede kullanılacak değerlendirme faktörlerinin yer aldığı başlangıç matrisini ifade etmektedir. Karar matrisi aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$$A_{ij} = \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} & \dots & a_{1n} \\ a_{21} & a_{22} & \dots & a_{2n} \\ . & & & . \\ . & & & . \\ . & & & . \\ a_{m1} & a_{m2} & \dots & a_{mn} \end{bmatrix}$$

A_{ij} matrisinde m karar noktası sayısını, n değerlendirme faktörü sayısını ifade etmektedir.

2. **Adım:** Standart Karar Matrisinin (R) Oluşturulması

2. aşamada, 1. aşamada oluşturulan A matrisinin elemanlarından yararlanarak ve aşağıdaki formül kullanılarak standart karar matrisi oluşturulmaktadır:

$$r_{ij} = \frac{a_{ij}}{\sqrt{\sum_{k=1}^{m} a_{kj}^2}}$$

$$R_{ij} = \begin{bmatrix} r_{11} & r_{12} & \cdots & r_{1n} \\ r_{21} & r_{22} & \cdots & r_{2n} \\ \cdot & & & \cdot \\ \cdot & & & \cdot \\ \cdot & & & \cdot \\ r_{m1} & r_{m2} & \cdots & r_{mn} \end{bmatrix}$$

3. **Adım:** Ağırlıklı Standart Karar Matrisinin (V) Oluşturulması

Öncelikle değerlendirme faktörlerine ilişkin ağırlık değerleri (w_i) belirlenmektedir ($\sum_{i=1}^{n} w_i = 1$).

Daha sonra 2. aşamada oluşturulan R matrisinin her bir sütunundaki elemanlar ilgili ağırlık değerleri (w_i) ile çarpılarak aşağıda gösterilen V matrisi elde edilmektedir.

$$V_{ij} = \begin{bmatrix} w_1 r_{11} & w_2 r_{12} & \cdots & w_n r_{1n} \\ w_1 r_{21} & w_2 r_{22} & \cdots & w_n r_{2n} \\ \cdot & & & \cdot \\ \cdot & & & \cdot \\ \cdot & & & \cdot \\ w_1 r_{m1} & w_2 r_{m2} & \cdots & w_n r_{mn} \end{bmatrix}$$

Literatürde farklı çalışmalar incelendiğinde elemanların ağırlık değerlerini hesaplamada; konunun uzmanları ile görüşerek ortalama ağırlık belirleme, sektörde faaliyet gösteren firma yöneticileriyle görüşerek ortalama ağırlık belirleme, tüm elemanlara eşit ağırlık verme, entropi yöntemi ile ağırlık hesaplama vb. yöntemlerden yararlanıldığı gözlenmektedir. Çalışmada finansal rasyoların ağırlıklarının belirlenmesinde nesnel bir yöntem olması nedeniyle, eşit ağırlık yönteminden yararlanılmıştır.

Adım: İdeal (A^+) ve Negatif İdeal (A^-) Çözümlerin Oluşturulması

Bu aşamada 3. adımda oluşturulan V matrisindeki ağırlıklandırılmış değerlendirme faktörlerinin yani sütun değerlerinin en büyükleri (ilgili değerlendirme

faktörü minimizasyon yönlü ise sütun değerlerinin en küçüğü) seçilerek pozitif ideal çözüm seti aşağıdaki formülle oluşturulmaktadır:

$$A^* = \left\{ (\max_i v_{ij} \middle| j \in J), (\min_i v_{ij} \middle| j \in J' \right\}$$

Yukarıdaki formülünden hesaplanacak set $A^* = v_1^*, v_2^*, \ldots, v_n^*$ şeklinde gösterilebilir.

Negatif ideal çözüm seti ise, pozitif ideal çözüm setinin tersine V matrisindeki ağırlıklandırılmış değerlendirme faktörlerinin yani sütun değerlerinin en küçükleri (ilgili değerlendirme faktörü maksimizasyon yönlü ise sütun değerlerinin en büyüğü) seçilerek negatif ideal çözüm seti aşağıdaki formülle oluşturulmaktadır:

$$A^- = \left\{ (\min_i v_{ij} \middle| j \in J), (\max_i v_{ij} \middle| j \in J' \right\}$$

Yukarıdaki formülünden hesaplanacak set $A^- = v_1^-, v_2^-, \ldots, v_n^-$ şeklinde gösterilebilir.

Her iki formülde de J fayda (maksimizasyon), J' ise kayıp (minimizasyon) değerini ifade etmektedir.

Pozitif ideal ve negatif ideal çözüm seti, değerlendirme faktörü sayısı yani m elemandan oluşmaktadır.

4. **Adım:** Ayırım Ölçülerinin Hesaplanması

TOPSIS yönteminde her bir karar noktasına ilişkin değerlendirme faktör değerinin pozitif ideal ve negatif ideal çözüm setinden sapmalarının bulunmasında "Euclidian Uzaklık Yaklaşım"ından yararlanılmaktadır. Buradan elde edilen karar noktalarına ilişkin sapma değerleri ise İdeal Ayırım (S_i^+) ve Negatif İdeal Ayırım (S_i^-) Ölçüsü olarak adlandırılmaktadır. Pozitif ve negatif ideal ayırım ölçülerinin hesaplanışı aşağıdaki formüllerde gösterilmiştir.

$$S_i^* = \sqrt{\sum_{j=1}^{n}(v_{ij} - v_j^*)^2}$$

$$S_i^- = \sqrt{\sum_{j=1}^{n}(v_{ij} - v_j^-)^2}$$

Burada karar noktası sayısı kadar S_i^+ ve S_i^- hesaplanacaktır.

5. **Adım:** İdeal Çözüme Göreli Yakınlığın Hesaplanması

Bu aşamada ideal ve negatif ideal ayırım ölçülerinden yararlanılarak her bir karar noktasının ideal çözüme göreli yakınlığı (C_i^+) hesaplanmaktadır. Burada ölçüt olarak negatif ideal ayırım ölçüsünün toplam ayırım ölçüsü içindeki payı kullanılmakta ve ideal çözüme göreli yakınlık değeri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$C_i^* = \frac{S_i^-}{S_i^- + S_i^*}$$

Burada ideal çözüme göreli yakınlığı (C_i^+ değeri) $0 \leq C_i^+ \leq 1$ aralığında değer alır ve $C_i^+ = 1$ ilgili karar noktasının pozitif ideal çözüme, $C_i^+ = 0$ ilgili karar noktasının negatif ideal çözüme mutlak yakınlığını göstermektedir.

4.4.2. Dengesiz Panel Veri Analizi Yöntemi

Greene, panel veri analizini zaman boyutuna ait yatay kesit verilerinin kullanılmasıyla ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesi yöntemi olarak ifade etmiştir. (Greene, 2010: 343). Bu yöntem zaman serileri ile yatay kesit serilerinin bir arada kullanılmasına böylelikle hem birimlerin hem de bir birimde zaman içinde meydana gelen değişimlerin analiz edilmesine olanak sağlamaktadır.

Panel veri analizinde her bir birim tüm zaman dilimlerinde gözlenmişse "dengeli panel"den, eğer bazı birimler için bazı veriler mevcut değilse "dengesiz panel"den söz edilmektedir (Tatoğlu, 2012: 1).

Panel veri analizinde ilk olarak analize dahil edilen değişkenleri temsil eden tüm panel verilerin durağan olup olmadığını test etmek için "Birim Kök Testi" yapılmaktadır.

Sonraki aşamada modellerin test edilmesi için aşağıda açıklanan 3 farklı yöntemden yararlanılmaktadır. Bunlar (Greene, 2010: 346):

- Havuzlanmış En Küçük Kareler(EKK) Yöntemi (Pooled OLS),
- Sabit Etkiler Yöntemi (Fixed Effect Model),
- Rassal Etkiler Yöntemi (Random Effect Model)

Bu yöntemlerden ilki olan Havuzlanmış EKK yönteminde gözlemlenemeyen bireysel farklılıklar dikkate alınmamakta ve her değişken için aynı sabit terimin geçerli olduğu varsayılmaktadır. Bu yöntemde regresyon modeli aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Gujarati ve Porter, 2009: 596):

$Yit = \alpha it + \beta 1X1it + \ldots\ldots + \beta kXkit + \varepsilon i$ i:1.....n; t:1.....T

Denklemde;

Yit: bağımlı değişken

αit: sabit katsayı

Xit: bağımsız değişken

εi: sıfır ortalama ve varyansa sahip hata terimidir.

İkinci yöntem olan Sabit Etkiler Yönetimi'nde ise Havuzlanmış EKK'nin aksine her bir yatay kesit birimi için farklı sabit terimleri tahmin edilmektedir. Bu yöntemde regresyon denklemi aşağıdaki gibidir (Park, 2011: 8):

$Yit = \alpha + \beta 1X1it + \ldots\ldots + \beta kXkit + \mu 1 + \ldots\ldots + \mu i + \delta i + \ldots\ldots + \delta t + \varepsilon it$ i:1.....n; t:1.....T

Denklemde yukarıdaki açıklamalara ek olarak;

μi: yatay kesit etkilerini

δt: zaman etkilerini ifade etmektedir.

Son olarak Rassal Etkiler Yöntemi ise her bir yatay kesit veya zaman etkilerinin sabit değil tesadüfi olarak değiştiği varsayımına dayanmaktadır. Rassal etkiler yönteminde regresyon denklemi aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$$Yit = \beta 1Xit + uit \; ; (uit = \mu i + \delta t + \varepsilon it) \; i{:}1.....n; \; t{:}1.....T$$

Panel veri analizinde yukarıda özetlenen üç farklı yöntemden hangisinin kullanılacağına karar vermek için literatürde yer alan istatistiki testlerden yararlanılmaktadır. Panel veri analizinde ilk olarak modelin Havuzlanmış EKK yöntemi ile analiz edilip edilmeyeceği araştırılmalıdır. Bu aşamada F testi ile Breusch–Pagan Lagrange Multiplier test istatistiklerinden yararlanılmaktadır. Bu testler sonucunda modelin tahminlenmesinde Havuzlanmış EKK yönteminin kullanılamayacağına karar verilirse, Sabit Etkiler veya Rassal Etkiler yöntemlerinden hangisinin tercih edilmesi gerektiğine karar verilebilmesi için Hausman test istatistiğinden yararlanılmaktadır (Park, 2011).

F test istatistiği Havuzlanmış EKK ve Sabit Etkiler Yöntemleri arasında karar verebilmek için kullanılmaktadır ve boş hipotezi modelin Havuzlanmış EKK ile tahmin edilebileceğini ifade etmektedir. Bu durumda F istatistiğinin anlamlı çıkması boş hipotezin reddedilerek, Sabit Etkiler yönteminin tercih edilmesi anlamına gelmektedir. Breusch–Pagan Lagrange Multiplier testi istatistiği ise Havuzlanmış EKK ve Rassal Etkiler yöntemleri arasında karar vermek için kullanılmaktadır. Bu testte boş hipotez modelin Havuzlanmış EKK yöntemi ile tahmin edilebileceğini ifade etmektedir (Demirhan, 2013: 76). Bu durumda hesaplanan Breusch–Pagan Lagrange Multiplier test istatistiğinin anlamlı çıkması boş hipotezin reddedilmesi, dolayısıyla modelin Rassal Etkiler yöntemi ile etkin bir şekilde tahmin edilebileceği anlamına gelmektedir

Breusch–Pagan Lagrange Multiplier ve F test istatistiklerinin anlamlı çıkarak Havuzlanmış EKK yönteminin kullanılamayacağına karar verildikten sonra ikinci aşamada Sabit Etkiler ve Rassal Etkiler yöntemleri arasında seçim yapılması

gerekmektedir. Bu iki yöntem arasında karar verebilmek için Hausman test istatistiğinden yararlanılmaktadır. Hausman testinde boş hipotez modelin rassal etkiler yöntemi ile tahmin edilebileceğini ifade etmektedir. Sonuçta elde edilen Hausman test istatistiğinin anlamlı çıkması boş hipotezin reddedilerek, alternatif hipotezin kabul edilmesi, diğer bir ifadeyle modelin tahmininde Sabit Etkiler yönteminin tercih edilmesi anlamına gelmektedir (Öztürk vd., 2010: 111).

4.5. Veri Analizi

Çalışmanın bu aşamasında TOPSIS ve panel veri analizleri ayrı başlıklar altında özetlenmiştir.

4.5.1. TOPSIS Verilerinin Analizi

TOPSIS yöntemi ile girişim sermayesi yatırımı alan firmaların yatırım aldığı yıl baz alınarak bir önceki ve bir sonraki yılı kapsayan 3 yıllık dönemdeki performansları ve yatırımın finansal performans üzerindeki etkisinin izleyen yıllarda ortaya çıkması beklentisi nedeniyle izleyen yılların ortalama performansı, aynı alt sektörde yer alan firmalarla karşılaştırılarak etkinlik sıraları değerlendirilmiştir. Analize dahil edilen alt sektörler ve bu alt sektörlerde faaliyet gösteren firmalar hisse kodları ile Tablo 18'de özetlenmiştir.

Tablo 18: TOPSIS Analizine Dahil Edilen Alt Sektörler ve Firmalar

TEKNOLOJİ			
ALCTL	ARMDA	INDES	NETAS
ANELT	DESPC	KAREL	
ARENA	ESCO	LOGO	
TOPTAN VE PER TİCARET, LOKANTA VE OTELLER			
AYCES	CARFA	NTTUR	TESCO
BIMAS	FVORI	PKENT	ULAS
BOYNR	MIGRS	TEKTU	
KAĞIT VE KAĞIT ÜRÜNLERİ, BASIM VE YAYIN			
ALKA	DOBUR	OLMKS	
DGZTE	DURDO	VKING	
METAL EŞYA, MAKİNE VE GEREÇ YAPIM			
ALCAR	EGEEN	KLMSN	SILVR
ARCLK	EMNIS	MAKTK	TOASO
ASUZU	FMIZP	MUTLU	TTRAK
BFREN	FRIGO	OTKAR	TUDDF
CEMAS	IHEVA	PARSN	VESBE
DITAS	KARSN		
GIDA-İÇKİ TÜTÜN			
AEFES	ERSU	OYLUM	TATKS
BANVT	FRIGO	PENGD	TBORG
CCOLA	KENT	PINSU	TUKAS
DARDL	KERVT	PNSUT	ULKER
EKIZ	MERKO	SELGD	VANGD
TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI SANAYİ			
ADANA	ASLAN	EGSER	KUTPO
AFYON	BOLUC	GOLTS	MRDCN
AKCNS	BTCIM	IZOCM	NUHCM
ANACM	BUCIM	KONYA	USAK
KİMYA, PETROL, KAUÇUK VE PLASTİK ÜRÜNLER			
ACSEL	DEVA	GUBRF	SASA
AKSA	DGUB	HEKTS	SODA
ALKIM	ECILC	MRSHL	TRCAS
AYGAZ	EGGUB	PETKM	TUPRS
BAGFS	EPLAS	PIMAS	
BAKAB	GOODY	PTOFS	

Çalışmada TOPSIS analizinde, firmaların finansal performansının değerlendirilmesinde ve aynı alt sektörde faaliyet gösteren diğer firmalarla karşılaştırılmasında kullanılan finansal rasyolar literatürdeki çalışmalardan yararlanılarak belirlenmiş ve Tablo 19'da özetlenmiştir:

Tablo 19: TOPSIS Analizinde Kullanılan Finansal Rasyolar

Rasyo Grubu	Rasyonun Hesaplanışı	Kod
Likidite Rasyoları	Cari Rasyo = Dönen Varlıklar/KVYK	L1
	Asit Test Rasyosu = (Dönen Varlıklar – Stoklar)/ KVYK	L2
Faaliyet Rasyoları	Stok Devir Hızı Rasyosu = Satışların Maliyeti /Ortalama Stok	F1
	Aktif Devir Hızı Rasyosu = Net Satışlar /Toplam Aktifler	F2
	Özkaynak Devir Hızı Rasyosu = Net Satışlar / Özkaynaklar	F3
Finansal (Mali) Yapı Rasyoları	Finansal Kaldıraç Rasyosu = Toplam Yabancı Kaynaklar / Toplam Aktifler	M1
	KVYK / Toplam Aktifler	M2
	UVYK / Toplam Aktifler	M3
Karlılık Rasyoları	Özkaynak Karlılığı Rasyosu = Net Kar / Özkaynaklar	K1
	Aktif Karlılığı Rasyosu = Net Kar / Toplam Aktifler	K2
	Net Kar Marjı = Net Kar / Net Satışlar	K3

Likidite rasyoları firmaların kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirme gücünü, beklenmeyen piyasa şartlarında ve ekonomik durumlarda işletmenin faaliyetlerini sürdürebilme yeteneğini ölçen rasyo grubudur (Tükenmez vd., 1999: 385). Bu grupta yer alan cari rasyo firmanın tüm dönen varlıklarının kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü ölçerken, asit test rasyosu firmanın stoklar dışında kalan dönen varlıklarının kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü ölçmektedir.

Devir hızı rasyoları olarak da adlandırılan faaliyet rasyoları işletmelerin faaliyetlerinde kullandıkları varlıkları ne ölçüde etkin kullandıklarını ölçmeye yarayan rasyo grubudur. Bu grupta yer alan stok devir hızı rasyosu firmanın stoklarının bir yıl içerisinde kaç kez devrettiğini, aktif devir hızı rasyosu firmanın varlıklarını ne ölçüde

etkin kullandığını, özkaynak devir hızı rasyosu ise firmanın özkaynaklarını ne ölçüde etkin kullandığını ölçmektedir.

Finansal (mali) yapı rasyoları işletmelerin kaynak yapısının ve uzun vadeli yükümlülüklerini yerine getirme gücünü ölçen rasyo grubudur (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 55). Bu gruptaki finansal kaldıraç rasyosu işletmenin varlıklarını hangi oranda yabancı kaynaklarla finanse ettiğini ölçerken, KVYK/Toplam aktifler rasyosu kaynaklar içerisinde kısa vadeli olanların payını, UVYK/Toplam aktifler rasyosu kaynaklar içerisinde uzun vadeli olanların payını ölçmektedir.

Son olarak karlılık rasyoları firmanın faaliyetlerini karlı bir şekilde gerçekleştirip gerçekleştirmediğini ölçen rasyo grubudur (Toroslu ve Durmuş, 2013: 122). Bu grupta yer alan özkaynak karlılığı rasyosu, ortakların koymuş olduğu sermayenin bir birimine düşen karlılığı, aktif karlılığı rasyosu firmanın toplam varlıklarının bir birimine düşen karlılığı, net kar marjı ise firmanın satışlarından elde ettiği karlılığı ölçmektedir.

Analizde kullanılacak finansal rasyolar belirlendikten sonra, TOPSIS yönteminin adımları izlenerek girişim sermayesi yatırımı alan her firma için analizler gerçekleştirilmiştir.

Çalışmada TOPSIS yöntemi ile test edilecek hipotezler aşağıdaki gibidir:

H_{0A}: Girişim sermayesi yatırımları firmaların etkinlik sıralamasını etkilememektedir.

H_{1A}: Girişim sermayesi yatırımları firmaların etkinlik sıralamasını etkilemektedir.

4.5.2. Panel Verilerin Analizi

Çalışmada girişim sermayesi yatırımı alan firmaların performanslarını değerlendirmek amacıyla ikinci yöntem olarak Dengesiz Panel Veri Analizi'nden yararlanılmıştır. Çalışmada ilgili yıllarda bazı firmalar için bazı dönemlere ait verilerin mevcut olmayışı nedeniyle dengesiz panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Dengesiz panel veri analizi yöntemi ile girişim sermayesi yatırımlarının en yoğun olduğu 2006 yılı baz alınarak 2005-2014 arası dönemde BIST'te girişim sermayesi yatırımı alan

firmaların performansları değerlendirilmiştir. Girişim sermayesi yatırımı alan tüm firmalar için girişim sermayesi yatırımı alma değişkeninin (kukla değişken) firma performansı üzerindeki etkisi değerlendirilmiştir. Panel Veri Analizleri Stata 11 İstatistik Programı üzerinden gerçekleştirilmiştir.

4.5.2.1. Analizde Kullanılan Değişkenler

Panel Veri Analizi, 2005-2014 yılları arasında girişim sermayesi yatırımı alan firmaların oluşturduğu veri seti için gerçekleştirilmiş olup analizde kullanılan değişkenler Tablo 20'de özetlenmiştir:

Tablo 20: Panel Veri Analizinde Kullanılan Değişkenler

Rasyo Grubu	Rasyonun Hesaplanışı	Kod
Likidite Rasyoları	Cari Rasyo = Dönen Varlıklar/KVYK	CR
Faaliyet Rasyoları	Aktif Devir Hızı Rasyosu = Net Satışlar /Toplam Aktifler	ADH
	Özkaynak Devir Hızı Rasyosu = Net Satışlar / Özkaynaklar	ÖDH
Finansal (Mali) Yapı Rasyoları	Finansal Kaldıraç Rasyosu = Toplam Yabancı Kaynaklar / Toplam Aktifler	FK
Karlılık Rasyoları	Özkaynak Karlılığı Rasyosu = Net Kar / Özkaynaklar	ÖK
	Aktif Karlılığı Rasyosu = Net Kar / Toplam Aktifler	AK
	Net Kar Marjı = Net Kar / Net Satışlar	NKM
Kukla Değişken	Girişim Sermayesi Yatırımı	Dummy1

Yukarıda açıklanan değişkenlere ek olarak, girişim sermayesi yatırımı kukla değişkenle (dummy variable) ifade edilmiş olup, girişim sermayesi yatırımı alan firmalar için bu değişkene yatırım öncesi dönem için "0", sonrası dönem için "1" değeri verilmiştir.

Panel Veri Analizinde "özsermaye karlılığı" ve "aktif karlılığı" değişkenleri bağımlı değişkenler olmak üzere iki farklı model kurulmuş olup tablo 21'de özetlenmiştir.

Tablo 21: Panel Veri Analizde Kullanılan Modeller

Model	Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişkenler
Model 1	Özsermaye Karlılığı	Cari Rasyo Finansal Kaldıraç Aktif Devir Hızı Özsermaye Devir Hızı Net Kar Marjı Girişim Sermayesi Kukla Değişkeni
Model 2	Aktif Karlılığı	Cari Rasyo Finansal Kaldıraç Aktif Devir Hızı Özsermaye Devir Hızı Net Kar Marjı Girişim Sermayesi Kukla Değişkeni

4.5.2.1. Korelasyon Testleri

Panel veri analizinin ilk aşamasında; bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları hesaplanmış ve analizlere dahil edilecek değişkenler belirlenmiştir.

Tablo 22: Bağımsız Değişkenler Arasındaki Korelasyon

	adh	cr	odh	fk	nkm
adh	1.0000				
cr	-0.0546	1.000			
odh	0.7229	0.0574	1.0000		
fk	0.4430	-0.0599	0.7434	1.0000	
nkm	0.1251	0.1591	0.0991	0.0903	1.0000

Hesaplanan korelasyon katsayılarına göre, özsermaye devir hızı rasyosu ile aktif devir hızı ve finansal kaldıraç rasyoları arasında yüksek derecede korelasyon bulunması nedeniyle özsermaye devir hızı rasyosu analizlere dahil edilmemiştir.

Tablo 23: Analizlere Dahil Edilen Bağımsız Değişkenler

	adh	cr	fk	nkm
adh	1.0000			
cr	-0.0546	1.000		
fk	0.4430	-0.0599	1.0000	
nkm	0.1251	0.1591	0.0903	1.0000

4.5.2.2. Birim Kök Testleri

Analizlere dahil edilecek değişkenler belirlendikten sonra tüm değişkenler için birim kök testleri gerçekleştirilmiştir.

Birim kök testleri ile paneli oluşturan yatay kesitlerin birbirinden bağımsız olup olmadıkları sınanmaktadır. Birim kök testleri birinci ve ikinci nesil testler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Birinci nesil testler de paneli oluşturan yatay kesitlerin homojen ya da heterojen olmalarına göre ikiye ayrılmaktadır. Levin, Lin ve Chu (2002), Breitung (2005) ve Hadri (2000) homojenlik varsayımına dayanırken; Im, Pesaran ve Shin (2003), Maddala ve Wu (1999), Choi (2001) heterojenlik varsayımına dayanmaktadır. Birinci nesil birim kök testleri paneli oluşturan yatay kesit birimlerinin birbirinden bağımsız olduğu ve paneli oluşturan birimlerden birine gelen şoktan, tüm yatay kesit birimlerinin aynı düzeyde etkilendikleri varsayımını temel almaktadır. Birinci nesil birim kök testlerinin eksikliğini gidermek için yatay kesit birimleri arasındaki bağımlılığı göz önünde bulundurarak durağanlığı analiz eden ikinci nesil birim kök testleri (MADF-Multivariate Augmented Dickey Fuller, SURADF-Seemingly Unrelated Regression Augmented Dickey Fuller, CADF-Cross-sectional Augmented Dickey Fuller vb.) geliştirilmiştir (Göçer vd., 2012: 457). Birim kök testlerinde sıfır ve alternatif hipotezler aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Güloğlu ve İspir, 2009: 3):

H_0: $\beta i = \beta = 0$ bütün yatay kesitler için

H_1: $\beta i = \beta < 0$ en az bir yatay kesit için

Burada sıfır hipotezi, serinin birim kök içerdiğini, alternatif hipotez ise ilgili serinin durağan olduğunu göstermektedir. H_0 ret edildiğinde paneli oluşturan bütün serilerin durağan olduğu ve aynı hızla ortalamaya geri döndüğü kabul edilmektedir (Erol vd., 2013: 408).

Im-Pesaran-Shin test istatistiği hesaplanarak gerçekleştirilen birim kök testlerine göre tüm değişkenler ile ilgili veri setlerinin birim kök problemi içermediği gözlenmiştir. Birim kök testlerine ilişkin sonuçlar Ek.1'de paylaşılmıştır.

4.5.2.3. Kullanılacak Modelin Belirlenmesine Yönelik Testler

Panel veri analizinde ilk olarak model 1, daha sonra da model 2 Havuzlanmış EKK, Sabit Etkiler ve Rassal Etkiler yöntemleri ile tahmin edilmiş ve hangi modelin uygun olduğuna karar verebilmek için ilgili test istatistiklerinden yararlanılmıştır.

Birinci aşamada model 1 ve model 2'nin Havuzlanmış EKK yöntemi ile tahmin edilip edilemeyeceğine dair F testi ve Breusch- Pagan Lagrance Multiplier (LM) testleri gerçekleştirilmiştir. Breusch- Pagan testi bireysel heterojenliğin var olup olmadığını test etmektedir. Breusch- Pagan test istatistiğinin anlamlı çıkması ($p<0.05$) söz konusu modelin Havuzlanmış EKK yöntemi ile etkin bir şekilde tahmin edilemeyeceği anlamına gelmektedir.

Modelin Havuzlanmış EKK yöntemi ile tahmin edilemeyeceği anlaşıldıktan sonra 2. aşamada, Sabit Etkiler ve Rassal Etkiler yöntemleri arasında karar verebilmek için Hausman testi gerçekleştirilmiştir. Hausman test istatistiğinin anlamlı olması durumunda Sabit Etkiler, anlamsız olması durumunda ise Rassal Etkiler yöntemi kullanılmıştır.

Son olarak, girişim sermayesi yatırımı alma değişkeninin (kukla değişken) firmaların finansal performansı üzerindeki etkisi model 1 ve model 2'ye göre analiz edilmiştir. Panel veri analizine ilişkin hipotezler aşağıdaki gibi belirlenmiştir:

Model 1'e İlişkin Hipotezler:

H_{0B}: Girişim sermayesi yatırımlarının yatırım yapılan firmanın özsermaye karlılığı üzerinde etkisi yoktur.

H_{1B}: Girişim sermayesi yatırımlarının yatırım yapılan firmanın özsermaye karlılığı üzerinde etkisi vardır.

Model 2'ye İlişkin Hipotezler:

H_{0C}: Girişim sermayesi yatırımlarının yatırım yapılan firmanın aktif karlılığı üzerinde etkisi yoktur.

H_{1C}: Girişim sermayesi yatırımlarının yatırım yapılan firmanın aktif karlılığı üzerinde etkisi vardır.

4.6. Bulgular

TOPSIS ve Dengesiz Panel Veri Analizi sonucunda elde edilen bulgular ayrı başlıklar altında özetlenmiştir.

4.6.1. TOPSIS Analizi Sonucunda Elde Edilen Bulgular

Girişim sermayesi yatırımı alan firmaların yatırımın yapıldığı yıl, yatırımdan bir önceki ve bir sonraki yıl ile izleyen yıllardaki performans ortalamalarına ilişkin sektör içi değerlendirmeler aşağıdaki tablolarda özetlenmiştir. Analizlere BİST'te aynı alt sektörde faaliyet gösteren ve 2005-2014 yılları arasındaki dönemde yıllık verilerine kesintisiz olarak erişilebilen firmalar dahil edilmiştir. 2012 yılından önce girişim sermayesi yatırımı alan firmalar için son değerlendirme yılı olarak yatırımdan bir sonraki yıldan 2014 yılına kadar olan verilerin ortalaması alınmış, 2012 yılında girişim sermayesi yatırımı alan firmalar içinse 2014 yılı verileri kullanılmıştır. TOPSIS analizi sonucunda her firma ve firmanın faaliyet gösterdiği alt sektöre ilişkin olarak elde edilen bulgular ayrı ayrı tablolar halinde verilmiştir.

Tablo 24: 2011-2014 Yılları Teknoloji Alt Sektörüne Ait TOPSIS Analizi Sonuçları

İŞLETME ÜNVANI	2011		2012		2013		2014	
	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası
ALCT	0,5032	10	0,5509	2	0,2985	10	0,3389	9
ANELT	0,1717	11	0,2786	11	0,2836	11	0,4368	4
ARENA	0,7448	4	0,5166	4	0,5570	4	0,4085	6
ARMDA	0,7480	2	0,5532	1	0,5718	3	0,4286	5
BMEKS	0,6772	8	0,3305	7	0,4955	7	0,3743	7
DESPC	0,8043	1	0,4945	6	0,6183	2	0,4433	2
ESCO	0,6020	9	0,3212	10	0,4044	9	0,3658	8
INDES	0,7467	3	0,5064	5	0,5091	5	0,4384	3
KAREL	0,7268	6	0,3243	9	0,5070	6	0,2389	11
LOGO	0,7363	5	0,5220	3	0,6918	1	0,4641	1
NETAS	0,6951	7	0,3246	8	0,4389	8	0,2600	10

2011 yılından 2014 yılına kadar olan dönemde "teknoloji" alt sektöründe 11 firma faaliyet göstermektedir. 2012 yılında girişim sermayesi yatırımı alan "**Anel Telekomünikasyon Elektronik Sis. San. ve Tic. A.Ş**"nin 2011, 2012 ve 2013 yıllarında sektör içerisinde sonuncu sırada olduğu, 2014 yılında ise 4. sıraya yükseldiği gözlenmiştir. Elde edilen bulgu, girişim sermayesi yatırımlarının uzun vadede getiri beklentisini destekler niteliktedir.

Tablo 25: 2011-2014 Yılları Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Alt Sektörüne Ait TOPSIS Analizi Sonuçları

İşletme Ünvanı	2011		2012		2013		2014	
	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası
ACSEL	0.6013	19	0.8412	19	0.6911	7	0,6312	16
AKSA	0,7139	10	0,8995	4	0,7003	4	0,6984	7
ALKIM	0,7282	8	0,8822	10	0,6974	6	0,6843	10
AYGAZ	0,7485	4	0,8943	5	0,6853	9	0,6953	8
BAGFS	0,7905	1	0,8853	8	0,6614	15	0,7028	6
BAKAB	0,7458	5	0,8832	9	0,6754	13	0,6629	12
DEVA	0,6117	18	0,8776	12	0,6843	10	0,6548	14
DGUB	0,1618	21	0,0402	21	0,0443	21	0,2075	21
ECILC	0,6902	12	0,8583	16	0,6837	11	0,5985	18
EGGUB	0,6388	16	0,8734	14	0,6253	20	0,6606	13
EPLAS	0,6308	17	0,8474	18	0,6469	18	0,5531	19
GOODY	0,7342	6	0,8926	7	0,6995	5	0,6818	11
GUBFR	0,7165	9	0,9001	3	0,6819	12	0,7056	5
HEKTS	0,7302	7	0,9015	2	0,7253	3	0,7258	3
MRSHL	0,6442	15	0,8501	17	0,6548	17	0,6308	17
PETKM	0,6809	13	0,8621	15	0,8029	1	0,6358	15
PIMAS	0,5773	20	0,8740	13	0,6466	19	0,5375	20
PTOFS	0,6483	14	0,8787	11	0,6735	14	0,6939	9
SASA	0,7130	11	0,8357	20	0,6612	16	0,7119	4
SODA	0,7801	2	0,8934	6	0,7260	2	0,7621	1
TUPRS	0,7563	3	0,9118	1	0,6901	8	0,7548	2

"İmalat" alt sektörünün kollarından biri olan "Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler" sektöründe 2011-2014 yılları arasında 21 firma faaliyet göstermektedir. 2012 yılında girişim sermayesi yatırımı alan "**Acıpayam Selüloz San. ve Tic. A.Ş.**" yatırım öncesi ve yatırım yılı olan 2011 ve 2012 yıllarında sektör içerisinde sonuncu sıralarda iken, yatırım sonrası 2013 yılında büyük bir yükselişle 7.sıraya yükselmiştir. Firmanın yatırımın 3. yılı olan 2014 yılında ise 16. sıraya gerilediği, bununla birlikte yatırım öncesi dönemle kıyaslandığında sektör içerisinde birkaç basamak yükseldiği gözlenmektedir. Elde edilen bulgu, girişim sermayesi yatırımlarının firma performansına olumlu yansıdığını göstermektedir.

Tablo 26: 2006-2014 Yılları Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Alt Sektörüne Ait TOPSIS Analizi Sonuçları

İşletme Ünvanı	2006		2007		2008		ORT	
	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası
AKSA	0,7671	5	0,8346	10	0,7701	2	0,7658	3
ALKIM	0,7565	8	0,8703	6	0,7612	3	0,7199	7
BAGFS	0,8614	1	0,9085	3	0,8123	1	0,7435	6
BAKAB	0,8131	2	0,9111	1	0,7404	6	0,7608	4
BRISA	0,7980	3	0,8509	9	0,7448	4	0,7846	2
DEVA	0,6784	12	0,8644	7	0,4019	13	0,5377	13
DOGUB	0,6538	14	0,6388	14	0,3862	14	0,5048	14
EGGUB	0,6727	13	0,8627	8	0,7100	10	0,6983	8
EGPRO	0,7582	7	0,9078	4	0,7221	8	0,7922	1
GOOD	0,7873	4	0,9097	2	0,7150	9	0,6962	9
HEKT	0,7597	6	0,8897	5	0,7437	5	0,6438	10
MRSHL	0,7131	10	0,8144	12	0,7337	7	0,6383	11
PETKM	0,6864	11	0,8296	11	0.6327	11	0,6180	12
SASA	0,7308	9	0,7793	13	0,5716	12	0,7452	5

"İmalat" alt sektörünün kollarından biri olan "Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler" sektöründe 2006-2014 yılları arasında 14 firma faaliyet göstermektedir. 2007 yılında girişim sermayesi yatırımı alan "**Petkim Petro Kimya Holding A.Ş.**"nin 2006, 2007 ve 2008 yıllarında sektör içerisinde son sıralarda olduğu ve ilgili dönemde performans sıralamasını koruduğu gözlenmiştir. 2008-2014 arasındaki 7yıllık dönemdeki performans ortalamaları değerlendirildiğinde ise firmanın 1 basamak daha gerileyerek 12. sıraya düştüğü görülmüştür. Finansal açıdan güçlü bir firma olan Petkim için yatırımların finansal performans üzerinde önemli bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşılabilir.

Tablo 27: 2005-2014 Yılları Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Alt Sektörüne Ait TOPSIS Analizi Sonuçları

İşletme Ünvanı	2005		2006		2007		Ort	
	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası
BAKAB	0,8256	1	0,9342	1	0,8157	1	0,8614	1
BAGFS	0,7638	4	0,9309	3	0,7508	8	0,7919	5
BRISA	0,7913	3	0,8922	5	0,8016	5	0,8338	2
DEVA	0,7051	7	0,8440	7	0,8006	6	0,4927	9
DOGUB	0,5523	10	0,6233	10	0,5672	10	0,4524	10
EGGUB	0,6664	8	0,8875	6	0,8121	2	0,8043	4
GOODY	0,8228	2	0,9241	4	0,8101	3	0,7849	6
HEKTS	0,7073	6	0,9317	2	0,8097	4	0,6985	8
PETKM	0,6189	9	0,8409	8	0,7588	7	0,7216	7
SASA	0,7381	5	0,8206	9	0,7093	9	0,8242	3

2005-2014 yılları arasında "İmalat" Sanayii, "Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler" sektöründe 10 firma faaliyet göstermektedir. 2006 yılında girişim sermayesi yatırımı alan "**Deva Holding A.Ş.**" yatırım öncesi yılda sektör içerisinde 7.sırada olup, yatırım aldığı yılda da performans sırasını korumuştur. Firma 2007 yılında 6. sıraya yükselmiş fakat yatırımı izleyen yıllardaki ortalama performansı 9. sıraya kadar gerilemiştir. Yatırım sonrası 2007 yılında etkinlik sırası 1 basamak yükselen firmanın izleyen yıllarda ortalama performansının düşmesi yaşanan finansal krizin bir sonucu ya da firmanın faaliyet gösterdiği sektörde yaşanan gelişmelerim sonucu olarak değerlendirilebilir.

Tablo 28: 2011-2014 Yılları Metal Eşya, Makine Ve Gereç Yapım Alt Sektörüne Ait TOPSIS Analizi Sonuçları

İşletme Ünvanı	2011		2012		2013		2014	
	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası	Derecele r	Etkinlik Sırası	Derecele r	Etkinlik Sırası
FMIZP	0,7110	1	0,5957	1	0,7732	1	0,8882	1
ARCLK	0,4384	9	0,3558	11	0,6539	13	0,8438	13
ASUZU	0,3980	13	0,3198	14	0,7362	2	0,8307	14
BFREN	0,3340	17	0,5875	2	0,7075	4	0,8556	10
CEMAS	0,3835	16	0,3136	16	0,7000	5	0,7491	19
DITAS	0,4125	12	0,2903	19	0,6710	7	0,8640	5
EGEEN	0,5653	3	0,3998	5	0,7081	3	0,5585	20
EMNIS	0,2508	20	0,2299	21	0,4481	21	0,8847	2
FROTO	0,5301	4	0,4206	4	0,6693	10	0,8639	6
IHEVA	0,1730	21	0,3737	9	0,5077	20	0,8238	15
KARSN	0,2927	19	0,2432	20	0,6354	17	0,2688	21
KLMSN	0,4266	11	0,3567	10	0,6634	12	0,8468	12
MAKTK	0,4303	10	0,3291	13	0,6532	14	0,7642	18
MUTLU	0,4956	5	0,3515	12	0,6698	9	0,8504	11
OTKAR	0,4811	7	0,3936	6	0,6704	8	0,8636	7
PARSN	0,4628	8	0,3133	17	0,6298	18	0,8224	16
SILVR	0,3887	14	0,3059	18	0,6458	15	0,8602	8
TOASO	0,4905	6	0,3787	7	0,6636	11	0,8687	4
TTRAK	0,5739	2	0,4415	3	0,6990	6	0,8783	3
TUDDF	0,3299	18	0,3787	8	0,6080	19	0,8214	17
VESB	0,3838	15	0,3157	15	0,6451	16	0,8589	9

"İmalat" alt sektörünün kollarından biri olan "Metal Eşya, Makine Ve Gereç Yapım" sektöründe 2011-2014 yılları arasında 21 firma faaliyet göstermektedir. 2012 yılında girişim sermayesi yatırımı alan "**Makina Takım Endüstrisi A.Ş.**" 2011 yılında sektör içerisinde 10. sırada iken, 2012 yılında 13. sıraya, 2013 yılında 14. sıraya ve 2014 yılında 18. sıraya gerilemiştir. Firmanın etkinlik sıralamasının yıllar itibariyle düşüş gösterdiği, bununla birlikte etkinlik derecelerinde yatırımdan sonraki 2013 ve 2014 yıllarında önemli bir yükselme meydana geldiği gözlenmektedir.

Tablo 29: 2011-2014 Yılları Gıda, İçki ve Tütün Alt Sektörüne Ait TOPSIS Analizi Sonuçları

İşletme Ünvanı	2011		2012		2013		2014	
	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası
AEFES	0,5427	7	0,7045	7	0,2668	15	0,6138	1
BANVT	0,5312	10	0,7036	8	0,3499	3	0,4875	20
CCOLA	0,5530	4	0,7236	2	0,2716	12	0,5997	3
DRDNL	0,3585	24	0,7801	1	0,5847	1	0,5387	11
EKIZ	0,5047	18	0,3927	24	0,3562	2	0,5035	15
ERSU	0,4894	20	0,6741	17	0,2577	18	0,5627	7
FRIGO	0,4993	19	0,6700	19	0,2420	20	0,4840	21
KENT	0,5238	13	0,6895	12	0,2527	19	0,5019	17
KILER	0,5322	9	0,6918	11	0,2818	10	0,5325	12
KRSTL	0,5531	3	0,6834	15	0,3064	7	0,5218	14
KRVIT	0,5137	16	0,6725	18	0,3117	6	0,5033	16
MERKO	0,5269	11	0,6890	13	0,2693	14	0,3354	24
OYLUM	0,5057	17	0.6202	22	0,2126	24	0,4956	19
PENGD	0,4752	21	0,6799	16	0,2234	23	0,4706	22
PETUN	0,5381	8	0,7030	9	0,2590	17	0,5480	10
PINSU	0,5248	12	0,6837	14	0,2418	21	0,5283	13
PNSUT	0,5506	5	0,7064	6	0,2612	16	0,5539	9
SELGD	0,5449	6	0,7220	3	0,2945	8	0,5017	18
TATGD	0,5541	2	0,6926	10	0,2835	9	0,6076	2
TBORG	0,5148	15	0,7210	4	0,2800	11	0,5941	4
TUKAS	0,4352	23	0,6245	21	0,2304	22	0,3965	23
ULKER	0,5964	1	0,7164	5	0,2704	13	0,5803	5
UYUM	0,5218	14	0,6470	20	0,3259	4	0,5549	8
VANG	0,4597	22	0,4062	23	0,3257	5	0,5785	6

2011-2014 yılları arasında "imalat" alt sektörünün "Gıda, İçki ve Tütün" sektöründe 24 firma faaliyet göstermektedir. 2012 yılında girişim sermayesi yatırımı alan "**Oylum Sınai Yatırımlar A.Ş.**"nin yatırım öncesi 2011 yılında sektör içerisinde 17. sırada olduğu, yatırım yılında 22.sıraya ve yatırım sonrası 2013 yılında sonuncu sıraya gerilediği gözlenmektedir. Firma 2014 yılında az da olsa bir yükseliş göstererek 19. Sıraya yükselmiştir. Firmanın 2012 ve 2013 yıllarında elde ettigi zarar etkinlik sıralamasının düşmesine sebep olmuş, 2014 yılında ise tekrar kar elde etmesiyle etkinlik

sıralaması yükselmiştir. Firmanın almış olduğu girişim sermayesi yatırım oranının düşük oluşu nedeniyle etkinlik sıralamasında beklenen gelişmenin sağlanamadığı sonucuna ulaşılabilir.

Tablo 30: 2006-2014 Yılları Perakende Ticaret Alt Sektörüne Ait TOPSIS Analizi Sonuçları

İşletme Ünvanı	2006		2007		2008		Ort	
	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası
BIMAS	0,4847	2	0,7144	3	0,2837	3	0,4226	3
BOYNR	0.3922	4	0.6527	4	0,2339	4	0,6317	1
CARFA	0,4481	3	0,8153	1	0,5369	1	0,3350	4
KIPA	0,5822	1	0,7720	2	0,5200	2	0,6046	2

Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar alt sektörünün bir kolu olan "Perakende Ticaret" sektöründe 2006-2014 yılları arasında 4 firma faaliyet göstermektedir. 2007 yılında girişim sermayesi yatırımı alan "**Boyner Büyük Mağazacılık A.Ş.**"nin 2006, 2007 ve 2008 yıllarında sektör içerisinde en düşük performansı gösterdiği ve sonuncu sırada olduğu gözlenmiştir. Firmanın performansının, yatırımı izleyen 2009-2014 yılları arasındaki 6 yıllık dönemde ise büyük bir yükseliş gösterdiği ve sektör içerisinde 1. sıraya yükseldiği görülmüştür. 2007 ve 2008 yıllarında firmanın etkinlik sırasının değişmemesinin finansal krizle ilişkili olduğu düşünülmektedir.

Tablo 31: 2007-2014 Yılları Perakende Ticaret Alt Sektörüne Ait TOPSIS Analizi Sonuçları

İşletme Ünvanı	2007		2008		2009		Ort	
	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası
BOYNR	0,4469	2	0,3156	4	0,4047	3	0,6241	2
CARFA	0,4256	3	0,5490	1	0,1639	4	0,5792	3
KIPA	0,3295	4	0,4628	2	0,6712	2	0,4065	4
MIGRS	0,6819	1	0,4334	3	0,9309	1	0,6752	1

"Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar" alt sektörünün bir kolu olan "Perakende Ticaret" sektöründe 2007-2014 yılları arasında 4 firma faaliyet göstermektedir. 2008 yılında girişim sermayesi yatırımı alan "**Migros Ticaret A.Ş.**"nin yatırım öncesi 2007 yılında sektör içerisinde 1. sırada yer aldığı, 2008 yılında 3. sıraya gerilediği, 2009 yılında tekrar 1. sıraya yükseldiği gözlenmiştir. Yatırımı izleyen yıllardaki ortalama performans değerlendirildiğinde ise performansı en yüksek firmanın Migros olduğu görülmüştür. Elde edilen bulgu, girişim sermayesi yatırımlarının firma performansı üzerindeki etkisini destekler niteliktedir.

Tablo 32: 2006-2014 Yılları Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayıncılık Alt Sektörüne Ait TOPSIS Analizi Sonuçları

İşletme Ünvanı	2006		2007		2008		Ort	
	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası
ALKA	0,5336	4	0,2858	7	0,5888	4	0,2109	7
DGZTE	0.6520	1	0,5100	3	0.6241	2	0,4836	1
DOBUR	0,5208	5	0,6031	1	0,6672	1	0,3673	4
DURDO	0,4273	6	0,3973	4	0,6227	3	0,4708	3
KAPLM	0,5533	3	0,2969	6	0,5706	6	0,3386	6
OLMKS	0,6017	2	0,5410	2	0,5834	5	0,3438	5
VKING	0,3070	7	0,3238	5	0,3400	7	0,4777	2

"İmalat" Sanayii, Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Bas. ve Yay. sektöründe 2006-2014 yılları arasında faaliyet gösteren 7 firma bulunmaktadır. 2007 yılında girişim sermayesi yatırımı alan "**Doğan Gazetecilik A.Ş.**" 2006 yılında en iyi performans gösteren firma iken, yatırım aldığı yılda performansında az bir düşüşle 3. sıraya gerilemiş, 2008 yılında 2. sıraya yükselmiştir. Firma, yatırımı izleyen 6 yıllık dönemde ise sektör içerisinde ortalama performansı en yüksek firma olmuş ve tekrar 1. sıraya yerleşmiştir Elde edilen bulgu, girişim sermayesi yatırımlarının firma performansı üzerindeki etkisini destekler niteliktedir.

Tablo 33: 2010-2014 Yılları Lokanta ve Oteller Alt Sektörüne Ait TOPSIS Analizi Sonuçları

İşletme Ünvanı	2010		2011		2012		Ort	
	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası
AYCES	0,5127	5	0,4402	5	0,1729	7	0,3981	6
FVORI	0,4860	6	0,5440	3	0,3395	4	0,3458	7
METUR	0,3397	7	0,3761	6	0,6149	1	0,4913	4
NTTUR	0,6176	1	0,3559	7	0,3138	6	0,5430	1
PKENT	0,5889	3	0,5574	1	0,4101	2	0,5249	2
TEKTU	0,5921	2	0,5470	2	0,3249	5	0,4999	3
ULAS	0,5621	4	0,4619	4	0,3455	3	0,4457	5

"Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar" alt sektörünün kollarından biri olan Lokanta ve Oteller sektöründe faaliyet 2010-2014 yılları arasında 7 firma faaliyet göstermektedir. 2011 yılında girişim sermayesi yatırımı alan **"Ulaşlar Turizm Yatırımları ve Dayanıklı Tüketim. Malları Ticaret Pazarlama A.Ş"**nin yatırım öncesi yılda sektör içerisinde 4. Sırada olduğu ve yatırım aldığı yılda da bu sırlamayı koruduğu görülmüştür. Firma, 2012 yılında sektör içerisinde 3. sıraya yükselmiş fakat bu yükselişi izleyen yıllarda gösterememiş ve 5. sıraya gerilemiştir. Firmanın 2013 ve 2014 yıllarında elde ettigi zarar ve firmaya yapılan girişim sermayesi oranının düşük oluşu nedeniyle performans sıralamasında beklenen gelişmenin sağlanamadığı sonucuna ulaşılabilir.

Tablo 34: 2006-2014 Yılları Gıda, İçki, Tütün Alt Sektörüne Ait TOPSIS Analizi Sonuçları

İşletme Ünvanı	2006		2007		2008		Ort	
	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası
CCOLA	0,3660	7	0,5466	5	0,6932	3	0,6139	4
DRDNL	0,5587	1	0,5395	7	0,3856	12	0,5908	6
ERSU	0,4164	4	0,5625	3	0,6828	5	0,5673	11
FRIGO	0,4179	3	0,5454	6	0,6118	8	0,6319	2
KENT	0,3419	11	0,4957	10	0,7005	1	0,5822	10
KRVTS	0,3431	10	0,3170	12	0,6036	9	0,2622	12
KNFRT	0,3541	8	0,6032	1	0,6716	6	0,5864	7
PENGD	0,3059	12	0,5044	9	0,6124	7	0,5849	9
SELGD	0,4191	2	0,5256	8	0,5271	10	0,5864	8
TATGD	0,4004	5	0.5958	2	0.6996	2	0,6645	1
TUKAS	0,3463	9	0,4387	11	0,4350	11	0,5913	5
ULKER	0,3966	6	0,5580	4	0,6868	4	0,6250	3

"İmalat" Sanayii, "Gıda, İçki, Tütün" sektöründe 2006-2014 yılları arasında 12 firma faaliyet göstermektedir. 2007 yılında girişim sermayesi yatırımı alan "**Tat Gıda Sanayi A.Ş**" yatırım öncesi 2006 yılında sektör içerisinde 5. sırada iken, yatırımın gerçekleştiği 2007 yılında 2. sıraya yükselmiş ve yatırımı izleyen 2008 yılında sırasını korumuştur. Firma, 2009-2014 yılları arasındaki 6 yıllık dönemdeki ortalama performansıyla da 1. sıraya yerleşmiştir. Elde edilen bulgu, girişim sermayesi yatırımlarının firma performansı üzerindeki etkisini destekler niteliktedir.

Tablo 35: 2007-2014 Yılları Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Alt Sektörüne Ait TOPSIS Analizi Sonuçları

İşletme Ünvanı	2007		2008		2009		Ort	
	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası
ADANA	0,4690	13	0,4362	3	0,4900	4	0,2148	17
AFYON	0,3611	16	0,2893	15	0,3023	17	0,3158	11
AKCNS	0,6100	2	0,3568	10	0,4221	7	0,3511	8
ANDCM	0,4966	8	0,4891	2	0,5058	3	0,4373	4
ASLAN	0,6027	3	0,3853	7	0,3722	12	0,2739	15
BTCIM	0,4782	10	0,2739	16	0,3489	14	0,3056	12
BOLUC	0,5824	5	0,3917	5	0,3900	11	0,3158	10
BSOK	0,3564	17	0,3368	12	0,3184	15	0,2300	16
BUCIM	0,5116	7	0,3735	8	0,3601	13	0,3618	6
EGSER	0,6438	1	0,3683	9	0,4090	9	0,3183	9
GOLTS	0,4692	12	0,2396	17	0,3050	16	0,3520	7
IZCAM	0,5591	6	0,4059	4	0,4846	5	0,5101	1
KONYA	0,4699	11	0,3116	14	0,4037	10	0,4419	3
KUTPO	0,3726	15	0,3149	13	0,4144	8	0,2912	14
MRDCM	0,5920	4	0,3858	6	0,5299	2	0,2945	13
NUHCM	0,4890	9	0,3420	11	0,4310	6	0,3937	5
USAKC	0,3847	14	0,5000	1	0,5585	1	0,4880	2

2007-2014 yılları arasında "İmalat" Sanayii "Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi" inde faaliyet gösteren 17 firma bulunmaktadır. 2008 yılında girişim sermayesi yatırımı alan "**Ege Seramik Sanayi ve Ticaret A.Ş.**" yatırım öncesi 2007 yılında sektör içerisinde 1. sırada iken yatırım aldığı yıl 9. sıraya gerilemiştir. Firma yatırımı izleyen 2009 yılındaki performansı ve 2010-2014 arası dönemdeki ortalama performansıyla 9. sırayı korumuştur. Firmanın etkinlik sırasında meydana gelen düşüşün finansal krizle ilişkili olabileceği ve firmanın almış olduğu girişim sermayesi oranının düşük oluşu nedeniyle de etkinlik sıralamasında olumlu gelişme görülmediği düşünülmektedir.

Girişim sermayesi yatırımı alan firmalara ilişkin TOPSIS analizi sonuçları Tablo 36'da özetlenmiştir.

Tablo 36: Girişim Sermayesi Yatırımı Alan Tüm Firmalara ilişkin TOPSIS Analizi Sonuçları

Etkinlik Sırası Olumlu Etkilenen Firmalar	**Sektörü**	**Girişim Sermayesi Oranı**
ANELT	Teknoloji	16,60 %
ACSEL	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	30,07 %
BOYNR	Perakende Ticaret	30,05 %
TATGD	Gıda, İçki, Tütün	10,34 %
Etkinlik Sırası Olumsuz Etkilenen Firmalar	**Sektörü**	**Girişim Sermayesi Oranı**
MAKTK	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	30,10 %
OYLUM	Gıda, İçki, Tütün	12,70 %
DEVA	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	52,58 %
ULAS	Lokanta ve Oteller	6,83 %
EGSER	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	17,15 %

Etkinlik Sırası Değişmeyen Firmalar	Sektörü	Girişim Sermayesi Oranı
DGZTE	Kağıt ve Kağıt Ürünleri	22,00 %
PETKM	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	54,00 %
MGROS	Perakende Ticaret	50,83 %

Tablo 36'dan da izlendiği üzere, girişim sermayesi yatırımları, girişim sermayesi yatırımı alan firmalar içerisinde 4 firmanın etkinlik sırasını olumlu yönde etkilemiştir.

Girişim sermayesi yatırımları sonucunda etkinlik sırası olumsuz yönde etkilenen 5 firma olduğu, 3 firmanın etkinlik sırasının değişmediği gözlenmektedir.

4.6.2. Panel Veri Analizi Sonucunda Elde Edilen Bulgular

Panel veri analizinde ilk olarak model 1, daha sonra da model 2 Havuzlanmış EKK, Sabit Etkiler ve Rassal Etkiler yöntemleri ile tahmin edilmiş ve hangi yöntemin uygun olduğuna karar verebilmek için ilgili test istatistiklerinden yararlanılmıştır. Kullanılacak yöntemin belirlenmesinden sonra ilk olarak girişim sermayesi yatırımı alan tüm firmalar için girişim sermayesi yatırımı değişkeninin firmaların özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı üzerindeki etkisi analiz edilmiştir.

Analizin ikinci aşamasında; "yatırımdan çıkış" değişkeni de analize dahil edilmiştir. 2. Kukla değişken için girişim sermayesi şirketlerinin yatırımlarını sonlandırdığı firmalara "1", yatırımların devam ettiği firmalara "0" değeri verilerek Model 1 ve Model 2 test edilmiştir.

Üçüncü aşamada; "yatırım aşaması" değişkeni analize dahil edilmiştir. 3. Kukla değişken için erken aşama yatırımı alan firmalara "1", ileri aşama yatırımı alan firmalara "0" değeri verilmiş ve her iki model de test edilmiştir. Örneklem içerisinde erken aşama yatırımı alan 3 firma bulunduğundan, gözlem sayısının yetersizliği

nedeniyle ilgili analizler yalnızca ileri aşama yatırımı alan firmalar için gerçekleştirilmiştir.

Son aşamasında ise; girişim sermayesi şirketlerinin sermaye yapısı değişkeni de analize dahil edilmiş olup, 3. Kukla değişken için Türk sermayeli girişim sermayesi şirketlerinin yatırım yaptığı firmalara "1", yabancı sermayeli girişim sermayesi şirketlerinin yatırım yaptığı firmalara "0" değeri verilmiş ve her iki model için analizler gerçekleştirilmiştir.

Analizler sonucunda elde edilen bulgular Model 1 ve Model 2 için ayrı başlıklar halinde özetlenmiştir.

4.6.2.1. Model 1'e ait Bulgular – Bağımlı Değişken: Özsermaye Karlılığı

Girişim sermayesi yatırımı alan firmaların oluşturduğu örneklem için, Model 1 ile ilgili hesaplanan Breusch- Pagan test istatistiği (chi2(1) = 2.20, Prob >chi2 = 0.1380) ve F testi (F(5, 357) = 9.17 ve Prob > F = 0.0000) istatistiği %5 hata düzeyinde anlamlı olmadığından boş hipotez kabul edilmiş ve söz konusu modelin Havuzlanmış EKK yöntemi ile etkin bir şekilde tahmin edilebileceği anlaşılmıştır.

Tablo 37: Girişim Sermayesi Yatırımlarının Özsermaye Karlılığı Üzerindeki Etkisi

	Katsayı	St. Hata	t-değeri	p-değeri
Aktif Devir Hızı	0.0795897	0.0173873	4.58	0.000***
Cari Rasyo	0.0140383	0.0061851	2.27	0.024**
Finansal Kaldıraç	-0.0138659	0.0042139	-3.29	0.001***
Net Kar Marjı	-0.1724335	0.0400691	-4.30	0.000***
Kukla Değişken	0.0402693	0.0187101	2.15	0.032**
Sabit	-0.0898643	0.0242729	-3.49	0.001***
Gözlem Sayısı			363	
F (5, 357)			9.17	
Prob > F			0.000	
R^2			0.1138	
Adj-R^2			0.1014	
***%1 ,**%5 hata düzeyinde anlamlı				

Model 1 için yapılan panel veri analizinin sonucunda elde edilen bulgular incelendiğinde tüm değişkenlerin girişim sermayesi yatırımı alan firmaların özsermaye karlılığı üzerinde etkisi olduğu gözlenmektedir. Firmaların özsermaye karlılığı ile aktif devir hızı, cari rasyo ve girişim sermayesi yatırımı alma değişkenleri arasında pozitif bir ilişki gözlenirken, özsermaye karlılığı ile net kar marjı ve finansal kaldıraç değişkenleri arasında negatif yönlü ilişki saptanmıştır. Aktif devir hızı, finansal kaldıraç ve net kar marjı değişkenlerinin firmaların özsermaye karlılığı üzerindeki etkilerinin %1 hata düzeyinde, cari rasyo ve girişim sermayesi yatırımı alma değişkelerinin ise %5 hata düzeyinde anlamlı olduğu saptanmıştır. Girişim sermayesi yatırımlarının özsermaye karlılığı üzerinde %4' düzeyinde, pozitif yönlü etkisi ve bu etkinin istatiksel olarak oldukça anlamlı oluşu alternatif hipotezi destekler niteliktedir.

Analizlerin ikinci aşamasında girişim sermayesi yatırımlarının sonlandırıldığı ve devam ettiği firmalar için Model 1'e ait bulgular Tablo 38 ve Tablo 39'da özetlenmiştir.

Tablo 38: Girişim Sermayesi Yatırımlarının Sonlandırıldığı Firmalar için Model 1'e ait Bulgular

	Katsayı	St. Hata	t-değeri	p-değeri
Aktif Devir Hızı	0.0799088	0.02161391	3.06	0.003***
Cari Rasyo	0.0143199	0.0081697	1.66	0.101
Finansal Kaldıraç	-0.0060516	0.0070012	-0.86	0.390
Net Kar Marjı	0.3343091	0.0688145	4.86	0.000***
Kukla Değişken	0.06952	0.0319271	2.18	0.033**
Sabit	-0.1733152	0.0597476	-2.90	0.005***
Gözlem Sayısı			80	
F (6, 73)			10.95	
Prob > F			0.000	
R^2			0.4737	
Adj-R^2			0.4304	
***%1 ,**%5 hata düzeyinde anlamlı				

Tablo 38'den görüldüğü üzere girişim sermayesi yatırımı değişkeninin yatırımların sonlandırıldığı firmalar açısından özsermaye karlılığı üzerinde yaklaşık %7 oranında ve pozitif yönde etkili olduğu ve bu etkinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu gözlenmektedir.

Tablo 39: Girişim Sermayesi Yatırımlarının Devam Ettiği Firmalar İçin Model 1'e ait Bulgular

	Katsayı	St. Hata	t-değeri	p-değeri
Aktif Devir Hızı	0.0837335	0.0235052	3.56	0.000***
Cari Rasyo	0.0137669	0.0072701	1.89	0.059
Finansal Kaldıraç	-0.0146032	0.0049379	-2.96	0.003***
Net Kar Marjı	-0.2219641	0.044945	-4.94	0.000***
Kukla Değişken	0.052743	0.0294383	1.79	0.074
Sabit	-0.0768358	0.0334318	-2.30	0.022**
Gözlem Sayısı			283	
F (6, 276)			7.56	
Prob > F			0.0000	
R^2			0.1411	
Adj-R^2			0.1225	
***%1 ,**%5 hata düzeyinde anlamlı				

Yatırımların devam ettiği firmalar için, girişim sermayesi yatırımlarının özsermaye karlılığı üzerinde %5'lik ve pozitif yönlü bir etkiye sahip olduğu ancak bu etkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı gözlenmektedir (Tablo 39).

Analizin üçüncü aşamasında yerli sermayeli ve yabancı sermayeli girişim sermayesi şirketlerinden yatırım alan firmalar için Model 1'e ait bulgular Tablo 40 ve Tablo 41'de özetlenmiştir.

Tablo 40: Yerli Sermayeli Girişim Sermayesi Şirketlerinden Yatırım Alan Firmalar İçin Model 1'e ait Bulgular

	Katsayı	St. Hata	t-değeri	p-değeri
Aktif Devir Hızı	0.1263648	0.0327298	3.86	0.000***
Cari Rasyo	0.0167294	0.0125259	1.34	0.184
Finansal Kaldıraç	-0.0145897	0.0062073	-2.35	0.020**
Net Kar Marjı	-0.2929666	0.0535336	-5.47	0.000***
Kukla Değişken	0.1583908	0.0534594	2.96	0.004***
Sabit	-0.0364981	0.0564721	-0.65	0.519
Gözlem Sayısı			149	
F (6, 142)			9.17	
Prob > F			0.0000	
R^2			0.2797	
Adj-R^2			0.2488	
***%1 ,**%5 hata düzeyinde anlamlı				

Tablo 40'tan da izleneceği üzere girişim sermayesi yatırımlarının; yerli sermayeli girişim sermayesi şirketlerinin yatırım yaptığı firmaların özsermaye karlılığı üzerinde yaklaşık %16 oranında, pozitif ve % 1 hata düzeyinde anlamlı etkisi söz konusudur.

Tablo 41: Yabancı Sermayeli Girişim Sermayesi Şirketlerinden Girişim Sermayesi Yatırımı Alan Firmalar İçin Model 1'e ait Bulgular

	Katsayı	St. Hata	t-değeri	p-değeri
Aktif Devir Hızı	0.0421169	0.0096939	4.34	0.000***
Cari Rasyo	-0.0017039	0.0032892	-0.52	0.605
Finansal Kaldıraç	-0.0037924	0.0034793	-1.09	0.277
Net Kar Marjı	1.004404	0.0523093	19.20	0.000***
Kukla Değişken	0.0063428	0.0126317	0.50	0.616
Sabit	-0.0564736	0.0168238	-3.36	0.001***
Gözlem Sayısı			214	
F (6, 207)			71.85	
Prob > F			0.0000	
R^2			0.6756	
Adj-R^2			0.6662	
***%1 ,**%5 hata düzeyinde anlamlı				

Girişim sermayesi yatırımlarının yabancı sermayeli girişim sermayesi şirketlerinin yatırım yaptığı firmaların özsermaye karlılığı üzerindeki etkinin çok düşük düzeyde ve istatistiksel olarak anlamsız olduğu Tablo 41'de görülmektedir.

Analizin son aşamasında girişim sermayesi oranı %30 ve üzeri olan firmalar için Model 1'e ait bulgular Tablo 42'de özetlenmiştir.

Tablo 42: Girişim Sermayesi Oranı %30 ve Üzeri Olan Firmalar İçin Model 1'e ait Bulgular

	Katsayı	St. Hata	t-değeri	p-değeri
Aktif Devir Hızı	0.076585	0.0281226	2.72	0.007***
Cari Rasyo	0.0077261	0.0105424	0.73	0.465
Finansal Kaldıraç	-0.0117512	0.0055449	-2.12	0.035**
Net Kar Marjı	-0.2909951	0.0516423	-5.63	0.000***
Kukla Değişken	0.1055954	0.0449309	2.35	0.020**
Sabit	-0.1001756	0.046083	-2.17	0.031**
Gözlem Sayısı		190		
F (6,183)		7.70		
Prob > F		0.0000		
R^2		0.2017		
Adj-R^2		0.1755		
***%1 ,**%5 hata düzeyinde anlamlı				

Tablo 42'de girişim sermayesi yatırımlarının girişim sermayesi oranı %30 ve üzeri olan firmaların özsermaye karlılığı üzerinde %10'luk bir etkisi olduğu ve bu etkinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu gorulmektedir.

4.6.2.2. Model 2'ye ait Bulgular – Bağımlı Değişken: Aktif Karlılığı

Model 2 ile ilgili hesaplanan Breusch- Pagan test istatistiği (chi2(1)= 0.13, Prob > chi2 = 0.7160) ve F testi (F(6, 357) = 409.46 ve Prob > F= 0.0000) istatistiği %5 hata düzeyinde anlamlı olmadığından söz konusu modelin Havuzlanmış EKK ile tahmin edilebileceği anlaşılmıştır.

Tablo 43: Girişim Sermayesi Yatırımlarının Aktif Karlılığı Üzerindeki Etkisi

	Katsayı	St. Hata	t-değeri	p-değeri
Aktif Devir Hızı	-0.0120207	0.0074151	-1.62	0.106
Cari Rasyo	-0.0033570	0.0026377	-1.27	0.204
Finansal Kaldıraç	0.0004478	0.0017971	0.25	0.803
Net Kar Marjı	0.7583367	0.0170882	44.38	0.000***
Kukla Değişken	0.0273688	0.0079792	3.43	0.001***
Sabit	0.0078674	0.0109847	0.72	0.474
Gözlem Sayısı		363		
F (5, 357)		409.46		
Prob > F		0.000		
R^2		0.8515		
Adj-R^2		0.8494		
***%1 ,**%5 hata düzeyinde anlamlı				

Model 2 için yapılan panel veri analizinin sonucunda elde edilen bulgular incelendiğinde başta net kar marjı en yüksek düzeyde olmak üzere tüm değişkenlerin girişim sermayesi yatırımı alan firmaların aktif karlılığı üzerinde etkisi olduğu gözlenmektedir. Firmaların aktif karlılığı ile finansal kaldıraç, net kar marjı ve girişim sermayesi yatırımı alma değişkenleri arasında pozitif bir ilişki gözlenirken; aktif karlılığı ile aktif devir hızı ve cari rasyo değişkenleri arasında negatif yönlü ilişki saptanmıştır. Aktif karlılığı üzerinde önemli etkiye sahip net kar marjı ve girişim sermayesi yatırımı alma değişkenlerinin %1 hata düzeyinde anlamlı olduğu gözlenmektedir. Girişim sermayesi yatırımlarının aktif karlılığı üzerinde yaklaşık %3 düzeyinde, pozitif yönlü etkisi ve bu etkinin istatiksel olarak oldukça anlamlı oluşu alternatif hipotezi destekler niteliktedir.

Model 1 ve Model 2 karşılaştırıldığında, girişim sermayesi yatırımı alma değişkeninin özsermaye ve aktif karlılığı üzerindeki etkisinin pozitif yönlü olduğu

gözlenmektedir. Değişkenin özsermaye ve aktif karlılığı üzerindeki etkisinin sırasıyla %5 ve %1 hata düzeyinde anlamlı oluşu çalışmanın önemli bulgularındandır.

Analizlerin sonucunda girişim sermayesi yatırımı alma değişkeninin özsermaye ve aktif karlılığı üzerindeki etkisi istatiksel olarak anlamlı bulunduğundan her iki model için de boş hipotez reddedilmiştir. Panel veri analizi sonucunda elde edilen bulgular alternatif hipotezi doğrular niteliktedir.

Analizlerin ikinci aşamasında girişim sermayesi yatırımlarının sonlandırıldığı ve devam ettiği firmalar için Model 2'ye ait bulgular Tablo 44 ve Tablo 45'te özetlenmiştir.

Tablo 44: Girişim Sermayesi Yatırımların Sonlandırıldığı Firmalar için Model 2'ye ait Bulgular

	Katsayı	St. Hata	t-değeri	p-değeri
Aktif Devir Hızı	0.0056826	0.0083397	0.68	0.498
Cari Rasyo	-0.000527	0.0027501	-0.02	0.985
Finansal Kaldıraç	-0.0016733	0.0022337	-0.75	0.456
Net Kar Marjı	0.3690282	0.0219555	16.81	0.000***
Kukla Değişken	0.0126531	0.0101864	1.24	0.218
Sabit	-0.0080312	0.0190627	-0.42	0.675
Gözlem Sayısı		80		
F (6, 73)		57.95		
Prob > F		0.000		
R^2		0.8265		
Adj-R^2		0.8122		
***%1 ,**%5 hata düzeyinde anlamlı				

Tablo 44'te görüldüğü üzere yatırımların sonlandırılığı firmalar açısından girişim sermayesi yatırımlarının aktif karlılığı üzerindeki etkisinin %1 oranında fakat istatistiksel olarak anlamlı olmadığı tespit edilmiştir.

Tablo 45: Girişim Sermayesi Yatırımlarının Devam Ettiği Firmalar İçin Model 2'ye ait Bulgular

	Katsayı	St. Hata	t-değeri	p-değeri
Aktif Devir Hızı	-0.0133939	0.0097122	-1.38	0.169
Cari Rasyo	-0.0026057	0.0030039	-0.87	0.386
Finansal Kaldıraç	0.0005439	0.0020403	0.27	0.790
Net Kar Marjı	0.7929595	0.018571	42.70	0.000***
Kukla Değişken	0.0240342	0.0121637	1.98	0.049**
Sabit	0.0014713	0.0138138	0.11	0.915
Gözlem Sayısı		283		
F (6, 276)		315.39		
Prob > F		0.0000		
R^2		0.8727		
Adj-R^2		0.8699		
***%1 ,**%5 hata düzeyinde anlamlı				

Yatırımların devam ettiği firmalar açısından, girişim sermayesi yatırımlarının aktif karlılığı üzerindeki etkisi incelendiğinde ise %2 oranında pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkiden söz etmek mümkündür (Tablo 45).

Analizin üçüncü aşamasında yerli sermayeli ve yabancı sermayeli girişim sermayesi şirketlerinden yatırım alan firmalar için Model 2'ye ait bulgular Tablo 46 ve Tablo 47'de özetlenmiştir.

Tablo 46: Yerli Sermayeli Girişim Sermayesi Şirketlerinden Girişim Sermayesi Yatırımı Alan Firmalar İçin Model 2'ye ait Bulgular

	Katsayı	St. Hata	t-değeri	p-değeri
Aktif Devir Hızı	-0.0310331	0.016183	-1.92	0.057
Cari Rasyo	0.0023227	0.0061934	0.38	0.708
Finansal Kaldıraç	0.0022159	0.0030692	0.72	0.471
Net Kar Marjı	0.7833343	0.0264693	29.59	0.000***
Kukla Değişken	0.0794312	0.0264693	3.01	0.003***
Sabit	0.0109214	0.0279221	0.39	0.696
Gözlem Sayısı		149		
F (6, 142)		151.99		
Prob > F		0.0000		
R^2		0.8653		
Adj-R^2		0.8596		
***%1 ,**%5 hata düzeyinde anlamlı				

Tablo 46'dan da izlendiği üzere girişim sermayesi yatırımlarının yerli sermayeli girişim sermayesi şirketlerinin yatırım yaptığı firmaların aktif karlılığı üzerinde yaklaşık %8 oranında, pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı etkisi söz konusudur.

Tablo 47: Yabancı Sermayeli Girişim Sermayesi Şirketlerinden Girişim Sermayesi Yatırımı Alan Firmalar İçin Model 2'ye ait Bulgular

	Katsayı	St. Hata	t-değeri	p-değeri
Aktif Devir Hızı	0.009493	0.0028916	3.28	0.001***
Cari Rasyo	-0.0010985	0.0009811	-1.12	0.264
Finansal Kaldıraç	-0.0021516	0.0010378	-2.07	0.039**
Net Kar Marjı	0.6123411	0.0156032	39.24	0.000***
Kukla Değişken	0.0030253	0.0037679	0.80	0.423
Sabit	-0.0055962	0.0050183	-1.12	0.266
Gözlem Sayısı			214	
F (6,207)			280.13	
Prob > F			0.0000	
R^2			0.8903	
Adj-R^2			0.8872	
***%1 ,**%5 hata düzeyinde anlamlı				

Yabancı sermayeli girişim sermayesi şirketlerinin yatırım yaptığı firmalar açısından girişim sermayesi yatırımlarının aktif karlılığı üzerindeki etkisinin %1'den daha düşük olduğu ve bu etkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı Tablo 47'de görülmektedir.

Analizin son aşamasında girişim sermayesi oranı %30 ve üzeri olan firmalar için Model 2'ye ait bulgular Tablo 48'de özetlenmiştir.

Tablo 48: Girişim Sermayesi Oranı %30 ve Üzeri Olan Firmalar İçin Model 2'ye ait Bulgular

	Katsayı	St. Hata	t-değeri	p-değeri
Aktif Devir Hızı	-0.000103	0.0110408	-0.01	0.993
Cari Rasyo	-0.0044843	0.0041389	-1.08	0.280
Finansal Kaldıraç	-0.0010677	0.0021769	-0.49	0.624
Net Kar Marjı	0.8283867	0.0202746	40.86	0.000***
Kukla Değişken	0.0352673	0.0176397	2.00	0.047**
Sabit	-0.005902	0.0180921	-0.33	0.745
Gözlem Sayısı			190	
F (6,183)			291.94	
Prob > F			0.0000	
R^2			0.9054	
Adj-R^2			0.9023	
***%1 ,**%5 hata düzeyinde anlamlı				

Tablo 48'den de izlenecegi üzere girişim sermayesi oranı %30 ve üzeri olan firmalar için yatırımların aktif karlılıgı üzerinde yaklasık %4 oranında ve istatistiksel olarak anlamli etkisi sozkonusudur.

SONUÇ ve ÖNERİLER

1940'lı yıllarda ilk kez Amerika'da ortaya çıkan girişim sermayesi kavramı, alternatif bir finansman yöntemi olarak Amerika'dan sonra Avrupa, Asya, Güney Amerika kıtalarına yayılarak gelişmiştir. Risk sermayesi kavramını da kapsayan girişim sermayesi finansman modeli, yenilikçi fikirlerini ticarileştirebilmek için ya da kuruluş aşamalarını tamamlamış küçük işletmelerin, pazarlama, üretim vb. süreçlerini geliştirmek, ürünlerini ticarileştirmek, büyümek ve genişlemek gerekli fon kaynağına sahip olmayan girişimcileri finansal, idari ve teknik yönden desteklemeyi amaçlamaktadır.

Sistemin Türkiye'de uygulama alanı bulması ve tanınmaya başlanması 1980'li yılları bulmuştur. 1984 yılında Ekonomik İşler Yüksek Koordinasyon Kuruluna bağlı Geliştirme ve Destekleme Fonunun, 1988 yılında küçük ve orta ölçekli girişimcilere destek sağlamak amacıyla İşssizlikle Mücadele ve İstihdam Geliştirme Yüksek Koordinasyon Kurulu'nun ve kurulun küçük girişimlere teknik, idari, yönetsel konularda destek vermek üzere kurduğu Teşebbüs Destekleme Ajansı (TDA)'nın ve 1990 yılında KOSGEB'in kurulması ile girişim sermayesinin gelişimine yönelik önemli adımlar atılmıştır. Fakat ilgili dönemde ekonomik koşulların da etkisiyle istenilen düzeyde gelişme sağlanamamıştır. 1988 – 1991 yılları arasında yaşanan duraklamanın ardından 1992 yılında açıklanan Ekonomi Paketi ve 1993 yılında SPK'nın hazırlamış olduğu ve sektöre yönelik ilk yasal düzenleme olan Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına ilişkin Esaslar Tebliği yürürlüğe girmiştir. Bu düzenlemeye rağmen 1998 yılında tebliğ kapsamında yalnızca bir girişim sermayesi yatırım ortaklığı (GSYO) kurulmuş olması sektörde beklenen gelişmenin sağlanamadığını göstermiştir. Bunun üzerine 1998 ve 2003 yıllarında tebliğde köklü değişiklikler yapılmıştır.

Durgunluk döneminin ardından, 1999-2000 yıllarında birkaç girişim sermayesi çabasının belirmeye başladığı görülmüştür. 2001 ile 2005 arasındaki yılları kapsayan üçüncü dönemde 2001 yılında yaşanan finansal kriz nedeniyle yatırımlar sınırlı kalmış, daha sonra hükümetin aldığı önlemlerle ve AB'ye katılım sürecinin hızlanmasıyla, yatırımlar da canlanmıştır. 2006 yılından günümüze kadar gelen son dönem ise girişim

sermayesi sektörünün Türkiye'de varlığının kabul gördüğü ve uluslararası fonların kalıcı yatırımlar için ülkeye giriş yaptığı bir dönem olarak kabul edilmektedir.

Girişim sermayesi sisteminin Amerika ve Avrupa kıtalarına göre henüz gelişim aşamasında olduğu ülkemizde konuyla ilgili yapılan çalışmaların sistemin gelişimi, işleyişi, uygulanabilirliği vb. konular üzerinde yoğunlaştığı; sektörle ilgili verilere erişimin güçlüğü nedeniyle ampirik çalışmaların sayısının çok az olduğu görülmüştür. Bu noktadan hareketle çalışmada girişim sermayesi yatırımlarının yatırım yapılan firmalar açısından sonuçlarının araştırılması ve bu yatırımların firmaların finansal performansları üzerindeki etkisinin değerlendirilmesi amaçlanmıştır.

Çalışmada 2005-2014 yılları arasında girişim sermayesi yatırımı alan 12 firmanın finansal performansları değerlendirilmiştir. İlk olarak TOPSIS yöntemi ile girişim sermayesi yatırımı alan firmaların yıllık verileri kullanılarak hesaplanan rasyolar aracılığıyla faaliyet gösterdikleri alt sektörler bazında değerlendirmeler yapılmıştır. Analizlerde, her alt sektör için firmaların etkinlik dereceleri ve sıraları belirlenmiş, yatırım öncesi, yatırım ve yatırım sonrası dönemler itibariyle firmaların etkinlik sıralarındaki değişim incelenmiştir.

TOPSIS analizlerinin sonucunda girişim sermayesi yatırımlarının, girişim sermayesi yatırımı alan firmalar içerisinde Tat Gıda Sanayi A.Ş, Boyner Büyük Mağazacılık A.Ş., Acıpayam Selüloz San. ve Tic. A.Ş. ve Anel Telekomünikasyon Elektronik Sis. San. ve Tic. A.Ş olmak üzere 4 firmanın etkinlik sırasını olumlu yönde etkilediği saptanmıştır.

Girişim sermayesi yatırımları sonucunda etkinlik sırası olumsuz yönde etkilenen Deva Holding A.Ş, Ege Seramik Sanayi ve Ticaret A.Ş., Makina Takım Endüstrisi A.Ş., Oylum Sınai Yatırımlar A.Ş. ve Ulaşlar Turizm Yatırımları ve Dayanıklı Tüketim Malları Ticaret Pazarlama A.Ş. olmak üzere 5 firma olduğu görülmüştür.

Girişim sermayesi yatırımları sonucunda ileri aşama yatırımı almış Doğan Gazetecilik A.Ş, Migros Ticaret A.Ş. ve Petkim Petro Kimya Holding A.Ş firmalarının etkinlik sıralarının değişmediği gözlenmiştir.

Analizler sonucunda Tat Gıda Sanayi A.Ş, Boyner Büyük Mağazacılık A.Ş., Acıpayam Selüloz San. ve Tic. A.Ş. ve Anel Telekomünikasyon Elektronik Sis. San. ve Tic. A.Ş için boş hipotez reddedilmiş; Deva Holding A.Ş, Ege Seramik Sanayi ve Ticaret A.Ş., Makina Takım Endüstrisi A.Ş., Oylum Sınai Yatırımlar A.Ş. ve Ulaşlar Turizm Yatırımları ve Dayanıklı Tüketim Malları Ticaret Pazarlama A.Ş. içinse alternatif hipotez reddedilmiştir.

Çalışmada ikinci yöntem olarak Dengesiz Panel Veri Analizi yöntemi kullanılmış ve girişim sermayesi yatırımlarının firmaların finansal performansları üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Panel Veri Analizleri girişim sermayesi firmalarının 2005-2014 yılları arasındaki dönemde 3'er aylık finansal verileri kullanılarak hesaplanan rasyolar aracılığıyla gerçekleştirilmiş ve 2 farklı model kurularak test edilmiştir. Analizlerin ikinci aşamasında yatırımdan çıkış, yatırım yapan şirketlerin sermaye yapısı, yatırım aşaması değişkenleri de analizlere dahil edilerek değerlendirmeler yapılmıştır.

Panel veri analizlerinin sonucunda girişim sermayesi yatırımları ile özsermaye ve aktif karlılığı arasında pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki saptanmıştır. Değişkenin özsermaye ve aktif karlılığı üzerindeki etkisinin sırasıyla %5 ve %1 hata düzeyinde anlamlı oluşu çalışmanın önemli bulgularındandır.

Girişim sermayesi yatırımlarının özsermaye ve aktif karlılığı üzerinde sırasıyla %4 ve %3 düzeyinde, pozitif yönlü etkisi ve bu etkinin istatiksel olarak oldukça anlamlı oluşu her iki model için alternatif hipotezi destekler niteliktedir.

Özsermaye karlılığının bağımlı değişken olduğu Model 1 ile ilgili analizler sonucunda;

- Girişim sermayesi yatırımı değişkeninin yatırımların sonlandırıldığı firmalar açısından özsermaye karlılığı üzerinde yaklaşık %7 oranında ve pozitif yönde etkili olduğu ve bu etkinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu,

- Yatırımların devam ettiği firmalar için, girişim sermayesi yatırımlarının özsermaye karlılığı üzerinde %5'lik ve pozitif yönlü bir etkiye sahip olduğu ancak bu etkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı,

- Girişim sermayesi yatırımlarının yerli sermayeli girişim sermayesi şirketlerinin yatırım yaptığı firmaların özsermaye karlılığı üzerinde yaklaşık %16 oranında, pozitif ve % 1 hata düzeyinde anlamlı etkisi olduğu,

- Girişim sermayesi yatırımlarının yabancı sermayeli girişim sermayesi şirketlerinin yatırım yaptığı firmaların özsermaye karlılığı üzerindeki etkinin çok düşük düzeyde ve istatistiksel olarak anlamsız olduğu,

- Girişim sermayesi yatırımlarının girişim sermayesi oranı %30 ve üzeri olan firmaların özsermaye karlılığı üzerinde %10'luk bir etkisi olduğu ve bu etkinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu saptanmıştır.

Aktif karlılığının bağımlı değişken olduğu Model 2 ile ilgili analizler sonucunda;

- Yatırımların sonlandırılığı firmalar açısından girişim sermayesi yatırımlarının aktif karlılığı üzerindeki etkisinin %1 oranında fakat istatistiksel olarak anlamlı olmadığı,

- Yatırımların devam ettiği firmalar açısından, girişim sermayesi yatırımlarının aktif karlılığı üzerindeki etkisi incelendiğinde ise %2 oranında pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu,

- Girişim sermayesi yatırımlarının yerli sermayeli girişim sermayesi şirketlerinin yatırım yaptığı firmaların aktif karlılığı üzerinde yaklaşık %8 oranında, pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı etkisi olduğu,

- Yabancı sermayeli girişim sermayesi şirketlerinin yatırım yaptığı firmalar açısından girişim sermayesi yatırımlarının aktif karlılığı üzerindeki etkisinin %1'den daha düşük olduğu ve bu etkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı,

- Girişim sermayesi oranı %30 ve üzeri olan firmalar için yatırımların aktif karlılığı üzerinde yaklaşık %4 oranında ve istatistiksel olarak anlamlı etkisi olduğu tespit edilmiştir.

TOPSIS analizlerine ilişkin sonuçlar genel olarak değerlendirildiğinde girişim sermayesi yatırımlarının yalnızca 4 firmanın etkinlik sıralamasını olumlu yönde etkilediği göze çarpmaktadır. Etkinlik sırası yatırımlar sonucunda etkilenmeyen firmaların büyük ve finansal olarak güçlü yapıya sahip olan firmalar olmaları nedeniyle yatırımlar sonucunda etkinlik sıralarında önemli bir değişim yaratmadığı sonucuna ulaşılabilir.

Panel Veri Analizlerine ilişkin sonuçlar genel olarak değerlendirildiğinde; girişim sermayesi yatırımları ile firmaların aktif ve özsermaye karlılığı arasında pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı ilişkinin varlığı girişim sermayesinden beklenen faydanın çalışmanın örneklemi kapsamında elde edildiği sonucunu vermektedir. Bu bulgu girişim sermayesi sisteminin işleyişini değerlendirebilme açısından büyük önem taşımaktadır. Girişim sermayesi yatırımları ile özsermaye ve aktif karlılığı arasındaki ilişkinin, yerli sermayeli girişim sermayesi şirketlerinden yatırım alan firmalar açısından pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı oluşu çalışma açısından diğer önemli bulgudur. Bu bulgu yerli sermayeli girişim sermayesi şirketlerinin yaptıkları yatırımların diğer firmalarla karşılaştırıldığında daha başarılı olduğunu göstermektedir. Ayrıca girişim sermayesi yatırımları ile özsermaye karlılığı arasında yatırımdan çıkışın gerçekleştiği firmalar açısından, girişim sermayesi yatırımları ile aktif karlılığı arasında ise ileri aşama yatırımı alan firmalar açısından anlamlı ilişki tespit edilmiştir. Yatırımların sonlandırıldığı firmalar açısından girişim sermayesi yatırımlarının özsermaye karlılığı üzerindeki anlamlı etki, girişim sermayesi yatırımlarının yatırım alan firma açısından amacına ulaştığını göstermektedir. İleri aşama yatırımı alan firmalar açısından girişim sermayesi yatırımları ile aktif karlılığı arasında tespit edilen anlamlı ilişki de risk düzeyi erken dönem yatırımlarına göre daha düşük olan ileri aşama yatırımlarının daha başarılı olduğu sonucunu vermektedir.

Her iki analiz sonucunda elde edilen bulgular, Türkiye'de 2005-2014 yılları arasındaki 10 yıllık dönemde gerçekleştirilen girişim sermayesi yatırımlarının genel olarak firma performansına olumlu yönde etki ettiği yönündedir. Bulgular, girişim sermayesi sisteminin girişim sermayesi yatırımı alan firmalar açısından çalışmanın örneklemi kapsamında beklenen faydayı sağladığını destekler niteliktedir. Ülkemizde önemi yeni yeni anlaşılmaya başlayan girişim sermayesi sisteminin, girişim sermayesi desteği arayan firmalar açısından alternatif bir finansman modeli olarak yararlanılması ve yaygınlaşması sistemin daha etkin bir şekilde işlemesine katkı sağlayacaktır.

Çalışma sonuçları girişim sermayesi sisteminin Türkiye'de hala gelişme aşamasında olduğunu göstermektedir. Sistemin gelişmesi ve etkin bir şekilde işleyebilmesi için öncelikle girişimcilik kültürünün yaygınlaşması ve girişim sermayesi sisteminin bilinirliğinin arttırılması gerekmektedir. Bunun için de devletin sistemin bilinirliğini arttıracak ve teşvik edecek faaliyetlerini arttırması, sektöre yönelik düzenlemeleri geliştirmesi büyük önem taşımaktadır. Devletin getireceği düzenlemelerin yanı sıra, girişim sermayesi sisteminde yer alan tüm taraflar arasında koordinasyonu sağlayacak, girişim sermayesi şirketlerine ve finansman yönteminden yararlanan firmalara ait verileri oluşturulacak veri tabanında toplayacak, sektöre ait verileri yayınlayacak bir kurumun kurulması ya da hali hazırda kurulmuş olan Türk Girişim Sermayesi Derneğinin aktif hale getirilmesi büyük öncelik arz etmektedir.

Çalışmanın başında da belirtildiği gibi girişim sermayesi şirketlerine ve yatırım alan firmalara ilişkin finansal verilere ulaşılamaması çalışmanın en büyük kısıtını oluşturmaktadır. Aynı zamanda Borsa İstanbul'a kote GSYO'ların sayıca az olması ve borsaya kısa süre önce kote olmaları nedeniyle sınırlı finansal veriye erişim, girişim sermayesi yatırımlarının GSYO'ların bağlamında değerlendirilmesine olanak tanımamaktadır. İzleyen yıllarda elde edilecek finansal veriler ışığında sistemin girişim sermayesi şirketleri açısından etkilerinin değerlendirilmesi yerli literatüre büyük katkı sağlayacaktır. Yine izleyen yıllarda daha çok sayıda girişim sermayesi yatırımı almış firmanın BİST'e kote olması beklentisi ile örneklemin büyütülerek daha kapsamlı çalışmalar yapılması mümkün olacaktır.

KAYNAKÇA

Makaleler

Abdoua, K. and Varelab, O. (2009). Is There a Puzzle in the Failure of Venture Capital Backed Portfolio Companies? Applied Financial Economics, (19): 1439–1452.

Akkaya, G., C. ve İçerli, M., Y. (2001). KOBİ'lerin Finansal Problemlerinin Çözümünde Risk Sermayesi Finansman Modeli, DEÜ-SBE Dergisi, 3(3): 61-70.

Altaş, S. (2011). Yeni Türk Ticaret Kanuna Göre Anonim Şirket Yönetim Kurulunun Yapısı ve Üyelerinin Nitelikleri, Mali Çözüm Dergisi, (104): 109-120.

Alperovycha, Y. and Hübner, G. (2011). Explaining Returns on Venture Capital Backed Companies: Evidence From Belgium, Research in International Business and Finance 25: 277–295.

Ark, A., H., (2002). Risk Sermayesi: Tarihsel Gelişimi ve Türkiye Ekonomisinin Yeniden Yapılandırılmasında Potansiyel Rolü ve Önemi, Activeline Dergisi, Mart-Nisan Sayısı.

Ayaydın, H. ve Dağlı, H. (2012). Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Geliştirilen Savunma Taktikleri: Kavramsal Bir İnceleme, Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi 14(1): 207-230

Baeyens, K., Vanacker, T., R. and Manigart, S. (2006). Venture Capitalists' Selection Process: The Case of Biotechnology Proposals. International Journal of Technology Management, 34(2): 28-46.

Bayyurt, N. (2007). İşletmelerde Performans Değerlendirmenin Önemi ve Performans Göstergeleri Arasındaki İlişkiler, Sosyal Siyaset Konferansları Dergisi, (53): 577-590.

Black, B, .S. and Gilson, R., J. (1998). Venture Capital and The Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets. Journal of Financial Economics (47): 243-277.

Bourne, M., Mills, J., Wilcox, M., Neely, A. and Platts, K., (2000). Designing, Implementing and Updating Performance Measurement Systems. International Journal of Operations and Production Management, 20(7): 754-771.

Bozkurt, Ç., Ö., Kalkan, A., Koyuncu, O. ve Alparslan, A., M. (2012). Türkiye'de Girişimciliğin Gelişimi: Girişimciler Üzerinde Nitel Bir Araştırma, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (1)15: 229-247.

Bruining, H., Verwaal, E. and Wright, M. (2013). Private Equity and Entrepreneurial Management in Management Buy-Outs, Small Business Economics (40): 591–605.

Bygrave, W.,D. and Hofer, C.,V., (1991). Theorizing about Entrepreneurship Entrepreneurship Theory and Practice, 16(2): 13-21.

Cassar G. (2004). The Financing of Business Start-Ups. Journal of Business Venturing (19): 261-283.

Casson, M. (2005). "Entrepreneurship and the Theory of the Firm", Journal of Economics Behavior andOrganization, (58): 327-348.

Cochrane, J., H. (2005). The Risk and Return of Venture Capital, Journal of Financial Economics, 75(1): 3-52.

Cressy R., Munari, F. and Malipiero, A. (2007). Playing to Their Strengths? Evidence that Specialization in the Private Equity Industry Confers Competitive Advantage, Journal of Corporate Finance, 13(4): 647-669.

Çelikkaya, A. (2007). AB'ye Uyum Sürecinde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına Sağlanan Vergisel Avantajların Değerlendirilmesi, 2007(1): 241-259.

Desbrieres, P. and Schatt (2002). The Impacts of LBOs on the Performance of Acquired Firms: The French Case, Journal of Business Finance and Accounting, (29): 695-729.

Erol, E., D., Erataş, F. ve Nur, B., H. (2013). Çevresel Kuznets Eğrisi'nin Yükselen Piyasa Ekonomilerindeki Geçerliliği: Panel Veri Analizi, Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi 1(1): 400-415.

Fried, V.,H. and Hisrich, R., D. (1994). Towards A Model Of Venture Capital İnvestment Decision Making, Financial Management (23): 28-37.

Fried, V., H,. Bruton, G., D.and Hisrich, R., D. (1998). Strategy and the Board of Directors in Venture Capital-Backed Firms, Journal of Business Venturing (13): 493–503.

Gompers, P., A. (1994). The Rise and Fall of Venture Capital, Business and Economic History, 23(2): 1-26.

Göçer, İ., Mercan, M. ve Hotunuğlu, M. (2012). Seçilmiş OECD Ülkelerinde Cari İşlemler Açığının Sürdürülebilirliği: Yatay Kesit Bağımlılığı Altında Çoklu Yapısal Kırılmalı Panel Veri Analizi, Maliye Dergisi, (163): 449-467.

Guo, D. and Jiang, K. (2013). Venture Capital Investment and the Performance of Entrepreneurial Firms: Evidence from China, Journal of Corporate Finance 22: 375–395.

Güloğlu, B. ve İspir, S. (2009). Yeni Gelişmeler Işığında Türkiye'de Satın Alma Gücü Paritesi Önsavının Panel Birim Kök Sınaması, Pamukkale Üniversitesi İ.İ.B.F.İktisat Bölümü Yayınları.

Hamada, Y. (2009). Venture Capital in Japan Economic Journal of Hokkaido University, 10(38): 1-12.

Harrison, R., Mason, C. (2000). "Editorial: The Role of The Public Sector in the Development of a Regional Venture Capital Industry", Venture Capital, 2(4): 243-253.

Hellmann T. and Puri M. (2002) Venture Capital And The Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence, Journal Of Finance (57): 169–197.

Higgins, James M. (1996). Innovate or Evaporate: Creative Techniques for Strategists Long Range Planning, 29(3): 370-380.

İpekten, B., (2006). Risk Sermayesi Finansman Modeli, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi SBED 7(1): 385–408.

Im, K., Pesaran, H. ve Shin, Y. (2003). Testing for Unit Roots in Heterogenous Panels, Journal of Econometrics, 115(1): 53-74.

İrmiş, A. ve Özdemir, L. (2011). Girişimcilik ve Yenilik İlişkisi, Yönetim Bilimleri Dergisi 9(1): 137-161.

İştar, E. (2013). Alternatif Bir Finansman Modeli Olarak Risk Sermayesi, Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi www.esosder.org Yaz-2013 12(46): 183-198.

Kaiser, K. and Westarp, C. (2010). Value Creation in the Private Equity and Venture Capital Industry, Insead, Faculty and Research Working Paper.

Kaplan, S. (1989). The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value, Journal of Financial Economics, (24): 217-254.

Kaplan, S., N. and Strömberg, P. (2008). Leveraged Buyouts and Private Equity, Journal of Economic Perspectives 22(4): 1-27.

Karabayır, M., E., Gülşen, A., Z., Çiftçi, S. ve Muzaffer, H. (2012). Melek Yatırımcıların Yatırım Kararlarında Girişimci Odaklılığın Rolü: Türkiye'deki Melek Yatırımcılar Üzerine Bir Çalışma, Ankara Üniversitesi, SBF Dergisi, 67(2): 69-93.

Kerins, F., Smith, J., K. and Smith, R. (2004). Opportunity Cost of Capital for Venture Capital Investors and Entrepreneurs, Journal of Financial and Quantitative Analyses, 39(2): 385-405.

Kıldokum, H. (2012). "Girişim Sermayesi"nin Türkiye Serüveni-Bir Modele Yönelik Fırsat Arayışı, Balkan Sosyal Bilimler Dergisi. 1(1).

Knockaert, M. and Vanacker, T. (2011). The Association Between Venture Capitalists' Selection And Value Adding Behavior: Evidence From Early Stage High Tech Venture Capitalists, Small Business Economics, DOI: 10.1007/S11187-011-9378-8.

Kortum, S. and Lerner, J. (2000). Assessing The Contribution of Venture Capital to Innovation, RAND Journal of Economics 31(4): 674–692.

Kuğu, T. (2004). Finansman Yöntemi Olarak Risk Sermayesi, Celal Bayar Üniversitesi İİBF, Yönetim ve Ekonomi Dergisi, 11(2): 141-153.

Kurt, M., Ağca, V. ve Erdoğan, S. (2006). Afyonkarahisar İli Girişimcilik Performansının Coğrafi Bilgi Sistemleri ile Analizi, Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi 8(2): 97-114.

Lockett, A., Wright, M., Burrows, A., Scholes, L. and Paton, D. (2008) The Export Intensity of Venture Capital Backed, Small Business Economics (31): 39–58

Manigart, S., Baeyens, K. and Hyfte W. V. (2002). The Survival of Venture Capital Backed Companies, Venture Capital An International Journal of Entrepreneurial Finance, 4(2): 103-124.

Manigart, Sophie, Waelea, Koen De, Wright, Mike, Robbie, Ken, Desbrieres, Philippe, Sapienzad, Harry J., and Beekmane, Amy (2002). Determinants of Required Return in Venture Capital Investments: A Five-Country Study, Journal of Business Venturing (17): 291–312.

Mason, C., M. and Harrison, R., T. (2000). Is it worth it? The Rates of Return From Informal Venture Capital Investments, Journal of Business Venturing, (17): 211–236.

Megginson, W., L. (2004). Towards A Global Model of Venture Capital?, Journal of Applied Corporate Finance, 16(1): 89-107.

Mueller, S. L. and Thomas, A., S. (2000). Culture And Entrepreneurial Potential: A Nine Country Study Of Locus Of Control And Innovativeness, Journal of Business Venturing (16): 51–75.

Muzyka D., Koning A.. D. and Churchill, N.. (1995). "On Transformation and Adaptation: Building The Entrepreneurial Corporation", European Management Journal, 13(4): 346-361.

Onay, M. ve Çavuşoğlu, S. (2010). "İşletmelerde Girişimcilik Özelliğini Etkileyen Faktörler: İç Girişimcilik" Yönetim ve Ekonomi 17(1): 47-67.

Özkan, Ş., Emsen, S., Gündoğdu, F. ve Aksu, H. (2003). Türkiye'de Girişimcilik ve Belirleyicileri: Marmara ve Doğu Anadolu Bölgesi Üzerine Bir Uygulama, Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, 58(4): 145-172.

Öztürk, N., Barışık, S. ve Darıcı, K., H. (2010). Gelişmekte Olan Piyasalarda Finansal Derinleşme ve Büyüme İlişkisi: Panel Veri Analizi, ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, 6(12): 95–119.

Ruhnka, J., C. and Young, J., E. (1991). Some Hypotheses about Risk in Venture Capital Investing, Journal of Business Venturing, 6(2): 115-133.

Scholes, M., L., Wright, M., Westhead, P., Burrows, A. and Bruining, H. (2007). Information Sharing, Price Negotiation and Management Buy-outs of Private Family-owned Firms, Small Business Economics (29): 329–349.

Singh, H. (1990). Management Buyouts: Distinguishing Characteristics and Operating Changes Prior to Public Offering, Strategic Management Journal, (11): 111-129.

Soydemir, S., (1994). Risk Sermayesi, Ekonomik Yaklaşım Dergisi 4(ll): 77-94.

St-Pierrea, J., Nomoa, S. and Pilaevab, K. (2011). The Non-Financial Contribution of Venture Capitalists to Vc-Backed Smes: The Case of Traditional Sectors, Venture Capital An International Journal of Entrepreneurial Finance, (13)2: 103–118.

Uçkun, N. (2009). KOBİ'lerin Finansal Sorunlarına Melek Sermaye Çare Olabilir mi? Muhasebe ve Finansman Dergisi, (41): 121-131.

Uluyol, O. (2008). Girişimcilikte Alternatif Bir Finansman Modeli Olarak Melek Finansman Yöntemi, Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi, 3(2): 43-68.

Vanacker, T. (2008). Venture Capital Firm Experience and Company Growth, Babson College Entrepreneurship Research Conference (BCERC); Frontiers of Entrepreneurship Research.

Yardımcıoğlu, M. and Demirel, N. (2008). Private Equity as an Alternative Financial Method That Support Entrepreneurship: Turkey Case, KMU İİBF Dergisi 10(14).

Kitaplar

Akal, Z., (2000). İşletmelerde Performans Ölçüm ve Denetimi, 4.B., Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları No: 473, Ankara.

Aypek, N., (1998). Sermaye Piyasası Aracı Olarak Risk Sermayesi ve Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği, Ankara.

Baltagi, Badi H. (2005). Econometric Analysis of Panel Data, (3rd Edition).

Canbaş, S. (1992). Küçük İşletmeciliği ve Girişimciliği Teşvik Aracı Olarak Risk Sermayesi, Türkiye'de Uygulama Olanakları: Modern Finansman Araçlarının Esnaf-Sanatkarlar ve Küçük İşletmeler Açısından Değerlendirilmesi, Te-Ar Yayınları, Ankara.

Ceylan, A. (2002). Finansal Teknikler, Bursa.

Ceylan, A. (2006). İşletmelerde Finansal Yönetim, 9. Basım, Ekin Kitabevi, Bursa.

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

Çonkar, K. (2007). Risk Sermayesi Finansman Yöntemi, İstanbul Ticaret Odası Yayın No: 2007-61.

Elçi, Ş. ve Karataylı, İ. (2008). İnovasyon Rehberi, Karlılık ve Rekabetin Elkitabı, Technopolis Group, Antalya.

Gompers, P., A. and lerner, J. (2004). The Venture Capital Cycle, Second Edition, USA.

Greene, H., W. (1993). Econometric Analysis, McMillan, New York.

Gujarati, D., N. and D., C. Porter (2009). Basic Econometrics, 5th edition, McGraw-Hill, New York.

Hisrich, R., D. and Peters, M. (2001). Entrepreneurship, 5th Edition, McGraw- Hill Higher.

Hsiao, C., (2003). Analysis of Panel Data, Cambridge University Press.

Hwang, C.,L. and Yoon, K. (1981). Multiple Attribute Decision Making: Methods and Applications A State-of-the-Art Survey Springer-Verlag, Berlin/Hiedelberg.

Kaya, A. (2001), Dünyada ve Türkiye'de Risk Sermayesi, SPK Yeterlik Etüdleri, Ankara.

Kenney, M., Han, K. and Tanaka, S. (2004). The Globalization of Venture Capital: the Cases of Taiwan and Japan, Financial Systems, Corporate Investment In Innovation And Venture Capital

MacMillan, I., Roberts, E., Livada, V. and Wang, A. (2008). Corporate Venture Capital (CVC) Seeking Innovation and Strategic Growth, National Institute of Standards and Technology.

Mcnally, K., (1997). "Corporate Venture Capital: Bridging the Equity Gap in the Small Business Sector", Routledge, London.

Metrick, A. and Yasuda, A. (2011). Venture Capıtal and the Fınance of Innovatıon Second Edıtıon John Wiley and Sons, Inc.

Park, H. M., (2011). Practical Guides To Panel Data, Niigata: Graduate School of International Relations, International University of Japan.

Sarıaslan, H., (1992). "Venture Capital (Risk Sermayesi) Finansman Modeli ve Türkiye'de Uygulama Olanakları, Ankara Sanayi Odası Dergisi, Özel ek.

Tatoğlu, Y., F. (2012). İleri Panel Veri Analizi Stata Uygulamalı, İstanbul: Beta Basım A.Ş.

Toroslu, M., V ve Durmuş, C., N. (2013). Finansal Tablolar Analizi, Seçkin Yayıncılık.

Tuncel, K. (2000). Risk Sermayesi Finansman Modeli, Dünya Uygulamalarının Analizi ve Türkiye için Özgün bir Model Önerisi, SPK, Yayın No: 37. Ankara.

Tükenmez, M., Susmuş, T., Özkan, S., Kutay, N., Evrim, P., Baklacı, H., Yücel, T., Özkol, E., Durukan, M., B. ve Yükçü, S. (1999). Finansal Yönetim, Vizyon Yayınları, İzmir.

Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. (2003). Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı Kurulması Hakkında Kanun, Gelişmekte Olan Ülkelerde KOBİ'lerin Rekabet Edebilme Gücünün İyileştirilmesi, Girişimin Gelişmesini Artırmada Finansmanın Rolü, Ankara.

Ujiie, J. (2002). Japanese Financial Markets, Woodhead Publishing Limited, Second Edition, Cambridge.

Uludağ, İ. (1996). Gümrük Birliği Sürecinde Kobi'ler ve Risk Sermayesi Şirketleri Modeli, İstanbul Ticaret Odası Yayın No: 1996-42.

Uslu, M., Z.ve Önal, Y., B. (2007). Yatırım Projeleri. 1.Baskı. Adana: Karahan Kitabevi.

Zaimoğlu, T. (2001). Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama Olanakları, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:19, Ankara.

Zimmerer, T. W. and Scarborough N., M. (1998). Essentials of Entrepreneurship and Small Business Management, Second Ed., Prentice Hall, Inc.

Wooldridge, J. M. (2002). Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data, The MIT Press, London.

Tezler

Demirhan, D. (2013). Borsa İstanbul'a Kote Firmalara İlişkin Risk Haritası, Doçentlik Tezi.

Masun, A., M. (1995). Bir Finansman Yöntemi Olarak Risk Sermayesi: Türkiye Uygulaması, Sorunlar ve Çözüm Önerileri, Marmara Üniversitesi Doktora Tezi, İstanbul.

Yatmaz, E., F. (2012). Girişim Sermayesi: Türkiye için Bölgesel Model Önerisi, T.C. Kalkınma Bakanlığı, Yayın No: 2833.

Raporlar

FGV, (2008). Overview of Brazilian Private Equity and Venture Capital Industry, GVcepe.

OECD, (1996). Venture Capital and Innovation.

OECD (2011). Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors, OECD Publishing. http://dx.doi.org/10.1787/9789264118782-en.

Peter V. D. and Randall R. G. (2007). Private Equity Investment in Latin America, http://www.mayerbrown.com/files/Publication/dd88c241-59f0-4af3-97d0-22d8949c3456/Presentation/PublicationAttachment/89a62cc2-ed1d-4920-9a98-40c3c4a4f22d/ART_LAT_AM_ARTICLE_JUNE07.PDF

Private Equity and Venture Capital in Brazil, UK Trade and Investment, 2012.

Private Equity and Venture Capital in Latin America, (2013). BVCA International Series London.

SPK (2010). Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları, Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-6.

Valerio, J. (2013). The Performance of Canadian Firms that Received Venture Capital Financing, Final Report.

İnternet Siteleri

Asian Venture Capital Journal, http://www.avcj.com/, Erişim: 24.03.2014

Asia-Pacific Private Equity Report 2015, http://svca.org.sg/resources/publications/, Erişim: 24.02.2014

Brazilian Private Equity and Venture Capital Association, http://www.abvcap.com.br/Default.aspx, Erişim: 10.02.2014

British Private Equity and Venture Capital Association, http://www.bvca.co.uk/, Erişim: 21.05.2014.

European Private Equity and Venture Capital Association, http://www.evca.eu/, Erişim: 05.04.2014

İMKB. (2010). "Aracı Kuruluş Varantları", http://borsaistanbul.com/docs/urunler/varant.pdf?sfvrsn=0, Erişim: 11.01.2014

İstanbul Girişim Sermayesi İnisiyatifi http://www.ivci.com.tr/, Erişim: 11.04.2014

İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş., http://www.isgirisim.com.tr/, Erişim: 13.03.2014

Japan Venture Capital Association, http://www.jvca.jp/, Erişim: 13.07.2014

KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. http://kobias.com.tr/, Erişim: 13.03.2014

KOSGEB, http://www.kosgeb.gov.tr/

Kredi Garanti Fonu, http://www.kgf.com.tr/, Erişim: 21.03.2014

Latin American Private Equity and Venture Capital Association, http://www.lavca.org/, Erişim: 12.03.2014

National Venture Capital Association, http://www.nvca.org/, Erişim: 06.04.2014.

Private equity roundup Latin America, http://www.ey.com/Publication, Erişim: 30.03.2014

Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. http://www.rheagirisim.com/tr, 10.03.2014

Sermaye Piyasası Kurulu, http://www.spk.gov.tr/, Erişim: 02.03.2014

The Small and Medium Enterprise Agengcy, http://www.chusho.meti.go.jp, Erişim: 14.07.2014

TÜBİTAK, http://www.tubitak.gov.tr/, ,Erişim:11.01.2014

Türkiye Girişim Sermayesi Derneği, http://www.turkvca.org/tr, Erişim: 24.03.2014

Türkiye Kalkınma Bankası, http://www.kalkinma.com.tr/, Erişim: 29.03.2014

Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı http://www.ttgv.org.tr/, Erişim: 23.03.2014

EKLER

EK.1: Birim Kök Testleri

Im-Pesaran-Shin unit-root test for adh

Ho: All panels contain unit roots
Ha: Some panels are stationary

AR parameter: Panel-specific
Panel means: Included
Time trend: Not included

Number of panels = 37
Avg. number of periods = 10.03

Asymptotics: T,N -> Infinity sequentially

ADF regressions: 0 lags

	Statistic	p-value
W-t-bar	-10.2159	0.0000

Im-Pesaran-Shin unit-root test for cr

Ho: All panels contain unit roots
Ha: Some panels are stationary

AR parameter: Panel-specific
Panel means: Included
Time trend: Not included

Number of panels = 40
Avg. number of periods = 9.95

Asymptotics: T,N -> Infinity sequentially

ADF regressions: 0 lags

	Statistic	p-value
W-t-bar	-16.9689	0.0000

Im-Pesaran-Shin unit-root test for odh

Ho: All panels contain unit roots
Ha: Some panels are stationary

AR parameter: Panel-specific
Panel means: Included
Time trend: Not included

Number of panels = 37
Avg. number of periods = 9.86

Asymptotics: T,N -> Infinity sequentially

ADF regressions: 0 lags

	Statistic	p-value
W-t-bar	-8.1409	0.0000

Im-Pesaran-Shin unit-root test for fk

Ho: All panels contain unit roots
Ha: Some panels are stationary

AR parameter: Panel-specific
Panel means: Included
Time trend: Not included

Number of panels = 40
Avg. number of periods = 9.68

Asymptotics: T,N -> Infinity sequentially

ADF regressions: 0 lags

	Statistic	p-value
W-t-bar	-8.1170	0.0000

Im-Pesaran-Shin unit-root test for nkm

Ho: All panels contain unit roots
Ha: Some panels are stationary

AR parameter: Panel-specific
Panel means: Included
Time trend: Not included

Number of panels = 37
Avg. number of periods = 10.05

Asymptotics: T,N -> Infinity sequentially

ADF regressions: 0 lags

	Statistic	p-value
W-t-bar	-8.6502	0.0000

```
Im-Pesaran-Shin unit-root test for nkm
-------------------------------------

Ho: All panels contain unit roots        Number of panels      =     37
Ha: Some panels are stationary           Avg. number of periods =  10.05

AR parameter: Panel-specific             Asymptotics: T,N -> Infinity
Panel means:  Included                                sequentially
Time trend:   Not included

ADF regressions: 0 lags

                     Statistic      p-value
-------------------------------------------
W-t-bar               -8.6502        0.0000
-------------------------------------------

. xtunitroot ips ak, lags(0)

Im-Pesaran-Shin unit-root test for ak
-------------------------------------

Ho: All panels contain unit roots        Number of panels      =     40
Ha: Some panels are stationary           Avg. number of periods =   9.95

AR parameter: Panel-specific             Asymptotics: T,N -> Infinity
Panel means:  Included                                sequentially
Time trend:   Not included

ADF regressions: 0 lags

                     Statistic      p-value
-------------------------------------------
W-t-bar               -9.9083        0.0000
-------------------------------------------


Im-Pesaran-Shin unit-root test for ok
-------------------------------------

Ho: All panels contain unit roots        Number of panels      =     40
Ha: Some panels are stationary           Avg. number of periods =   9.93

AR parameter: Panel-specific             Asymptotics: T,N -> Infinity
Panel means:  Included                                sequentially
Time trend:   Not included

ADF regressions: 0 lags

                     Statistic      p-value
-------------------------------------------
W-t-bar              -16.8869        0.0000
-------------------------------------------


Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
         Ho: Constant variance
         Variables: fitted values of ok

         chi2(1)      =     0.70
         Prob > chi2  =   0.4018
```

EK. 2: Panel Veri Analizleri – Model 1

Source	SS	df	MS
Model	1.13007122	5	.226014245
Residual	8.79750476	357	.02464287
Total	9.92757599	362	.027424243

Number of obs = 363
F(5, 357) = 9.17
Prob > F = 0.0000
R-squared = 0.1138
Adj R-squared = 0.1014
Root MSE = .15698

ok	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
adh	.0795897	.0173873	4.58	0.000	.0453953	.1137842
cr	.0140383	.0061851	2.27	0.024	.0018746	.026202
fk	-.0138659	.0042139	-3.29	0.001	-.0221531	-.0055786
nkm	-.1724335	.0400691	-4.30	0.000	-.2512346	-.0936323
dummy1	.0402693	.0187101	2.15	0.032	.0034735	.0770651
_cons	-.0898643	.0257574	-3.49	0.001	-.1405196	-.039209

Random-effects GLS regression
Group variable: time

R-sq: within = 0.0975
between = 0.2739
overall = 0.1138

Random effects u_i ~ Gaussian
corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Number of obs = 363
Number of groups = 37

Obs per group: min = 8
avg = 9.8
max = 12

Wald chi2(5) = 45.26
Prob > chi2 = 0.0000

ok	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
adh	.0791403	.0173546	4.56	0.000	.0451258	.1131548
cr	.0134804	.0061589	2.19	0.029	.0014093	.0255516
fk	-.0138909	.0042055	-3.30	0.001	-.0221335	-.0056483
nkm	-.1704281	.0399323	-4.27	0.000	-.2486939	-.0921623
dummy1	.0403206	.0190575	2.12	0.034	.0029686	.0776727
_cons	-.0884758	.0258611	-3.42	0.001	-.1391627	-.0377889
sigma_u	.01709106					
sigma_e	.15301181					
rho	.01232262	(fraction of variance due to u_i)				

```
. xttest0

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

        ok[time,t] = Xb + u[time] + e[time,t]

        Estimated results:
                         |       Var     sd = sqrt(Var)
                 ---------+-----------------------------
                      ok |   .0274242        .1656027
                       e |   .0234126        .1530118
                       u |   .0002921        .0170911

        Test:   Var(u) = 0
                                 chi2(1) =     2.20
                              Prob > chi2 =   0.1380
```

reg ok adh cr fk nkm dummy1 time if exit1==1

Source	SS	df	MS	Number of obs =	80
Model	.359426301	6	.059904383	F(6, 73) =	10.95
Residual	.399403873	73	.005471286	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.4737
				Adj R-squared =	0.4304
Total	.758830174	79	.009605445	Root MSE =	.07397

ok	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
adh	.0799088	.0261391	3.06	0.003	.0278137	.1320039
cr	.0143199	.0086197	1.66	0.101	-.0028592	.0314989
fk	-.0060516	.0070012	-0.86	0.390	-.0200049	.0079017
nkm	.3343091	.0688145	4.86	0.000	.1971621	.4714561
dummy1	.06952	.0319271	2.18	0.033	.0058894	.1331506
time	.0008676	.001537	0.56	0.574	-.0021957	.0039309
_cons	-.1733152	.0597476	-2.90	0.005	-.292392	-.0542383

reg ok adh cr fk nkm dummy1 time if exit1==0

Source	SS	df	MS	Number of obs =	283
Model	1.29141998	6	.215236663	F(6, 276) =	7.56
Residual	7.85813641	276	.028471509	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.1411
				Adj R-squared =	0.1225
Total	9.14955639	282	.032445235	Root MSE =	.16874

ok	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
adh	.0837335	.0235052	3.56	0.000	.0374612	.1300058
cr	.0137669	.0072701	1.89	0.059	-.000545	.0280788
fk	-.0146032	.0049379	-2.96	0.003	-.0243239	-.0048825
nkm	-.2219641	.044945	-4.94	0.000	-.3104427	-.1334854
dummy1	.052743	.0294383	1.79	0.074	-.0052093	.1106952
time	-.0007148	.001254	-0.57	0.569	-.0031833	.0017538
_cons	-.0768358	.0334318	-2.30	0.022	-.1426495	-.0110221

reg ok adh cr fk nkm dummy1 time if asama1==1

Source	SS	df	MS	Number of obs =	39
Model	.213297881	6	.035549647	F(6, 32) =	10.54
Residual	.107899075	32	.003371846	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.6641
				Adj R-squared =	0.6011
Total	.321196956	38	.008452551	Root MSE =	.05807

ok	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
adh	.0204443	.0534214	0.38	0.704	-.0883716	.1292601
cr	.0141726	.0107084	1.32	0.195	-.0076397	.0359849
fk	.0603245	.0404606	1.49	0.146	-.0220909	.14274
nkm	.2912835	.0493059	5.91	0.000	.1908506	.3917164
dummy1	.0405023	.0462616	0.88	0.388	-.0537294	.134734
time	-.0065256	.0033076	-1.97	0.057	-.0132629	.0002117
_cons	.1093491	.0969852	1.13	0.268	-.0882033	.3069014

reg ok adh cr fk nkm dummy1 time if asama1==0

Source	SS	df	MS	Number of obs =	324
Model	1.35036808	6	.225061347	F(6, 317) =	8.77
Residual	8.13836388	317	.025673072	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.1423
Total	9.48873196	323	.029376879	Adj R-squared =	0.1261
				Root MSE =	.16023

ok	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
adh	.0645583	.0194487	3.32	0.001	.0262934	.1028232
cr	.0160524	.0065927	2.43	0.015	.0030815	.0290233
fk	-.0123718	.0043745	-2.83	0.005	-.0209785	-.0037651
nkm	-.2430238	.0438086	-5.55	0.000	-.3292161	-.1568315
dummy1	.0455771	.0257448	1.77	0.078	-.0050751	.0962293
time	.0001933	.0011113	0.17	0.862	-.0019931	.0023797
_cons	-.0837549	.0310873	-2.69	0.007	-.1449183	-.0225914

reg ok adh cr fk nkm dummy1 time if vc1==1

Source	SS	df	MS	Number of obs =	149
Model	2.15189463	6	.358649104	F(6, 142) =	9.17
Residual	5.55469087	142	.039117541	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.2792
Total	7.7065855	148	.052071524	Adj R-squared =	0.2488
				Root MSE =	.19778

ok	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
adh	.1263648	.0327298	3.86	0.000	.0616642	.1910653
cr	.0167294	.0125259	1.34	0.184	-.008032	.0414908
fk	-.0145897	.0062073	-2.35	0.020	-.0268604	-.002319
nkm	-.2929666	.0535336	-5.47	0.000	-.3987924	-.1871408
dummy1	.1583908	.0534594	2.96	0.004	.0527118	.2640699
time	-.0068083	.0023749	-2.87	0.005	-.0115031	-.0021136
_cons	-.0364981	.0564721	-0.65	0.519	-.1481326	.0751365

reg ok adh cr fk nkm dummy1 time if vc1==0

Source	SS	df	MS	Number of obs =	214
Model	1.49950237	6	.249917062	F(6, 207) =	71.85
Residual	.720020988	207	.003478362	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.6756
Total	2.21952336	213	.010420297	Adj R-squared =	0.6662
				Root MSE =	.05898

ok	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
adh	.0421169	.0096939	4.34	0.000	.0230055	.0612284
cr	-.0017039	.0032892	-0.52	0.605	-.0081885	.0047807
fk	-.0037924	.0034793	-1.09	0.277	-.0106518	.0030671
nkm	1.004404	.0523093	19.20	0.000	.9012763	1.107531
dummy1	.0063428	.0126317	0.50	0.616	-.0185605	.0312461
time	.0011461	.0005084	2.25	0.025	.0001438	.0021484
_cons	-.0564736	.0168238	-3.36	0.001	-.0896415	-.0233056

EK. 3: Panel Veri Analizleri – Model 2

Source	SS	df	MS
Model	9.17585319	5	1.83517064
Residual	1.60004679	357	.004481924
Total	10.7759	362	.029767679

Number of obs	= 363
F(5, 357)	= 409.46
Prob > F	= 0.0000
R-squared	= 0.8515
Adj R-squared	= 0.8494
Root MSE	= .06695

ak	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
adh	-.0120207	.0074151	-1.62	0.106	-.0266036	.0025621
cr	-.003357	.0026377	-1.27	0.204	-.0085444	.0018305
fk	.0004478	.0017971	0.25	0.803	-.0030865	.003982
nkm	.7583367	.0170882	44.38	0.000	.7247305	.7919429
dummy1	.0273688	.0079792	3.43	0.001	.0116766	.0430611
_cons	.0078674	.0109847	0.72	0.474	-.0137355	.0294703

Random-effects GLS regression — Number of obs = 363
Group variable: time — Number of groups = 37

R-sq: within = 0.8536
between = 0.8539
overall = 0.8515

Obs per group: min = 8
avg = 9.8
max = 12

Random effects u_i ~ Gaussian — Wald chi2(5) = 2048.92
corr(u_i, X) = 0 (assumed) — Prob > chi2 = 0.0000

ak	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
adh	-.0119922	.007416	-1.62	0.106	-.0265273	.0025429
cr	-.0033378	.0026364	-1.27	0.205	-.0085051	.0018295
fk	.0004444	.0017973	0.25	0.805	-.0030782	.003967
nkm	.7583529	.0170834	44.39	0.000	.7248702	.7918357
dummy1	.0273499	.0080211	3.41	0.001	.0116289	.043071
_cons	.0078065	.0110012	0.71	0.478	-.0137555	.0293685
sigma_u	.00365414					
sigma_e	.06711378					
rho	.0029557	(fraction of variance due to u_i)				

```
. xttest0

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

        ak[time,t] = Xb + u[time] + e[time,t]

        Estimated results:
                         |       Var     sd = sqrt(Var)
                ---------+-----------------------------
                      ak |    .0297677        .1725331
                       e |    .0045043        .0671138
                       u |    .0000134        .0036541

        Test:   Var(u) = 0
                                 chi2(1) =     0.13
                              Prob > chi2 =   0.7160
```

reg ak adh cr fk nkm dummy1 time if exit1==1

Source	SS	df	MS
Model	.193638755	6	.032273126
Residual	.040657238	73	.000556948
Total	.234295993	79	.002965772

Number of obs = 80
F(6, 73) = 57.95
Prob > F = 0.0000
R-squared = 0.8265
Adj R-squared = 0.8122
Root MSE = .0236

ak	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
adh	.0056826	.0083397	0.68	0.498	-.0109384	.0223037
cr	-.0000527	.0027501	-0.02	0.985	-.0055338	.0054283
fk	-.0016733	.0022337	-0.75	0.456	-.0061252	.0027785
nkm	.3690282	.0219555	16.81	0.000	.325271	.4127853
dummy1	.0126531	.0101864	1.24	0.218	-.0076484	.0329546
time	.0001229	.0004904	0.25	0.803	-.0008544	.0011003
_cons	-.0080312	.0190627	-0.42	0.675	-.0460231	.0299606

reg ak adh cr fk nkm dummy1 time if exit1==0

Source	SS	df	MS
Model	9.19838067	6	1.53306344
Residual	1.34160553	276	.00486089
Total	10.5399862	282	.037375838

Number of obs = 283
F(6, 276) = 315.39
Prob > F = 0.0000
R-squared = 0.8727
Adj R-squared = 0.8699
Root MSE = .06972

ak	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
adh	-.0133939	.0097122	-1.38	0.169	-.0325133	.0057254
cr	-.0026057	.0030039	-0.87	0.386	-.0085193	.0033078
fk	.0005439	.0020403	0.27	0.790	-.0034726	.0045605
nkm	.7929595	.018571	42.70	0.000	.7564008	.8295182
dummy1	.0240342	.0121637	1.98	0.049	.0000888	.0479797
time	.0003694	.0005181	0.71	0.476	-.0006506	.0013894
_cons	.0014713	.0138138	0.11	0.915	-.0257224	.0286651

reg ak adh cr fk nkm dummy1 time if vc1==1

Source	SS	df	MS
Model	8.72104712	6	1.45350785
Residual	1.35797013	142	.00956317
Total	10.0790173	148	.068101468

Number of obs = 149
F(6, 142) = 151.99
Prob > F = 0.0000
R-squared = 0.8653
Adj R-squared = 0.8596
Root MSE = .09779

ak	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
adh	-.0310331	.016183	-1.92	0.057	-.0630238	.0009576
cr	.0023227	.0061934	0.38	0.708	-.0099204	.0145658
fk	.0022159	.0030692	0.72	0.471	-.0038513	.008283
nkm	.7833343	.0264693	29.59	0.000	.7310096	.835659
dummy1	.0794312	.0264325	3.01	0.003	.0271791	.1316833
time	-.000741	.0011743	-0.63	0.529	-.0030623	.0015802
_cons	.0109214	.0279221	0.39	0.696	-.0442754	.0661182

reg ak adh cr fk nkm dummy1 time if vc1==0

Source	SS	df	MS
Model	.520173884	6	.086695647
Residual	.0640639	207	.000309487
Total	.584237783	213	.0027429

Number of obs	= 214
F(6, 207)	= 280.13
Prob > F	= 0.0000
R-squared	= 0.8903
Adj R-squared	= 0.8872
Root MSE	= .01759

ak	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
adh	.009493	.0028916	3.28	0.001	.0037924	.0151937
cr	-.0010985	.0009811	-1.12	0.264	-.0030328	.0008358
fk	-.0021516	.0010378	-2.07	0.039	-.0041977	-.0001055
nkm	.6123411	.0156032	39.24	0.000	.5815795	.6431026
dummy1	.0030253	.0037679	0.80	0.423	-.0044031	.0104536
time	.0001498	.0001516	0.99	0.324	-.0001491	.0004488
_cons	-.0055962	.0050183	-1.12	0.266	-.0154898	.0042974

ÖZET

İlk kez 1940'lı yıllarda Amerika'da ortaya çıkan girişim sermayesi sistemi, daha sonra farklı kıtalar ve ülkelerde yaygınlaşan alternatif bir finansman yöntemi haline gelmiştir. Sistemin yaygınlaşmasında, yenilikçi fikirleri bulunan girişimcilerin ve büyümeyi, ürünlerini ticarileştirmeyi, üretim süreçlerini iyileştirmeyi vb. hedefleyen işletmelerin finansal piyasalardan kaynak sağlamakta güçlük çekmeleri nedeniyle alternatif yöntemler aramaları etkili olmuştur.

Bu çalışmada girişim sermayesi yatırımlarının yatırım alan firmalar açısından finansal performans üzerindeki etkisinin incelenmesi ve bu firmaların finansal performanslarının faaliyet gösterdikleri alt sektörlerdeki diğer firmalarla karşılaştırılması amaçlanmıştır.

Çalışmada 2005-2014 yılları arasında girişim sermayesi yatırımı alan 12 firmanın finansal performansları değerlendirilmiştir. Analizlerde, her alt sektör için firmaların etkinlik dereceleri ve sıraları belirlenmiş, yatırım öncesi, yatırım ve yatırım sonrası dönemler itibariyle firmaların etkinlik sıralarındaki değişim incelenmiştir. TOPSIS analizleri sonucunda girişim sermayesi yatırımlarının 4 firmanın etkinlik sırasını olumlu yönde etkilediği, 5 firmanın etkinlik sırasını olumsuz yönde etkilediği ve 3 firmanın etkinlik sırasını etkilemediği görülmüştür.

Çalışmada ikinci yöntem olarak Dengesiz Panel Veri Analizi yöntemi kullanılmış ve girişim sermayesi yatırımlarının firmaların finansal performansları üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Panel Veri Analizleri girişim sermayesi firmalarının 2005-2014 yılları arasındaki dönemde 3'er aylık finansal verileri kullanılarak hesaplanan rasyolar aracılığıyla gerçekleştirilmiş ve 2 farklı model kurularak test edilmiştir. Analizlerin ikinci aşamasında yatırımdan çıkış, yatırım yapan şirketlerin sermaye yapısı, yatırım aşaması değişkenleri de analizlere dahil edilerek değerlendirmeler yapılmıştır. Panel veri analizlerinin sonucunda girişim sermayesi yatırımları ile özsermaye ve aktif karlılığı üzerinde pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki saptanmıştır.

ABSTACT

The venture capital system that has appeared firstly during USA in the 1940s, later has grown into an alternative financing method that has become widespread in different continents and countries. The entrepreneurs possessing innovative ideas and corporations aiming to grow, commercialize their products and improve their production systems; had problems with acquiring funds from financial markets and this forced them to search for alternative methods which in turn had an impact on venture capital system to become more widespread.

In this study, it is aimed to analyze the effect of the venture capital investments with regard to venture capital-backed companies and to compare these firms' financial performances with the other firms in their sub-industries.

In this study, financial performance of 12 venture capital-backed companies between 2005 and 2014 were analyzed. In these analysis, efficiency degree of each company and their ranking in their sub-industries were defined, variances of their ranking before, during and after the venture capital investment term have been examined. As a result of TOPSIS analysis, it is found that venture capital funding has affected rankings of 4 companies in a positive way, 5 companies in negative way and no impact was seen on 3 companies ranking.

Afterwards, unbalanced panel data analysis has been used in the study to analyze the venture capital investment impact on companies' financial performances. Panel data analysis has been conducted by using companies' financial ratios from quarterly financial records between 2005 and 2014 and tested with using two different types of models. In the second part of study, evaluations done with considering, exit from venture capital investment, capital structure of investing companies, and stages of investment. As a result of Panel Data Analysis; a statistically significant relationship has been observed between venture capital investments and return on equity/return on assets.

MENGÜ HAFİZE KÜLAHCI

116/7 Sok. NO: 4 D: 14 Bornova İzmir/TURKEY
PHONE: +90 538 232 18 08
E-MAIL: menguozan@gmail.com, mengu.kulahci@ege.edu.tr



PERSONAL INFORMATION

- Date & Place of Birth : August 29th, 1985 / Yozgat
- Citizenship : Republic of TURKEY
- Gender : Female

EDUCATION

- April 2015 – July 2015 **Academic Research**, Coventry University Business School
- Sept 2010 – **PhD**, Ege University, Izmir, Institute of Social Sciences, Department of Business Administration
  - Doctoral Dissertation: *Venture Capital and Firm Performance*
- May 2013 – July 2013 **Erasmus Placement Program**, Ghent University, Ghent, Faculty of Economics and Business Administration
- Sept 2007 – July 2010 **Master Degree of Finance**, Dokuz Eylül University, Izmir, Institute of Social Sciences, Department of Business Administration
  - Degree 3,29 (Over 4)
- Sept 2003 – June 2007 **Bachelor's Degree**, Ege University Izmir, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Department of Business Administration
  - Degree 85,52 (Over 100)

LANGUAGES

- English : Advanced
- French : Beginner

ACADEMIC STUDIES

- Atılgan, T., Susmuş, T. Külahci, M., Kanat, S. (2014). *Performance Evaluation of The Textile and Clothing Enterprises in Borsa İstanbul* (as-yet-published)
- Demirhan, D., Külahcı, M. (2014) *Analysis of the Impact of Dividend Announcements on Stock Price* (continuing)
- Dedeoğlu, A., et al. (2014). *A Practice on the Use of Financial Research and Analysis Software in Finance Education: Case of Ege University* (continuing)
- Külahcı, M. (2013). *Financial Performance Evaluation Of Manufacturing Sector Before And After 2007-2008 Financial Crises By Market Value Added Method: The Sample Of Borsa Istanbul* 17th Finance Symposium, 23-26 October 2013

- Susmuş, T. and Külahcı, M. (2011). *Evaluation of Turkish Food Industry Data, Break Even and Financial Leverage Analyses,* Chamber of Certified Public Accountants of Izmir Dayanışma Dergisi, Vol.111 pp. 8-22

- Susmuş, T. and Külahcı, M. (2010). *TFRS Courses In The Universities Of Turkey*, XIV. Turkey Accounting Standards Symposium, 6-10 September, 2010, TRNC

- Külahcı, M. (2010). *Analyzing the Effects of Financial Decisions on Investor's Behaviors, Institute of Social Sciences*, Department of Business Administration, Program of Finance, Master's Thesis

ACADEMIC EXPERIENCE

- November 2009_ Research Assistant, Ege University Izmir, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Department of Accounting and Finance

  - Teaching assistant

  - Administrative support:
    - Engaging in Bologna Process, repreparing course contents,
    - Supporting students clubs, organizing student activities
    - Engaging in faculty's promotional activities
    - 12-15 October 2011 Organization Committee Councillorship, I.International Congress on Sports Economics and Management
    - 25-27 March 2011 Secretariat Councillorship, Symposium of Public Finance Management and Control

  - Training:
    - EU Project Writing - Ege University Science and Technology Centre- Technology Transfer Office (EBILTEM-TTO),2014
    - Ege University Distance Learning Workshop, BITAM, 2011

WORK EXPERIENCE

- 15 March 2014 – 30 March 2014 and 1 June 2014 – 06 July 2014 - **Berkel Lojistik A.Ş.**
  - Educator of Executive and Mid-level Manager Courses

- 20 Dec 2005 – 01 May 2006 - **Abalıoğlu Yem Soya ve Tekstil A.Ş.**
  - Finance Department Trainee

- 31 Aug 2005 – 28 Sept 2005 - **Tariş İzmir Genel Müdürlüğü**
  - Purchasing Department Trainee

COURSES, CERTIFICATES & MEMBERSHIPS

- 2012_ Member of Aegean Finance Association
- 2008 – Ümmehan Elginkan Mesleki ve Teknik Eğitim Merkezi 'Seminar of Business and Human Relations'
- 2007 – HRM Consultancy, "Seminar of Foreign Trade and International Marketing"
- 2006 – Yıldız Teknik Universtiy , Kalite Ve Verimlilik Kulübü,"Logistics Seminars"
- 2006 – Ege University, Faculty of Economics and Administrative Sciences, "Logistics Days, Member of Organization Committee"
- 2005 _ Ege University, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Member of Business Club
- 2005 _ Ege University, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Board Member of Logistics Club
- 2004 – 2005, 7th and 8th Economics Students' Congress, Member of Welcoming Committee

COMPUTER SKILLS AND COMPETENCES

- MS Windows XP/2000/Vista, MS Office Word, Excel, PowerPoint, SPSS, NETSIS, STATA

SOCIAL ACTIVITIES and DRIVING LICENCE

- Travelling, art, cooking, reading, yoga
- Driving License Class B - 2006

REFERENCES

- Prof. Dr. Türker Susmuş, **Ege University Izmir**, Vice Dean, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Head of Department of Accounting and Finance. Phone: +90 (232) 373 4003.

- Assoc. Prof. Dr. Dilek Demirhan, **Ege University Izmir**, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Department of Accounting and Finance. Phone: +90 (232) 311 5299.