

**T.C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
İŞLETME ENSTİTÜSÜ**

**TÜRKİYE’DE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARI
ÜZERİNE BİR ANALİZ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Emine Seda HOCAOĞLU YILDIZ

Enstitü Anabilim Dalı : İşletme

Enstitü Bilim Dalı : Muhasebe ve Finansman

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Melek AKGÜN

OCAK – 2019

T.C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
İŞLETME ENSTİTÜSÜ

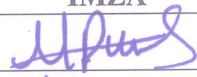


TÜRKİYE'DE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARI
ÜZERİNE BİR ANALİZ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Emine Seda HOCAOĞLU YILDIZ

Enstitü Anabilim Dalı : İşletme
Enstitü Bilim Dalı : Muhasebe ve Finansman

“Bu tez/...../201.. tarihinde aşağıdaki jüri tarafından Oybirliği / Oyçokluğu ile kabul edilmiştir.”

| JÜRİ ÜYESİ | KANAATI | İMZA |
|---------------------------------|----------|---|
| Prof. Dr. Melek Akgön | Başarılı |  |
| Doc. Dr. Nevran KARACA | Başarılı |  |
| Dr. Öğr. Üyesi Ş. Doğan Demirci | Başarılı |  |



SAKARYA
ÜNİVERSİTESİ

T.C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
İŞLETME ENSTİTÜSÜ
TEZ SAVUNULABİLİRLİK VE ORJİNALLİK BEYAN FORMU

Sayfa : 1/1

Öğrencinin

| | | |
|-----------------------|---|--|
| Adı Soyadı | : | EMİNE SEDA HOCAOĞLU YILDIZ |
| Öğrenci Numarası | : | Y176004001 |
| Enstitü Anabilim Dalı | : | İŞLETME |
| Enstitü Bilim Dalı | : | MUHASEBE VE FİNANSMAN |
| Programı | : | <input checked="" type="checkbox"/> YÜKSEK LİSANS <input type="checkbox"/> DOKTORA |
| Tezin Başlığı | : | TÜRKİYE'DE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARI ÜZERİNE BİR ANALİZ |
| Benzerlik Oranı | : | %10 |

ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Sakarya Üniversitesi İşletme Enstitüsü Lisansüstü Tez Çalışması Benzerlik Raporu Uygulama Esaslarını inceledim. Enstitünüz tarafından Uygulama Esasları çerçevesinde alınan Benzerlik Raporuna göre yukarıda bilgileri verilen tez çalışmasının benzerlik oranının herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi beyan ederim.

04.01.2019
İmza

Sakarya Üniversitesi İşletme Enstitüsü Lisansüstü Tez Çalışması Benzerlik Raporu Uygulama Esaslarını inceledim. Enstitünüz tarafından Uygulama Esasları çerçevesinde alınan Benzerlik Raporuna göre yukarıda bilgileri verilen öğrenciye ait tez çalışması ile ilgili gerekli düzenleme tarafımda yapılmış olup, yeniden değerlendirilmek üzere gsb@sakarya.edu.tr adresine yüklenmiştir.

Bilgilerinize arz ederim.

...../...../20.....
İmza

Uygundur

Danışman
Unvanı / Adı-Soyadı: PROF . DR. MELEK AKGÜN

Tarih: 04.01.2019

İmza:

KABUL EDİLMİŞTİR

REDDEDİLMİŞTİR

EYK Tarih ve No:

Enstitü Birim Sorumlusu Onayı

ÖNSÖZ

Kendisini tanıdığım ilk günden beri hoşgörü ve iyi niyeti ile bana model oluşturan, tezim ile ilgili ve akademik alanda ilerlemem için sürekli yanımda olan tez danışmanım Sayın Prof. Dr. Melek AKGÜN'e şükranlarımı ve saygılarımı sunarım.

Akademik kariyere yönelmemde yardımını esirgemeyen, akademik anlamda sürekli yanımda olan ve yol gösteren değerli hocalarım; Prof. Dr. Erman COŞKUN ve Doç. Dr. Nevran KARACA'ya en içten teşekkürlerimi ve saygımı sunarım.

Araştırmanın her aşamasında yardımcı olan bilgilerini benimle paylaşan Öğr. Gör. Dr. N. Ceren TÜRKMEN, Öğr. Gör. Dilek SÜRMEİ ve Arş. Gör. Ayla AKDOĞAN'a

Bugünlere ulaşmamda büyük pay sahibi olan, haklarını hiçbir zaman ödeyemeyeceğim babam İsmail HOCAOĞLU'na, annem Nurşen HOCAOĞLU'na, kardeşlerim Kübra ARSLAN, Sinan HOCAOĞLU ve Emir HOCAOĞLU'na

Ve son olarak tezin hazırlanma süresince yanımda olan desteğini her zaman hissettiğim sevgili eşim Ali YILDIZ'a en içten teşekkürlerimi sunarım.

E. SEDA HOCAOĞLU YILDIZ

11 Ocak 2019

İÇİNDEKİLER

| | |
|----------------------------|-------------|
| KISALTMALAR | iv |
| TABLO LİSTESİ | v |
| ŞEKİL LİSTESİ | vi |
| ÖZET | vii |
| SUMMARY | viii |

| | |
|--------------------|----------|
| GİRİŞ | 1 |
|--------------------|----------|

| | |
|---|----------|
| BÖLÜM 1: KAVRAMSAL ÇERÇEVE | 4 |
|---|----------|

| | |
|---|----|
| 1.1. Girişimcilik | 4 |
| 1.2. Girişim | 5 |
| 1.2.1. Girişim Evreleri..... | 5 |
| 1.3. Girişim Sermayesi Tanımı | 6 |
| 1.4. Temel Kavramlar | 10 |
| 1.4.1. Yenilik | 10 |
| 1.4.2. Mucit/Bilim Adamı | 10 |
| 1.4.3. Girişimci..... | 10 |
| 1.4.4. Girişim Sermayedarı | 12 |
| 1.4.5. Girişim Şirketi..... | 13 |
| 1.4.6. Girişim Sermayesi Kuruluşları..... | 13 |
| 1.4.7. Girişim Sermayesi Fonu..... | 13 |
| 1.5. Girişim Sermayesinin Önemi..... | 14 |
| 1.6. Girişim Sermayesi Türleri..... | 15 |
| 1.6.1. Erken Dönem Girişim Sermayesi..... | 16 |
| 1.6.1.1. Çekirdek Sermayesi (Seed Capital) | 16 |
| 1.6.1.2. Başlangıç Sermayesi (Start-Up Capital) | 17 |
| 1.6.1.3. Erken Aşama Finansmanı (Early Stage Financing) | 17 |
| 1.6.2. Gelişme Dönemi Girişim Sermayesi..... | 18 |
| 1.6.2.1. Geçit Finansmanı | 18 |
| 1.6.2.2. Büyüme Sermayesi..... | 18 |
| 1.6.3. Çıkış Dönemi | 19 |
| 1.6.3.1. Köprü Finansmanı ve Ara Finansman..... | 19 |

| | |
|--|----|
| 1.6.3.2. Yerine Koyma Sermayesi | 19 |
| 1.6.3.3. Şirket Hisselerinin/Varlıklarının Satın Alınması | 19 |
| 1.6.3.4. Şirket Kurtarma Sermayesi | 20 |
| 1.7. Girişim Sermayesi Modelleri | 20 |
| 1.7.1. Enformel Girişim Sermayesi (Informal Venture Capital)..... | 20 |
| 1.7.2. Kurumsal Girişim Sermayesi (Corporate Venture Capital)..... | 21 |
| 1.7.3. Geleneksel Girişim Sermayesi (Institutional Venture Capital)..... | 21 |
| 1.7.4. Girişim Sermayesi Modellerinin Karşılaştırılması..... | 22 |

BÖLÜM 2: GİRİŞİM SERMAYESİ..... 23

BÖLÜM 3. GİRİŞİM SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİ 31

| | |
|--|----|
| 3.1. Girişim Sermayesi Modelinde İş Akışı | 33 |
| 3.2. Girişim Sermayesi Yatırım Şirket Türleri..... | 39 |
| 3.2.1. Özel Girişim Sermayesi Şirketleri | 39 |
| 3.2.2. Finansal Kurumlara Ait Girişim Sermayesi Şirketleri..... | 39 |
| 3.2.3. Büyük Şirketlere Ait Girişim Sermayesi Şirketleri..... | 39 |
| 3.2.4. Kamu Girişim Sermayesi Şirketleri | 40 |
| 3.3. Yasal Çerçeve..... | 40 |
| 3.4. Girişim Sermayesi Fon Kaynakları..... | 42 |
| 3.5. Girişim Sermayesi Fon Kullanımları | 43 |
| 3.6. Yatırım Ortaklıkları..... | 47 |
| 3.7. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları..... | 47 |
| 3.8. Türkiye’de Girişim Sermayesi Kavramı ve Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları | 48 |
| 3.8.1. Egeli & Co. Tarım Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. | 52 |
| 3.8.2. Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. | 53 |
| 3.8.3. Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. | 53 |
| 3.8.4. HUB Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. | 54 |
| 3.8.5. İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. | 55 |
| 3.8.6. Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş..... | 57 |
| 3.8.7. Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. | 58 |

| | |
|--|-----------|
| BÖLÜM 4: TÜRKİYE’DE GİRİŞİM SERMAYESİ ŞİRKETLERİNİN AKTİF KARLILIĞININ SANAYİ ÜRETİM ENDEKSİYLE İLİŞKİLENDİRİLMESİNE İLİŞKİN BİR UYGULAMA | 59 |
| 4.1. Yöntem..... | 60 |
| 4.1.1. Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi | 61 |
| 4.1.2. Engle Granger Koentegrasyon Testi | 62 |
| 4.1.3. Hata Düzeltme Modeli | 63 |
| 4.2. Uygulamada Yararlanılan Programlar | 63 |
| 4.3. Uygulama Verileri..... | 64 |
| 4.4. Uygulama Çıktıları..... | 68 |
| 4.4.1. Durağanlık sınaması..... | 68 |
| 4.4.2. Koentegrasyon Sınaması..... | 69 |
| 4.4.3. Hata Düzeltme Mekanizması (ECM) Tespiti..... | 70 |
| SONUÇ..... | 73 |
| KAYNAKÇA | 76 |
| ÖZGEÇMİŞ..... | 84 |

KISALTMALAR

| | |
|------------------|---|
| ABD | : Amerika Birleşik Devletleri |
| ADF | : Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi |
| AK | : Aktif Kârlılığı |
| AR-GE | : Araştırma-Geliştirme |
| A.Ş. | : Anonim Şirketi |
| DF | : Dickey-Fuller Birim Kök Testi |
| DPT | : Devlet Planlama Teşkilatı |
| ECM | : Hata Düzeltme Mekanizması |
| EKK (OLS) | : En Küçük Kareler (Ordinary Least Square) |
| EUROSTAT | : Avrupa İstatistik Ofisi |
| GSYO | : Girişim Sermayesi Yatırım Ortakları |
| KAP | : Kamu Aydınlatma Platformu |
| KOBİ | : Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler |
| KPSS | : Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin Birim Kök Testi |
| OECD | : Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü |
| PP | : Phillips-Perron Birim Kök Testi |
| SGK | : Sosyal Güvenlik Kurumu |
| SPK | : Sermaye Piyasası Kurulu |
| SUE | : Sanayi Üretim Endeksi |
| TDA | : Teşebbüs Destekleme Ajansı |
| TDK | : Türk Dil Kurumu |
| TOPSIS | : Technique for Order Preference by Similarity to Ideal Solutions |
| TUİK | : Türkiye İstatistik Kurumu |

TABLO LİSTESİ

| | | |
|-----------------|--|----|
| Tablo 1 | : Yatırım Türlerine Göre Zaman ve Risk Yapısı..... | 16 |
| Tablo 2 | : Girişim Sermayesi Modellerinin Karşılaştırılması | 22 |
| Tablo 3 | : Girişim Sermayesi Yüksek Lisans/Doktora Tez Literatür Taraması..... | 23 |
| Tablo 4 | : Asya’da, ABD’de ve Avrupa’da Yapılan Özel İştirak/Risk Sermayesi Yatırımlarının Kaynakları | 33 |
| Tablo 5 | : Türkiye’de Faaliyet Gösteren Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları | 51 |
| Tablo 6 | : Egeli & Co. Tarım Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Yatırım Portföyü..... | 52 |
| Tablo 7 | : Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Yatırım Portföyü..... | 53 |
| Tablo 8 | : Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Yatırım Portföyü | 54 |
| Tablo 9 | : HUB Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Yatırım Portföyü..... | 55 |
| Tablo 10 | : İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Yatırım Portföyü | 56 |
| Tablo 11 | : RHEA Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Yatırım Portföyü | 58 |
| Tablo 12 | : Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Yatırım Portföyü . | 58 |
| Tablo 13 | : Firmaların Hesaplanan Aktif Karlılık Oranları ve Sanayi Üretim Endeksleri..... | 66 |
| Tablo 14 | : Değişkenlere Ait Temel İstatistikler | 67 |
| Tablo 15 | : Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi Sonuçları..... | 69 |
| Tablo 16 | : AK ve SUE Serilerinin Aralarındaki Uzun Dönemli Bir İlişkinin Varlığı | 70 |
| Tablo 17 | : SUE ile AK değişkenleri arasında EKK (OLS) Regresyonu..... | 70 |
| Tablo 18 | : ADF Test İstatistiği..... | 71 |
| Tablo 19 | : SUE, AK Ve Hata Terimi Hata Düzeltme Modeli | 72 |

ŞEKİL LİSTESİ

| | | |
|-----------------|--|----|
| Şekil 1 | : Girişim Sermayesi Modelinde İş Akışı..... | 33 |
| Şekil 2 | : Finansman ve Fonlama Aşamaları Gösterimi..... | 34 |
| Şekil 3 | : Çıkış Aşaması Gösterimi | 35 |
| Şekil 4 | : Girişim Sermayesi Yatırımı “Kazan-Kazan” Prensipleri | 36 |
| Şekil 5 | : Girişim Sermayesi Ek Destekleri Sınıflandırılması..... | 38 |
| Şekil 6 | : Girişim Sermayesi Yatırım Yöntemleri | 43 |
| Şekil 7 | : Girişim Sermayesi Fon Kullanım Süreci | 46 |
| Şekil 8 | : E-Views 9.0 Programı Arayüzü..... | 64 |
| Şekil 9 | : Aktif Karlılığı Ortalamasının Seyri (2009-2017) | 67 |
| Şekil 10 | : Sanayi Üretim Endeksi Seyri (2009-2017)..... | 67 |

Tezin Başlığı: Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Analiz

Tezin Yazarı: E.Seda HOCAOĞLU YILDIZ **Danışman:** Prof.Dr. Melek AKGÜN

Kabul Tarihi: 11 Ocak 2019

Sayfa Sayısı: viii (ön kısım) + 84 (tez)

Anabilimdalı: İşletme

Bilimdalı: Muhasebe Ve Finansman

Günümüz koşullarına bakıldığı zaman sürekli değişen rekabetçi küresel pazarda, iş kurmak, risk almak veya iş geliştirip düzenlemek ve yönetmek, bunun yanı sıra rekabet avantajı sağlamak, verimlilik ve ekonomik büyüme olanaklarını artırabilmek için yenilik ve girişimcilik temelli kavramlara önem verilip kullanılması gerekmektedir.

Bu kavramlar arasında “Girişim Sermayesi” kavramı potansiyel fikirlerin finansmanında önem kazanmaktadır. Girişim sermayesinin konusu genellikle şirketler olup, henüz başlangıç aşamasındaki yeni kurulmuş şirketlere yapılan yatırımların yanında, satın almaları, yeniden yapılandırmaları ve büyüme stratejisi ile hareket eden şirketlere yapılan büyüme ve genişleme yatırımlarını kapsayacak şekilde kullanılmaktadır. Risk sermayesinin konusu olan yatırımlar da genel olarak girişim sermayesinin içinde yer almaktadır.

Bu çalışmada girişim sermayesi finansman modelinin genel çerçevesi incelenerek, girişim sermayesi şirketleri mali tabloları ile makroekonomik büyüme kavramı ilişkilendirilmeye çalışılmıştır. Üç firmanın 2009.12-2017.12 dönemlerine ait üçer aylık mali tablolarından oluşturulan ortalama aktif karlılığı serisi ile aynı döneme ilişkin sanayi üretim endeksi verileri kullanılmıştır.

Engle-Granger Koentegrasyon testi ile serilerin koentegre oldukları sonucuna ulaşılmış olup, Hata Düzeltme Mekanizması ile dışsal nedenlerle oluşabilecek 1 birimlik sapmanın yaklaşık %24’ü bir sonraki dönemde düzelme göstererek denge değere yakınsamaktadır.

Anahtar Kelimeler: Girişim Sermayesi, Girişimcilik, Koentegrasyon, ECM

| | |
|---|---|
| Title of the Thesis: An Analysis On Venture Capital Trusts in Turkey | |
| Author: E.Seda HOCAOĞLU YILDIZ | Supervisor: Professor Melek AKGÜN |
| Date: 11 January 2019 | Nu. of pages: viii (pre text) + 84 (main body) |
| Department: Business | Subfield: Accounting And Finance |
| <p>Looking at today's conditions, in the ever-changing competitive global market, innovation and entrepreneurship-based concepts need to be emphasized and used for building business, taking risks or developing and managing business, and providing competitive advantage, and increasing productivity and economic growth opportunities.</p> <p>Among these concepts, the “Venture Capital” is important in financing potential ideas. Companies are generally the subject of venture capital and it is used for covering the subjects such as the investments directed to the newly established companies at initial stages, as well as the mergers, restructuring and the growth and expansion investments made to companies acting with growth strategy. Investments, which are the subject of risk capital, are generally included in the venture capital.</p> <p>In this study, the general framework of venture capital financing model has been examined and the financial statements of venture capital companies have been tried to be associated with macroeconomic growth concept. The average asset profitability series, which was formed from the quarterly financial statements of the three companies for the period 2009.12-2017.12, and the industrial production index data for the same period were used.</p> <p>With the Engle-Granger Cointegration test, it is concluded that the series are cointegrated, and 24% of the 1-unit deviation that can occur due to external reasons converges to the equilibrium value in the next period by the Error Correction Mechanism.</p> | |
| Keywords: Venture Capital, Entrepreneurship, Cointegration, ECM | |

TÜRKİYE’DE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARI ÜZERİNE BİR ANALİZ

GİRİŞ

Değişen dünyada, rekabet avantajının, verimliliğin ve ekonomik büyüme olanaklarını sağlayabilmek için yenilik ve girişimcilik temelli kavramlara önem verilip kullanılması gerekmektedir. Bu çerçevedeki kavramlardan biri olan “Girişim Sermayesi” bir finansman yöntemi olarak piyasa düzenlemelerine 1993 yılında “Risk Sermayesi” adı ile girmekte olduğunu daha sonradan gerçek çalışmalara ise 1980 yılında başladığı söylenebilir.

Risk sermayesi esas olarak üretken ve faaliyette olan fakat fon gücü yeterli olmayan girişimcilere finansman sağlamaktadır. Girişim sermayesinin konusu genellikle şirketlerdir. Girişim sermayesi; henüz kurulan şirketlere yapılan fon yatırımlarında ve şirketlerin satın alma, yenileme veya büyüme kararlarında yapılacak yatırımlarda kullanılmaktadır.

Risk sermayesini oluşturan yatırıma dair tüm konular aynı zamanda girişim sermayesinin içinde yer almaktadır.

Çalışmanın Konusu ve Önemi

Girişim sermayesi konusu ile ilgili çalışmaların hem sayısı hem de kapsamı oldukça kısıtlıdır. Bu çalışmalarda, mali rasyoların yardımı ile finansal performans karşılaştırılması yapıldığı veya bu rasyolar ile ifade edilen karlılığın nedenlerinin irdelendiği görülmektedir. Bu gözlemler neticesinde bahsi geçen çalışmaların girişim sermayesi fon kaynakları ve fon kullanımlarının muhasebe karlılığı açısından incelenmesi yerine makro bir bakış açısı ile bu şirketlerin ülke ekonomisine yönelik katkılarını incelememektedir.

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ile ilgili olarak literatürde bu şirketlerin kârlılıklarının analiz edildiği az sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmalarda farklı türde mali analiz rasyoları hesaplanmış ve hesaplanan rasyoların şirketler arasındaki dağılımı kıyaslanarak finansal performans karşılaştırılması yapıldığı ya da bu rasyolar ile kârlılık nedenlerinin irdelendiği tespit edilmiştir.

Çalışmada, zaman serisi analizi kullanarak girişim sermayesi yatırım ortaklıkları şirketlerinin aktif kârlılığının sanayi üretim endeksiyle ilişkisi açıklanmaktadır.

Çalışma, muhasebenin konusu olan aktif kârlılık ile makroekonomik bir kavram olan sanayi üretim endeksi arasındaki ilişkinin incelenmesi suretiyle, şirketlerinin aktif karlılıkları ile sanayi üretim endeksi arasındaki ilişkiyi ortaya koyduğu için önem arz etmektedir.

Çalışmanın Amacı

Bu çalışmada, Türkiye'nin sanayi üretimi ile girişim sermayesi yatırım ortaklıkları şirketlerinin aktif kârlılığı arasındaki olası uzun/kısa dönem dinamiklerinin incelenmesi amaçlanmıştır. Bu kapsamda çalışmada girişim sermayesi yatırım ortaklıkları şirketlerinin mali tabloları makro bir bakış açısıyla değerlendirilerek, söz konusu şirketlerin karlılığı ile ulusal sanayi üretimi arasındaki potansiyel ilişkiler tespit edilmiştir.

Çalışmanın Yöntemi

Çalışmada, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının fon kaynakları ve fon kullanımlarının incelenmesi dışında bu şirketlerin ülke ekonomisine yönelik katkılarını ortaya koyduğundan çalışma alana yönelik keşifsel bir araştırma niteliğindedir.

Sanayi üretim endeksi ile hesaplanan ortalama aktif karlılığının uzun dönemde kararlı bir ilişki sergileyip sergilemediğinin belirlenmesi için öncelikle ADF birim kök uygulanmış ve serilerin durağanlığına bakılmıştır. Bunun ardından seriler arasındaki uzun dönem ilişkileri iki aşamalı Engle-Granger Koentegrasyon Testi ile irdelenmiştir. Koentegre seriler arasındaki kısa dönemli değişkenler ise "Hata Düzeltme Mekanizması" ile incelenmiştir.

Çalışmada yapılan ekonometrik analizlerde ilk versiyonu 1994'te Quantitative Micro Software (QMS) şirketi tarafından geliştirilerek piyasaya sürülen E-Views programının 9.0 versiyonu kullanılmıştır.

Serilerin 2009-2017 arası dönem içi ve yılsonu değerlerini temin edildikten sonra kronolojik bazda sıralanmaları, kar rakamlarının yıllıklandırılması, yıllıklandırılmış kâr rakamları ve aktif büyüklükleri ile her şirket için aktif karlılığı serisinin hesaplanması,

hesaplanan serilerin aritmetik ortalamalarının hesaplanması ve son olarak oluşturulan değişken serilerinin E-Views ortamına aktarılmasında ise MS Excel kullanılmıştır.

Türkiye'nin sanayi üretimi ile girişim sermayesi şirketlerinin aktif karlılığı arasındaki olası uzun/kısa dönem dinamiklerinin incelenmesinin amaçlandığı bu tezde Aktif karlılığının hesaplamasında kullanılan aktif toplamı ve net kar verileri Kamu Aydınlatma Platformunda (KAP) şirketlerin bağımsız denetimden geçirilmiş mali faaliyet sonuçları bildirimlerinden temin edilmiştir. Diğer taraftan sanayi üretim endeksi verisi ise TÜİK web sitesinden temin edilmiştir.

Çalışmanın Kapsamı

Çalışma beş bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde girişim sermayesine ilişkin kavramsal çerçeve ele alınmıştır. Bu kapsamda bölümde girişimcilik, girişim, girişim sermayesi, girişim sermayesinin önemi ve türleri detaylı olarak ele alınmıştır.

İkinci bölümde konu ile ilgili literatür taraması yapılmıştır. Bu kapsamda özellikle girişim sermayesi kavramını inceleme konusu edinen yüksek lisans ve doktora tezleri irdelenmiştir.

Üçüncü bölümde öncelikle girişim sermayesi temel finansman modeline yer verilmiştir. Bu bağlamda hem finansman kaynakları hem de yatırım stratejilerine dair temel yaklaşımlar açıklanmıştır. Sonrasında girişim sermayesi finansman modelinin iş akışı aktif-pasif yönetimi çerçevesinde incelenmiş, konuyla ilgili yasal çerçevenin yanı sıra girişim sermayesi kavramının Türkiye'de ki gelişimi ve Türkiye'de faaliyet gösteren girişim sermayesi yatırım ortaklıkları hakkında bilgiler verilmiştir.

Dördüncü bölümde Türkiye'de faaliyet gösteren girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının aktif karlılığı ile sanayi üretimi endeksi arasındaki potansiyel ilişkilerin tespit edilmesine yönelik bir uygulamaya yer verilmiştir. Bu bölümde analizde kullanılan veriler tanımlanmış olup, değişkenlere ait temel istatistiklere yer verilmiştir.

BÖLÜM 1: KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Bu bölümde, girişim sermayesi ile ilgili kavramlar ele alınmış ayrıntılı olarak anlatılmıştır.

1.1. Girişimcilik

Girişimciliğin çok farklı tanımları olmasına karşın, en yaygın kullanılan tanımı “bir başarı olarak kâr olgusuna odaklanırken, üretme girişiminin ve barındırdığı tüm risklerin kavranması, organizasyonu ve yönetiminin kapasite ve isteğidir” (Türk Dil Kurumu).Girişim sermayesi üretim süreci ise emek, sermaye ve doğal kaynakları birlikte kullanan müteşebbis olarak ifade edilebilir. Girişimciler ile ilgili değinilmesi gereken diğer bir konu, girişim yapacak kişinin bu alandaki gücünü, yenilik ortaya koyma ve ortaya koyduğu yenilikleri iş hayatında ürün ve hizmetlere dönüştürebilme yeteneğidir.

Girişimci kavramı, yenilik yapan ve devam ettiren kişi anlamında da kullanılmaktadır. Fakat “yenilikçi” sıfatı; yeni ürünlerin piyasaya sunulması ile sınırlı değildir; üretim tekniğinden yenilik yaparak yararlanma, yeni pazar ortamı yaratma, hammadde veya yarı mamul elde edilmesi ayrıca organizasyon yapısının değiştirilmesidir (Çelik – Akgemci, 1998, 18).

Girişim yapan kişi, yeni fikirler düşünebilen, etrafında olanlara duyarlı olan ve insanların bir takım ihtiyaçlarını görmesini bilen, ihtiyaçları ve talebi bir arada işleyerek iş fikrine dönüştürebilen, iş yapabilmek için yeterli kaynaklara sahip olmasa bile bu düşünceleri bir araya getirerek işletme kuran, risk almayı göze alan kişidir. Finansman kısmı, üretim ve bu üretim sürecini ve insan kaynaklarını yönetir. Bununla birlikte ürün üzerinde, yönetiminde, teknolojinin kullanılmasında ve pazarlanmasında birbirini tekrar etmez, sürekli yeni olana doğru değişme çabası gösterir (Arıkan, 2002, 31). Girişimcilik, 5 ana başlık altında özetlenebilir. Bunlar (Ahmad – Seymour, 2008, 7);

1. Yeni ya da daha kaliteli ürünün piyasaya sürülmesi
2. Yeni üretim metotlarının geliştirilmesi
3. Yeni bir girdi kaynağının kullanılabilir hale getirilebilmesi
4. Sektörde yeni organizasyon yapılarının geliştirilmesi

5. Yeni bir pazar oluşturulması şeklinde ifade edilmektedir.

Girişimcilik düzeyinin düşük olduğu toplumlarda, bütün toplumun ihtiyacı az sayıda ve yetersiz girişimci tarafından karşılanmakta ve dışardan alıma dayalı ekonomik yapı ortaya çıkmaktadır. Bu da sermayenin az sayıda kişinin kontrolünde olması sonucunu doğurmaktadır. Bu durumun sonucu olarak az sayıda işveren ve onlar için çalışan veya çalışmayan (işsiz) kişiden oluşan toplum yapısı ortaya çıkmaktadır.

Girişimcilik ülkelerin her koşulda kalkınmasına yardımcı olan unsurların en başında gelmektedir. Dünya ülkeleri arasındaki ilişkilere bakıldığında ekonomik güçleri ve girişimcilik düzeyleri arasında çok güçlü bir pozitif ilişki olduğu söylenebilir. Bu nedenle girişimci adayları için çok önemli olan girişim, aynı zamanda toplum için de çok önemli bir yere sahiptir.

1.2. Girişim

Girişim, bir önceki bölümde anlatılan girişimcilik kavramının ifade edilen kapsamı çerçevesinde girişimcinin başlattığı ya da faaliyete geçirdiği teşebbüstür.

Birçok yerde teşebbüs işletme yerine kullanılmaktadır. Hâlbuki bu sözcükler birbirlerine yakın, fakat farklı anlamlar taşımaktadırlar. Benzer yönlerine bakılacak olursa işletme ve teşebbüsün bir insanın ihtiyaçları ve isteklerini karşılamak üzere hizmet üreten ekonomik birimleri teşkil etmesidir. Teşebbüs ile işletmeyi ayrı kılan en önemli husus, teşebbüsün piyasasının olması ve sahip olduğu piyasada gelir elde eden işletme olmasıdır. Bu açıklamalardan hareketle, teşebbüsün işletmeden daha kapsamlı bir anlam taşıdığı söylenebilir. Bütün teşebbüsler işletmenin elinde olan tüm özelliklere sahip iken, bütün işletmeler, teşebbüslerin elinde bulundurdukları tüm potansiyel özellikleri yerine getirmesi mümkün olmamaktadır. İşletme bir teşebbüs değildir ancak teşebbüs bir işletme özelliği taşımaktadır(Yıldız, 2007, 5).

En temel tanımı ile ele alındığında teşebbüsün sadece kar elde etme amacı gütmeyen iktisadi ve teknik birimlerden oluşmadığı söylenebilir (Yıldız, 2007, 5).

1.2.1. Girişim Evreleri

Müşteri her dönem ve her zaman için girişimci için finansman kaynağını temsil etmektedir. Müşteri haricinde kalan finansman kaynaklarının amacı ise, müteşebbisin müşterilerden kaynaklı kazancından pay sahibi olmaktır.

Girişimcilerin düşünüldüğünde girişimcilik üzerinde almış olduğu yol üç evreden oluşmaktadır(Wilson – Silva, 2013, 11).

Erken Evre: Çekirdek (seed) ya da başlangıç aşamasındaki girişimleri (start-up) kapsar.

- Çekirdek Aşama: Üretim tasarımı, iş ve pazar analizinin yapıldığı evredir.
- Başlangıç Aşaması: Ürün test ya da pilot uygulama düzeyindedir, Şirket henüz ticari olarak kar edilebilecek durumda değildir.
- Birinci Aşama: Ürün pazara sürülmeye başlamıştır.

Genişleme Evresi: Ürün piyasaya sürülmüş ve kar edebiliyor iken, şirketin yeni pazara girmek karlılık düzeyini artırmak istediği dönemi ifade eder.

- İkinci Aşama: Ürün pazara sürülmüş ve pazarda lider konumuna erişilmektedir.
- Üçüncü Aşama: Standardizasyon ulaşılmış ve uluslararası pazarlara girilmiştir.
- Dördüncü Aşama: Halka arz edilebilmesi için yeterli büyüklüğe erişilmiştir.

İleri Evre (Çıkış Dönemi): Sermayenin halka arz ya da satın almalar yoluyla artırıldığı dönemi ifade eder.

1.3. Girişim Sermayesinin Tanımı

Girişim sermayesi en basit tanımı ile yeni kurulan bir şirketin finansal açıdan desteklenmesi için yatırılan paradır (Brealey, v.dğr., 2006, 373).

Girişim Sermayesi fon fazlası olan kurumsal yatırım sahipleri ya da şahısların, yatırıma gereksinim duyan şirketlere yatırım yaparak bu şirketten pay elde etmesi sonucunda şirketleri büyüyerek değer kazanması yolu ile şirketteki paylarını satarak kar etmeyi amaçlayan yatırım şirketine denir(T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları- 6, 2016).

Girişim sermayesi, gelişmiş finansal bir kuvvet olarak gelişme ve yaygınlaşma göstermek amacı ile büyüklüğe erişmesi amacı ile birçok ülkede farklı politikalar uygulanmaktadır. Amerika Birleşik Devleti, Britanya, Hollanda, Almanya, Japonya ve Fransa gibi ülkeler için risk sermayesi fikri II. Dünya Savaşı'ndan hemen sonra oluşmuştur. Girişim sermayesi SPK tarafından farklı düşüncelere sahip olan fakat

yeterli finansal güce sahip olmayan girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmeleri için yardımcı olan bir finansman biçimi olarak tanımlanmıştır (T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları- 6, 2016).

Girişim sermayesi sistemi maddi ve bedensel yetersizliklerden dolayı düşünceleri ile buluşlarını gerçek hale getirmeyi başaramamış teşebbüsün yardımına koşarak yeni fırsatların meydana çıkmasını sağlamaktadır.

Girişim sermayesinde riskin büyük, vadenin uzun, vade sonundaki marjın kâr yönünden yüksek olması sermayedarın bir anlamda gelecekte olanları hesaplayarak risk altına girmesi, fakat yatırımın karşılığının uzun vadenin sonunda alınmasıdır.

Girişim Sermayesi ile risk sermayesi arasında teorik açıdan radikal bir ayrım olmamakla birlikte; girişim sermayesinin “temkinli” yatırımcılar için daha uygun olduğu söylenebilir. Şöyle ki; risk sermayesinde yüksek risk-yüksek kazanç (high risk-high return) prensibi geçerlidir. Burada büyüme potansiyeli taşıyan, dinamik ancak finansman ihtiyacı içindeki bir “start-up”, sektörde bilinmeyen yeni bir kuruluş söz konusudur. Bu start-up’a yapılan yatırım çok riskli olmakla birlikte, başarı elde etmesi halinde yatırımcıya getirisi %200-300 fazla olabilmektedir (Sermaye Piyasası Kurulu, 2016, 2).

Girişim sermayesinde ise, genelde en azından 3-10 yıllık bir geçmişi bulunan, bir şekilde sektörde “tutunabilmiş” belirli bir büyüklüğe ulaşmış ve bu nedenle nispeten daha az risk taşıyan, bununla birlikte mali zorluk, yeniden yapılandırma veya büyüme stratejisi nedeni ile finansman ihtiyacı duyan şirketlere yönelim söz konusudur. Böyle bir şirkete yapılan yatırım daha az risk taşımakla birlikte, bekleme süresindeki değer artışı sıfırdan gelen ve başarılı olmuş bir start-up’a oranla daha az olacağı için kar beklentisi daha minimal düzeyde tutulmaktadır (Sermaye Piyasası Kurulu, 2016, 2).

İngilizce’deki “Venture Capital” ifadesine benzer olarak dilimizde “Risk Sermayesi”, “Cesaret Sermayesi” ve “Girişim Sermayesi” gibi çeşitli kavramlar kullanılmaktadır. Akademik çalışmalarda daha çok risk sermayesi kavramı yer almakla birlikte, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından yayınlanan tebliğde (GSYO, 2004) “Girişim Sermayesi” kavramı kullanılmıştır. Bu tebliğden sonra girişim sermayesi ifadesinin yaygınlaşması nedeniyle çalışmada da girişim sermayesi kavramı kullanılmıştır (Sermaye Piyasası Kurulu, 2016, 2).

İlk olarak, girişim sermayesi kavramının İngilizce kökeninde yer alan “Venture” kelimesi incelendiğinde kader, şans, cesaret gibi anlamları olduğu görülmekle beraber sözcük günümüzde doğrudan özellikle bir işletmeye ait bir şans risk ya da tehlike unsuru içeren bir taahhüt olarak tanımlanmaktadır (Merriam-Webster Sözlüğü). Dolayısıyla üretim faktörlerinden ikisi olan “Girişimcilik” ve “Sermaye” kavramlarını bir araya getiren “Girişim Sermayesi” kavramının ilk önemli boyutunun risk olduğunu söylemek mümkündür (Sermaye Piyasası Kurulu, 2016, 2).

Genel olarak ele alındığı zaman girişim sermayesi için enerjisi yüksek, yaratıcı, fakat finansal gücü olmayan girişimci bireylerin yapmak istedikleri yatırım fikirlerini gerçekleştirmeleri için olanak sağlayan yatırım finansman aracı olarak tanımlanabilir. SPK’da ortaya konulan işin başarılı olma durumunda yüksek kâr marjı ve piyasa paylarının büyümesi söz konusu olacaktır (Sermaye Piyasası Kurulu, 2016, 2).

Girişim sermayesi daha kapsamlı şekilde fikir, kapasite, yeterli bilgi ve işi yürütebilme becerisine sahip girişimcilerin yeterli ya da hiç likiditeye sahip olmaması durumu olarak tanımlanabilir. Girişim sermayesi fikirlerini gerçek hayatta uygulayabilmeleri için para desteği sağlayan bir finansman yöntemi olarak ta düşünülebilmektedir (Sarıaslan, 1992, 2).

Yukarıdaki tanımlar göz önüne alındığında girişim sermayesinin finans aracı olarak değerlendirildiği görülmektedir.

Girişim sermayesi bir düşünceyi, fikri, buluşu para değeri olacak yeni bir ürün ile değişiklik yapma olarak tanımlandığında her aşamada desteklemek durumunda kavramın yenilik boyutu öne çıkarılmaktadır (Ceylan, 2003, 333).

Genel olarak literatürde yapılan tanımlar girişim sermayesinin yalnızca girişimcilere finansal açıdan fon sağlayan bir yöntem olarak algılanmasına yol açabilir. Ancak girişim çift yönlü bir süreçtir.

Girişim sermayesi düşüncesine göre; taraflardan biri finansal açıdan destekleyen girişimciler olurken, diğeri ise fazla risk almayı göze alarak yaptıkları işlerde yüksek getirisi olacağını düşünen yatırımcılardır. Bu yatırımcılara girişim sermayedarı da denilmektedir (Yatmaz, 2012). Bu çıkarım göz önüne alındığında girişim sermayesinin yüksek getirili bir yatırım aracı olduğu söylenebilir. Şirketlerde yüksek getiri sağlamak

hızla gerçekleşebilecek bir kavram olduğu gibi genellikle uzun zaman aldığından girişim sermayesi uzun vadeli bir yatırım aracıdır.

Girişim sermayesinin boyutları şunlardır (Fey, 2012).

- Riziko
- Yenileşim
- Yöntem olarak girişimciler açısından finansman aracı
- Yatırımcılar yapanlar açısından için potansiyel getiri oranı olan geniş süreli bir yatırım aracı
- Birikim ve tecrübe paylaşma alanı

Bu boyutlardan yola çıkılarak girişim sermayesini, gelişme gösterebilecek olan farklı ve daha önce düşünülmemiş fikirlere sahip olan girişimcilere para desteği, birikim, tecrübe sağlayan; yatırım yapanlara ise yüksek oranda risk ve geniş süreli vade karşısında arzu edilen yüksek getiriyi vadeden bir finansman aracı olarak tanımlamak mümkündür.

II. Dünya Savaşı sonrasında finansal piyasalarda girişim sermayesi ortaya çıkmaya başlamıştır. Bir bütün olarak ekonomi düşünüldüğünde Amerika Birleşik Devletleri ile Japonya ülkelerine ait kredi sağlayan bankaların yerlerini ortaklıklara dayanan finans kuruluşlarına bıraktıkları görülmüştür. Ancak günümüzde Amerika Birleşik Devletleri'nde, Japonya'da, Kanada'da, Almanya'da ve İngiltere'de girişim sermayesi modelleri, bunun için gerekli teknolojiyi geliştirecek bir güç haline gelmişlerdir (Akkaya, v.dğr., 2001, 61-70).

Ülkelerin elinde bulundurduğu iktisadi farkındalığı baz alındığında teknik bilgi yaratımı önem arz etmektedir. Bu teknolojinin para ile finanse edilmesinde yüksek pay girişim sermayesine aittir. Dünya Bankası gibi uluslararası faaliyet gösteren finansal kuruluşlar hali hazırda gelişmekte olan ülkelere, sistem olarak girişim sermayesini önermektedir (Akkaya, v.dğr., 2001, 61-70).

1.4. Temel Kavramlar

Bu kısımda girişim sermayesinin tanımının ve boyutlarının incelenmesinin yanı sıra girişim sermayesi bir süreç olarak ele alındığında sürecin çeşitli aşamalarında yer alan kavramlar ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

1.4.1. Yenilik

Yenilik (innovasyon), *“yeni veya önemli ölçüde geliştirilmiş bir ürünün, bir sürecin, bir pazarlama yönetiminin veya bir örgütsel yöntemin uygulanmasıdır”* (OECD ve EUROSTAT, 2005, 46). Tanımdan da anlaşılacağı üzere yenilik hem bir süreci hem de bir sonucu içeren oldukça kapsamlı bir kavramdır. Bu anlamda yeniliğin yalnızca bir proje, bir ürünün icadı, belirli sektörlere özgü bir faaliyet veya AR-GE ile sınırlı olmadığı belirtilmelidir (Elçi – Karataylı, 2008, 8).

1.4.2. Mucit/Bilim Adamı

Mucit, buluş yapan kişiye denir (TDK). Girişim sermayesi konusunda yatırımın ana fikri yenilik yapmak olduğu için, bu süreçte çoğunlukla yeniliği sağlayacak bilim adamları ya da mucitler yer alır.

1.4.3. Girişimci

Girişim Sermayesi konusunun iki aktöründen biri olması nedeni ile “girişimci” kavramını biraz daha ayrıntılı ele almakta yarar vardır.

Girişimci yeni tedarik ve finansman yöntemi ile yeni pazar bularak, yeni ürün ve yeni üretim teknikleri geliştirerek ekonomik gelişmeye öncülük eden kişidir. Girişimci iki sorunla karşılaşabilir bunlar risk ve finansal sorunlardır.

Girişimci; ticaret, sanayi ve benzeri faaliyet alanlarında kar elde etmek amacıyla parasal kaynağı ortaya koyarak işi yapan ve riski göze alan kişidir (TDK).

Girişimci genel olarak düşünüldüğünde üretimi ortaya çıkaran noksansız üretim yapabilen kişidir. Bu alanda parasal fayda bekler ve doğacak tüm olumsuzlukları kendi sorumluluğuna alır (Karalar, 2001).

Üretim unsurlarını kendi bünyesine katar bununla birlikte tüm bu süreci birleştirme imkânı sağlar tüm bunları piyasanın ihtiyacını karşılamak amacı ile yapmaktadır. Bu

aşama ile kar elde etmenin yanı sıra oluşacak zararı da piyasaya kabul ettirir. Girişimci kelimesi üzerine ilk olarak Fransız ekonomi uzmanı Jean Bastiste Say, 19. Yüzyılda çalışmaya başlamıştır. Üretim genel olarak; doğal kaynaklar, sermaye, emek ve girişimcinin bir araya getirilmesiyle ürün veya hizmetin elde edilmesidir.

Girişimcilik genel olarak riske açık bir alandır ve bazı girişimler başarısızlıkla sonuçlanabilir. Ancak bazı başarılı girişimler sonucu önemli uzmanlık alanlarına sahip olabileceklerdir.

Müteşebbis ekonomi alanında fayda sağlamada çok önemli bir role sahiptir. İş olanaklarında yeni alanlara olanak sağlaması hasılat, hizmet ile aşamalarında fayda sağlayacak fikirlerin getirilmesi, var olan işletmelerin talebe cevap veren tüketici beklentisinin karşılanması teşebbüse ehemmiyet kazandırır.

Yeniliğe açık, düşünülmemiş fikirleri esneklik, risk alabilmek riske katlanabilmek, önceden bilincine varmak gibi müteşebbis bireysel iş hayatında girişimci için başarı etkenleridir. Müteşebbis aşağıda belirtilen yenilikleri yapar (Schumpeter, 1911, 212)

- Farklı ürünler ortaya koyar.
- Yeni oluşum sağlar.
- Yeni dış satım satış merkezi keşfeder veya farklılaştırır.
- Kaynaklar içerisinde yeni hammadde ve yarı mamul mevcuttur.
- Organizasyon yapısı farklılık ve yenilik gösterir (Schumpeter, 1911, 212).

Girişimciliğe ilişkin literatür incelendiğinde, genel kabul görmüş tek bir girişimci tanımının olmadığını, kavramın birçok yazar tarafından ele alınırken farklı bakış açılarıyla ve farklı yönleriyle ele alındığı görülmektedir.

Yapılan bütün çalışmalarda ağırlıklı olarak girişimciliğin risk getirisi, sermayenin tedarik edilmesi, arbitraj faktörlerinin ve üretim faktörlerinin koordinasyonu gibi unsurlarının farkı öne çıkarılarak kavram tanımlanmaya çalışılmıştır. Bazı yazarlar girişimciliği küçük işletme kurulması dönemi ve yönetilmesi ile bağdaştırmıştır (Başar, v.dğr., 2001, 4-5).

Girişim sermayesi bağlamında ele alındığında girişim kavramı, geliştirilen farklı bir ürünün, sunulan hizmet ağındaki üretim etkenleri ile birlikte ele alarak ekonomik fayda sağlamayı amaçlamaya verilen addır.

1.4.4. Girişim Sermayedarı

Girişim sermayesi yatırımlarında gerekli olan finansmanı sağlayan kişi ve kuruluşlardır. Sermayedar girişim şirketinde yetkili kişidir ve bu bağlamda aynı zamanda bir yatırımcıdır.

Girişim sermayedarı ve yatırımcı arasındaki temel ayrım; girişim sermayedarının vade oranı uzun, riski büyük, yenilik sağlayan ve yaptırımın bir sonucu olan yüksek oranda getiri sağlayan planlı öz kaynak yatırımındadır. Sermayedar girişim şirketine hissedar olur. Bununla beraber şirketin öz yönetiminde yetki sahibidir. Girişim sermayedarı bu özellik sayesinde yönetsel alanda fayda sağlarken birikim ve deneyim aktaran misyonu üstlenmektedir.

Bu açıklamayı destekleyen sermayedarı girişim şirketine fazla fona sahip olan (venture capitalist) hesaplı açıdan müesseseye sözleşme, yatırımdan önce yapılan tarama ve yatırım sonrası kontrol ve tavsiyesi olarak firmayı üç açıdan etkiler.

Sözleşme, yatırım öncesi yatırım sonrası kontrol aşamaları ile ilgilidir ve takip ettirilmektedir.

Girişim sermayedarı seçim yaparak uzmanlığı olan alanda maksimum kar imkânı sunan katkı sağlayacak proje geliştirecektir. Girişim yapan sermayedarın yapılan anlaşma ele alındığında getireceği risklerin kesinleştirilmesi sayesinde yönetimin tanımlamasını yapar. Kontrolü yapan firmaya yatırım yapan firma bu alanda gidilecek yolu belirler ve bu alanda farklılık yaratır. Kontrol aşaması ele alındığında ise oluşturduğu fondan yarar bekleyen aynı zamanda firma açısından bakıldığı zamanda sahip olduğu fonu yanlış kullanılmasını engelleyen bir yapı söz konusu olmaktadır. Bu, alan için fazlasıyla önem taşımaktadır.

Firma açısından alanında yetkili ve bilgili personel, tedarik edecek kişi yada kuruluş, birleşme sağlanması amacı ile idari alana fayda getiren bununla birlikte parasal konularda teklif oluşturmaktadır (Kaplan, v.dğr., 2007).

Girişim sermayesini diğer finans kalemlerinden ayıran ve analiz edilmesini sağlayan en belirgin özellik açısından bakıldığında firma tarafından sermaye elde edilmesi değil, bununla birlikte firmanın her türlü işleminde yer almasıdır (Tykvova, 2000, 7).

Sermayedar açısından girişim konusuna yukarıda bahsedilen yorumlar kullanarak elde edilecek olan bilgi aşamasını problemini çözümlenip finansmanı kullanılabilir hale getirmiştir.

Sermayedar açısından bakıldığında fon sağlayıcılar bireysel yatırımcı olarak düşünülmektedir. Oysaki çeşitli finans kuruluşları, özel kesim girişim sermayesi şirketleri ile kamu kurumları girişim sermayedarı olabilirler.

1.4.5. Girişim Şirketi

SPK'ya göre girişim şirketi Türkiye'de kurulan veya kurulacak olan, ilerleyen dönemlerde mevcut bilgisine yatırım yapacak olan, gelişme yolunda ilerleyen, bunun yanı sıra kaynak eksikliği olan şirketleri temsil etmektedir.

İmalat sektöründe, tarımsal faaliyetlerde ve gelecekte ticari alanda ilerleme kaydedebilecek olan tüm şirketlerin proseslerde gerekli olan araç-gereç, hammadde/malzeme gibi girdilerle, ürün/hizmet gibi çıktıyı oluştururken yöntem, teknik ve sistemsel faaliyetlerin iyileştirilmesini ya da üst yönetimin sermaye desteği veya teknik iyileştirmeler ile bu hedefi gerçekleştirme ihtimalinin olması girişim şirketi özelliği taşıması için yeterli olmaktadır. Borsa işlemlerini yürüten ve halka açık olan şirketler bu kapsamda değerlendirilebilmektedir.

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları bu alandaki girişim şirketlerinin borsada işleme tabi tutulmayan kısımlarına yatırım yapabilmektedir (www.ozdogrular.com).

1.4.6. Girişim Sermayesi Kuruluşları

Girişim sermayesi kuruluşları, girişim sermayesi yatırımcısı ile girişimcileri buluşturan ve sürece aracılık eden şirketlerdir. Girişim sermayesi kuruluşu sayesinde girişimci ve sermayedar bir araya gelerek bu süreci en iyi şekilde yönetmiş olurlar.

1.4.7. Girişim Sermayesi Fonu

Girişim sermayedarları girişimcilerin yönetim alanlarına girişim sermayesi fonuna verilen isimdir.

Girişim sermayesi şirketlerini desteklemek adına 6322 sayılı kanunun 15'inci maddesiyle, 213 sayılı Vergi Usul Kanununa 325/A maddesi eklenmiş ve akabinde 15.06.2012 tarihinde “*Girişim Sermayesi Fonu*” başlıklı hüküm yürürlüğe girmiştir. Bu hükümle gelir vergisi ile kurumlar vergisi sorumlularına, GSYO'larına sermaye adı altında eklenmesi ya da yatırım fonu hisselerinin girişim sermayesi tarafından satın alınabilmesi için söz konusu dönemde elde edilen kazanç üzerinden bildirilen dönem gelirinden şirketlere girişim sermayesi fonu tahsis etme olanağı sağlanmıştır (Özyer, 2014, 826).

1.5. Girişim Sermayesinin Önemi

Girişimci kullanılmayan sermaye kaynaklarının gerçeği yansıtarak teknolojik alanların ekonomi açısından önem taşıması ve asıl önemli olan ekonomiye kazandırılması yolu ile üç üretim faktörü olan doğal kaynak, emek ve sermayeyi aktif kılarak ekonomik alanda girişimciye fazlası ile fayda sağlayan bir araçtır.

Girişim alanında yeterli bilgiye sahip sermayedarların, daha fazla büyüme potansiyeline sahip işletme seçerek, seçilen bu firmalar için para desteği temin ederek açıdan piyasada hayatta kalmasını sağlamaktadır.

Bu sayede piyasada hayatta kalma potansiyeli taşımayan firmalar en başta elenerek kaynak zayıflığının önüne geçilmektedir.

Firmalar bu yaptırımın yanı sıra diğer firmalar için yerine getirilen gerekli hususlar yönetim alanında destek, büyüyebilme yetisi, her durumda işleyebilmesi ve önemli bir firmaya dönüşebilmesini sağlamaktadır (Yatmaz, 2012, 52).

Girişim sermayesinin ekonomik büyüme ve kalkınmada kritik rol oynadığı literatürde de genel kabul görmektedir (Florida – Kenney, 1986, 34'den akt. Harrison – Mason, 2000, 243). Girişim sermayesi, farklı kanallar ile ekonomik büyümeye katkı sağlayabilmektedir.

Girişim sermayesinin iktisadi büyümeye sağladığı bir başka fayda ise, özellikle teknoloji ve yenilik bazlı imalâtın kurulmasını ve geliştirilmesini sağlamasıdır. Girişim sermayesinin mevcut diğer teknoloji kollarından sağlamış olduğu fayda ve bu faydadan elde edilen verimlilik fazlasının, mobil teknoloji ile büsbütün yeni değerlerin oluşmasında çok önemli bir paya sahiptir.

Girişim sermayesi yeni iş imkânlarında, yerleşim ve dış satım artışına sağlamış olduğu fayda yan sanayi dalları ile birlikte ekonomik alanda hızla gelişmeye olanak sağlamaktadır (Harrison – Mason, 2000, 224-245).

1.6. Girişim Sermayesi Türleri

Girişim sermayesi çoğunlukla kuruluş aşamasındaki firmalarda kullanılan bir finansman aracıdır. Bununla birlikte girişim sermayesinin firmaya ait hayat seyrinin farklı dönemlerinde ele alındığı görülmektedir. Çeşitli kaynaklarda farklı sınıflandırmalar yapılmakla beraber işletmenin gelişim süreci baz alındığında girişim sermayesi üç kısımda incelenebilir (Yatmaz, 2012).

- Erken dönem girişim sermayesi
 - Çekirdek sermayesi
 - Başlangıç sermayesi
 - Erken aşama finansmanı
- Gelişme dönemi girişim sermayesi
 - Geçit finansmanı
 - Büyüme-gelişme sermayesi
- Çıkış dönemi girişim sermayesi
 - Köprü finansmanı
 - Yerine koyma sermayesi
 - Şirket paylarının/varlıklarının satın alınması (elmadaghukuk.com.tr)

Bygrave ve Timmons (1992) tarafından yapılan ayırmada erken dönem girişim sermayesi “Klasik Girişim Sermayesi”, gelişme ve çıkış dönemleri girişim sermayeleri ise “Ticari Girişim Sermayesi” olarak gruplandırılmıştır (Bygrave – Timmons, 1992, 4-101). Tablo 1’de yatırım türlerinin zaman ve risk yapısına göre ayırımları gösterilmektedir.

Tablo 1
Yatırım Türlerine Göre Zaman ve Risk Yapısı

| Yatırım Türü | Zaman (Yıl) | Risk |
|--|-------------|--------------|
| Çekirdek Sermayesi (Seed Capital) | 7-10 | Çok Yüksek |
| Başlangıç Sermayesi (Start-Up Capital) | 5-10 | Çok Yüksek |
| Erken Aşama Finansmanı (Early Stage Financing) | 3-7 | Yüksek |
| Büyüme-Genişleme Finansmanı (Expansion Investments) | 1-3 | Orta |
| Köprü Finansmanı (Bridge Financing/Mezzanine) | 1-3 | Orta-Düşük |
| Şirket Kurtarma Finansmanı (Turnaround/Financing) | 3-5 | Orta-Yüksek |
| Satın Alma Destek Finansmanı (Management Buyout/Buyin) | 1-3 | Düşük-Yüksek |

Kaynak: Risk Sermayesinin Dünya ve Türkiye'deki Uygulamaları Bilgi Bankası

1.6.1. Erken Dönem Girişim Sermayesi

İşletmenin kurulduğu dönem ve öncesini kapsayan süre boyunca elde edilen fonlar bu başlık altında toplanmıştır. Erken dönem girişim sermayesi; düşünce aşaması boyunca sağlanan çekirdek sermayesini, kurulduğu dönemdeki başlangıç sermayesini ve yeni kurulmuş şirketler için erken aşama finansmanını kapsar.

1.6.1.1. Çekirdek Sermayesi (Seed Capital)

Çekirdek sermayesi daha önce oluşmamış ancak düşünce sürecinde olan farklılığın para desteğinde kullanılmaktadır. Araştırma, değerlendirme ve bir başlangıç konsepti geliştirme amaçlarına hizmet etmek üzere finansman sağlar. Bu aşamada çoğunlukla işletme henüz kurulmamıştır (Tuncel, 1996, 53'den akt. Aypetek, 1998, 33).

Girişim sermayedarı açısından finansman çeşidi bulunması en zor ve en riskli olan yatırım şeklidir. Bunun temel nedeni projenin uygulanabilirliği ve dolayısıyla başarısı hakkında belirsizliğin çok yüksek olmasıdır (Zaimoğlu, 1995, 69).

Gözle görülür mahsul veya taktik ortada olmadığından, mahsul ya da hizmetin piyasada tutulma durumu belirsizdir. Bu neden ile yatırımcılar, yatırımlarını yaparken çok fazla oranda riski göze alır bun getirisi olarak yüksek kar amacı gütmektedirler.

1.6.1.2. Başlangıç Sermayesi (Start-Up Capital)

Tohum Parası olarak da adlandırılan Başlangıç Sermayesi, yeni bir işe başlamak için gerekli olabilecek ofis alanı, izinler, lisanslar, envanter, ürün geliştirme ve üretim, pazarlama veya diğer masraflar için gerekli olan paradır.

Para, bir bankadan, bir işletme kredisi ya da bir yatırımcı, yatırımcı grubu ya da girişimci kapitalistlerden elde edilebilir. Bir girişim bir banka kredisi alırsa, işletmenin borçlarını ödemek için aylık ödeme yapması ve herhangi bir faiz ve/veya yatırımcıdan ücret alması beklenir. Bir yatırımcı başlangıçta finansman sağlarsa, şirkette belirli bir hisseye karşılık başlangıç sermayesi sağlamak için pazarlık edecektir.

Yatırımcılara proje ve iş planlarını değerlendirme imkanı sunulduğu için bu yatırım türünde risk, çekirdek sermayesindeki göre daha düşüktür. Ancak yatırım projesi değerlendirilebilse de pazara ilişkin belirsizlik halen yüksek olduğu için bu yatırımlarda riskli olarak nitelendirilebilir.

Başlangıç sermayesi ile ilgili önemli bir konu da diğer girişim sermayesi türlerine kıyasla girişimciye gerekli teknik ve yönetsel desteğin en yoğun sağlandığı tür olmasıdır (Tuncel, 1996, 54'den akt. Aypek, 1998, 34).

1.6.1.3. Erken Aşama Finansmanı (Early Stage Financing)

Esasında çekirdek ve başlangıç sermayelerini de kapsayacak şekilde bu aşamalarda yapılan tüm yatırımlar erken aşama finansmanı olarak sınıflandırılmakla beraber işletme kurulduktan daha sonra gerekli bulunan sermaye ihtiyacını karşılamak üzere aynı adla anılan özel bir girişim sermayesi türü daha bulunur.

Çalışmada, karışıklığı önlemek için ilk ve geniş kapsamlı olan türe “erken dönem” ikinci ve daha özelliği türe “erken aşama” finansmanı denilmiştir. Bu aşamada işletme kurulmuş ve üretime başlanmıştır. Pazarlama alanında ise işletmenin büyük ölçüde açığı vardır.

Erken aşama; finansman gereksinimlerini yerine getirmesinin yanı sıra, ürünün özelliklerinin geliştirilmesi, pazarda kalıcı hale gelmesi ve pazarlama konusunda verilen kararların hayata geçmesi için işletme finansman aracına gereksinim duyar.

Girişim sermayesi, bu aşamada da işletmeler için önemli bir finansman aracı olarak kullanılır. Bu aşamada değişken risk yapısından söz edilebilir. Risk, işletmenin neden finansman ihtiyacı duyduğu ile doğrudan ilgilidir. Diğer bir deyişle çok çeşitli nedenlerden kaynaklanan finansman ihtiyaçları farklı risk düzeyleri barındırır (Tuncel, 1996, 54'den akt. Aypek, 1998, 55).

1.6.2. Gelişme Dönemi Girişim Sermayesi

İşletmelerin faaliyete geçmesiyle üretim ve pazarlama süreçleri bakımından belli bir aşamaya ulaşmaları çeşitli nedenlerle finansman ihtiyaçları doğurabilir. Bu aşamadan sonraki finansman türleri gelişme dönemi altında sınıflandırılmıştır.

1.6.2.1. Geçit Finansmanı

Bazı kaynaklarda erken aşama finansmanı yerine kullanılan geçit finansmanı aslında ikinci aşama finansmanının diğer adıdır. Geçit finansmanı ile işletmenin sadece üretim yaparak ürettiğini satması haricinde tam kapasite üreterek ve pazarlama payını ilerleterek potansiyel durumunu güçlendirmesini sağlamaktadır. Finansman gereksinimi olan işletmelerin diğer bir hedefi ise ölçek büyütmedir (Masun, 1995, 103'den akt. Tuncel, 1996, 56).

Öte yandan işletme kendisini rakiplerine karşı ispat ederek kâr elde ettiği bir süreci yaşamaktadır. Dolayısıyla genellikle işletmenin ihtiyacı olan sermayeyi hızla değişen süreçte geçit finansmanı olarak adlandırılması kaçınılmaz olacaktır (Masun, 1995, 103'den akt. Tuncel, 1996, 56).

1.6.2.2. Büyüme Sermayesi

İşletmenin kuruluş aşamasını tamamlamış olduğu, başabaş noktasında veya kar oranı ile çalışması durumunda finansal gücünün artması ve alanında yeteneklerinin geliştirilmesi sermayenin oluşturulmasını sağlamaktadır.

İşletme; pazar payı, kapasite ve piyasada daha önce olmayan ürünlerin ihtiyacına yönelik olarak veya bazen de ek işletme sermayesinin oluşturulması nedeni ile büyüme sermayesine ihtiyaç duyabilir.

Risk seviyesinin az olabilmesi için bu finansmana sahip olacak işletmenin başarısını rakiplerine karşı ispat etmesi gerekmektedir. Bu aşamada girişim sermayedarı daha az teknik ve yönetsel destek verebilmektedir (Masun, 1995, 103'den akt. Tuncel, 1996, 57).

1.6.3. Çıkış Dönemi

Girişimci, sermayedarın yatırım alanındaki sermayesine hisse senetlerini doğrudan veya borsa yolu aracılığı ile elinden çıkarması yani satmasına çıkış dönemi denir. Bu süreçte sağlanan finansman çeşitleri de çıkış stratejilerine göre sınıflandırılmıştır.

1.6.3.1. Köprü Finansmanı ve Ara Finansman

Köprü finansmanı sermaye piyasası kurulunda hisse senetleri için ayrılmasından satışa çıkarılması dönemine kadar para ile desteklenmesine yani finanse edilmesi denmektedir. Sıklıkla yarım dönem ya da tam dönem arasında halka arz etme hedefi olan kuruluşlara aktarılmaktadır.

Köprü finansmanının bir çeşidine ara finansman adı verilir. Ara finansman getiri bakımından ele alındığında özsermaye ve borç arasında konumlandırılmaktadır. Zira hem özsermaye hem de borç finansman türünün özelliklerine sahip olmaktadır (Masun, 1995, 103'den akt. Tuncel, 1996, 56).

1.6.3.2. Yerine Koyma Sermayesi

Mevcut hissedarların ellerinde olan mevcut hisselerin tamamını ya da belli bir miktarını elden çıkarmasına yardımcı olan fonlardır. Girişimcinin borsaya kote olmak istemediği veya ortaklar arasında anlaşmazlıklar yaşandığı durumda mevcut paylar bu tür işlemler için ihtisaslaşmış girişim sermayesi şirketlerine satılır. Ancak günümüzde bu türdeki finansman kullanımı azalmıştır (Zaimoğlu, 1995, 80).

1.6.3.3. Şirket Hisselerinin/Varlıklarının Satın Alınması

İşletmelerde hisse sahipleri çeşitli nedenlerden dolayı ellerindeki hisseleri veya işletme varlıklarını satarak işletmeden çıkış yapabilirler. Burada önemli nokta hisselerin kim

tarafından satın alındığıdır. Zira bu durum, işletmenin yönetiminin kimin eline geçeceğini gösterir. Buna göre şirket hisseleri aşağıda belirtilen kişiler tarafından satın alınabilir (Zaimoğlu, 1995, 83):

- Şirketin yöneticileri tarafından (Management buy-out),
- Üçüncü kişiler tarafından (Leverage buy-out),
- Başka şirketlerin yöneticileri tarafından (Management buy-in) veya
- Şirket çalışanları tarafından (Employee stock ownership plan).

1.6.3.4. Şirket Kurtarma Sermayesi

Uygulaması azalan bir diğer tür olan şirket kurtarma sermayesi, başarısızlığa uğrayan şirketlerin genellikle ilk destekleyicileri tarafından kurtarılması amacıyla desteklenmesi sürecinde kullanılır. Şirket kurtarma finansmanı ciddi bir çaba ve büyük miktarda yatırımlar gerektirir. Buna karşın kazanç oranları düşük, riski ise yüksektir (Aypek, 1998, 37).

1.7. Girişim Sermayesi Modelleri

Son yıllarda girişim sermayesi sisteminde yaşanan evrim sürecinin sonucu olarak ortaya çıkan farklı girişim sermayesi modelleri mevcuttur. Özellikle girişim sermayesinin devlet tarafından devlet tarafından desteklenen bir olgu olduğu göz önünde bulundurulduğunda her tür girişim sermayesi için farklı önlemler alınması gerekliliği bu girişim sermayesi modellerini yakından inceleme ihtiyacı doğurmuştur.

1.7.1. Enformel Girişim Sermayesi (Informal Venture Capital)

Melek Yatırımcı yani business angels gayri resmi girişim sermayesi bakımından değerlendirildiğinde, herhangi aracı olan kurum veya kişi ihtiyacı duymadan yatırım yapan kişinin direkt girişim yapacak kişi ile iletişim kurarak finansman getirisi sağladığı durumları içine almaktadır.

Bu çerçevede bakıldığında melek yatırımcıların çeşitli alternatif tanımları bulunur. Bir tanıma göre melek yatırımcı, girişimci firmalara yatırım yapan zengin bireylerdir (Lerner, 2000, 515'den akt. Landström, 2007, 8).

Daha dar bir tanım ise küçük işletmelere doğrudan yatırım yapan ve ailevi bir bağlantısı olmayan bireyleri melek yatırımcı olarak nitelendirmektedir (Mason – Harrison, 1999, 137).

İş melekleri genel anlamda girişim sermayedarları ile aynı fonksiyonları yürütür. Girişim sermayedarları ile melek yatırımcılar arasındaki temel farklılık bireysel tasarrufların doğrudan kullanılmasıdır.

İş melekleri, bu sebeple erken dönem finansman türlerinden işe başlama ve başlangıç evresini desteklediği saptanmıştır. Bu sebeple geleneksel girişim ve melek yatırımcıların ortak özelliklere sahip olduğu saptanmıştır (OECD, 1996, 8).

1.7.2. Kurumsal Girişim Sermayesi (Corporate Venture Capital)

Kurumsal girişim sermayesi, stratejik hedeflere yönelmede ve ilerlemede ve aynı zamanda büyük ölçekli firmaların küçük ölçekli işletmelere hisse senedi temin etmektedir. Anlaşılacağı üzere kurumsal girişim sermayesi sadece finansal amaç gütmemektedir.

Kurumsal girişim sermayesi aslında, stratejik iş ortaklığının özel bir türü olarak da kavramsallaştırılabilir. Bunun temel dayanağı ortaklığın her iki firma için avantaj sağlamasıdır. Burada küçük işletme finansal desteğin yanı sıra büyük ortağın yatırımcıları, yönetsel bilgi ve tecrübesi, dağıtım kanalları, mevcut pazarları ve üretim kapasitesi gibi her türlü olanağına erişim şansı yakalar. Büyük işletmeler ise böylece herhangi bir AR-GE harcaması yapmadan teknolojik yenilikleri yakından takip etme olanağına sahip olur (McNally, 1997, 19-21, 34).

Kurumsal girişim sermayesinde büyük şirketler doğrudan yatırım yapabilecekleri gibi kendi kurdukları aracı kurumlar vasıtasıyla da küçük işletmelere finansman sağlayabilirler.

1.7.3. Geleneksel Girişim Sermayesi (Institutional Venture Capital)

Geleneksel girişim sermayesi, girişim sermayesi denilince akla ilk gelen girişimci-aracı kurum-yatırımcı üçlüsünün kavramlaştırılmış halidir. Burada kurumsal girişim sermayesi sahipleri, yatırımcı ve girişimci arasındaki bağlantıyı sağlayan aracı kurumlar şeklinde faaliyet gösterir.

Girişim sermayesi dönem olarak uzun, kota ayrılmamış ana kazanç temettüsü olan yeni kurulmuş firmalar için ayrılan uzmanlar tarafından yapılan yatırım türleridir (Wright – Robby, 1998, 524).

Geleneksel girişim sermayesinde yatırım yapan kişinin kurumsal kimliği ön planda değildir. Bu modelde bankalar, mali kuruluşlar olmak üzere emeklilik fonları ve sigorta şirketlerinden elde edilmiş olan fonlar, girişimci kişilerin para açıklarını kapamak adına edinilen ve bu amaçla kullanılan profesyonel firmalar üzerine kurulu olmaktadır. Bunun yanı sıra geleneksel girişim sermayesinde ise bu durum, girişim sermayesi şirketi özelliği taşımayan büyük ölçekli firmalar doğrudan kendileri ya da kurdukları alt şirketler ile küçük ölçekli işletmelere yatırım yapmaktadırlar (Mason, 1999, 16).

1.7.4. Girişim Sermayesi Modellerinin Karşılaştırılması

Girişim sermayesi modelleri yani enformel, kurumsal ve geleneksel girişim sermayesi modelleri farklı niteliklere sahiptir. Bununla beraber üç türün birbirlerini tamamlayıcı özellikleri de söz konusudur. Tablo 2’de üç temel girişim sermayesi modeli karşılaştırmalı olarak sunulmuştur.

Tablo 2

Girişim Sermayesi Modellerinin Karşılaştırılması

| | Enformel | Kurumsal | Geleneksel |
|----------------------------|-----------------------------|-----------------------------------|--|
| Fon Kaynağı | Kişisel tasarruflar | İşletme fonları | Kurumsal girişim sermayesi şirketleri |
| Yasal Statü | Birey | Büyük şirketlerin iştirakleri | Limited ortaklıklar |
| Yatırım Motivasyonu | Kişisel motivasyon | Stratejik öncelikler | Özsermaye büyümesi |
| | Kişisel tecrübeler | Sektör/teknoloji deneyimi | Yatırım deneyimi |
| Yatırım Özellikleri | Sınırlı yatırım kapasitesi | Büyük yatırım kapasitesi | Büyük yatırım kapasitesi |
| | Sınırlı proje değerlendirme | Kapsamlı proje değerlendirme | Kapsamlı proje değerlendirme |
| İzleme | Gayri resmi kontroller | Firma kontrolleri | Resmi kontroller |
| Model | Yatırımcı → FON → Girişimci | Büyük Şirketler → FON → Girişimci | Yatırımcılar → FON → Girişim Sermayesi Şirketi → FON → Girişimci |

Kaynak: Mason – Harrison,1999, 15-18; Landstöm, 2007, 10’dan yararlanılmış Yatmaz F., 2012 tezinden uyarlanmıştır.

BÖLÜM 2: GİRİŞİM SERMAYESİ

Girişim Sermayesi ile ilgili yapılmış çalışmaları tespit etmek amacıyla Ulusal Tez Merkezi taranmış olup konuyla ilgili 19 yüksek lisans/doktora tezine ulaşılmıştır. Ulaşılan tezler Tablo 3'te gösterilmiştir.

Tablo 3

Girişim Sermayesi Yüksek Lisans/Doktora Tez Literatür Tarama Sonuçları

| YAZAR | YIL | TEZ ADI | | BÖLÜM |
|-----------------------|------|--|---------------|------------------------------|
| GÖKÇEN PALA | 2005 | <i>"The Role of Venture Capital In Urban And Regional Development: The Case of Ostim"</i> | Yüksek Lisans | Şehircilik ve Bölge Planlama |
| MELİKE DALAY | 2005 | <i>"Girişim Sermayesi ve Türkiye'deki Uygulamaları"</i> | Yüksek Lisans | Ekonomi |
| KADRI ÖZGÜNEŞ | 2006 | <i>"IPO Performances of VC Backed And Non-VC Backed Companies: A Cross Country Comparison of Germany and The UK"</i> | Doktora | Ekonomi |
| ONUR ATILLA | 2006 | <i>"Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi"</i> | Yüksek Lisans | Ekonomi |
| ENDER KANTAR | 2008 | <i>"KOBİ'ler ve Girişimciler İçin Alternatif Sermaye ve Fon Kaynakları: Girişim Sermayesi ve Melek Yatırımcı (Deri Sektöründe Bir Uygulama)"</i> | Yüksek Lisans | Ekonomi İşletme |
| YAKUP ÖZSARAÇ | 2008 | <i>"Para Vakıfları ve Risk Sermayesi Örnek Olay Vakıf Risk Sermayesi A.Ş."</i> | Yüksek Lisans | Bankacılık İşletme |
| BORA BODUR | 2009 | <i>"Alternatif Finansman Modeli Olarak Risk Sermayesi: Seçilen Türk Şirketlerinde Uygulanmasına İlişkin Bir Analiz Çalışması"</i> | Yüksek Lisans | İşletme |
| ALİ NECMETTİN CAN | 2012 | <i>"Girişim Sermayesi ve KOBİ'lerde Uygulanabilirliği"</i> | Yüksek Lisans | Ekonomi İşletme |
| STEPHEN JACKSON LYIMO | 2012 | <i>"Contibution Of Capital Markets To Economic Growth And Development: A Study On Tanzanian Capital Market"</i> | Yüksek Lisans | İşletme |
| ALP ABDULLAH ÇERÇİ | 2014 | <i>"Küresel Ölçekte Melek Yatırımcılığın Gelişiminin İncelenmesi"</i> | Yüksek Lisans | Ekonomi |
| HAKAN YILMAZ | 2014 | <i>"Girişim Sermayesi Finansman Modeli: İstanbul İlinde Bir Uygulama"</i> | Yüksek Lisans | İşletme |

Tablo 3 (Devamı)**Girişim Sermayesi Yüksek Lisans/Doktora Tez Literatür Taraması**

| YAZAR | YIL | TEZ ADI | | BÖLÜM |
|----------------------|------|--|---------------|-----------------|
| EFTAL PEHLİVAN | 2014 | <i>“Smart Grid Technology Investment Opportunities Within The Scope of Venture Capital Firms”</i> | Yüksek Lisans | İşletme |
| MİRAY KAYMAKÇIOĞLU | 2015 | <i>“An Analysis of Entrepreneurship In Turkey: Conflicts Between Entrepreneurs And Enterprisers”</i> | Yüksek Lisans | Ekonomi İşletme |
| MENGÜ HAFİZE KÜLAHCI | 2015 | <i>“Girişim Sermayesi ve Firma Performansı”</i> | Doktora | İşletme |
| ALİ ÇOLAK | 2015 | <i>“Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı ve Rüzgâr Enerjisi Sektöründeki Uygulaması – Türkiye’den Örnek Bir Çalışma”</i> | Doktora | Ekonomi İşletme |
| HAKTAN SEVSAY | 2016 | <i>“Kümelene Faaliyetlerine Yönelik Mali Teşvikler: Türkiye İçin Bir Model Önerisi”</i> | Doktora | Maliye |
| MEHMET ALİ ERGİN | 2018 | <i>“Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Gayrimenkul Geliştirme Sektörüne Etkileri”</i> | Yüksek Lisans | Ekonomi |
| HAKAN ERTÜRK | 2018 | <i>“Girişim Sermayesi Sektöründeki Yatırım Tercihleri ve Kurumsal Yönetim Çerçevesinde Girişimlere Yapılan Müdahalelerin Analizi: Türkiye’deki Girişim Sermayesi Uygulamaları”</i> | Doktora | İşletme |

Yukarıdaki tabloda yer alan çalışmaların ayrıntılarına aşağıda yer verilmiştir.

Dalay (2005)’a göre yenilik ve risk içeren ileri teknolojiye yönelik projelerinin hayata geçirilmesi aşamasında ortaya çıkan finansman sorunun çözümü için girişim sermayesi oldukça etkili bir finansman yöntemidir. Girişim sermayesi konusunun halen yeterli ilgiyi görmemiş olduğunu düşünen Dalay, girişim sermayesine yeterli önemin verilmesi halinde ülkemizdeki önemi ve uygulamaları çalışmasının konusunu oluşturacağını tezinde savunmuştur.

Özgüneş (2006) göre kredibilite teorisinin geçerli olduğu varsayımı altında girişim sermayesi yatırımı yapılmış şirketlerin halka arz iskontolarının içerisinde herhangi bir girişim sermayesi yatırımı bulunmayan şirketlere göre daha düşük olması gerektiğini

ileri sürmüştür. Bu iddiasını test etmek için 1998-2005 yılları arasında Almanya'da hisseleri halka arz edilmiş 374 şirket ile aynı dönemde İngiltere'de hisseleri halka arz edilmiş olan 274 şirketi incelemiştir. Çalışmasında kullandığı OLS modelinin sonuçları her iki ülkede de bu teorinin, dinamikleri farklı olsa da, geçerli olduğunu göstermiştir. Aynı zamanda genel beklentinin aksine halka arza aracılık eden yatırım bankası ile şirkete yatırım yapmış olan girişim sermayedarı arasında bir ilişki olması durumunda halka arz iskontosunun böyle bir ilişki olmayan halka arzlara göre, istatistiksel olarak anlamlı olmamasına rağmen, daha düşük olduğunu göstermiştir. Bu durumun her iki ülkede de gerek girişim sermayesi şirketlerinin gerekse de halka arza aracılık eden yatırım bankalarının güçlü kredibilite etkilerinin bir sonucu olarak yorumlanabileceğini savunmuştur.

Atila (2006)'ya göre ölçek ekonomisi elde etmek, yabancı pazarların kaynaklarından yararlanabilmek, teknolojiyi yakalamak adına ekonomiye büyük firmaların hakim olacağı görüşü benimsenmişken günümüzde bu trend tersine dönmeye başlamıştır. Yenilikçi fikirlerin ticarileştirilmesi ekonomiyi yönlendiren bir güç haline gelmiş olduğunu söyleyerek bu durumda avantajın küçük ve orta ölçekli işletmelerde olduğunu üzerinde durmuştur. Fakat ekonomide önemli rol onayan küçük ve orta ölçekli işletmelerin finansman alanında bazı sorunlar yaşadığının üzerinde durmuştur. İşletmelere konan öz sermayenin yetersiz olması KOBİ'leri krediye yönlendirmiş fakat krediler hem faiz hem de vade bakımından olumsuzluklar taşımakta olup sermaye piyasasında yeterli kadar kaynak sağlayamamaktadırlar. ABD başta olmak üzere, diğer gelişmiş ülke örneklerinden de esinlenerek geliştirilen risk sermayesi finansman modelinin Türkiye'de KOBİ'lerin finansman sorunlarının çözümünde kullanılabileceği düşünülmüştür. Buradan hareketle çalışmasında, mevcut düzenlemeler ve örnekler aracılığıyla risk sermayesinin gelişimi açısından risk (girişim) sermayesi yatırım ortaklığı modelinin yeterli olmadığını ortaya koymuş, yetersizliklerin nedenlerini tespit ederek bu tespitler doğrultusunda çözüm önerileri getirmiştir.

Kantar (2008)'a göre KOBİ'lerin en önemli sorununun finansman güçlüğü olduğunu ve bu sorunun ancak dış kaynaklardan yararlanılarak ortadan kaldırılabileceğini ileri sürmüştür. Bu nedenle dış kaynak olarak özellikle Amerika Birleşik Devletleri ve Avrupa Birliğinin önde gelen ülkelerinde hızlı bir şekilde yayılım gösteren girişim sermayesi şirketleri ve melek yatırımcılar üzerinde durmuştur. Çalışmasında,

KOBİ'lerin ve sektörde faaliyet göstermeye başlayan girişimcilerin girişim sermayesi finansman modelinden faydalanabilme durumunu ortaya koymayı amaçlamıştır.. Bu amaç doğrultusunda deri sektöründen 48 farklı işletmeye anket uygulanmış, anket sonuçlarına göre KOBİ'lerin büyük bir kısmının girişim sermayesi konusunda bilgisiz olduğunu tespit etmiştir.

Özsaraç (2008) para vakıflarının gelişimini incelemiştir. Çalışmasının sonucunda vakıf paraların serüvenlerine Vakıfbank' ta devam ettiklerini tespit etmiş olup, yöneticilerin vakıf paraları yönetme hususunda; Vakıflar Genel Müdürlüğü'nün son 10 yılda her yıl artan bütçe ve yatırımlarıyla ülkemize büyük katkılarda bulduklarını ifade etmiştir.

Bodur (2009) çalışmasında, risk sermayesinin 1940'lı yıllarda ortaya çıkmış olup asıl önemi 1980'li yıllarda fark edildiğini belirtmiştir. 1990'larda, dünya ekonomisinde benzer şekilde konumlanmış ülkelere paralel olarak, Türkiye'de de sistemin ilk girişimlerinin yapıldığı gözlenmiş yaklaşık 20 yıllık bir sürecin ardından, sistem, Türkiye'de halen daha gelişiminin başlangıç aşamasında olarak tanımlanmıştır. , Çalışmasında bu sisteme aktif olarak katılmış bulunan 3 firmayı seçmiş ve Türkiye'de sistemin performansı hakkında genel bir değerlendirmeye ulaşabilmek için istatistiksel olarak analiz edilmiştir.

Can (2012) çalışmasında, finansman sıkıntısı çeken KOBİ'lerin gün geçtikçe artan zorlu rekabet koşullarında sektörde kalabilmeleri için girişim sermayesinin alternatif bir finansman yöntemi olup-olmadığını tartışmıştır. Dünya çapındaki girişim sermayesi modelleri ve yurtiçi girişim sermayesi yatırımlarına ait stratejileri karşılaştırarak bu stratejilerin eksiklikleri üzerinde durmuştur. Avrupa'da, Amerika'da, Japonya'da ve diğer ülkelerde uygulanan yöntemleri incelemiş, yöntemin var olan diğer finansman yöntemleri yanında tercih edilebilecek bir alternatif olup olmadığını araştırmıştır. Bu çalışma, Türkiye baz alınarak yakın zamanda dinamikleşen girişim sermayesinin bilinirliği arttırıldığı zaman KOBİ'ler için önemli bir finansman kaynağı olacağı konusunu ortaya koyması nedeniyle dikkate değer bir araştırmadır. Elde edilen bulgulara göre, girişim sermayesi hakkında bilgili olmanın, firmaların girişim sermayesi finansman yöntemi konusundaki düşüncelerini ve Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına yaklaşım biçimlerini doğrudan etkilediği fikrini savunmuştur.

Lyimo (2012)'ye göre Afrika'da 1990'lardan bu yana ekonomik alanda gelişmeler olduğunu fakat Afrika sermaye piyasalarının sürdürülebilir büyümedeki rolünün henüz olgunlaşmadığı hususu üzerinde durmuştur. Afrika'nın önemli düzeyde yabancı sermaye çekebilmesi için borsaların yabancı yatırımcılar tarafından sermaye toplama platformları olarak kullanılması ve bunun yanı sıra döviz piyasalarının da girişimciler tarafından kendi projelerinin finansmanı için girişim sermayesi toplamaları için kullanılması gerektiğini savunmuş, özellikle Tanzanya'daki sermaye piyasalarının ekonomik büyüme ve kalkınma sürecine olan katkılarını incelemiştir.

Sermaye piyasalarının analizi için çalışma sermaye piyasası kurumlarına ve düzenleyici kurumlara odaklanan çeşitli anket soruları üzerinde şekillenmiş. Çalışma sonucunda Tanzanya sermaye piyasasının henüz olgunlaşmamış bir safhada olduğu ve ekonominin uzun vadeli finansmana kaynak aktarımı için henüz önemli bir rol üstlenmediği gözlemlenmiştir. 2010 yılı Şubat ayı itibariyle yalnızca borsa değeri 3,75 milyar dolar olan 15 şirket DSE'de listelenmiştir. 2009'un son çeyreğinde piyasa işlem hacmi yalnızca 9,6 milyon dolar olarak gerçekleştiği görülmüş, 2010 yılı Şubat ayı itibariyle toplam değeri 58,7 milyon dolar olan toplam 7 şirket tahvili bulunmakta olduğu belirlenmiştir. Çalışma bunun yanı sıra öncelikle çalışmanın kısıtlarını sıralayarak ve ilerde üzerinde çalışılmaya değer konu önerileri sunarak Tanzanya sermaye piyasasının gelişiminin önündeki bazı önemli kısıtları ortadan kaldırmak için politika önerileri sunmuştur.

Çerçi (2014)'ye göre; sektöre yeni başlayan şirketlerin sermayesi banka kredisi ya da borçlanma ile oluşturulmaktadır. Ancak finansal krizler neticesinde sermaye daha çok deneyimli girişimcilerin ortaklığı ya da melek yatırımcılar olarak adlandırılan iş adamlarının desteği ile sağlanmaktadır. Çerçi çalışmasında melek yatırımcılığın ABD ve Avrupa'da 1980'lerden daha önce uygulamaya girdiğini ancak isminin günümüzde yeni bilinmeye başladığını vurgulamıştır. Diğer ülkelerde de yakın zamanda melek yatırımcılığın hızla büyüyen bir sektör olduğuna dikkat çekmiştir.

Yılmaz (2014)'a göre KOBİ'lerin karşılaştıkları en önemli sorun finansman eksikliğidir. Bu sorunun çözümünde geliştirilen finansman tekniklerinden girişim sermayesi finansmanını incelemiştir. Çalışmasında, finansman sıkıntısı çeken KOBİ'lerin rekabet ortamında farklı bir yöntem olan girişim sermayesi modelini ne kadar bildiklerini, modelin kullanılması ile yaşamsal faaliyetlerini devam ettirip ettiremediklerini tespit

etmeyi amaçlamıştır. 401 şirkete anket uygulamış, çalışmasının sonucunda Anket çalışması yapılan 401 işletme için, çapraz tablolar düzenlenmiş, bu tablolardaki veriler yardımıyla “Ki-Kare” yöntemi ile hipotezleri test etmiştir. Testlerin sonucunda girişim sermayesi yatırımlarında devletin yeterinde destek vermediği ve girişim sermayesi fon kaynaklarının genelde yabancı kaynaklar olduğu sonucuna varılmıştır.

Pehlivan (2014)’a göre elektrik tüketiminin minimize edilmesine ilişkin çalışmalar özellikle ulaşım, endüstri ve toplu konut alanlarında daha fazla ön plana çıkmıştır. Bu çalışma ile zamanla Dünya’daki şebekelerin gelişmesine ve yeniden şekillenmesine neden olacağını düşünerek gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin, elektrik üretimini ve tüketimini dengelemek için yeni elektrik şebeke sistemlerini inşa etmeyi ve var olan şebekelerin iyileştirmeyi amaçladıklarını ortaya koymuştur. Çalışmasında akıllı şebeke teknoloji pazarını analiz edilerek şu ana kadar yapılan başarılı akıllı şebeke uygulamalarına yer vermiştir. Çalışmasında ayrıca girişim sermayesi şirketlerinin akıllı şebeke sistemlerindeki yatırım olanaklarını incelemiştir. Olanakların geliştirilmesi gerektiği sonucuna varılmıştır.

Külahcı (2015) çalışmasında girişim sermayesi yatırımlarının yatırım alan firmaların finansal performansı üzerindeki etkisini tespit etmeyi ve bu firmaların finansal performanslarının faaliyet gösterdikleri alt sektörlerdeki diğer firmalarla karşılaştırılmasını amaçlamıştır. Bu amaçla 2005-2014 yılları arasında girişim sermayesi yatırımı alan 12 firmanın finansal performanslarını değerlendirmiş ve ilk olarak girişim sermayesi yatırımı alan firmaların yıllık verilerini kullanarak hesapladığı rasyolar aracılığıyla faaliyet gösterdikleri alt sektörler bazında TOPSIS yöntemi ile analiz etmiştir. Külahcı’nın yapmış olduğu analizlerde, her alt sektör için firmaların etkinlik dereceleri ve sıraları belirlenmiş, yatırım öncesi, yatırım ve yatırım sonrası dönemler itibarıyla firmaların etkinlik sıralarındaki değişim incelenmiştir. 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 dâhil edilerek değerlendirmeler yapılmıştır. Panel veri analizlerinin sonucunda girişim sermayesi yatırımları ile özsermaye ve aktif karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki saptamıştır.

Çolak (2015)'e göre; kamu ve özel sektör işletmeleri yatırımlarını yenilenebilir enerji kaynaklarına yapmaktadırlar. Çolak, bu yatırımların risk (girişim) sermayesi yatırım ortaklığı yöntemiyle yapıldığını tespit ederek, üreticiye sağlanan faydaların ve üreticinin karşılaşılabileceği zararların neler olabileceğini ortaya koymuştur. Çalışmasında ileri teknoloji ürünü olan ve bir takım finansal risklere sahip projelere yapılan yatırımların ekonomiye katkı sağlayacağını ayrıca bu projelerin sürdürülebilirliğinde dışa bağımlılığın azalacağını ifade etmiştir.

Kaymakçıoğlu (2015) çalışmasında Türkiye'de girişimcilik döngüsüne üye olan şirketlerin birbirlerine karşı anlaşmazlıkları irdeleyerek Girişim Sermayesi konusunda yapılan çalışmalara katkıda bulunmuştur.

Sevsay (2016) çalışmasında kümelenme faaliyetlerini engelleyen piyasa başarısızlıklarına değinerek ve kümelenmeye yönelik kamu politikaları ve mali teşvik modellerini inceleyerek ülke uygulamalarını analiz etmiştir. Bununla birlikte Türkiye'de ki mevcut kümelenme teşviklerini değerlendirmiş ve kümelenme faaliyetlerine yönelik bir teşvik modeli önerisinde bulunmuştur. Çalışma kümelenmeye yönelik mali teşviklerin etkinliği ülke uygulamalarının karşılaştırmalı analizi ve kalitatif yöntemlerle yapılan saha çalışmalarından elde edilen bulgulara dayalı olarak değerlendirilmiştir. Sevsay'ın çalışmasında, Kalkınma Ajansları tarafından her potansiyel küme için rekabet gücünü arttıracak faaliyetlerin fizibiliteleleri ile birlikte tanımlanması, Ajanslar pro-aktif bir yaklaşımla kümelenme girişimlerini başlatmalı ve asimetric enformasyonu ortadan kaldıracak "bilgi"yi üretmesi gerektiği aksi takdirde ne kadar cazip teşvik verilirse verilsin özel sektörün kümelenme faaliyetlerine yönelik harcamaları olması gerektiği düzeyde gerçekleşmeyeceği, bu şekilde ajanslar mevcut ve bu çalışmayla önerilen teşviklerin öncelikli kümelenme faaliyetlerine koordineli bir şekilde tahsisini sağlayacağı, İkinci öneri ise kamusal maliyeti yüksek hibe teşviklere alternatif kredi garantisi şeklinde bir teşvik düzenlemesi yapılması gerektiğidir. Üçüncü ve son önerileri de ise ileri teknoloji kümelerinin gelişimi sağlamak üzere yenilikçi küçük işletmelere yatırım yapacak belirli sektörlerde ihtisaslaşmış girişim sermayesi şirketlerine yönelik teşvik düzenlemesi yapılmasının doğru olacağını savunmuştur.

Ertürk (2018)'e göre melek yatırımcılık ve girişim sermayesi fonlarının gelişimi Türkiye'de istenilen seviyeye ulaşamamış fakat son yıllarda bu alanda hem özel sektör tarafında hem de kamu tarafında giderek artan bir farkındalık oluşmaya başlamıştır. Bu

artan farkındalıkla birlikte kamu kurumları bu alanda önemli destek programları açıklamaya başlamıştır. Bu kapsamda melek yatırımcılığın desteklenmesi, girişim sermayesi fonlarına önemli vergi avantajlarının sağlanması ve girişim sermayesi fonlarına kaynak sağlayan fonların fonu yapılarına kamu tarafından kaynak sağlanmasına yönelik programların hayata geçirilmesi önemli bir yer tutmaktadır. Ertürk, girişimcilerin finansmana erişiminde faydalı bir finansman yönteminin oluşturulması için ekosistemin tepeden tırnağa tüm aşamaların bütün olarak ele alınması ve tasarlanması gerektiğini ifade etmektedir. Bu doğrultuda çalışmada melek yatırımcılık ve girişim sermayesi fonlarını çeşitli açılardan incelemiştir



BÖLÜM 3: GİRİŞİM SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİ

Girişim fonunun oluşumunda girişim sermayesi şirketleri birbirlerinden farklı kaynaklardan elde ettikleri fonları bir alanda birleştirirler. Girişim sermayesi şirketi kriterlerine uyan şirketlerin hisse senetlerini alarak finansman sağlarlar.

Girişim sermayesi gelecekte önü parlak olan düşünceleri ve potansiyel projeleri, alanında kariyer yapmış kişi ve kuruluşlardan teknik yardım alarak bu süreci tamamlamaktadırlar.

Girişim şirketleri bu aşamadan sonra istediği parasal güce ve pazar değerine ulaşan yatırımları çeşitli yöntemlerle elden çıkarmaktadırlar. bu şekilde gelir elde eden girişim sermayesi şirketi kendi bünyesine satış ve komisyon geliri eklerken bir bölümünü de fon sahibi olan kişi ve kuruluşlara aktarmaktadırlar.

Girişim fonunun oluşumunda hem bireysel yatırımcılar, hem de sigorta şirketleri, emeklilik fonları, uluslararası fonlar, SGK, kamu ve özel sermayeli bankalar, büyük portföy yatırımcıları ve devlet tüzel yatırımcı olarak rol alabilmektedir. Bireysel yatırımcılar genel olarak kuruluş aşamasındaki potansiyel girişimleri tercih etmekte, diğer taraftan bu şirketlerin yönetiminde de aktif rol üstlenmektedirler.

Girişim fonunun kurumsal yatırımcıları büyük ölçekli işletmeler için potansiyel getirisi yüksek olabilecek, işletmelerin AR-GE departmanlarını ya da ürün tasarımını destekleyebilme amacını güden fonlardır. Uzun vadeli kaynak yapısı dolayısı ile girişim sermayesi fonları uzun vadeli yatırımların finansmanı için uygun olabilmektedir. Kurumsal yatırımcılar portföylerini birden çok firmaya yatırım yaparak dağıtmaları nedeniyle riski azaltmaktadırlar. Bireysel yatırımcılara oranları ile yatırım yapılan şirketlerin temeli alındığında aktiflikleri söz konusu değildir.

Özel sermaye fonları ile girişim sermayesi fonları çoğu zaman birbirleri ile karıştırılmaktadır. Genellikle iki kavram arasında kesin denilebilecek bir ayırım yapabilmek söz konusu değildir. Özel sermaye fonları, uzun zamandır kurulmuş ve başarıya dayalı bir geçmişe sahip olan ancak genel itibari ile halka açık olmayan şirket bünyelerine, girişim sermayesinden farklı olarak öz sermaye –borç değişimi, köprü finansmanı ve yönetim değişimini özel sermaye fonları sağlamaktadır.

Girişim sermayesi fonları ise daha küçük kapasiteli ve risk oranı yüksek, fakat hızlı büyüme olanaklarına sahip, bununla birlikte getirisi yüksek denilebilecek fikir, erken ve kuruluş aşamasındaki şirket bünyelerine yatırımlarını yapmaktadır.

Girişim sermayesi şirketlerini iki şekilde yapılandırmak mümkündür. İlki fon ikincisi ise yatırım ortaklığı şeklindedir (Netek, 2012, 178-182).

Girişim sermayesi fonları faaliyette bulunan şirketler amaçlarına uygun gördükleri alanlara yatırım yapmaktadır. Girişim sermayesi fonları ilk 5 yıl yatırım olmakla birlikte, diğer 5 yılda yapılan yatırımların değerlendirilmesi ile ilgilenmektedirler. Toplamda 10 yıl faaliyet göstermektedirler. Bu sayede kurdukları şirketlerin kurumsallaşabilmesi ve daha etkin çalışabilmesi adına fayda sağlamaktadırlar. Yatırım yapılan şirketler 10 yıl içerisinde üç yöntem ile çıkış yapabilirler. Bunlar, başka bir fona satış, halka arz veya stratejik satış yoludur. 10 yılın sonuna gelindiğinde ise fon tasfiye edilmektedir (Ertürk, v.dğr., 2014, 293-318).

Girişim sermayesi şirketleri farklı şekillerde toplamış oldukları fonları, en ayrıntılı şekilde inceleme ve değerlendirme çalışması yaparak bu çalışmanın sonucunda seçtikleri projelere ve girişimcilere aktarım sağlamaktadırlar. Girişim sermayesi şirketleri, anapara ve faiz biçiminde geri ödeme yükümlülüğü meydana getirmeden finansal katkı sağlamış olurlar. İşletmelerin öz sermayelerine bu sayede çok büyük bir fayda sağlamış olurlar. (Çonkar,2017. 101-124)

Ülkeler arasında sermayedarların risk dağılımları arasında büyük farklar vardır. Amerika Birleşik Devletleri'nde emeklilik fonuna ayrılan rakam %50 oranındadır. Avustralya ve Yeni Zelanda uygulamaları ABD ile paralel bir şekilde, emeklilik fonlarının ağırlıkta olduğu bir yapı sergilemektedir.

Avrupa'da ise yatırımcı tabanını çoğunlukla bankalar oluşturmaktadır. Diğer yandan, Güney Kore ve Japonya'da tümüyle birbirinden ayrılan yapılar karşımıza çıkmaktadır. Bu ülkelerde risk sermayesi şirketleri büyük sermaye grupları önderliğinde oluşturulmaktadır.

Avustralya, Yeni Zelanda, Japonya, Güney Kore, ABD ve Avrupa'da yapılan özel iştirak/risk sermayesi yatırımlarının kaynaklarına ait veriler Tablo 4'te gösterilmektedir.

Tablo 4
Asya'da, ABD'de ve Avrupa'da Yapılan Özel İştirak/Risk Sermayesi
Yatırımlarının Kaynakları

| | Asya | | | | ABD | Avrupa |
|--|------------|--------------|---------|------------|-------|--------|
| | Avustralya | Yeni Zelanda | Japonya | Güney Kore | | |
| Emeklilik Fonları | %52,0 | %48,0 | %5,0 | %2,0 | %50,0 | %22,6 |
| Bankalar ve Sigorta Şirketleri | %13,0 | %19,0 | %30,0 | %18,0 | %9,1 | %40,1 |
| Büyük Sermaye Grupları | %8,0 | %7,0 | %51,0 | %51,0 | %15,1 | %9,2 |
| Varlıklı Bireyler ve Aileler | %7,0 | %7,0 | %2,0 | %5,0 | %11,3 | %6,0 |
| Diğer (yabancı yatırımcılar, devlet, vakıflar, vb) | %20,0 | %19,0 | %12,0 | %24,0 | %14,5 | %22,1 |

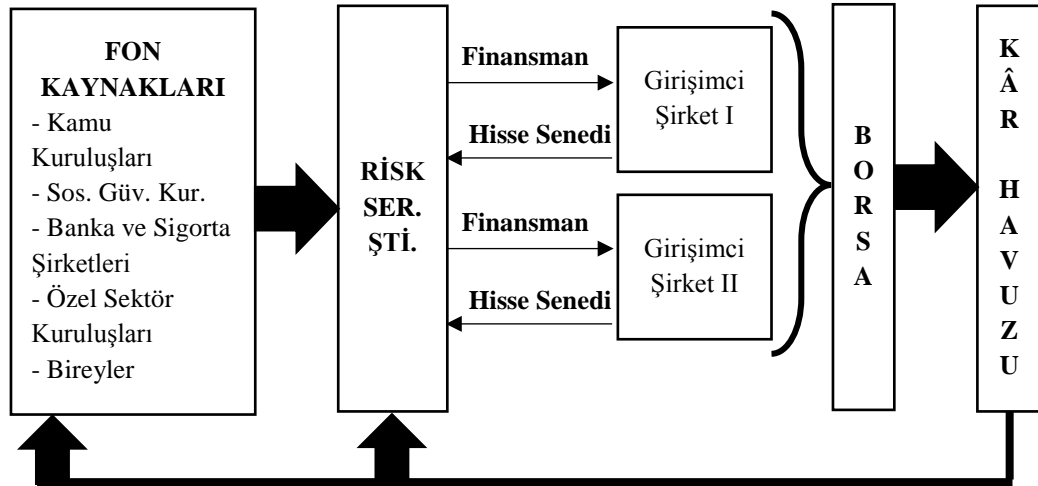
Kaynak: Baygan – Freudenberg, 2000, 45

3.1. Girişim Sermayesi Modelinde İş Akışı

Girişim sermayesi modeli, fon sağlayan katılımcılar, risk sermayesi şirketi, finansman sağlanan şirketler, borsa(lar) ve bu katılımcıların birbirleri ile ilişkilerini denetleyen ve düzenleyen otoriteler ile kural ve yönetmeliklerin bütünüdür.

Şekil 1

Girişim Sermayesi Modelinde İş Akışı



Kaynak: Civan – Uğurlu, 2002, 84

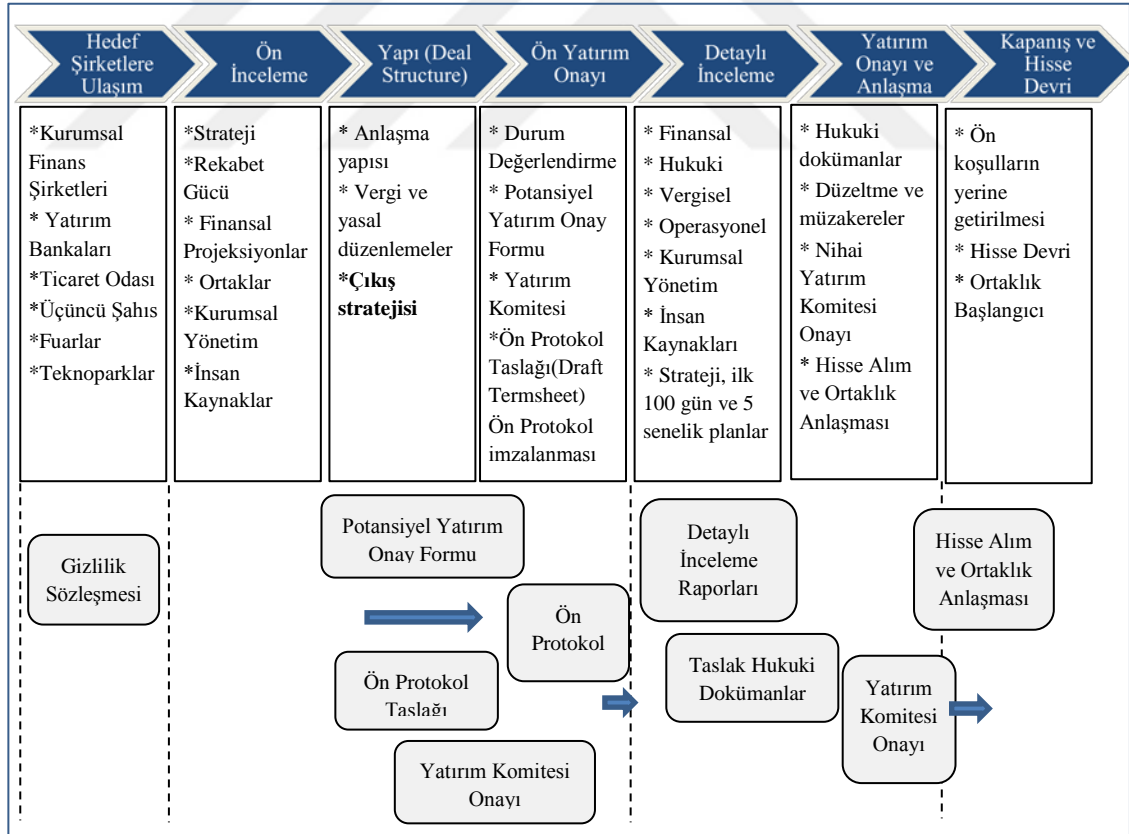
Tipik bir risk sermayesi fonlama modeli Şekil 1'de şematize edilmiş olup, finanse edilen işletme ve girişimciler ile risk sermayesi şirketleri arasındaki fon akımları

gösterilmiştir. Risk sermayesi modeli finansman, fonlama ve kar aktarımı olmak üzere üç aşamadan oluşmaktadır.

Finansman aşaması Kuğu (2014, 149)'nun çalışmasında da belirtildiği üzere bireysel tasarruf sahiplerinden temin edilen bireysel nitelikte fonlar ya da emeklilik fonları, büyük sermaye grupları veya diğer firmalardan sağlanan kurumsal nitelikte fonlar karşılığında yatırım fonu katılma belgelerinin düzenlenerek uzun vadeli kaynak sağlanması olarak tanımlanabilir.

Girişim sermayesi getiri potansiyeli yüksek firmalara yatırım yapılması anlamına geldiğinden bu fonlar alternatif yatırım araçlarına kıyasla hem daha riskli hem de daha uzun vadeli. Finansmanın yeterliliği ve etkinliğini teminen finansman tutarının yeterli büyüklükte olması önem arz etmektedir.

Şekil 2
Finansman ve Fonlama Aşamaları Gösterimi

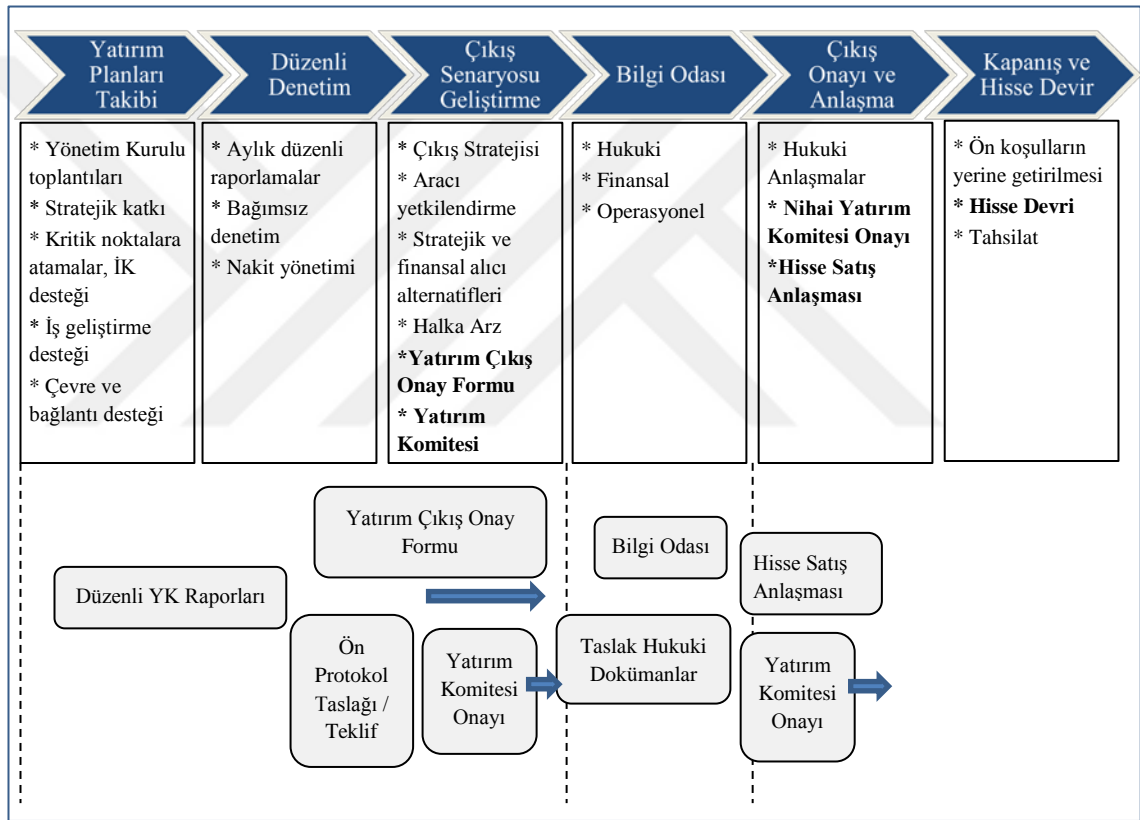


Kaynak: www.akgirisim.com'dan uyarlanmıştır.

Sürecin ikinci aşaması olan fonlama adımı, risk sermayesi şirketinin yüksek büyüme potansiyeli olan küçük ve orta büyüklükteki işletmelere onaylanan yatırım projesi

kapsamında kaynak sağlanmasıdır. Borsaya kote olmayan şirketlere yatırım yapma imkânı sağladığından ötürü avantajlıdır. Şekil 2’de detaylı olarak gösterilen bu süreç KOBİ sahibi/girişimciden gelen resmi iş teklifinin risk sermayesi şirketince finansal, hukuki ve yönetsel açıdan incelenmesi ile başlamaktadır (Çizakça, 1999, 45). İş teklifine uygunluk verilmesi halinde buna müteakiben finansman sağlanan şirket ile bağlantılı bir anonim şirketin kuruluşu gerçekleştirilerek paylara bölünmüş sermayenin kaydedilmesi amaçlanmaktadır.

Şekil 3
Çıkış Aşaması Gösterimi



Kaynak: www.akgirisim.com’dan uyarlanmıştır.

Modelin üçüncü aşaması ise gerekli olgunluğa erişen firma hisselerinin çıkış stratejisi ile uyumlu bir şekilde bir başka finansal ya da stratejik alıcıya devredilmesi ile iş planının sona erdirildiği kar aktarımı adıdır. Üç yıl ila on yıllık muhtemel yatırım süresi içinde yatırım konusu anonim şirketin beklenen ekonomik ve teknik gelişimini tamamlaması, hisse değerinin gerekli olgunluğa erişiminin ardından ise risk sermayesi şirketinin elinde bulundurduğu payları piyasaya devretmesi planlanmaktadır (Poyraz, 2002, 26). Bu süreç Şekil 3’te detaylı olarak gösterilmiştir.

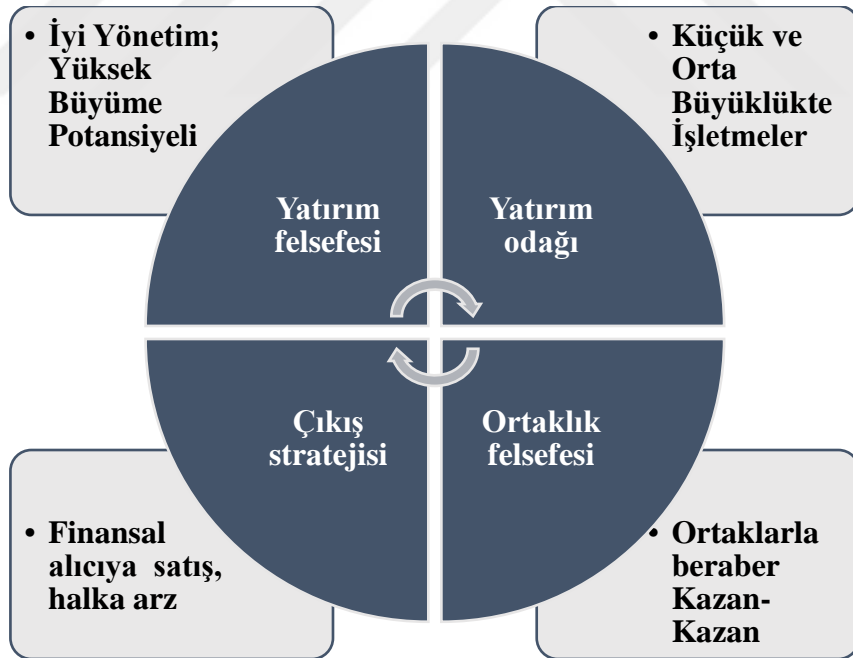
Bu açıdan irdelendiğinde sistemi yapısı ile bir borsayı andırmaktadır, risk sermayesi şirketinin beklediği karı elde etmesinin ardından hisselerinin devri gerçekleştirilerek yeni yatırım finansmanı olanakları aranır (Uluyol, 2008, 63).

Yukarıda genel hatlarına yer verilen risk sermayesi iş modeli temelde beklentilere yatırım yapılan, kazan-kazan stratejisi ile işletilen, bu anlamda hem finansman kaynağına ortalama üstü getiri sağlamayı hedefleyen, hem de yatırım yapılan şirketin büyümesinin ve kar yaratma potansiyelinin artırıldığı stratejik bir uygulamadır.

Tuna ve İsabetli (2014, 35) çalışmasında da belirtildiği üzere, risk sermayesi modelinde herhangi bir mali başarısızlık ile ilgili riskler risk sermayesi şirketince üstlenilmektedir. Diğer bir deyişle, finansman konusu anonim şirketin iflas etmesi ya da projenin başarısız olması halinde risk sermayedarı girişimciden zararının tahsil edilmesini talep edememektedir.

Şekil 4

Girişim Sermayesi Yatırımı “Kazan-Kazan” Prensipleri



Yatırımların doğası gereği, yüksek getiri ancak ve ancak yüksek riskin olduğu bir ortamda elde edilebilmektedir. Yukarıda detaylı olarak anlatılan iş planında riskin üstlenicisi konumunda olan risk sermayesi şirketi, olası zararlarını minimize etmek amacıyla yatırım yaptığı anonim şirkete finansal desteğin yanı sıra yatırım süreci boyunca maruz kalacağı çeşitli risklere karşı da teknoloji desteği ve yönetsel destek

sağlamaktadır. Bir anlamda, hem yatırım aşamasında, hem ortaklık sürecinde hem de çıkış aşamasında tüm paydaşlara en yüksek faydayı sağlayacak davranış kalıbını benimsediği söylenebilmektedir. Şekil 4’te girişim sermayesi yatırımında “kazan-kazan” prensipleri gösterilmektedir.

SPK tarafından yatırım yapılan şirketin maruz kaldığı riskler şu şekilde sınıflandırılmıştır.

- **Finansman riski:** Üretim çıktılarının pazara erişimini mümkün kılacak ek finansmanın sağlanamama riskidir.
- **Yönetim riski:** Girişim sermayesi ile finansman sağlayan girişimcilerin, işletmenin yönetim fonksiyonlarını yerine getirme yeteneğinden yoksun olabilme riskidir. Bu nedenle girişim sermayedarları veya şirketleri genellikle işletme yönetiminde aktif rol almak ister.
- **Üretim riski:** Geliştirilen ürünün pazarlanabilir bir ürüne dönüştürülemez veya dönüştürüldüğü durumlarda kullanılacak teknolojinin büyük ölçülü üretime elverişli olmama riskidir.
- **Pazarlama riski:** Ürünün pazarlanmasına ilişkin risklerdir. Ürünün pazardaki sunumu, pazarın hacmi ile rekabet koşulları ürünün pazarlanmasına ilişkin tüm faktörler bu risk üzerinde etkilidir.
- **Teknolojik risk:** Girişim şirketlerinin araştırma-geliştirme çalışmaları esnasında gerekli teknolojik tecrübeye sahip olmamasından ya da girişim sermayesi ile sağlanan fonun bu çalışmaların tümünü finanse edecek yeterlilikte olmamasından kaynaklanan risktir.
- **Demode olma riski:** İleri düzeyde teknoloji gerektiren, ürün hayat seyri uzun olmayan üretim çıktılarının pazardaki satış potansiyeline ulaşmadan modasının geçmesi riskidir.

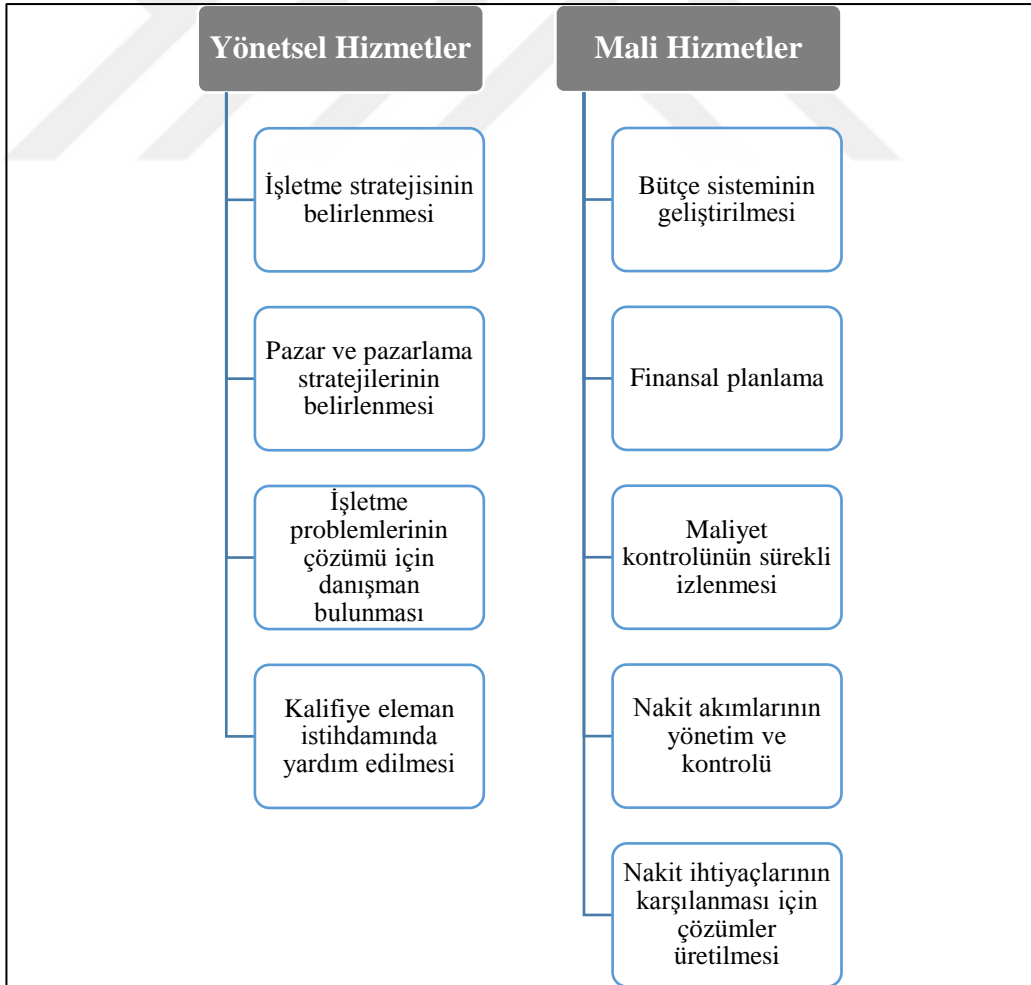
Bu risklerin azaltılması maksadıyla Tyebjee ve Bruno (1981) tarafından ABD’de girişim sermayesi şirketlerine yapılan bir anket çalışmasında girişim sermayesi şirketlerinin iş süreçleri da girişim sermayesi şirketlerinin girişimcilere sağladığı ek

hizmetlerin Şekil 5'teki gibi olduğu tespit edilmiştir (Zaimoğlu,1995, 6'dan akt. Aypek, 1998, 43).

Girişim sermayesi yatırım modeli esnek olarak düzenlenmiş, değişken sermaye yapısı, yatırımcıların sermaye piyasalarımıza erişimini kolaylaştırması, kolay fon toplama prosedürü ve kaldıraç etkisi, yatırımcılarına önemli vergi avantajları sağlaması ve alternatif yatırım araçlarının üstünde bir getiri imkânı sağlayabilme potansiyeli bulunması nedeniyle Türkiye'de kamu ve/veya özel sektör tarafından geliştirilecek yatırımların finansmanı için uygun bir yatırım aracıdır. Diğer taraftan, girişim sermayesi yatırımlarının nakit akımlarının belirsiz olması, hatta ilk yıllarda negatif olması, bu tür yatırımlar için kurulmuş firmaların veya girişimlerin fon kaynaklarını ciddi boyutlarda kısıtlamaktadır.

Şekil 5

Girişim Sermayesi Ek Destekleri Sınıflandırılması



Kaynak: www.işgirişim.com.tr'den uyarlanmıştır.

3.2. Girişim Sermayesi Yatırım Şirket Türleri

Girişim sermayesi yatırım konusunda uzman, profesyonel girişim sermayesi şirketleri aracılığı ile devamlılığı sağlanan bir sistemdir. Her ne kadar farklı ülke uygulamaları girişim sermayesi şirketlerini ortak bir payda temelinde sınıflandırmayı zorlaştırırsa da aşağıda en sık rastlanan girişim sermayesi şirketleri hakkında genel bilgiler sunulmuştur.

3.2.1. Özel Girişim Sermayesi Şirketleri

Girişim sermayesinin en büyük kaynağını oluşturan özel girişim sermayesi şirketleri; sigorta şirketleri, emeklilik fonları, şirketler, tasarruf sahibi bireyler ve yabancı sermayedarlar tarafından sağlanan fonlarla kurulur. Bu şirketler, kurumsallaşmış girişim sermayesi kaynaklarıdır. İlk uygulamaları genellikle aile şirketleri şeklinde olmakla beraber bugün büyük çoğunluğu girişim sermayesi yatırımlarından doğan büyük riski sınırlandırmak amacıyla limited şirket şeklinde örgütlenmiştir.

Limited şirketlerde yetkili ortak ve sınırlı ortak olmak üzere iki tür ortak bulunur. Yetkili ortak şirketi yönetme görevini üstlenirken tüm mal varlığı ile sorumlu olur, sınırlı ortak ise yalnızca koyduğu sermaye oranında sorumluluk taşır. Bu yapı sınırlı ortaklar için riski azaltırken, yetkili ortağa önemli bir yük yüklemesi nedeni ile girişim sermayesi sistemine uygundur. Yetkili ortak girişim sermayedarları, sınırlı ortaklar ise fon sağlayıcılarıdır (Zaimoğlu, 1995, 39'dan akt. Aypek, 1998, 43).

3.2.2. Finansal Kurumlara Ait Girişim Sermayesi Şirketleri

Ticari bankalar ve sigorta şirketleri gibi bazı finansal kurumlar kendi hukuki ve finansal koşullarına uygun olmayan girişim sermayesi yatırımlarını desteklemek üzere kendi girişim sermayesi şirketlerini kurabilirler. Türkiye'de Vakıfbank tarafından kurulan Vakıf Girişim A.Ş. ve Türkiye İş Bankası A.Ş. tarafından kurulan İş Girişim bu uygulamanın birer örneği olarak değerlendirilebilir (Zaimoğlu, 1995, 39'dan akt. Aypek, 1998, 43).

3.2.3. Büyük Şirketlere Ait Girişim Sermayesi Şirketleri

Finansal kurumlara ait girişim sermayesi yatırımlarını desteklemek üzere kendi alt şirketlerini kurabilirler. Bu şirketlerin işleyişleri ve yapıları daha önce bahsedilen kurumsal girişim sermayesi kapsamında tartışılan konulardır. Türkiye'de Koç Holding

tarafından kurulan Koç Bilgi Grubu bu uygulamaya örnek olarak gösterilebilir (Landström, 2007, 6).

3.2.4. Kamu Girişim Sermayesi Şirketleri

Kamu bazen girişimcilere doğrudan yatırım yapmak üzere girişim sermayesi şirketleri kurabilir. Bu şirketler kamu kurumları tarafından finanse ve kontrol edilir. Bu şirketlerin yönetimi ise genellikle kamu kurumlarından belirlenen devlet görevlileri tarafından yürütülür. Bazı durumlarda ise kamu özel sektör ile ortak olarak girişim sermayesi şirketleri kurabilir. Bir sonraki bölümde kamunun sisteme ne şekillerde dahil olabileceği detaylı bir biçimde aktarılmıştır (Landström, 2007, 6).

3.3. Yasal Çerçeve

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile girişim sermayesi yatırım ortaklıkları hukuk sistemine girmiştir. Yatırım ortaklıklarının ilgili tüm düzenlemeleri ayrıntıları ile Kurul Tebliğlerinde yapılmıştır. Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları anonim şirket olarak kurulur ve Sermaye Piyasası Mevzuatı'nda düzenlenmemiş tüm konularda, Türk Ticaret Kanunu'nun anonim şirketlere ilişkin düzenlemelerine uymakla yükümlüdürler.

Girişim sermayesi yatırım fonları, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun (Kanun) 54'üncü maddesi kapsamında III-52.4 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (Tebliğ) ile düzenlenmiştir.

Kurucu ile katılma payı sahipleri arasındaki ilişkiler kapsamında; Kanun'da, ilgili mevzuatta, içtüzükte, ihraç belgesi ve yatırımcı sözleşmesinde hüküm bulunmayan hâllerde 11/01/2011 tarihli ve 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu'nun 502 ilâ 514 üncü maddeleri ve 13/01/2011 tarihli ve 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun hükümleri kıyasen uygulanır.

“Tebliğ uyarınca, girişim sermayesi portföy yönetim şirketi dışındaki kurucuların yönetim kurulu üyelerinden en az birinin girişim sermayesi yatırımları konusunda en az beş yıllık tecrübeye sahip olması gereklidir”.

“Bu kurucular nezdinde ayrıca dört yıllık yükseköğrenim görmüş ve girişim sermayesi yatırımları konusunda en az beş yıllık tecrübeye sahip bir kişi ve genel müdür ile yukarıda belirtilen yönetim kurulu üyesinin yer aldığı en az üç kişilik bir yatırım komitesinin oluşturulması zorunludur”.

Tebliğdeki Yatırım Sınırlamaları

Portföy Sınırlamaları

“Fonun toplam değerinin en az %80’inin bir veya birden fazla girişim sermayesi yatırımından oluşması zorunludur”.

“Fonun, bir hesap dönemi içinde KOBİ Yönetmeliği’nde yer alan nitelikleri sağlayan girişim şirketlerine doğrudan yaptığı yatırımların, fon toplam değerinin %10’unu geçmesi halinde, yukarıdaki maddede belirtilen yatırım sınırı %51 olarak uygulanır”.

Kurucu/Yöneticinin Fona Yatırım Yapması

“Kurucu ve yöneticinin fona yatırım yapmasına ilişkin mevzuattan kaynaklanan bir engel bulunmamaktadır”.

“Katılma payları, Fonun katılma payı sayısının %20’sini aşmayacak şekilde kurucu tarafından kendi portföyüne alınabilir”.

Fon Yatırımcılarına Sunulan Vergi Avantajları

Kurumsal Yatırımcılar için Kurumlar Vergisini Erteleme İmkânı

1. Kurumlar vergisi mükellefleri tarafından ilgili dönem kazancının veya beyan edilen gelirin en fazla %10’u, toplamda ise öz sermayenin %20’si, ‘girişim sermayesi fonu’ olarak ayrılır.
2. İstisnadan yararlanmak için, fonun ayrıldığı yılın sonuna kadar girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına veya fonlarına yatırım yapılması gerekmektedir.
3. Pasifte özel bir fon hesabına alınacak olan tutar, bu işlemin gerçekleştiği tarih itibariyle sahip olduğu değer üzerinden kurumlar vergisi matrahı tespit edilirken indirim olarak dikkate alınacaktır.
4. Yatırımların satılması halinde 6 ay içinde aynı mahiyette yatırım yapılması gerekmektedir. Başlangıçta sağlanan vergi teşviki şartların kaybedildiği dönemde geri ödenecektir.

Fondan Ayrılma Esasları

Katılma Paylarının Fona İadesi

“Katılma payları sadece fon süresinin sonunda fona iade edilebilir”.

“Yatırımcılar adına satım talimatları Kurucu tarafından oluşturulur; yatırımcı tarafından ayrıca satım talimatı verilmez”.

“Katılma paylarının bedeli fon süresinin sonunu takip eden en geç 60. iş gününde yatırımcılara ödenir”.

“Fon süresinden önce yatırımlardan çıkış olması, fon alacaklarının tahsil ve sonrasında borçlarının ödenmesi sonucu nakit fazlası oluşması durumunda, Kurucu Yönetim Kurulu kararı ile oluşan nakit fazlası katılma payı sahiplerine katılma payı iadesi yapılmak da dâhil olmak suretiyle payları oranında dağıtılabilir”.

Fonun Tasfiye Süreci

“ Fon süresinin son 2 yılını oluşturan tasfiye döneminde yatırımcılar pay alım ve satım talebinde bulunamaz”.

“Fonun varlıklarının satışı, alacaklarının tahsili ve borçlarının ödenmesi sonucu nakit fazlası oluştuğça, oluşan nakit fazlası pay sahiplerine payları oranında dağıtılır”.

“Tüm pay sahipleri Kurucu tarafından kendileri için belirlenmiş olan tutar kadar satım talimatı vermiş kabul edilir”.

3.4. Girişim Sermayesi Fon Kaynakları

Önceki kısımlarda bahsedildiği üzere girişim sermayesi şirketleri farklı kaynaklardan topladığı fonları kullanmaktadır. Bu fon kaynakları temel olarak şunlardır:

- Bireysel tasarruflar
- Finansal kurumların fonları (bankalar, sigorta şirketleri vb.)
- Şirketler
- Emeklilik fonları
- Yabancı yatırımcıları
- Diğer kaynaklar

Risk sermayesi fon finansmanı doğrudan ya da dolaylı olarak gerçekleştirilebilmektedir. Firmaları doğrudan finanse eden bireysel yatırımcılar melek yatırımcı olarak

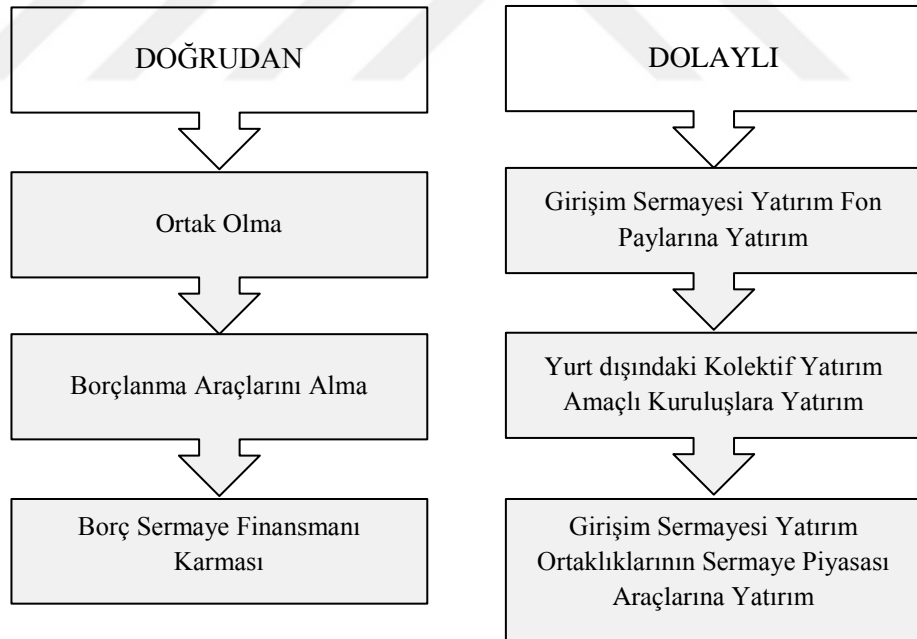
adlandırılmaktadır. Firmaların finansmanının fonlar vasıtası ile gerçekleştirilmesi ise dolaylı finansman örneğidir.

Dolaylı finansman yönteminde Şekil 6’da yer verilen kaynaklardan sağlanan fonlar risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve fonlarında değerlendirilmektedir. Bazı risk sermayesi fonları belirli bir sektör odaklı olarak yatırım tercihi oluşturabilmektedir. Bu noktada, yatırım yapılmak istenen sektör ve firma büyüklüğü ile ilintili olmak üzere; öncelikle gerekli fon büyüklüğü belirlenir.

Yatırımın risk taşıması ve uzun süreli kaynak aktarımı gerektirmesi nedeniyle risk sermayesi fon yatırım kararları makroekonomik ve mikroekonomik yatırım ortamına yüksek oranda bağımlılık sergilemektedir. Risk sermayesi yatırım fonunun büyüklüğü alternatif veya daha risksiz yatırım araçları karşısındaki göreceli getirisi, siyasi istikrar ve uluslararası piyasaların durumundan etkilenmektedir.

Şekil 6

Girişim Sermayesi Yatırım Yöntemleri



Kaynak: www.işgirişim.com.tr’den uyarlanmıştır.

3.5. Girişim Sermayesi Fon Kullanımları

SPK tanımıyla, girişim sermayesi yatırım fonu portföy yönetim şirketleri ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri tarafından inançlı mülkiyet esasına göre

yönetilmek üzere nitelikli yatırımcılardan katılma payları karşılığında toplandığı, tüzel kişiliği olmayan bir malvarlığı/para havuzudur. Fona ilişkin katılma paylarının nitelikli yatırımcılar arasında devredilmesi mümkündür.

Fon Kurucusu'nun ele aldığı konular incelendiğinde,

“... nitelikli yatırımcıların bir defada veya farklı tarihlerde ödenmek üzere, fona kaynak taahhüdünde bulunmalarını talep eder. Nitelikli yatırımcılardan alınacak toplam kaynak taahhüdü tutarı asgari 5.000.000 TL olup, bu tutara ihraç belgesinde yer verilir. Katılma paylarının nitelikli yatırımcıya satışına başlandığı tarihi müteakip en geç bir yıl içinde asgari kaynak taahhüdü tutarının tahsil edilmesi zorunludur...”

Kaynak taahhütlerinin ödeme esaslarına ilişkin olarak fon ve nitelikli yatırımcılar arasında bir yatırımcı sözleşmesi akdedilir. Kaynak taahhütlerinin ödenme planına, alt ve üst limitlerine, kaynak taahhütlerinin yerine getirilmemesi halinde kurucu tarafından alınabilecek tedbirlere bu sözleşmede yer verilir” (www.spk.org.tr).

Girişim sermayesi yatırım fonu malvarlığı kurumsal yönetim ilkelerine uyumlu, dinamik olan, hızla büyüyen ve yüksek kâr potansiyeline sahip projelere yatırım yapmaktadır.

Bu yatırımlar yapılırken know-how sahibi şirketlere yatırım yapılması, projenin fizibilite raporunun gerçekçi ve fon içtüzüğü ile uyum göstermesi, yatırımın mevzuata tam uyum göstermesi gerekmektedir.

Yatırım süresince ödenecek kar payı ve yatırımdan çıkışında oluşabilecek menkul kıymet değer artışı kaynaklı gelirlerin elde edilmesi, buna mukabil portföy yönetim ücreti, performans ücreti, portföyünün ile ilgili diğer yasal ve danışmanlık giderlerinin ödenmesi beklenmektedir.

Yasal mevzuat gereği, fon malvarlığı, kurucu ve yöneticisinin malvarlığından ayrı olarak takas otoritesi nezdinde saklanmaktadır.

SPK Kanunu gereğince bahsi geçen fona ait malvarlığının korunması kanun ile güvence altına alınmış olup, bu malvarlığı rehnedilemez, teminat gösterilemez ve haczedilemez.

Diğer taraftan şeffaflığın ve güvenilirliğin tesis edilmesi amacıyla fonların kurucu, yönetici ve saklayıcılarının fon ile ilişkili hesap ve tüm işlemleri bağımsız denetim kuruluşları denetimi ve SPK denetim ve gözetimi altındadır.

Fonlar, SPK mevzuatında belirtilen aşağıda belirtilen işler haricindeki işlerle uğraşmazlar.

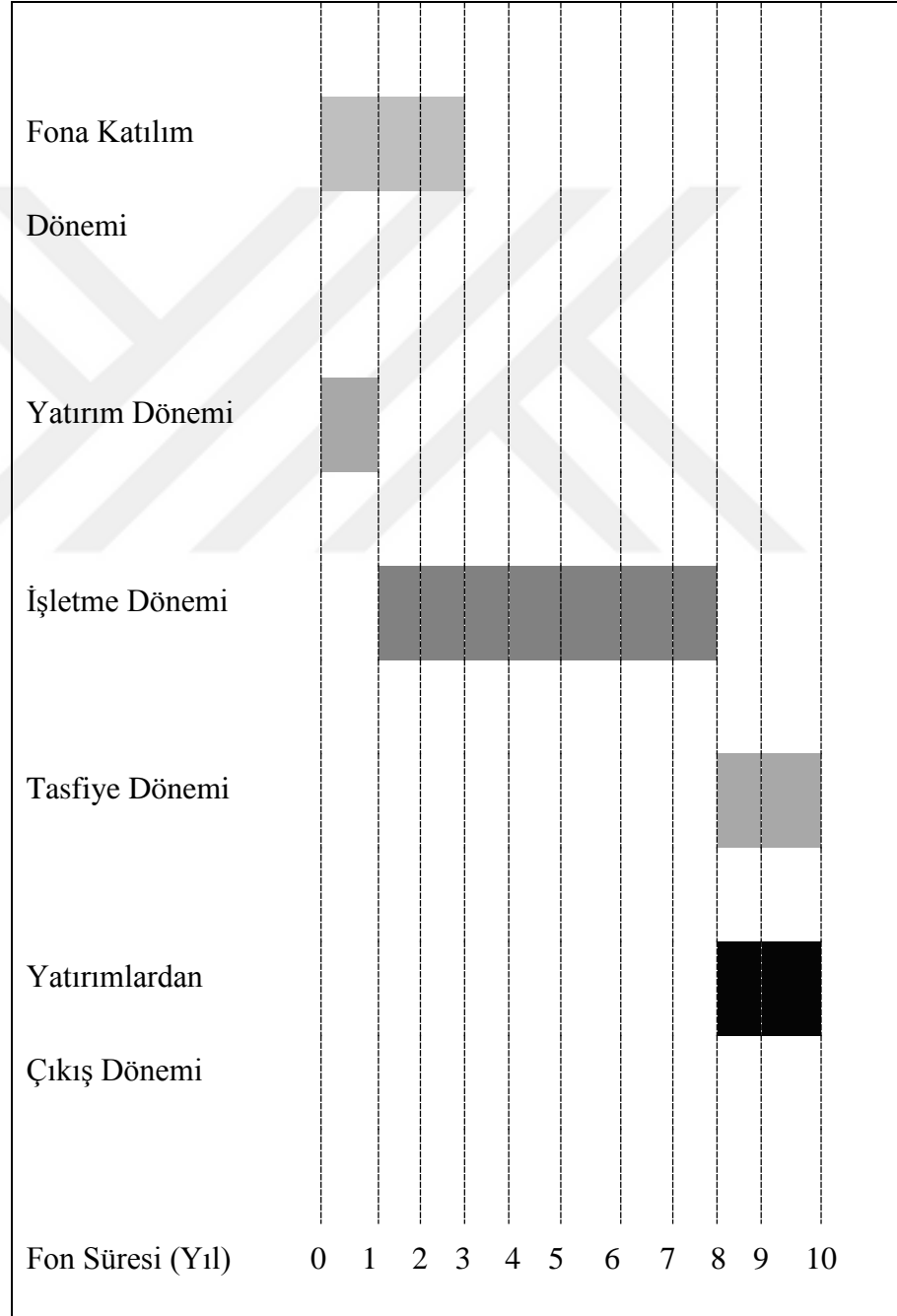
- Girişim sermayesi yatırımları,
- Özelleştirme kapsamında olanlar dâhil Türkiye’de kurulmuş olan anonim şirket ortaklıklarına ait paylar, özel kesim ve kamu kesimi borçlanma araçları,
- Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen, yabancı özel sektör ve kamu borçlanma araçları ve anonim ortaklık payları,
- Vadeli mevduat ve katılma hesabı,
- Yatırım fonu katılma payları,
- Repo ve ters repo işlemleri,
- Varantlar ve sertifikalar,
- Kira sertifikaları ve gayrimenkul sertifikaları,
- Takasbank para piyasası işlemleri,
- Türev araç işlemlerinin nakit teminatları ve primleri
- Kurulca uygun görülen özel tasarlanmış yabancı yatırım araçları ve ikraz iştirak senetleri,
- Kurulca uygun görülen diğer yatırım araçları.

Yatırım sınırlaması ile ilgili olarak ise fondan elde edilen toplam değer en düşük %80 oranında bir ya da daha fazla girişim sermayesi yatırımdan oluşturulması zorunludur. Hesap dönemine ait, küçük ve orta ölçekli şirketlere direkt olarak yapmış olduğu yatırımların değerinin %10’unu geçmesi durumunda bu oran %51 olarak uygulanır.

Yatırım süresinden bağımsız olarak girişim sermayesi yatırım fonun içtüzüğünde belirtilen sürenin sonunda sona erer.

Tipik bir girişim sermayesi yatırım fonu için fizibilitesini onayladığı bir proje yatırımına ilişkin makul çıkış olanakları Şekil 7’de gösterilmiştir.

Şekil 7
Girişim Sermayesi Fon Kullanım Süreci



Kaynak: www.akgirisim.com'dan uyarlanmıştır.

3.6. Yatırım Ortaklıkları

Yatırım Ortaklıkları, kayıtlı sermaye esasıyla anonim şirket şeklinde kurulan, organize ve tezgahüstü piyasalarda faaliyet gösteren sermaye piyasası araçları ile altın gibi kıymetli madenler portföylerinin işletilmesi ile işgal eden kuruluşlardır. Bir portföy yönetim şirketi olması nedeniyle küçük yatırımcıların birikimlerini inançlı mülkiyet esasıyla bir havuzda toplayarak menkul kıymet yatırımlarına yönlendirmektedir. Bu yatırımlardan elde edilen getiriler ise tasarruf sahiplerine payları oranında dağıtılmaktadır (www.euroyatirimortakligi.com).

Diğer ortaklık yapılarından farklı olarak, yatırım ortaklıklarının yatırım alanı yalnızca sermaye piyasası araçları ile altın gibi kıymetli madenlerden meydana gelen bir portföye yatırım yapılmasına imkân sağlayacak şekilde daraltılmıştır.

Profesyonel yönetim anlayışının benimsendiği yatırım ortaklıklarında menkul kıymet çeşitlendirmesi ve olası yatırım risklerinin azaltılmasının yanı sıra bireysel yatırımlara kıyasla daha etkin getiri sonuçları elde edilebilmektedir.

Bu nedenle, yabancı ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de yatırım ortaklarının kuruluşu ve geliştirilmesi vergi teşvikleri yoluyla desteklenmeye çalışılmıştır (www.euroyatirimortakligi.com).

3.7. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

SPK tanımına göre Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları (GSYO), kayıtlı sermayeli olarak kurulan ve çıkarılmış sermayelerini esas olarak girişim sermayesi yatırımlarına dönüştüren şirketlerdir.

Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları yatırımların gerçekleşmesinde kullanılan araçlardandır. Girişim sermayesi yatırımını kişiler ya da herhangi bir şirket yapabilmektedir.

Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları kurumsal yatırımcı ve sermaye piyasası kurulu özelliği taşımaktadır. Bu nedenle girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının yapmış olduğu faaliyetlerde SPK mevzuatına uyum sağlaması gerekmektedir (<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/16/5>).

Girişim sermayesi yatırımlarını iki gruba ayırırsak ilki doğrudan ve dolaylı olarak şirkete ortak olunması diğeri ise girişim şirketlerine ait olan borçlanma araçlarının satın alınması olarak ele alınmaktadırlar (<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/16/5>).

Girişim şirketlerinin hisse senetlerinin satın alması doğrudan ortaklığı meydana getirir. Girişim Sermayesi Yatırım Ortakları dolaylı olarak girişim şirketlerine ortak olabilmeyi tercih edebilmektedirler. Bunu yurt içinde kurulu özel amaca hizmet eden şirketler ile yani holdingler aracılığı ile yurt dışında gerçekleştirmek isterler ise girişim sermayesi fonları sayesinde gerçekleştirebilmektedirler.

Dolaylı yapılar yurt içinde ya da yurt dışında kurulmuş olsun, kuruluş amaçları sadece yurt içinde kurulmuş olan girişim şirketlerine yatırım yapmak olmalıdır (<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/16/5>).

3.8. Türkiye’de Girişim Sermayesi Kavramı ve Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

Bu kısma kadar genel çerçevesi çizilmiş olan girişim sermayesi yatırımları, her ülkede farklı özellikler sergilemekte, farklı yasal düzenlemelere ve düzenleyicilere tabi bulunması, bu otoriteler arasında yapısal ve yetkisel farklılıklar nedeniyle farklı getiri potansiyeli taşımaktadır. Bu kısımda Türkiye’de “girişim sermayesi” kavramının tarihsel gelişimine ve bu alanda faaliyet gösteren şirketlerin kısa bir tanıtımına yer verilecektir.

Türkiye’de KOBİ’lerin korunması, desteklenmesi ve teşviki planlı dönem ile başlamıştır. Özellikle İkinci Beş Yıllık Kalkına Planı döneminde özel teşebbüsün teşviki politikası benimsenmiş ve bu çerçevede çeşitli tedbirler alınması gerekli görülmüştür (DPT, 1968, 116-118).

Finansal bir çözüm olarak girişim sermayesi ise ilk kez 1980’li yılların ortalarında gündeme gelmiştir. 1984 yılında Ekonomik İşler Yüksek Koordinasyon Kuruluna bağlı, bütçe dışı bir fon olan “Geliştirme ve Destekleme Fonu”nun kurulması ile girişim sermayesine ilişkin ilk adım atılmıştır. Bu fon ile AR-GE projelerinin finansmanı Halk Bankası kanalıyla desteklenmiştir (Canbaş, 1992, 72).

Bu gelişmeyi takiben 1986’da girişim sermayesi ile ilgili çalışmalar yürütülmüş ve bu çalışmalar sonucunda 1988’de “İşsizlikle Mücadele ve İstihdam Geliştirme Yüksek

Koordinasyon Kurulu” kurulmuştur. Kurulun en önemli faaliyetlerinden biri girişim sermayesi sisteminin oluşturulmasını temin etmek üzere Teşebbüs Destekleme Ajansı (TDA)’nın kurulmasıdır (Zaimoğlu, 1995, 191’den akt. Tuncel, 1996, 120).

TDA’lar esasen Türkiye’ye özgü olmayan, dünyada çeşitli uygulama örnekleri bulunan, kişilerde girişimcilik arzularını uyandırma ve girişimcilik arzusu bulunan kişileri ve KOBİ’leri destekleme amacı güden kurumlardır (Titiz, 2001, 2).

Türkiye’deki uygulamada ise TDA’nın amacı özellikle yeni teknoloji alanlarında faaliyet gösteren girişimciye teknik, idari, yönetsel ve finansal konularda destek vermek olmuştur. TDA, istihdam geliştirmeye yönelik araçları araştıran ve pilot uygulamalar yapan bir vakıf olan İş Vakfı’na ait ticari bir şirket olarak kurulmuştur. Ancak incelendiğinde daha çok bir vakıf gibi faaliyet gösterdiği, yalnızca teknik ve idari konularda girişimcilere destek olduğu, girişim sermayesi şirketi fonksiyonlarını tam anlamı ile yürütemediği görülmektedir (Zaimoğlu, 1995, 191’den akt. Tuncel, 1996, 120).

1988-1989 döneminin siyasi ve ekonomik koşulları nedeniyle TDA’nın faaliyetleri durmuş ve girişim sermayesi sisteminin oluşturulmasına yönelik çalışmalar 1991 yılına kadar askıya alınmıştır. Bu yıl yeniden başlatılan çalışmalar, orta ve küçük ölçekli sanayinin geliştirilmesini ve yeni teknolojilerin uygulanmasını teminen girişim sermayesi kurumunun oluşturulmasına yönelik bir tedbir ile politika belgelerinde yerini almıştır (DPT, 1991, 117). Aynı yıl açıklanan “Ekonomi Paketi”nde de girişim sermayesi ilgili konulara yer verilmiştir (Zaimoğlu, 1995, 191’den akt. Tuncel, 1996, 122).

Bu pakette yer alan tedbirler doğrultusunda 1993 yılında Halk Bankası’na Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı tarafından tahsis edilecek 500 milyar TL’lik fonun girişim sermayesi için kullanılması öngörülmüştür ancak bu proje gerçekleştirilememiştir.

Türkiye’de girişim sermayesi sektörünün gelişimi yolunda atılan en büyük adım 1993 yılında SPK tarafından hazırlanan Girişim Sermayesi Yatırım Ortakları’na (GSYO) İlişkin Esaslar Tebliğinin yürürlüğe girmesidir. Bu Tebliğ ile girişim sermayesi sektörüne yönelik ilk kez yasal bir düzenleme yapılmıştır. Fakat yayınlanan tebliğ istenen sonucu doğurmamıştır.

1998 yılına gelindiğinde tebliğ kapsamında kurulan yalnızca bir GSYO olması değişiklik ihtiyacının habercisi olmuştur. Bu kapsamda 1998 yılında Tebliğde değişikliğe gidilmiştir. Aynı şekilde Tebliğ, 2003 yılında geçirdiği köklü revizyondan sonra da değişikliklere uğramıştır (DPT, 1996, 71-76).

Girişim sermayesi, kalkınma planlarında özellikle olarak ilk kez Yedinci Beş Yıllık Kalkınma Planında (1996-2000) geniş yer verilen “Bilim ve Teknolojide Atılım Projesi” başlığı altında zikredilmiştir. Mevcut durum bölümünde o güne kadar girişim sermayesi sisteminin tesisi ve devamı için kurumsal yapılar geliştirilemediği tespit edilerek, girişim sermayesi uygulamasının destekleneceği belirtilmiştir (DPT, 1996, 71-76).

Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planında (2001-2005) “KOBİ’lerin Geliştirilmesi” ve “Bilim ve Teknoloji Yeteneğinin Geliştirilmesi” başlıkları altında sistemin gelişmesini sağlayacak düzenlemelerin yapılması öngörülmüştür (DPT, 2001, 153-156).

Dokuzuncu Kalkınma Planında (2007-2013) ise küçük ve orta ölçekli işletmelerin finansman aracına erişiminin kolaylaştırılması amacıyla bölgede bulunan yatırım ortamının iyileştirilmesine hizmet edecek araç olarak kullanılabilmesi, öncelik verilen politikalar arasında yerini almaktadır. Bu sayede rekabet gücünün artırılarak bölgesel gelişimin hızlanması planlanmaktadır (DPT, 2007, 66, 92). Bu yıllardan sonra aralıklarla girişim sermayesi gündeme gelmiş ancak bir site kurgusu tasarlanabilmesine olanak verecek yoğun çalışmalar yürütülemediği görülmüştür.

Girişim sermayesi konusunda Türkiye’de yapılmış en kapsamlı çalışmalardan biri Zaimoğlu tarafından kaleme alınmıştır. Zaimoğlu (1995), konuyu farklı yönleri ile ele alarak girişim sermayesinin toplumun yaratıcılık gücünü ve sanayileşme olduğunu vurgulamıştır. Çalışmada dikkat çekilen bir diğer nokta, girişim sermayesi sisteminin Türkiye’ye uygun bir yapı ile adapte edilmesi gerekliliğidir (Zaimoğlu, 1995, 191’den akt. Tuncel, 1996, 122).

Masun’un (1995) Türkiye’de girişim sermayesi yönetiminin yaygınlaşması önündeki engelleri şu şekilde s kategorize etmiştir:

- İleri teknoloji ve patent içeren proje eksikliği,
- Kaynak eksikliği – özellikle riskli projelere kaynak ayrılmaması,

- Yetersiz Ar-Ge yatırımları,
- Ekonomik konjonktür,
- Yeterli sayıda danışmanlık yapabilecek aracı firma bulunamaması,
- Yatırım bankacılığın gelişmemiş olmaması.

Masun'un çözüm önerileri ise patent ve Ar-Ge gibi konularda ilgili yasaların çıkarılması ve çeşitli garanti destek ve yardım programlarının düzenlenmesi odaklıdır (Masun, 1995, 215).

Yukarıda bahsedilen gelişmelerden de görüleceği üzere girişim sermayesi kavramı Türkiye'de de gelişme şansı bulmuştur. SPK web sitesi incelendiğinde Kurul kaydı yapılmış 12 adet şirketin bilgilerine erişilebilmektedir. Tablo 5'te bu şirketlere ilişkin listeye yer verilmiştir.

Tablo 5
Türkiye'de Faaliyet Gösteren Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

| Ünvanı | Web Adresi |
|---|--|
| Alesta Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi | www.alestagirisim.com/?page_id=125 |
| Doğuş SK Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi | |
| Egeli-Co Tarım Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi | www.eglyo.com/ |
| Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi | www.gozdegirisim.com/YatirimciIliskileri.aspx |
| Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi | www.hedefgirisim.com.tr |
| HUB Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi | www.gedikgirisim.com/form/SurekliBilgilendirmeFormu.aspx |
| İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi | www.isgirisim.com.tr/docs/spk/spk.html |
| Kobi Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi | www.kobias.com.tr/ |
| Öncü Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi | www.oncugsyo.com.tr |
| Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi | www.rheagirisim.com.tr/files/rhea/rg.html |
| SNK Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi | |
| Verusatürk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi | www.verusaturk.com/ |

Kaynak: <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/SirketIletisim/List/rsyo>

Bu şirketlerden 7 tanesinin payları ise Borsa İstanbul'da işlem görmekte ve mali verileri ve finansal durum açıklamaları Kamu Aydınlanma Platformu (KAP)'nda açıklanmaktadır. Borsaya kote şirketler listesi aşağıda yer almakta olup bu şirketlerin kısa tanıtımlarına da izleyen alt bölümlerde değinilmiştir (www.kap.gov.tr).

- Egeli & Co. Tarım Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi
- Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi
- Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi
- HUB Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi
- İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi
- Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi
- Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi

3.8.1. Egeli & Co. Tarım Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

1994 yılında kurulmuş olan şirket Türkiye'deki ilk tarım konulu girişim sermayesi şirkettir. **“EGCYO” veya “EGC” Tarım Girişim olarak da bilinen şirket 2004 yılında** Egeli & Co. Finansal Hizmetler Grubu bünyesine katılmıştır.

Türkiye'de giderek yok olan doğal kaynaklar, gıdalar ve doğal çevreye dayalı ortaya çıkan hastalıklar ilerleyen yıllarda toplumun geleceğini ilgilendiren en önemli alan olan gıdaların temin edilmesi olacağını belirtmekte ve buna bağlı olarak tarım sektörünün önemini vurgulamaktadır.

Tablo 6

Egeli & Co. Tarım Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Yatırım Portföyü

| YATIRIM YAPILAN ŞİRKET | YATIRIM ORANI |
|---|----------------------|
| Batı Tarımsal Yatırımlar A.Ş. | %100 |
| Doğa Tarım Hayvancılık Gıda Pazarlama Sanayi Tic. A.Ş | %100 |
| Tolina Tarım Hayvancılık ve Gıda Ürünleri Tic. ve San. AŞ | %43,61 |
| Yaprak Süt ve Besi Çiftlikleri San. Ve Tic. A.Ş | %5,63 |

Kaynak: <http://www.egcyo.com/tr>

Konum itibari ile ele alındığında Türkiye’de tarımsal avantajların yanı sıra, teşvikler, artmakta olan yatırım potansiyelleri ve yapısal dönüşümler sayesinde sektörü bu alana yönelik çalışmalara yönlendirmiştir.

Egeli Co Tarım Girişim, ekime uygun arazi alanına yatırım yaparak ülke ekonomisi adına önemli katkılar sağlamayı hedeflemektedir. Tablo 6’da Egeli & Co. Tarım Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.’nin yatırım portföyüne ait veriler gösterilmektedir.

3.8.2. Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

22 Ocak 2010 tarihinde kurulan şirket, ilk olarak Gözde Finansal Hizmetler A.Ş. ticari unvanıyla daha sonra 2011 yılının Temmuz ayı itibariyle Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. adını alarak faaliyetlerine devam etmiştir.

Tablo 7

Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Yatırım Portföyü

| YATIRIM YAPILAN ŞİRKET | YATIRIM ORANI |
|--|----------------------|
| Şok Marketler Ticaret A.Ş. | %22,94 |
| Flo Mağazacılık ve Pazarlama A.Ş. | %11,5 |
| Kümaş Manyezit Sanayi A.Ş. | %51 |
| Makina Takım Endüstrisi A.Ş. | %87,03 |
| Azmüsebat Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş. | %97,61 |
| Sebat Çakmak Sınai ve Tüketim Malları Sanayi ve Ticaret A.Ş. | %100 |
| Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret A.Ş. | %54,3 |
| Türkiye Finans Katılım Bankası A.Ş. | %10,57 |
| AlBaraka Türk Katılım Bankası A.Ş. | < %1 |
| Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş. | < %1 |
| İsmet Ambalaj Yatırımları A.Ş. | %100 |

Kaynak: <http://www.gozdegirisim.com.tr>

Şirket; gelişme potansiyelinde olan ve kaynak ya da yapılandırma gereksinimi duyan gıda dışı şirket ve projelere, yatırım yapmak amacıyla kurulmuştur. Faaliyetlerini bu

hedef doğrultusunda yürütmektedir. Halka açık olan şirket, Borsa İstanbul A.Ş.'de GOZDE koduyla işlem görmektedir. Tablo 7'de Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin yatırım portföyüne ait verilere gösterilmektedir.

3.8.3. Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Şirket, yüksek gelişim potansiyelini bünyesinde barındıran yeni pazarlar, yeni ürün ya da yeni teknoloji, yeni bir üretim süreci ya da yeni bir hizmet şekli tasarlayan vizyonu geniş girişimcilerin yenilikçi projelerine yatırım yapmaktadır. Bunun yanı sıra rakiplerine kıyaslı ürün ya da hizmet açısından daha avantajlı olan fakat finansman darlığı ve kapasite eksikliği bulunan KOBİ'lere destek sağlamaktadır.

Bu amaçla iş melekleri ve girişim sermayesi modellerinin geliştirilmesine yönelik gerekli altyapı çalışmalarının yürütülmesinde yer almaktadır.

Tablo 8'de Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin yatırım portföyüne ait veriler gösterilmektedir.

Tablo 8
Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Yatırım Portföyü

| YATIRIM YAPILAN ŞİRKET | YATIRIM ORANI |
|-----------------------------------|----------------------|
| Afyon Jeotermal Yatırımlar A.Ş. | % 97,5 |
| Seyitler Kimya Sanayi A.Ş. | % 57,27 |
| MCT Danışmanlık A.Ş. | % 38,9 |
| Ekohesap Bilgi Teknolojileri A.Ş. | % 0 |

Kaynak: [http:// www.hedefgirisim.com.tr](http://www.hedefgirisim.com.tr)

3.8.4. HUB Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

HUB Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş 25.09.2006 (Marbaş B Tipi Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı A.Ş. unvanı ile kurulmuştur.

30.04.2012 tarihinden itibaren Gedik Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı'na, 21.05.2012 tarihinden itibaren HUB Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı'na dönüşmüştür.

Faaliyet konusu Türkiye’de kurulmuş veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı olan girişim şirketlerine uzun vadeli yatırımlar yapmaktır.

HUB Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı, Gedik Yatırım lider sermayedarlığında, payları Borsa İstanbul AŞ’de işlem gören bir Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı’dır.

Tablo 9’da HUB Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.’nin yatırım portföyüne ait veriler gösterilmektedir.

Tablo 9
HUB Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Yatırım Portföyü

| YATIRIM YAPILAN ŞİRKET | YATIRIM ORANI |
|---|----------------------|
| STRS Teknoloji Yatırım A.Ş | % 100 |
| Yedi70 Sağlık ve Danışmanlık ve Ticaret AŞ | % 10 |
| Segmentify Yazılım AŞ | % 12 |
| Dinç Oyun ve Uygulama Yazılım Ticaret AŞ | % 12 |
| Gerçeklik Teknoloji Sanayi Yazılım Reklam Prodüksiyon Tic. A.Ş. | % 8,85 |
| Moderasyon Bilişim Sanayi ve Ticaret AŞ | % 15 |
| BB Mekatronik Bilişim Sanayi ve Ticaret AŞ | % 17 |
| Genz Biyo Teknoloji AŞ | % 17,79 |
| Tim Akıllı Kıyafetleri ve Bilişim Teknolojisi AŞ | % 12,3 |
| Kimola Veri Teknikleri A.Ş. | % 5,8 |

Kaynak: [http:// www.gedikgirisim.com.tr](http://www.gedikgirisim.com.tr)

3.8.5. İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

İş Girişim Sermayesi, büyüme potansiyeli barındıran iş sahalarında, büyüme göstermeye başlayan orta büyüklükteki şirketlere ortak olmaktadır. Bu finansman ve katma değer sağlayan şirketler akıllı sermayeyi temsil etmektedirler.

İş Bankası Grubu bünyesinde girişim sermayesi fonu kurmaya karar vererek bu kararın olgunluk kazanması ile Dünya Bankası’ndan da destek alarak 2000 yılında kurulmuştur.

Büyüme potansiyeline sahip KOBİ'leri, sermaye gereksinimlerini karşılayarak gelişimleri süresinde desteklemekte olup girişimcilere büyüme finansmanı sağlamaktadır. Bunun yansısı girişimcilere kurumsallık, strateji belirleme, etkinlik, verimlilik ve iyi yönetim gibi ana alanlarda iyileştirmeler sunmaktadır. Girişimcileri ve sermaye unsurunu birbirleri ile ilişkilendirmektedir. Burada hedef ortak oldukları şirketlerin piyasa değerini arttırmaktır.

2004 yılından bu yana borsaya kote bir şirket olarak yatırımcılara şirket faaliyetlerine ortak olabilmeleri için imkan sağlamaktadır.

İş Girişim Sermayesi olarak yapılan yatırımlar ve yatırım oranları Tablo 10'da verilmiştir.

Tablo 10
İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Yatırım Portföyü

| YATIRIM YAPILAN ŞİRKET | YATIRIM ORANI |
|-------------------------------|----------------------|
| Tatil Budur | %20 |
| Radore | %25,50 |
| İstanbul Yiyecek İçecek Grubu | %83,57 |
| Toksöz Spor | %88,27 |
| Ortopro | %90,63 |
| Nevotek | %89,72 |
| Aras Kargo | %20 |
| Havaş | %6,7 |
| Frik İlaç | %20 |
| Türkmed | %25,78 |
| ODE | %17,24 |
| Beyaz Filo Kiralama | %15,68 |
| Tüyap | %29,75 |
| STEP,Stepevi | %33,33 |
| Cinemars | %66,28 |
| ITD | %34,98 |

Kaynak: <http://www.isgirisim.com.tr>

3.8.6. RHEA Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

1996 yılında T. Vakıflar Bankası liderliğinde kurulmuş olan Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi Türkiye’deki faaliyet alanlarından rekabet avantajına sahip şirketlere, büyüme potansiyeli olan sektörlerde, ekonomiye katkı sağlayacak projelerini ortaya koyup gerçekleştirebilmeleri için sermaye katkısı ve yönetim bilgisi sağlamak, sahip olduğu kaynakları devreye sokmak; girişimcilerin bilgi, deneyim ile tecrübelerinden faydalanmasını sağlamak, bununla birlikte etkin bir portföy yönetimi ve örnek kurumsal yapısı ile hisse sahiplerine fazlaca getiri sağlamayı hedeflemektedir.

Vakıf GSYO A.S. “Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.” adı ile faaliyetine başlamıştır.

Şirket 250.000 TL başlangıç sermayesi ile kurmuştur.2000 yılının Mayıs ayında bu oran halka arz edilen hisseler ile birlikte 500.000 TL’na çıkmıştır.

Daha sonra 2001 yılının Ocak ayında ise 90.000 TL’na yükselmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu Mevzuatında 05.07.2004 tarihinde yapılmış olan değişiklik ile şirketin adı Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. olarak değişime uğramıştır.

Vakıf Girişim, Vakıfbank Katılımı ile gerçekleşen faaliyet zamanı içinde 600 civarında şirketin proje başvurusunu almış olup bu şirketler içerisinde seçilmiş olan 3 şirkete yatırım yapmıştır. Bu yatırımlarını ise 2007 ve 2008 yıllarında Vakıf Girişim tasfiye etmiştir

11.12.2009 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulunun gerekli olan bütün onayları vermesi ile Vakıf Bankın 2009 yılında belirlediği strateji sayesinde satışa çıkarılan imtiyazlı hisse senetleri ile birlikte rekabet ortamında ihale sürecine girmiştir. 18.08.2009 yılında Rhea Grubu tarafından hisse satış anlaşması ile hisse senetleri devredilmiştir.

Vakıf Girişim, Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı adı ile kurulmuş olan Türkiye’de ilk olan sektörün kurulmasında çok önemli bir yere sahiptir.2010 yılının ilk zamanlarında ismini yani unvanını RHEA GSYO (Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı) olarak değiştirmiştir.

RHEA Girişim sermayesinin yatırım ortağı olarak yatırım yapılan şirketler ve RHEA girişim payları tabloda gösterilmiştir. Tablo 11’de RHEA Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.’nin yatırım portföyüne ait veriler gösterilmektedir.

Tablo 11

RHEA Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Yatırım Portföyü

| YATIRIM YAPILAN ŞİRKET | RHEAGİRİŞİM PAYI |
|--|-------------------------|
| Netaş Telekomünikasyon A.Ş. | % 19,79 |
| Netsafe Bilgi Teknolojileri A.Ş. | % 100 |
| RML Lojistik ve Denizcilik Hizmetleri A.Ş. | % 100 |

Kaynak: <http://www.rheagirisim.com.tr>

3.8.7. Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı, 9 Ocak 2012 tarihinde Verusa Holding tarafından kurulmuş bir girişim sermayesi şirkettir. Borsa İstanbul'da (BİST) şirket payları VERTU kodu ile işlem görmektedir.

Tablo 12'de Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin yatırım portföyüne ait veriler gösterilmektedir.

Tablo 12

Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Yatırım Portföyü

| YATIRIM YAPILAN ŞİRKET | YATIRIM ORANI |
|--|----------------------|
| Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.Ş. | %39 |
| Pamukova Elektrik Üretim A.Ş. | %49 |
| Enda Enerji Holding A.Ş. | %4,15 |
| İklimya Elektrik Üretim A.Ş. | %51 |

Kaynak: <http://www.verusaturk.com.tr>

BÖLÜM 4: TÜRKİYE’DE GİRİŞİM SERMAYESİ ŞİRKETLERİNİN AKTİF KARLILIĞININ SANAYİ ÜRETİM ENDEKSİYLE İLİŞKİLENDİRİLMESİNE İLİŞKİN BİR UYGULAMA

Çalışmanın ilk üç bölümünde oluşturulan kavramsal çerçeve kapsamında girişim sermayesi olgusunun potansiyel vadeden fikirlerin hayata geçirilmesinde etkili bir yöntem olduğu ve girişim sermayesi yatırım ortaklığı şeklinde kurulan söz konusu şirketlerin bu türde fikirleri uygun girişim ekosistemini oluşturarak desteklediği açıklanmıştır. Bu açıdan değerlendirildiğinde girişim sermayesi şirketleri hayata geçirdikleri her yeni iş fikri ile ülke üretim miktarının artmasına, diğer bir deyişle ülkenin makroekonomik büyümesine katkıda bulunmaktadır.

Bu nedenle girişim sermayesi yatırım ortaklıklarını baz alan çalışmalara yönelik bir inceleme yapıldığında, bu konudaki çalışmaların sayısının oldukça kısıtlı olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu yöndeki literatür taramasına önceki bölümlerde yer verilmiş olduğundan ilave bir açıklama yapılmasına gerek olmamakla birlikte bu çalışmanın önceki çalışmalardan ayrılan yönünün özellikle vurgulanmasında fayda görülmektedir.

GSYO’lar ile ilgili kısıtlı literatür içerisinde, şirketlerin kârlılıkları ile ilgili finansal analizleri içeren çalışmalarda çeşitli oranlar hesaplanmıştır. Hesaplanan oranların şirketler arasındaki dağılımı kıyaslanarak bir finansal performans karşılaştırması yapılmıştır. Ayrıca bu oranlardan yola çıkılarak kârlılık nedenlerinin irdelendiği gözlemlenmiştir. Bu çalışmalarda girişim sermayesi fon kaynakları ve fon kullanımları incelenmiş, bu şirketlerin ülke ekonomisine yönelik katkıları incelenmemiştir.

Bu kapsamda çalışmada, girişim sermayesi şirketlerinin mali tabloları makro bir bakış açısıyla değerlendirilerek, söz konusu şirketlerin karlılığı ile ulusal sanayi üretimi arasındaki potansiyel ilişkilerin tespit edilmesi amaçlanmıştır. Bu amaçla çalışmada Kamu Aydınlatma Platformu (KAP) üzerinden ulaşılabilen Girişim Sermayesi Şirketlerinin aktif karlılıkları ortalaması ile Türkiye Sanayi Üretim Endeksi kullanılarak analizler yapılacaktır.

Bu bölümde Türkiye’de girişim sermayesi şirketlerinin aktif karlılığı ile Sanayi Üretim Endeksi arasında yukarıda ifade edilen ilişkinin var olup olmadığının inceleneceği bir

uygulama yapılması amaçlanmış olup ilk alt bölümde çalışmanın yöntemine, ikinci alt bölümde kullanılan programlara ilişkin genel bilgilere, üçüncü alt bölümde analiz için temin edilen veriler ve bunlarla ilgili çalışmalara yer verilmiş, son olarak analizlere ve sonuçlarına değinilmiştir.

4.1. Yöntem

Zaman serisi belirli aralıklarda gözlemlenen ve derlenen verilere ait değişkenlerin kronolojik sıraya göre düzenlenmesidir. Zaman serisi analizi ile gözlem kümesinde yer alan bir değişkenin zaman içindeki hareketi gözlemlenebilmekte, gözlem sonuçlarının gelecekteki değerleri doğru bir şekilde tahmin edilebilmektedir.

Sürekli zaman serileri bir olay ya da olguya ilişkin verilerin sürekli olarak kaydedilmesiyle elde edilirken, bu verilerin sadece belli aralıklarda kaydedilmesi durumunda ise kesikli zaman serileri oluşturulmaktadır. Zaman serileri, yıllık, üçer aylık, aylık, haftalık ve günlük, vb. gibi farklı periyotlarda değişen değerler alabilmektedirler.

Tipik bir zaman serisi döngüsel dalgalanma, mevsimsel dalgalanma, trend ve hata teriminden oluşmaktadır. Zaman serisi trendi değişkenin uzun dönemde gösterdiği artış veya azalış eğilimi olup hata terimi ise serinin düzensiz hareketlerinin kaynağıdır.

Gözlemlenen zaman serisi verilerinin ardışık olması zorunlu olmamakla birlikte düzenli zaman aralıklarında dizinin devamlılığı analizin doğru sonuçlar vermesi açısından gereklilik arz etmektedir.

Bu anlamda ampirik zaman serisi çalışmalarının en önemli aşamalarından birisi, incelenen modeli oluşturan değişkenlere ait serilerin sabit frekansta, maksimum sayıda veriyi içerecek ve eksik gözlem sayısının minimum olacak şekilde temin edilmesidir.

Zaman serisi analizinin yapılabilmesi, elde edilen sonuçların yorumlanabilmesi ve geleceğe yönelik öngörü başarısı için serilerin durağanlığının ilk olarak sınanması gerekmektedir. Durağan olmayan zaman serileriyle yapılan analizlerde sahte regresyon gibi durumlar ortaya çıkabilmektedir.

4.1.1. Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi

“Zaman serileri analizinde, durağan olmayan serilerle çalışıldığında, oluşturulacak regresyonun sonuçları gerçekçi olmamaktadır ve durağan olmayan serilerin kullanılması regresyona tabi tutulan değişkenler arasında sahte bir ilişkiye neden olmaktadır” (Torun, 2015, 48).

Durağan bir zaman serisinin ortalaması (mean), varyansı ve kovaryansı zaman içerisinde sabittir. Bu istatistiklerin zaman içindeki sabitliği zayıf durağanlık olarak tanımlanmaktadır. Bu durum en geniş tanımıyla durağanlık olarak adlandırılmaktadır (Gujarati, 1995, 712-713).

Zaman serilerinde durağanlığın saptanabilmesi amacıyla Phillips-Perron (PP), Dickey Fuller (DF), Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF), Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) birim kök testlerinin kullanımı oldukça yaygındır. Bu tezde serilerin durağanlığının belirlenmesinde sıklıa başvurulması nedeniyle ADF testinin kullanılması tercih edilmiştir.

ADF testi temelde DF testine dayalı olup, uygun kriterler çerçevesinde gecikme düzeyi belirlenen bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerini, bağımsız değişken olarak denkleme eklemektedir. DF testinin kurgusu en yalın Şekilde aşağıdaki gibi ifade edilebilmektedir.

$$Y_t = pY_{t-1} + \varepsilon_t \text{ (Denklem 1)}$$

ε_t stokastik hata terimini göstermek ve Y_t AR(1) olmak üzere bağımlı değişken ile bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri arasında Denklem 1’de ifade edilen ilişki kurulsun. Bu eşitliğin her iki tarafından Y_{t-1} ’i çıkarttığımızda Denklem 2’ye ulaşılabilir.

$$Y_t - Y_{t-1} = (p-1)Y_{t-1} + \varepsilon_t \text{ (Denklem 2)}$$

$(p-1) = \delta$ olursa Denklem 2, Denklem 3’e dönüşmektedir.

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \text{ (Denklem 3)}$$

Seride birim kök varlığı $H_0: \delta=0$ sıfır hipotezinin anlamlılığı ($H_a: \delta < 0$) ile sınımlanmaktadır. Test istatistiğinin mutlak değerleri Dickey-Fuller veya McKinnon Dickey-

Fuller kritik değerlerinin mutlak değerini aşıyorsa, zaman serisinin durağan olduğu hipotezi reddedilememektedir. Sıfır hipotezinin reddedilmesi durumunda zaman serisinin birim kök içermediği söylenebilmektedir. (Şimşek ve Halaç, 2003;6).

Verinin deterministik trend içerip içermemesine göre DF kapsamında oluşturulan modeller aşağıdaki gibidir.

Sabitsiz trendsiz Dickey-Fuller denklemi : $\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t$

Sabitli trendsiz Dickey-Fuller denklemi : $\Delta Y_t = \mu + \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t$

Sabitli trendli Dickey-Fuller denklemi: $\Delta Y_t = \mu + \beta T + \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t$

DF testi $Y_t \sim AR(p)$ varsayımı ile geliştirdiğinde ise ADF testine ulaşılmaktadır. En geniş hali ile ADF testinde 4 numaralı denklemde $H_0: \delta=0$ şeklinde ifade edilen sıfır hipotezinin anlamlılığı sınanmaktadır (Dickey –Fuller, 1981)

$$\Delta Y_t = \mu + \beta T + \delta Y_{t-1} + \sum \delta_i \Delta AK_{t-1} + \varepsilon_t \text{ (Denklem 4)}$$

Sıfır hipotezi reddedilirse zaman serisi birim kök içermemektedir. Diğer taraftan, bir seri d kez farkı alınarak durağan hale geliyorsa bu serilere fark durağan serileri adı verilmektedir. Bu seriler, ayrıca d'inci dereceden bütünleşik seriler adını da almakta ve I(d) biçiminde gösterilmektedir.

4.1.2. Engle Granger Koentegrasyon Testi

Birim kök testi ile I(1) olduğu tespit edilen serilerin doğrusal kombinasyonunun hata terimleri I(0) ise bu serilerin koentegre seriler oldukları söylenilebilmektedir. Bu koşul altında serilerin uzun dönem ilişkisini yansıtacak şekilde ilişkili olduğu varsayılmaktadır.

Engle Granger Koentegrasyon Testi iki aşamada gerçekleştirilmektedir; ilk aşamada Y_t ve X_t gibi I(1) olduğu bilinen iki değişken kullanılarak aşağıdaki koentegrasyon regresyonu EKK (OLS) yöntemi ile tahmin edilmektedir.

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_t + u_t \text{ (Denklem 5)}$$

Tahmin edilen modele ait u_t hata terimi serisi oluşturulmaktadır. u_t serisi uzun dönem denge patikasıdan sapmalar olarak nitelendirildiğinden durağan olması önem arz

etmektedir. İkinci aşamada ise, ADF testi kullanılarak hata terimi serisinin durağan olup olmadığına bakılmaktadır. Hata terimi serisi durağan ise asıl seriler arasında koentegrasyon olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

4.1.3. Hata Düzeltme Modeli

Birim kök testi ile I(1) olduğu tespit edilen analize konu olan serilerin doğrusal kombinasyonunun hata terimlerinin durağan olduğunun, yani diğer bir deyişle bu serilerin koentegre olduğunun tespit edilmesinin ardından ardından değişkenler arasındaki kısa dönem dinamiklerinin modellendiği aşamaya geçilebilmesi mümkün olmaktadır.

Engle-Granger (1987) çalışmasında da belirtildiği üzere Granger Temsil Teoremine (Granger Representation Theorem) göre seriler koentegre ise bunlar arasında bir hata düzeltme mekanizması (ECM) çalışmaktadır.

ECM modeli bir fark modeli olup Engle-Granger koentegrasyon modelinin hata terimlerinin birinci gecikmesi modele bağımsız değişken olarak eklenmekte ve EKK(OLS) yöntemi ile aşağıdaki model tahmin edilmektedir.

$$\Delta Y_t = \beta_0 - \beta_1 u_{t-1} + \beta_2 \Delta X_t + e_t \quad (\text{Denklem 6})$$

Granger Temsil Teoremine göre, negatif işaretli ve istatistiksel anlamlılığı bulunan β_1 katsayısı, serilerin hata düzeltme mekanizmasına (ECM) sahip olduklarına işaret etmektedir. Diğer taraftan uygun koşullara sahip katsayının varlığı koentegrasyon testinin de sağlamasının yapıldığı anlamına gelmekte olup, uzun dönemli ilişkinin varlığını doğrulamaktadır. β_1 katsayı değerinin -1'den küçük olması olası şokların varlığında serilerin denge değerine dönmediklerini göstermektedir.

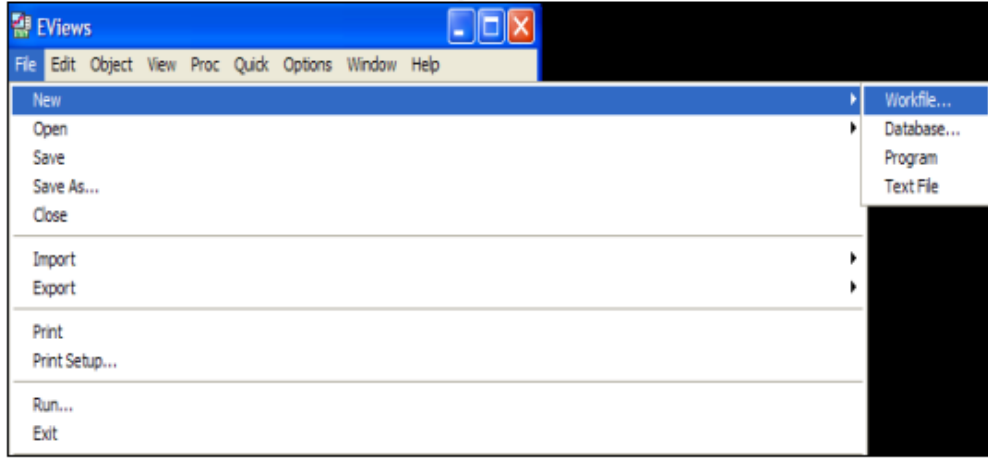
4.2. Uygulamada Yararlanılan Programlar

Çalışmada yapılan ekonometrik analizlerde Quantitative Micro Software (QMS) şirketi tarafından ilk versiyonu 1994'te geliştirilerek piyasaya sürülen E-Views programının 9.0 versiyonu kullanılmıştır

Serilerin 2009-2017 arası dönem içi ve yılsonu değerlerini temin edildikten sonra kronolojik bazda sıralanmaları, kar rakamlarının yıllıklandırılması, yıllıklandırılmış kar rakamları ve aktif büyüklükleri ile her şirket için aktif karlılığı serisinin hesaplanması,

hesaplanan serilerin aritmetik ortalamalarının hesaplanması ve son olarak oluşturulan değişken serilerinin E-Views ortamına aktarılmasında ise MS Excel kullanılmıştır. Şekil 8’de E-Views programının arayüzü gösterilmektedir.

Şekil 8
E-Views 9.0 Programı Arayüzü



4.3. Uygulama Verileri

Ülkenin sanayi üretimi ile girişim sermayesi şirketlerinin aktif karlılığı arasındaki olası uzun/kısa dönem dinamiklerinin incelenmesinin amaçlandığı bu tezde bahsi geçen verilere ihtiyaç söz konusu olmuştur. Aktif karlılığın hesaplamasında kullanılan aktif toplamı ve net kar verileri Kamu Aydınlatma Platformunda (KAP) şirketlerin bağımsız denetimden geçirilmiş mali faaliyet sonuçları bildirimlerinden temin edilmiştir. Diğer taraftan sanayi üretim endeksi verisi ise TÜİK web sitesinden temin edilmiştir.

Zaman serisi çalışmasının doğruluk ve açıklayıcılığının artırılabilmesini teminen payları Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren girişim sermayesi yatırım ortaklığı şirketleri arasından erişilebilen en uzun veri adedine sahip olan şirketler seçilmiştir. Bu şirketlere ilişkin liste aşağıda gösterilmektedir (www.kap.gov.tr).

- EGCYO - EGELİ & CO Tarım Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
- HUBVC - HUB Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
- ISGSY - İŞ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

KAP üzerinden alınan ve BIST kodlarına yer verilen 3 adet girişim sermayesi yatırım ortaklığının 2009-2017 yıllarına ait üçer aylık finansal tablo bildirimleri temin edilmiştir. Bu bildirimlerden aktif toplam ve net kar rakamları kullanılmıştır.

Mali analiz için farklı raporlama aralıklarına ait mali tablolar kullanılarak aktif karlılık, gibi karlılık analizleri yapılması gerektiğinde, gelir tablosu kaynaklı rakamlar bilanço kaynaklı rakamlardan farklı olarak devreler itibariyle kümülatif toplamlar haliyle ilerlediğinden Mart ayı karı ile Haziran, Eylül ya da Aralık karının birbirleriyle karşılaştırılması mümkün görünmemektedir. Ancak zaman serilerinin karşılaştırılabilir olabilmesi için bu serilerin temel dönemlerinin aynı olması gerekmektedir. Bu nedenle kar rakamları aynı dönemlik büyüklükleri içeren “yıllıklandırılmış kar” serilerine dönüştürülmüştür.

$$\text{Mart için; Yıllıklandırılmış Net Kar} = \text{Netkar} \times 4 \quad (\text{Denklem 5})$$

$$\text{Haziran için; Yıllıklandırılmış Net Kar} = \text{Netkar} \times 2 \quad (\text{Denklem 6})$$

$$\text{Eylül için; Yıllıklandırılmış Net Kar} = \left(\frac{\text{Netkar}}{3}\right) \times 4 \quad (\text{Denklem 7})$$

Firma performansını belirleyebilmek amacıyla her bir firma için her çeyreklik döneme ilişkin ortalama aktif karlılığı (AK) aşağıdaki yöntemle hesaplanmıştır.

$$AK = \frac{\text{Yıllıklandırılmış Net Kar}}{\text{Aktif Toplamı}} \quad (\text{Denklem 8})$$

Hesaplanan AK değerleri ve bu değerlerin aritmetik ortalamasına Tablo 13’te yer verilmiştir. Seçilen firmalara ait veriler incelendiğinde en yüksek ve en düşük birim firma aktif karlılığı değerinin -57,58 ve 35,74 olduğu gözlemlenmektedir. Sektörel kârlılığın makroekonomik veriyle karşılaştırılması amaçlandığından serilerin aritmetik ortalaması hesaplanmıştır. Değişkenlere ait temel istatistiklere Tablo 14’te yer verilmiştir.

Tablo 14’te de görüldüğü üzere; aktif karlılığı ortalaması (AK) serisi 17,16 ile -29,5 arasında dağılmaktadır. AK serisinin ortalaması 3,06, medyan değeri 2,9, standart sapma değeri ise 8,31’dir. Normal dağılımdan sapma derecesini ifade eden çarpıklık katsayısı -1,67 değerini almış olup bu durum verilerin sağa çarpık olduğuna işaret etmektedir. Veri dağılımı eğrisinin basık ya da sivrilik özelliği göstermesinin tespit

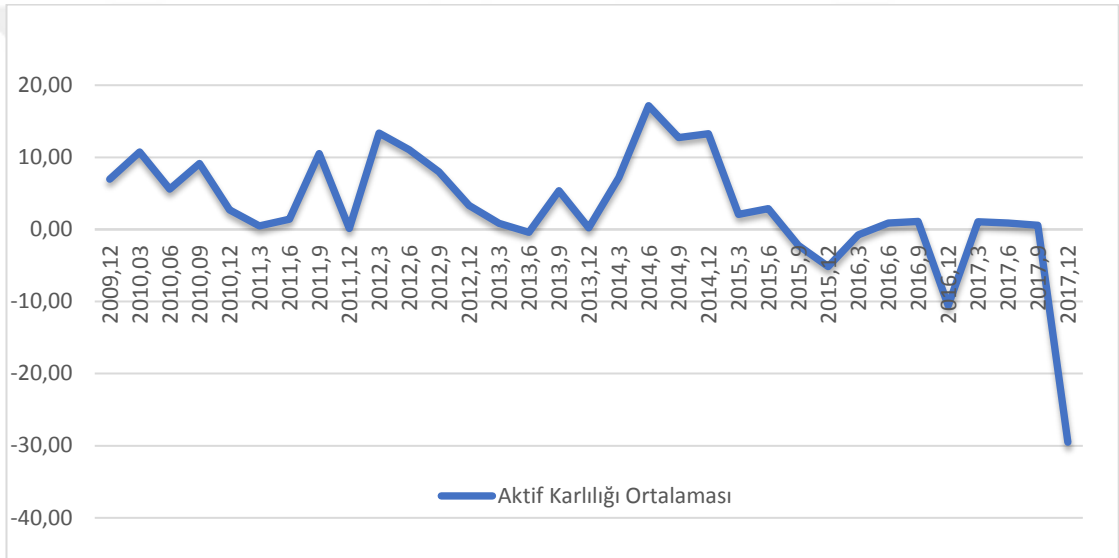
edilmesinde kullanılan basıklık değeri pozitif değer aldığından, dağılım eğrisinin sivri olduğu söylenebilmektedir. Bu durum Şekil 9 ve Şekil 10'dan da görülebilir.



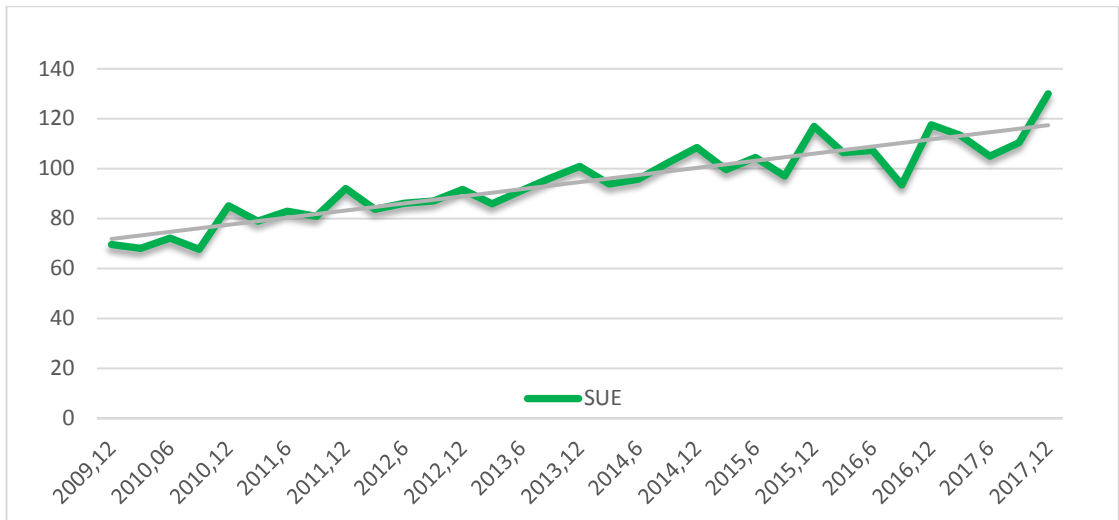
Tablo 14
Değişkenlere Ait Temel İstatistikler

| | Ortalama | Medyan | Maksimum | Minimum | Standart Sapma | Çarpıklık | Baskılık | Jarque-Bera | Olasılık | HKT | Gözlem Sayısı |
|------------|----------|--------|----------|---------|----------------|-----------|----------|-------------|----------|----------|---------------|
| AK | 3.062 | 2.092 | 17.161 | -29.508 | 8.311 | -1.672 | 8.436 | 56.015 | 0.00 | 2210.790 | 33 |
| SUE | 94.626 | 93.893 | 129.996 | 67.701 | 15.073 | 0.092 | 2.622 | 0.243 | 0.885 | 7270.515 | 33 |

Şekil 9
Aktif Karlılığı Ortalamasının Seyri (2009-2017)



Şekil 10
Sanayi Üretim Endeksi Seyri (2009-2017)



4.4. Uygulama Çıktıları

Sanayi üretim endeksi ile ortalama aktif karlılığının birbirleriyle ilişkili olup olmadığının belirlenmesi için öncelikle ADF birim kök uygulanmış ve serilerin durağanlığına bakılmıştır. Sanayi üretim endeksi ile ortalama aktif karlılığı arasındaki uzun dönemli ilişki iki aşamalı Engle-Granger Koentegrasyon Testi ile irdelenmiştir. Koentegre seriler arasındaki kısa dönemli dinamikler ise Hata Düzeltme Mekanizması ile incelenmiştir.

4.4.1. Durağanlık Sınaması

Durağan bir zaman serisinin davranışı zaman içerisinde istikrarlı bir seyir izlemektedir. Bu nedenle değişkenler arasındaki olası tutarlı uzun/kısa dönemli ilişkilerin tespit edilmesi amacıyla Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) testi kullanılmıştır. Serilerin görsel incelemesine dayalı olarak, Şekil 8’den ve Şekil 9’dan da görüleceği üzere, Aktif Karlılığı için sabit katsayılı ve trend içermeyen birim kök denklemi kullanılmıştır,

$$\Delta AK_t = \mu + \delta AK_{t-1} + \sum \delta_i \Delta AK_{t-1} + \varepsilon_t \text{ (Denklem 1)}$$

Sanayi Üretim Endeksi SUE serisi için ise serinin deterministik trend içerdiği gözlemlendiğinden ADF testi sabit katsayı ve trend içeren birim kök test denklemi kullanılmıştır.

$$\Delta SUE_t = \mu + \beta T + \delta SUE_{t-1} + \sum \delta_i \Delta SUE_{t-1} + \varepsilon_t \text{ (Denklem 2)}$$

Her iki durumda da $H_0: \delta=0$ sıfır hipotezinin geçerliliği sınanmıştır. Bu kapsamda E-Views programından elde edilen ADF birim kök testi sonuçları Tablo 15’te raporlanmıştır.

Türkmen (2017)’de de belirtildiği üzere “*ADF testinde seride birim kök varlığının ileri sürüldüğü sıfır hipotezin geçerliliği test edilmektedir. Sıfır hipotezin reddedilmesi, serinin uzun dönemde durağan olmadığı anlamına gelmektedir.*” ADF test istatistiklerinin olasılık değerleri gözden geçirildiğinde yapılan testin olasılık değerlerinin 0,05 değerinden büyük olması nedeniyle sıfır hipotezi reddedilememiştir. Diğer taraftan ADF testi birinci farkları alınan serilere uygulandığında olasılık değerlerinin 0,05 değerinden küçük olduğu gözlemlendiğinden sıfır hipotezi reddedilmiştir. Bu durumda AK ve SUE serileri aynı dereceden durağan serilerdir.

Tablo 15
Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi Sonuçları

| Seri Adı | DÜZEY | | 1.FARK | | Durağanlık Derecesi |
|------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|---------------------|
| | Sabit | Sabit ve Trend | Sabit | Sabit ve Trend | |
| AK | -1.868899 (0.3420) | - | -6.008824 (0.0000) | - | □I(1) |
| SUE | - | -3.186235 (0.1068) | - | -10.06972 (0.0000) | □I(1) |

Test kritik değerleri sırasıyla (1%) -3.653730, (5%) -2.957110, (10%) -2.617434 olarak verilmiştir.

** ADF istatistiklerinin yanında parantez içinde yer verilen değerler olasılık değerleridir.

4.4.2. Koentegrasyon Sınaması

Serilerin her ikisi de aynı düzeyde entegre (I(1)) iken, bunların doğrusal kombinasyonu da durağan oluyorsa bu iki seri koentegre seriler olarak adlandırılmaktadır. Koentegre seriler uzun dönemli değerlerinden sapsalar bile bu sapmalar geçici karakterde olup ilişkinin yapısına bağlı olarak entegrasyon katsayısı ile belirlenen bir hızda uzun dönem dengesine ulaşmaktadır. Bu bağlamda, aynı düzeyde durağan olduğu tespit edilen AK ve SUE serilerinin aralarındaki uzun dönemli bir ilişkinin varlığı (koentegrasyon) Engle Granger Koentegrasyon Testi ile ele alınmıştır. Kurulan Engle-Granger test regresyonu aşağdaki gibi tahmin edilmiştir.

$$D(SUE) = 1.18191624864 + -0.619507983703 * D(AK) + e \quad (\text{Denklem } 10)$$

Bu modelin kalıntılarına (e) ADF testi uygulanmış olup test sonuçlarına ilişkin E-views program çıktısına Tablo 16'da yer verilmektedir.

Oluşturulan kalıntılar serisinin (e) ADF test istatistiği değerı -5.889834 olup, buna ilişkin olasılık değerı ise 0.0000'dır. Serinin birim kök içerdiğine ilişkin sıfır hipotezi reddedildiğinden kalıntılar durağandır. Bu durum SUE ve AK serilerinin koentegre olduğunu, yani seriler arasında uzun dönemli bir ilişki bulunduğunu kanıtlamaktadır.

Tablo 16**AK ve SUE Serilerinin Aralarındaki Uzun Dönemli Bir İlişkinin Varlığı**

| | | |
|--|-------------|-----------|
| Null Hypothesis: e has a unit root | | |
| Exogenous: Constant | | |
| Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=7) | | |
| | t-Statistic | Prob.* |
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -5.889834 | 0.0000 |
| Test critical values: | 1% level | -3.679322 |
| | 5% level | -2.967767 |
| | 10% level | -2.622989 |
| *MacKinnon (1996) one-sided p-values. | | |

4.4.3. Hata Düzeltme Mekanizması (ECM) Tespiti**Tablo 17****SUE ile AK Değişkenleri Arasında EKK (OLS) Regresyonu**

| | | | | |
|----------------------------|-------------|-----------------------|-------------|----------|
| Dependent Variable: SUE | | | | |
| Method: Least Squares | | | | |
| Date: 12/04/18 Time: 18:53 | | | | |
| Sample: 2009Q4 2017Q4 | | | | |
| Included observations: 33 | | | | |
| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
| AK | -1.068550 | 0.263160 | -4.060458 | 0.0003 |
| C | 97.89986 | 2.299831 | 42.56828 | 0.0000 |
| R-squared | 0.347194 | Mean dependent var | | 94.62698 |
| Adjusted R-squared | 0.326136 | S.D. dependent var | | 15.07327 |
| S.E. of regression | 12.37353 | Akaike info criterion | | 7.927689 |
| Sum squared resid | 4746.235 | Schwarz criterion | | 8.018386 |
| Log likelihood | -128.8069 | Hannan-Quinn criter. | | 7.958205 |
| F-statistic | 16.48732 | Durbin-Watson stat | | 0.490877 |
| Prob(F-statistic) | 0.000309 | | | |

İki ya da daha fazla seri arasında uzun dönem koentegrasyon ilişkisi tespit edilir ise serilere ait kısa dönem dinamiklerini incelemek üzere Hata Düzeltme Modelinden (ECM) faydalanılmaktadır. Hata Düzeltme Modelinin oluşturulması iki aşamalıdır. İlk aşamada, SUE ile AK değişkenleri arasında EKK (OLS) regresyonu kurulmuş olup, bu modele ait E-views program çıktısına Tablo 17’de yer verilmiştir.

Kurulan modelden elde edilen hata terimlerine ilişkin seri üretilmiş (e) ve bu serinin durağan olup olmadığı ADF testi ile sınanmıştır. ADF test istatistiği -2.545659, buna ilişkin olasılık değeri ise 0.0126 olarak elde edildiğinden hata teriminin durağan olduğu belirlenmiştir. ADF test istatistiğine ait veriler Tablo 18’de gösterilmiştir.

Tablo 18
ADF Test İstatistiği

| | | |
|--|-------------|-----------|
| Null Hypothesis: E has a unit root | | |
| Exogenous: None | | |
| Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=8) | | |
| | t-Statistic | Prob.* |
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -2.545659 | 0.0126 |
| Test critical values: | 1% level | -2.639210 |
| | 5% level | -1.951687 |
| | 10% level | -1.610579 |
| *MacKinnon (1996) one-sided p-values. | | |

İkinci aşamada ise SUE, AK ve hata terimi hata düzeltme modeli oluşturulmuştur. Sabit terime ilişkin t istatistiği ve olasılık değerleri anlamsız olduğundan modelden çıkarılmıştır. Nihai modele ait E-views program çıktısına Tablo 19’da yer verilmiştir. Modelin denklemine ise aşağıda yer verilmiştir.

$$D(SUE) = -0.70967813278 * D(AK) - 0.246509979479 * E(-1) \text{ (Denklem 11)}$$

Hata terimi katsayısının negatif ve 0 ile 1 arasında değer almış olması AK ve SUE arasındaki ilişkide dışsal nedenlerle oluşabilecek sapmaları dengeye getirebileceğini göstermektedir. Dengede meydana gelecek 1 birimlik sapmanın yaklaşık %24’ü bir sonraki dönemde düzelmeye göstererek denge değere yaklaşmaktadır.

Tablo 19
SUE, AK Ve Hata Terimi Hata Düzeltme Modeli

| Dependent Variable: D(SUE) | | | | |
|---|-------------|-----------------------|-------------|----------|
| Method: Least Squares | | | | |
| Date: 12/04/18 Time: 19:10 | | | | |
| Sample (adjusted): 2010Q1 2017Q4 | | | | |
| Included observations: 32 after adjustments | | | | |
| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
| D(AK) | -0.709678 | 0.165621 | -4.284952 | 0.0002 |
| E(-1) | -0.246510 | 0.110140 | -2.238147 | 0.0328 |
| R-squared | 0.380630 | Mean dependent var | | 1.888061 |
| Adjusted R-squared | 0.359984 | S.D. dependent var | | 9.315585 |
| S.E. of regression | 7.452560 | Akaike info criterion | | 6.915454 |
| Sum squared resid | 1666.219 | Schwarz criterion | | 7.007062 |
| Log likelihood | -108.6473 | Hannan-Quinn criter. | | 6.945819 |
| Durbin-Watson stat | 2.692246 | | | |

SONUÇ

Girişimci kavramı, yenilik yapan ve devam ettiren kişi anlamında kullanılmaktadır. Girişim yapan kişi, yeni fikirler düşünebilen, etrafında olanlara duyarlı olan ve insanların bir takım ihtiyaçlarını görmesini bilen, ihtiyaçları ve talebi bir arada işleyerek iş fikrine dönüştürebilen, iş yapabilmek için yeterli kaynaklara sahip olmasa bile bu düşünceleri bir araya getirerek işletme kuran, risk almayı göze alan kişidir.

Girişim sermayesi enerjisi yüksek, yaratıcı fakat finansal gücü olmayan girişimci bireylerin yapmak istedikleri yatırım fikirlerini gerçekleştirmelerine olanak sağlayan yatırım finansman aracı olarak tanımlanabilmektedir.

Girişim Sermayesi şirketi fon fazlası olan kurumsal yatırım sahipleri ya da şahısların, yatırıma gereksinim duyan şirketlere yatırım yaparak bu şirketten pay elde etmesi bunun sonucunda şirketleri büyüyerek değer kazanması yolu ile şirketteki paylarını satarak kar etmeyi amaçlayan yatırım şirketine denilmektedir.

Girişim fonunun oluşumunda girişim sermayesi şirketleri birbirlerinden farklı kaynaklardan elde ettikleri fonları bir alanda birleştirmektedirler. Girişim sermayesi şirketi kriterlerine uyan şirketlerin hisse senetlerini alarak finansman sağlamaktadır.

Girişim sermayesi gelecekte önu parlak olan düşünceleri ve potansiyel projeleri, alanında kariyer yapmış kişi ve kuruluşlardan teknik yardım alarak bu süreci tamamlamaktadırlar.

Girişim sermayesi ile ilgili kavramsal çerçeve incelenmiş; bu çerçevede girişim sermayesi fonları, girişim sermayesi fonksiyonları, girişim sermayesi faktörleri ayrıntıları ile ele alınmıştır. Takip eden bölümde ise girişim sermayesi ile ilgili literatür taraması yapılmış bu alanda yapılan çalışmalar incelenmiştir.

Çalışma kapsamında yapılan analizlerde kullanmak üzere Kamu Aydınlatma Platformu (KAP) üzerinden verilerine ulaşılabilen 7 şirketin içerisinde mali verilerine ulaşılabilen 3 şirket seçilmiştir. 2009.12-2017.12 dönemlerine ait üçer aylık mali tablolar temin edilmiş, aktif toplamı ve dönem net karı verileri alınmıştır. Firmaların ara dönem mali tablolarındaki net kar rakamı yıllıklandırılarak her dönem için aktif karlılığı hesaplanmıştır. Üç firma için elde edilen aktif karlılığı verisinin her dönemde aritmetik ortalaması alınarak veri seti oluşturulmuştur.

Diğer yandan ekonomik büyüme verisini temsilen aylık olarak açıklanan sanayi üretim endeksi verisinden faydalanılmıştır. Analiz için 2009-2017 yılları devre sonu sanayi üretim endeksi verileri temin edilmiştir.

Sanayi üretim endeksi ile ortalama aktif karlılığının birbirleriyle ilişkili olup olmadığının belirlenmesi için Engle-Granger Koentegrasyon Testi yapılmıştır. Serilerin her ikisinin de aynı düzeyde entegre oldukları tespit edilmiş, serilerin doğrusal kombinasyonunun da durağan oldukları gözlemlendiğinden SUE ve AK serileri koentegre oldukları sonucuna ulaşılmıştır. Bu durum seriler arasında uzun dönemli bir ilişki bulunduğunu kanıtlamaktadır.

SUE ve AK koentegre serilerinin kısa dönem dinamikleri Hata Düzeltme Modeli ile incelenmiştir. Hata teriminin katsayısının negatif ve 0 ile 1 arasında değer almış olması AK ve SUE arasındaki ilişkide dışsal nedenlerle oluşabilecek sapmaları dengeye getirmektedir. Dengede meydana gelecek bir sapmanın bir sonraki dönemde düzelme göstererek denge değere yaklaşmaktadır. Bu katsayı mutlak değerce ne kadar büyük olursa dengeden sapmaların düzeltme hızı o kadar artacaktır, bu durumda dengeden arızı sapmalar yaklaşık 4 çeyrek (1 mali yıl) içerisinde piyasadan temizlenmektedir.

Yapılan analizler sonucunda iki temel bulguya ulaşılmıştır. İlk olarak, analiz döneminde sanayi üretim endeksi ile analize dahil edilen girişim sermayesi şirketlerinin ortalama aktif karlılığı serileri arasında koentegrasyon ilişkisinin varlığı nedeniyle uzun dönemli bir ilişki söz konusudur. İkincisi ise, serilerin maruz kalacakları piyasa kaynaklı şoklar bir sene içerisinde serilerin hata düzeltme mekanizması ile dengeye getirilmesi vasıtasıyla piyasadan temizlenmektedir.

Buradan hareketle, girişim sermayesi şirketleri ve Türkiye sanayi üretim endeksi (dolaylı olarak ekonomik büyümesi) arasındaki ilişkinin yönü ve büyüklüğü için şu çıkarımların yapılabilmesi mümkün olmaktadır;

- Söz konusu şirket karlılık parametrelerinin artışı yeni yatırımların desteklenmesi kanalıyla sanayi üretim endeksi üzerinde etkilidir,
- Sanayi üretim endeksi artışı bahse konu şirket karlılıklarını yapılan yatırımların getirilerinin artması yoluyla olumlu olarak etkilemektedir,
- Yukarıdaki önermelerin her ikisi de eşanlı olarak doğrudur.

Bu çalışma kapsamında herhangi bir nedensellik testi uygulanamadığından incelenen seriler arasındaki ilişkilerin yönü hakkında bir çıkarımda bulunulamamıştır. Bu durum, verilerine ulaşılabilen firmaların kısıtlılığı, Türkiye’deki girişim sermayesi geçmişinin uzun soluklu olmaması nedeniyle verilerin yeterli uzunlukta olmamasından kaynaklanmaktadır. Sadece yılsonu verileri yeterli olmadığından ara dönem verilerinin de yıllıklandırılarak incelemeye dahil edilmesi gerekmiştir. Bu çalışma, cari literatüre bakış açısı ile yeni bir soluk getirmeyi amaçlasa da bu amacına nail olabilmesi ve çalışmanın çıkarımlarının piyasaya genellenebilmesi için diğer firmalara ait verilere de ulaşılması ve zaman serisi analizine yetecek uzunlukta veri setinin geliştirilmesi hayati öneme sahiptir. Veri kısıtı sorunun çözülmesinin ardından daha detaylı analizler yapabilmek mümkün olacaktır.

KAYNAKÇA

Kitaplar

- Arıkan, Semra. *Girişimcilik; Temel Kavramlar ve Bazı Güncel Konular*. Ankara: Siyasal Kitabevi, 2002.
- Aypek, Nevzat. *Sermaye Piyasası Aracı Olarak Risk Sermayesi ve Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği*. Ankara: KOSGEB, 1998.
- Başar, Mehmet – Tosunoğlu Tuğberk-Demirci Emre. *Girişimcilik ve Girişimcinin Yol Haritası*. Eskişehir: Eskişehir Ticaret Odası Yayınları, 2001.
- Brealey, Richard A. – Myers, Stewart C. – Allen, Franklin. *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw&Hill Irwin, 2006.
- Bygrave, William D. – Timmons, Jeffrey A. *Venture Capital at the Crossroads*. Boston, MA: Harvard Business School Press, Google Scholar, 1992.
- Canbaş, Serpil. *Küçük İşletmeciliğin ve Girişimciliği Teşvik Aracı Olarak Risk Türkiye’de Uygulama Sermayesi, Olanakları: Modern Finansman Araçlarının Esnaf-Sanatkarlar ve Küçük İşletmeler Açısından Değerlendirilmesi*. Ankara: Tamer Müftüoğlu Yayınları, 1992.
- Ceylan, Ali. *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin Kitapevi, 2003.
- Çelik, Adnan – Akgemci, Tahir. *Girişimcilik Kültürü ve Kobiler*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, 1998.
- Çizakça, Murat. *İslam Dünyasında ve Batı’da İş Ortaklıkları Tarihi*. İstanbul: Tarih Vakfı Yurt Yayınları, 1999.
- DPT, *1992 Yılı Programı*, Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı Yayını, 1991.
- DPT, *Dokuzuncu Beş Yıllık Kalkınma Planı (2007-2013)*, Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı Yayını, 2007.
- DPT, *İkinci Beş Yıllık Kalkınma Planı (1968-1972)*, Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı Yayını, 1968.

- DPT, *Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı (2001-2005)*, Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı Yayını, 2001.
- DPT, *Yedinci Beş Yıllık Kalkınma Planı (1996-2000)*, Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı Yayını, 1996.
- Elçi, Şirin- Karataylı İbrahim. *İnovasyon Rehberi Karlılık ve Rekabetin Elkitabı*. Antalya: Technopolis Group, 2008.
- Gujarati, Damodar N. *Basic Econometrics*, Third Edition, USA: MC-Graw-Hill Inc., (1995), 712-713.
- Karalar, Rıdvan. *Genel İşletme*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2001.
- Kaya, Abdullah. *Dünyada ve Türkiye’de Risk Sermayesi*. Ankara: Çizgi Kitabevi, 2001.
- Landström, Hans (ed.). *Handbook of Research on Venture Capital*. Edward Elgar Publishing, 2007.
- Lerner, Josh. *A Brief Review of Venture Capital and Private Equity: Casebook*, Toronto: John Wiley & Sons, 2000.
- McNally, Kevin. *Corporate Venture Capital: Bridging the Equity Gap in the Small Business Sector*, London: Routledge, 1997.
- Poyraz, Erkan. *Risk Sermayesi Finansman Sisteminin Türkiye Konaklama Endüstrisi Açısından Önemi ve Uygulanabilirliği (Bir Model Önerisi)*. Ankara: Gazi Kitabevi, 2002.
- Titiz, Tınaz. *Girişim Destekleme Ajansları: İş Yaratmanın Güçlü bir Aracı*. İstanbul: SMUH Yayınları, 2001.
- Tuncel, Kürşat. *Risk Sermayesi Finansman Modeli, Dünya Uygulamalarının Analizi ve Türkiye İçin Özgün Bir Model Önerisi*, Ankara: SPK Yayını No:37, 1996.
- Zaimoğlu, Tülay. *Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları*, 1. Baskı, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayım No:19, Pelin Ofset, 1995.

Sürelî Yayınlar

- Ahmad, Nadim –Seymour, Richard G. “Defining Entrepreneurial Activity: Definitions Supporting Frameworks for Data Collection”, *OECD Statistics Working Papers*, 2008/1, OECD Publishing. doi:10.1787/243164686763.
- Aytaç, Deniz. “Yeniliğin Finansmanı Girişim Sermayesi”. *C.Ü.İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 16/1 (Ocak 2015): 59-81.
- Baygan, Günseli – Freudenberg, Michael. “The Internationalisation of Venture Capital Activity in OECD Countries”. *Implications for Measurement and Policy*, OECD, 2000.
- Civan, M. – Uğurlu, M “Risk Sermayesi Finansman Modeli ve Gaziantep İlinde KOBİ’lerin Halka Açılmasına Yönelik Model Önerisi”, *Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 21/1(Haziran 2002):79-109.
- Çonkar, M. Kemalettin.“Bir İslami Finansman Aracı Olarak Girişim(Risk) Sermayesi Finansman Yöntemi,İşleyişi, Finans Sistemimize Katkıları”. *Uluslararası İslam Ekonomisi Ve Finansı Araştırmaları Dergisi*,3/2 (Temmuz 2017):101-124. Doi: 10.25272/J.2149-8407.2017.3.2.05
- Engle, Robert F. – Granger, Clive WJ. “Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing”. *Econometrica: Journal of the Econometric Society* (1987): 251-276.
- Ertürk, Hakan. – Sayılğan, Güven. “Girişim Sermayesi Fonları Ve Bu Fonların Geliştirilmesinde Kamunun Rolü”. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*,43/2 (2014): 293-318. Issn: 1303-1732.
- Florida, Richard L. – Kenney, Martin. “Venture Capital, High Technology And Regional Development”. *Regional Studies*, 22.1 (1988): 33-48.
- Harrison, Richard – Mason, Colin M. “Editorial: The Role of The Public Sector in the Development of a Regional Venture Capital Industry”, *Venture Capital*, 2/4, (2000): 243-253.

- Kaplan, Steven – Martel, Fredericve – Stromberg, Per. “How Do Legal Differences and Experience Affect Financial Contracts?”. *Journal of Financial Intermediation*, 16(3), (2007): 273-311.
- Kaya, Cenk - İcerli, M. Yılmaz. “KOBİ’lerin Finansal Problemlerinin Çözümünde Girişim Sermayesi Finansman Modeli”. *Dokuz Eylül Üniversitesi SBE Dergisi*, 3/3 (Ekim 2001): 61-70.
- Kuşu, T. Deniz, “Finansman Yöntemi Olarak Risk Sermayesi”, *Yönetim ve Ekonomi Dergisi* 11/2 (Mayıs 2004):141-153.
- Mason, Colin – Harrison, Richard. “Informal Venture Capital and The Financing of Emerging Growth Businesses”. *The Blackwell Handbook of Entrepreneurship* (2017): 221-239.
- Netek, Okan. “Yeni Bir Müessese: Girişim Sermayesi Fonu”. *Vergi Dünyası Dergisi*, 372/2 (Ocak 2012):178-182
- OECD – EUROSTAT, “Oslo Manual, Guidelines for Collecting and Interpreting Innovation Data”. OECD and EUROSTAT, Paris, 2005.
- OECD, “Venture Capital and Innovation”, Paris, 1996.
- Özyer, Mehmet Ali. “Açıklama ve Örneklerle Vergi Usul Kanunu Uygulaması”. *Maliye Hesap Uzmanları Derneği Dergisi* 6/1 (Temmuz 2014): 826
- Sarıaslan, Halil. "Venture Capital (Risk Sermayesi) Finansman Modeli ve Türkiye’de Uygulama Olanakları." *Ankara Sanayi Odası Dergisi Özel Eki*, y 16 (1992): 113.
- T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları- 6/ *Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları*, Ankara, 2016.
- Tuna, Ahmet – İsabetli, İsmail. “İnovasyonun Finansmanı ve Risk Sermayesi”, *İktisat Fakültesi Mecmuası*, 64/1 (Haziran 2014): 27-47.
- Türkcan, Ergün. “Küçük Girişimci Sermayesi (Venture Capital) Hakkında”. *Para ve Sermaye Piyasası Dergisi*, 9/3 (Kasım 1986): 15.
- Uluyol, O. “Girişimcilikte Alternatif Bir Finansman Modeli Olarak Melek Finansman Yöntemi”. *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi*, 3/2(Mayıs 2008):43-68.

Uygurtürk, Hasan-Soylu, Neilan. “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Likidite ve Karlılık Performanslarının COPRAS Yöntemi ile Analizi”. *Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* 9/2 (Aralık 2016): 637-650.

Wilson, Karen – Silva, Filipe. “Policies for Seed and early Stage Finance”, *OECD Science, Technology and Industry Policy Papers*, (2013).

Wright, Robbie – Mike, Ken. “Venture capital and private equity: A review and synthesis”. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25.5-6 (1998): 521-570.

Diğer Yayınlar

Ak Girişim. “Akgirişim Mühendislik Müşavirlik ve Çevre Teknolojileri Sanayi ve Ticaret A.Ş”. Erişim: 10 Kasım 2018, <http://www.akgirisim.com/>

Bodur, Bora. *Alternatif Finansman Modeli Olarak Risk Sermayesi: Seçilen Türk Şirketlerinde Uygulanmasına İlişkin Bir Analiz Çalışması*. Yüksek Lisans Tezi, Yaşar Üniversitesi, 2009.

Can, Ali Necmettin. *Girişim Sermayesi ve KOBİ’lerde Uygulanabilirliği*. Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi, 2012.

Çerçi, Alp Abdullah. *Küresel Ölçekte Melek Yatırımcılığın Gelişiminin İncelenmesi*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Ticaret Üniversitesi, 2014.

Çolak, Ali. *Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı ve Rüzgâr Enerjisi Sektöründeki Uygulaması*. Doktora tezi, T.C. ANKARA ÜNİVERSİTESİ, 2015.

Dalay, Melike. *Girişim Sermayesi ve Türkiye’deki Uygulamaları*. Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, 2005.

EGC Tarım Girişim. “Egeli & Co. Tarım Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (EGCYO)”. Erişim: 20 Aralık 2018, <http://www.egcyo.com/tr>

Elmadağ Law Firm. “Girişim Sermayesi Genel Bakış, Girişim Sermayesi Nedir?”. Erişim:15 Kasım 2018, <http://www.elmadaghukuk.com/>

Ergin, Mehmet Ali. *Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Gayrimenkul Geliştirme Sektörüne Etkileri*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi, 2018.

- Euro Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı. “Yatırım Ortaklıkları ”. Erişim:13 Aralık 2018, <http://www.euroyatirimortakligi.com/tr>
- Gedik Girişim. “GEDİK Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.”. Erişim: 20 Aralık 2018, <http://www.gedikgirisim.com.tr>
- Gözde Girişim. “Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.”. Erişim: 20 Aralık 2018, <http://www.gozdegirisim.com.tr>
- Hedef Girişim. “HEDEF Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.”. Erişim: 20 Aralık 2018, <http://www.hedefgirisim.com.tr>
- İş Girişim Sermayesi. “Sürdürülebilir Büyüme”. Erişim: 20 Aralık 2018, <http://www.isgirisim.com.tr>
- İş Net, “İş Net Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı”. Erişim: 14 Kasım 2018, <http://www.isgirisim.com.tr>
- Kamuyu Aydınlatma Platformu, “Finansal Tablolar”. Erişim: 11 Kasım 2018, <http://www.kap.gov.tr>
- Kantar, Ender. *KOBİ’ler ve Girişimciler İçin Alternatif Sermaye ve Fon Kaynakları: Girişim Sermayesi ve Melek Yatırımcı (Deri Sektöründe Bir Uygulama)*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, 2008.
- KT Portföy, “Girişim Sermayesi”. Erişim:13 Aralık 2018, <http://www.ktportfoy.com.tr/>
- Lyimo, Stephen Jackson. *Contribution Of Capital Markets To Economic Growth And Development: A Study On Tanzanian Capital Market*. Yüksek Lisans Tezi, T.C. Ankara Üniversitesi, 2012.
- Masun, Altan M.. *Bir Finansman Yöntemi Olarak Risk Sermayesi: Türkiye Uygulaması, Sorunlar ve Çözüm Önerileri*. Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, 1995.
- MuhasebeTr. “Girişim Sermayesi Fonu”. Erişim: 21 Ekim 2018, <http://www.muhasabetr.com/yazarlarimiz/hamzakocadal/002/>
- Müsiad. “Müsiad Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı”. Erişim:19 Kasım 2018, <http://www.musiad.org.tr/tr-tr>

- Onur, Atilla. *Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi*. Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, 2006.
- Özdoğrular, “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları”. Erişim: 13 Kasım 2018, <http://www.ozdogrular.com/v1/>
- Özgüneş, Kadri. *IPO Performances of VC Backed And Non-VC Backed Companies: A Cross Country Comparison of Germany and The UK*. Doktora Tezi, Boğaziçi Üniversitesi, 2006.
- Özsaraç, Yakup. *Para Vakıfları ve Risk Sermayesi Örnek Olay Vakıf Risk Sermayesi A.ř.* Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, 2008.
- Pehlivan, Eftal. *Smart Grid Technology Investment Opportunities Within the Scope of Venture Capital Firms*. Yüksek Lisans Tezi, İzmir Ekonomi Üniversitesi, 2014.
- RHEA Girişim. “Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.ř.”. Erişim: 20 Aralık 2018, <http://www.rheagirisim.com.tr/>
- Sermaya Piyasası Kurumu, “Sermaye Piyasası Kurumu Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.ř.”. Erişim: 17 Kasım 2018, <http://www.spk.gov.tr/>
- Sermaye Piyasası Kurumu, “Girişim Sermayesi (Venture Capital) Nedir?”. Erişim: 15 Kasım 2018, <http://www.spk.gov.tr/>
- Sermaye Piyasası Kurumu. “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları”. Erişim: 17 Ekim 2018, <http://www.spk.gov.tr/>
- Sermaye Piyasası Kurumu. “Türk Sermaye Piyasaları”. Erişim:19 Aralık 2018, [http://www.spk.gov.tr.](http://www.spk.gov.tr/)
- Sermaye Piyasası Kurumu. “Yabancı Yatırım Fonları”. Erişim: 13 Kasım 2018, <http://www.spk.gov.tr/>
- Türkmen, N. Ceren. *Konjonktürel Dalgalanma Modelleri Bağlamında Yeni Monetarist Yaklaşımın MS-VAR Modeli İle Analizi*. Doktora Tezi, T.C. Yıldız Teknik Üniversitesi, 2017.

Tykvova, T. “Venture Capital in Germany and Its Impact on Innovation. Social Science Research Network Working Paper, Presented at the 2000 EFMA Conference”. (2000).

Verusa Türk. “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı”. Erişim: 20 Aralık 2018, <http://www.verusaturk.com.tr>

Yatmaz Evren, Fulya. *Girişim Sermayesi*. Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, 2012.

Yıldız, Seçkin. *Girişimcilik*. Yüksek Lisans Tezi, T.C. Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, 2007.



ÖZGEÇMİŞ

E. Seda HOCAOĞLU YILDIZ 1991 yılında Sakarya'nın Adapazarı ilçesinde doğmuştur. İlk ve orta öğrenimini Sakarya'da tamamlamıştır.2009 yılında Sakarya Üniversitesi İşletme Fakültesinde İşletme bölümünde lisans öğrenimine başlamış ve 2013 yılında lisans eğitimini tamamlayarak mezun olmuştur. 2014 yılında Ataçehir Adıgüzel Meslek Yüksek Okulu Tıbbi Hizmetler ve Teknikler Bölümünde Optisyenlik programına başlamış 2016 yılında eğitimini tamamlayarak mezun olmuştur. 2017 yılından bu yana Optik mağazada mesul müdür olarak çalışmaktadır aynı zamanda 2017 yılında Sakarya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı, Muhasebe ve Finansman programında yüksek lisans eğitimine başlamıştır.

E. Seda HOCAOĞLU YILDIZ'ın yapmış olduğu bilimsel çalışmalar aşağıdaki gibidir:

Uluslararası bilimsel toplantılarda sunulan ve bildiri kitabında basılan bildiriler:

1. HOCAOĞLU Seda, Samet GÜNER,Erman COŞKUN (2013) Assessment Of Logistics And Supply Chain Management Education In Turkish Universities And Comparison With United State Universities XI. INTERNATIONAL LOGISTICS &SUPPLY CHAIN CONGRESS (LODER)
2. HOCAOĞLU Seda, Samet GÜNER, Erman COŞKUN(2015) Sektörün Lojistik Eğitimi Veren Üniversitelerden Beklentilerinin Tespit Edilmesine Yönelik Bir Çalışma
7. Uluslararası Balkanlarda Sosyal Bilimler Kongresi
3. KARACA Nevran, Dilek SÜRMEİ, Seda HOCAOĞLU (2016) Türkiye'de Lisans Düzeyinde Verilen Muhasebe Eğitiminin Muhasebe Alanında Yaşanan Gelişmeler Işığında Değerlendirilmesi 3. Uluslararası Muhasebe ve Finansman Araştırmaları Kongresi (ICAFR'16)270-281. <http://dx.doi.org/10.17130/ijmeb.2016icaf22441>