



**T.C.
NİĞDE ÖMER HALİSDEMİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI**

**BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN GİRİŞİM SERMAYESİ
YATIRIM ORTAKLIKLARININ FİNANSAL PERFORMANSLARININ
KARŞILAŞTIRMALI OLARAK İNCELENMESİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Hazırlayan
Yasin İLGÜN**

**Niğde
Ocak, 2019**

T.C.
NİĞDE ÖMER HALİSDEMİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI

BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN GİRİŞİM SERMAYESİ
YATIRIM ORTAKLIKLARININ FİNANSAL PERFORMANSLARININ
KARŞILAŞTIRMALI OLARAK İNCELENMESİ

Hazırlayan
Yasin İLGÜN

Danışman : Doç. Dr. Metin AKTAŞ

Üye : Prof. Dr. Ömer İSKENDEROĞLU

Üye :Dr. Öğr. Üyesi Tunahan AVCI

Niğde
Ocak, 2019

ONAY SAYFASI

Doç. Dr. Metin AKTAŞ danışmanlığında Yasin İLGÜN tarafından hazırlanan **"Borsa İstanbul'da İşlem Gören Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Finansal Performanslarının Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi"** adlı bu çalışma jürimiz tarafından Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalında Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Tarih: 09/01/2019

JÜRİ :

Danışman : Doç. Dr. Metin AKTAŞ

Üye : Prof. Dr. Ömer İSKENDERÖĞLU

Üye : Dr. Öğr. Üyesi Tunahan AVCI



ONAY :

Bu tezin kabulü Enstitü Yönetim Kurulu'nun Tarih ve sayılı kararı ile onaylanmıştır.

Doç. Dr. Emin Hüseyin ÇETENAK
Enstitü Müdürü V.

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “Borsa İstanbul’da İşlem Gören Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Finansal Performanslarının Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi” başlıklı bu çalışmanın, bilimsel ve akademik kurallar çerçevesinde tez yazım kılavuzuna uygun olarak tarafımdan yazıldığını, yararlandığım eserlerin tamamının kaynaklarda gösterildiği ve çalışmanın içinde kullandıkları her yerde bunlara atıf yapıldığını belirtir ve bunu onurumla doğrularım (20/12/2018).



Yasin İLGÜN

ÖN SÖZ

Bu uzun ve yorucu çalışmamda, tecrübe, bilgi ve görüşleri ile bana yol gösteren, motive eden, benim her zaman yanımda olan tez danışmanım, değerli Hocam Sayın Doç. Dr. Metin AKTAŞ'a sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Tez çalışmam sürecinde, kıymetli zamanlarını ayırarak, daha iyi bir çalışma ortaya koyabilmem için öneri ve eleştirileriyle bana yol gösteren değerli Hocam Sayın Prof. Dr. Ömer İSKENDERÖĞLU'na ve Sayın Dr. Öğr. Üyesi Tunahan AVCI'ya değerli görüşleri ile tezime yaptıkları katkılarından dolayı teşekkür ederim.

Ayrıca yüksek lisans döneminde fikir ve görüşleri ile beni yönlendiren değerli Hocam Sayın Prof. Dr. M. Başaran ÖZTÜRK'e teşekkür ederim.

Bu günlere gelmemde emeği olan, burada isimlerini sayamadığım değerli hocalarıma sonsuz teşekkürü bir borç biliyorum. Özellikle öğrencilik hayatım boyunca maddi ve manevi desteklerini esirgemeyen aileme ve manevi desteği ile her zaman yanımda olan değerli eşim Merve İLGÜN'e teşekkürü bir borç biliyorum. Yüksek lisans sürecinde zaman zaman ihmal ettiğim kızım Selmin Su'ya ve oğlum Yiğithan'a sevgi ve teşekkürlerimi sunarım. Bu çalışmanın ilgililer için faydalı bir kaynak olacağını ümit ediyorum.

Ocak / 2019

Yasin İLGÜN

ÖZET
YÜKSEK LİSANS TEZİ

**BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM
ORTAKLIKLARININ FİNANSAL PERFORMANSLARININ KARŞILAŞTIRMALI
OLARAK İNCELENMESİ**

İLGÜN, Yasin
İşletme Anabilim Dalı
Tez Danışmanı: Doç. Dr. Metin AKTAŞ
Ocak 2019, 162 sayfa

Globalleşmenin hızla devam ettiği günümüz ekonomisinde, kişilerin ve kurumların yeni fikirleri hayata geçirebilmeleri için en önemli problemlerin başında finansman eksikliği gelmektedir. Bu problemin çözülebilmesi için geliştirilen alternatif finansman tekniklerinden birisi de girişim sermayesi yatırım ortaklıklarıdır (GSYO). Bu kurumlar, sahip oldukları fonları, yüksek rekabet ve büyüme potansiyeline sahip şirketlere uzun vadeli yatırım yaparak, gerek şirketlere değer kazandırmayı gerekse yatırımcılarına kazanç sağlamayı hedeflemektedir. Bu sayede, gelecek vadeden projelerin hayata geçirilmesi, işsizliğin azaltılması ve ülke ekonomisine katkı sağlanması amaçlanmaktadır.

Bu tezin amacı, Türkiye’de faaliyet gösteren GSYO’ların finansal yapılarının karşılaştırmalı olarak analiz edilmesidir. Bu açıdan GSYO’lar önce kendi içlerinde analiz edilmekte daha sonra birbirleri ile karşılaştırmalı olarak analiz edilmektedir. Burada incelenmek istenen en önemli konulardan birisi, GSYO’ların kuruluş felsefelerine ne kadar uygun faaliyette bulundukları, yani girişim şirketlerine ne kadar finansal destekte bulunduklarıdır.

Tezin uygulama kısmında, Türkiye’de faaliyet gösteren 7 GSYO’nun, yatırım durumu, likidite durumu, mali yapı durumu, karlılık durumu ve piyasa performans durumu, finansal oran verileri kullanılarak oran analiz yöntemi ve grafik analiz yöntemi ile karşılaştırılmaktadır. Yapılan analiz sonucunda, genel olarak en fazla girişim sermayesi yatırımlarına Gözde GSYO’nun, en az ise Verusaturk GSYO’nun yatırım yaptığı, likidite açısından, Verusaturk GSYO’nun en fazla, Gözde GSYO’nun ise en az nakit bulundurduğu, mali yapı açısından, öz sermayeyi en fazla Gedik GSYO’nun, en az ise Gözde GSYO’nun kullandığı, Karlılık açısından, Verusaturk GSYO’nun en yüksek, RHEA GSYO’nun ise en düşük öz sermaye karlılığına sahip olduğu ve son olarak, piyasa performansı açısından, Gözde GSYO’nun en yüksek, Rhea GSYO’nun ise en düşük hisse başına kara sahip oldukları görülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Girişim Sermayesi, Oran Analizi, Finansal Performans

ABSTRACT
MASTER THESIS

**COMPARISON OF FINANCIAL PERFORMANCE OF THE VENTURE CAPITAL
INVESTMENT TRUSTS IN ISTANBUL STOCK EXCHANGE**

İLGÜN, Yasin
Business Administration
Supervisor: Associate Professor Metin AKTAŞ
January 2019, 162 pages.

Lack of funding is one of the most important problems for people and institutions to pass on new ideas in today's economy where globalization continues rapidly. One of the alternative financing techniques developed to be able to resolve this problem is venture capital investment trusts (VCIT). These institutions use their funds both to make a profit for their investors and to provide value to companies by making long term investments in high competitive companies which have growth potential. In this way, it is aimed at passing the illusion of future projects, reducing unemployment and contributing to the economy of the country.

The objective of this thesis is to analyse financial structures of the VCITs which operates in Turkey comparatively. In that respect, the VCITs are first analyzed within themselves and then compared with each other. One of the most important issues to be examined here is how much the VCITs are engaged in the appropriate activities of their founding philosophy, that is, how much financial support they gave to enterprise companies.

In the application part of the thesis, investment status, liquidity position, the financial condition, profitability and market performance condition of 7 VCITs operating in Turkey are compared by using financial ratio data with the help of ratio and graphic analysis methods. As a result of the analysis, it is observed that in general, Gözde VCIT has the most investment in venture capital investments but Verusaturk has the least investment, in terms of liquidity, Verusaturk has the most, but Gözde has the least cash, in terms of financial structure, Gedik VCIT used the equity capital the most, but Gözde VCIT used the least, in terms of profitability, Verusaturk has the highest, but RHEA VCIT has the lowest equity profitability, and finally, in terms of market performance, Gözde VCIT has the highest, but Rhea VCIT has the lowest earnings per share.

Key Words: Venture Capital, Ratio Analysis, Financial Performance.

İÇİNDEKİLER

ÖN SÖZ.....	i
ÖZET	ii
ABSTRACT.....	iii
İÇİNDEKİLER.....	iv
TABLolar LİSTESİ	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ	xi
GRAFİKLER LİSTESİ.....	xii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xiii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞİM SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİNİN TEMEL ÖZELLİKLERİ VE İŞLEYİŞ YAPISI.....	3
1.1. GİRİŞİM SERMAYESİ İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR.....	3
1.1.1. Girişim Şirketi.....	4
1.1.2. Teknoloji.....	4
1.1.3. Teknolojik Yenilik.....	4
1.1.4. Teknolojik Gelişme.....	5
1.1.5. Sermayeye Katılma-Yönetime Katılma.....	5
1.1.6. Uzun Vadeli Yatırım.....	5
1.1.7. Yüksek Getiri.....	6
1.2. TÜRKİYE’DE GİRİŞİM SERMAYESİNİN HUKUKİ YAPISI.....	6
1.2.1. Türkiye’de Girişim Sermayesinin Özellikleri.....	6
1.2.2. Girişim Sermayesinin Yasal Yapısı.....	8
1.2.3. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş ve Dönüşüm Şartları.....	9
1.2.4. Girişim Sermayesi yatırım Ortaklıklarının Yatırım Sınırlamaları.....	11
1.2.5. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Faaliyet Kapsamı ve Faaliyetlere İlişkin Sınırlamalar.....	12
1.2.6. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Kazançlarının Vergilendirilmesi.....	13
1.3. GİRİŞİM SERMAYESİ TARAFLARI.....	15
1.3.1. Mucitler.....	15
1.3.2. Girişimci.....	15
1.3.3. Lider Sermayedar.....	16
1.4. GİRİŞİM SERMAYESİ FİNANSMAN AŞAMALARI	17

1.4.1. Fikir Aşaması Finansmanı.....	17
1.4.2. Başlangıç Finansmanı.....	18
1.4.3. Erken Aşama ve Geçit Finansmanı.....	19
1.4.4. Genişleme Büyüme Sermayesi.....	19
1.4.5. Köprü Finansman ve Ara Finansman.....	20
1.4.6. Yerine Koyma Sermayesi.....	20
1.4.7. Şirket Kurtarma Finansmanı.....	21
1.4.8. Satın Alma Finansmanı.....	21
1.4.9. Yatırım Aşamalarında Süre ve Risk Karşılaştırması.....	21
1.4.10. Yatırımdan Çıkış.....	22
1.5. GİRİŞİM SERMAYESİ KAYNAKLARI.....	23
1.5.1. Özel Girişim Sermayesi Şirketleri.....	23
1.5.2. Ticari Bankalar.....	23
1.5.3. Yatırım Bankaları.....	24
1.5.4. Sigorta Şirketleri.....	24
1.5.5. Yatırım Grupları.....	24
1.5.6. Vakıflar.....	24
1.5.7. Yatırım Fonları.....	24
1.5.8. Üniversite ve Kamu Kuruluşları.....	25
1.5.9. Özel Sermaye Kaynakları.....	25
1.5.10. Nakit Zengini Şirketler.....	25
1.6. GİRİŞİM SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİNİN İŞLEYİŞ YAPISI.....	25
1.6.1. İş Planının Hazırlanması.....	27
1.6.2. Girişimin Değerlendirilmesi.....	30
1.6.3. Ön Araştırma ve Görüşmeler.....	31
1.6.4. Girişim Sermayesi Yatırımının Fiyatlanması.....	32
1.6.5. Sahiplik ve Kontrol İmkanları.....	33
1.6.6. Anlaşmanın Yapısı ve Niteliği.....	34
1.6.7. Beklenen Getiri ve Riskin Değerlendirilmesi.....	34

İKİNCİ BÖLÜM

GİRİŞİM SERMAYESİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ.....	38
2.1. DÜNYADA GİRİŞİM SERMAYESİNİN GELİŞİMİ	39
2.1.1. ABD’de Girişim Sermayesi	42
2.1.2. Kanada’da Girişim Sermayesi	45

2.1.3. İngiltere’de Girişim Sermayesi	46
2.1.4. Almanya’da Girişim Sermayesi	47
2.1.5. Fransa’da Girişim Sermayesi	50
2.1.6. Japonya’da Girişim Sermayesi	51
2.2. TÜRKİYE’DE GİRİŞİM SERMAYESİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ	52
2.3. TÜRKİYE’DE GİRİŞİM SERMAYESİNİN GELİŞİMİNDE ETKİLİ OLAN KURULUŞLAR	56
2.3.1. Geliştirme ve Destekleme Fonu	56
2.3.2. Teşebbüs Destekleme Ajansı	56
2.3.3. Teknoloji Geliştirme Projesi	57
2.3.4. Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı.....	57
2.3.5. Türkiye Halk Bankası	59
2.3.6. Türkiye Kalkınma Bankası	59
2.3.7. İslam Bankaları	60
2.3.8. Vakıfbank	60
2.4. TÜRKİYE’DE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARINA SAĞLANAN AVANTAJLAR.....	61
2.4.1. Türkiye’de GSYO’lara Sağlanan Vergi Uygulamaları.....	62
2.4.1.1. GSYO’ların Sağlanan Kurumlar Vergisi Muafiyeti.....	62
2.4.1.2. Kurumsal Yatırımcıların GSYO Hisse Senetlerine Katılma.....	62
Paylarından Elde Ettiği Kar Paylarının Kurumlar Vergisi.....	62
2.4.1.3. Yatırımcı Tam Mükellef Gerçek Kişilerin GSYO Hisse Senetlerine Katılma Paylarından Elde Ettiği Kar Paylarının Gelir Vergisi.....	63
2.4.1.4. Kurumsal Yatırımcıların GSYO Hisse Senetlerine Katılma Paylarının Satışından Elde ettiği Karın Kurumlar Vergisi.....	63
2.4.1.5. Yatırımcı Tam Mükellef Gerçek Kişilerin GSYO Hisse Senetlerine Katılma Paylarının Satışından Elde Ettiği Karın Gelir Vergisi.....	63
2.4.2. Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu Girişim Sermayesi Destekleme Programı.....	63
2.4.2.1. TÜBİTAK 1514 Girişim Sermayesi Destekleme Programı.....	64
2.4.2.2. TÜBİTAK 1512 Teknogirişim Sermayesi Desteği Programı 2018-2 Bireysel Genç Girişimciler (BİGG) Çağrı Duyurusu.....	66
2.4.3. GSYO’ların AR-GE Harcamalarına Vergi İndirimi.....	67

2.5. TÜRKİYE’DE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARI	67
2.5.1. Egeli İle Co. Tarım Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	67
2.5.2. Gedik Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	68
2.5.3. Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	68
2.5.4. Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	69
2.5.5. İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	70
2.5.6. Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	71
2.5.7. Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	72
2.5. TÜRKİYE’DE GİRİŞİM SERMAYESİNİN GELİŞEMEMESİNİN TEMEL NEDENLERİ	72
2.6. TÜRKİYE’DE GİRİŞİM SERMAYESİNİN GELİŞMESİ İÇİN YAPILMASI GEREKENLER	73

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL ORAN ANALİZİ YÖNTEMİ.....	76
3.1. FİNANSAL ORAN ANALİZİ	76
3.1.1. Likidite Oranları	80
3.1.1.1. Cari Oran	81
3.1.1.2. Asit- Test (Likidite) Oranı	82
3.1.1.3. Nakit Oranı	82
3.1.2. Mali (Finansal) Yapı Oranları	83
3.1.2.1. Yabancı Kaynak (Kaldıraç) Oranı	84
3.1.2.2. Kısa Vadeli Borçların Pasif Toplamına Oranı	85
3.1.2.3. Uzun Vadeli Borç Oranı	85
3.1.2.4. Öz Sermaye Oranı	85
3.1.2.5. Toplam Borçların Öz Sermayeye Oranı	86
3.1.3. Varlık (Faaliyet) Kullanım Oranları	87
3.1.3.1. Stok Devir Hızı	88
3.1.3.2. Stok Devir Süresi	89
3.1.3.3. Alacak Devir Hızı	89
3.1.3.4. Alacak Devir Süresi	89
3.1.3.5. Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı	90
3.1.3.6. Öz Sermaye Devir Hızı	90
3.1.3.7. Maddi Duran Varlık Devir Hızı	91
3.1.4. Karlılık Oranları	91

3.1.4.1. Brüt Kar Marjı	93
3.1.4.2. Net Kar Marjı	93
3.1.4.3. Öz Sermaye Karlılığı Oranı	94
3.1.4.4. Faaliyet Karı Oranı	94
3.1.4.5. Aktif Karlılık Oranı	94
3.1.4.6. Faiz Karşılama Oranı	94
3.1.4.7. Dönem Karı Oranı	95
3.1.5. Piyasa Performans Oranları	95
3.1.5.1. Fiyat / Kazanç Oranı	95
3.2.4.5.2. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı.....	96
3.2.4.5.3. Kar Payı Oranları	97

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLARININ FİNANSAL PERFORMANSLARININ ORAN ANALİZİ YÖNTEMİ İLE DEĞERLENDİRİLMESİNE YÖNELİK BİR UYGULAMA	98
4.1. ÇALIŞMANIN AMACI	98
4.2. ÇALIŞMANIN KAPSAMI	98
4.3. ÇALIŞMANIN YÖNTEMİ	98
4.4. ÇALIŞMADA KULLANILAN ORANLAR	98
4.5. ÇALIŞMANIN ANALİZ EDİLMESİ	99
4.5.1. Her Bir Şirketin Tek Tek Finansal Performansının Analiz Edilmesi.....	100
4.5.2. Şirketlerin Finansal Performanslarının Karşılaştırmalı olarak Analiz Edilmesi.....	122
4.5.3. Şirketlerin Finansal Performansının Karşılaştırmalı olarak Grafiklerle Analiz Edilmesi.....	134
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	147
KAYNAKLAR.....	152
ÖZGEÇMİŞ.....	162

TABLÖLER LİSTESİ

Tablo 1: Yatırım Aşamalarında Süre ve Risk Karşılaştırması.....	22
Tablo 2: Finansal Analiz.....	32
Tablo 3: 2012 Yılı Dünyada Girişim Sermayesi Yatırımları.....	41
Tablo 4: Amerika’da 1996-2016 Yılları Arasında Gerçekleşen Girişim Sermayesi Yatırımları ve Yapılan Anlaşma Sayıları.....	45
Tablo 5: Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllara Göre Ortaklık Sayıları ve Piyasa Değerleri.....	54
Tablo 6: Türkiye’nin Girişim Sermayesi Yatırımları Açısından Dünya’daki Sıralaması.....	55
Tablo 7: Finansal Oran Analizinin Taraflar Açısından Amaçları	78
Tablo 8: Likidite Oranlarının Hesaplama Şekli, Genel Kabul Görmüş Standart Değerleri ve Kullanım Amaçları	81
Tablo 9: Finansal (Mali) Yapı Oranlarının Hesaplama Şekli, Genel Kabul Gören Standart Değerleri ve Kullanım Amaçları.....	84
Tablo 10: Varlık (Faaliyet) Kullanım Oranlarının Hesaplama Şekli ve Kullanım Amaçları	88
Tablo 11: Karlılık Oranlarının Hesaplama Şekli, Genel Kabul Görmüş Standart Değeri ve Kullanım Amaçları	92
Tablo 12: Çalışmada Kullanılan Oranların Grubu, Oran Adı Ve Hesaplama Şekli	99
Tablo 13: Egeli İle Co. Tarım Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığının 2012-2017 Yılları Arasındaki Finansal Oranları.....	101
Tablo 14: Gedik Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığının 2012-2017 Yılları Arasındaki Finansal Oranları.....	105
Tablo 15: Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığının 2012-2017 Yılları Arasındaki Finansal Oranları	108
Tablo 16: Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığının 2012-2017 Yılları Arasındaki Finansal Oranları.....	111
Tablo 17: İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığının 2012-2017 Yılları Arasındaki Finansal Oranları.....	114

Tablo 18: Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığının 2012-2017 Yılları Arasındaki Finansal Oranları.....	117
Tablo 19: Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığının 2012-2017 Yılları Arasındaki Finansal Oranları.....	120
Tablo 20: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının 2012-2017 Dönemine Ait Girişim Sermayesi Yatırımlarının Toplam Aktif İçerisindeki Ortalama Payları.....	123
Tablo 21: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının 2012-2017 Dönemine Ait Menkul Kıymet Yatırımlarının Toplam Aktif İçerisindeki Payları.....	124
Tablo 22: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının 2012-2017 Dönemine Ait Nakit Oran Ortalamaları.....	125
Tablo 23: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının 2012-2017 Dönemine Ait Öz Sermaye/Toplam Pasif Oran Ortalamaları.....	126
Tablo 24: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının 2012-2017 Dönemine Ait Borç/Toplam Pasif Oran Ortalamaları.....	127
Tablo 25: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının 2012-2017 Dönemine Ait Kısa Vadeli Borç Oran Ortalamaları	128
Tablo 26: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının 2012-2017 Dönemine Ait Uzun Vadeli Borç Oran Ortalamaları.....	129
Tablo 27: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının 2012-2017 Dönemine Ait Öz Sermaye Karlılığı Ortalamaları.....	130
Tablo 28: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının 2012-2017 Dönemine Ait Aktif Karlılığı Ortalamaları.....	131
Tablo 29: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının 2012-2017 Dönemine Ait Fiyat/Kazanç Oran Ortalamaları.....	132
Tablo 30: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının 2012-2017 Dönemine Ait Piyasa Değeri / Defter Değeri Oran Ortalamaları.....	133
Tablo 31: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının 2012-2017 Dönemine Ait Hisse Başına Kar Oranı Ortalamaları.....	134

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Girişim Sermayesi Taraflarının İlişkileri	17
Şekil 2: Girişim Sermayesi Şirketlerinin Genişleme, Büyüme ve Finansman Aşamaları.....	20
Şekil 3: Girişim Sermayesi Finansman Modelinin İşleyişi.....	27
Şekil 4: Almanya’da Girişim Sermayesi Yatırım Durumu (2008).....	49
Şekil 5: Almanya’da Girişim Sermayesi Yatırımlarının Sektöre Göre dağılımı (2008).....	50



GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1: 2007-2014 Yılları Arasında İngiltere’de Gerçekleştirilen Girişim Sermayesi Yatırımları (Milyar Euro).....	47
Grafik 2: Türkiye’de Girişim sermayesi Fonlarının Sektörel Dağılımı (2012 Yılı).....	55
Grafik 3: Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yapmış Oldukları Girişim Sermayesi Yatırımlarının Toplam Aktif İçindeki Payları.....	135
Grafik 4: Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Yapmış Oldukları Menkul Kıymet Yatırımlarının Toplam Aktif İçindeki Payları.....	136
Grafik 5: Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Nakit Oranları.....	137
Grafik 6: Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Öz Sermaye Oranları.....	138
Grafik 7: Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Borç Oranları.....	139
Grafik 8: Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Kısa Vadeli Borç Oranları.....	140
Grafik 9: Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Uzun Vadeli Borç Oranları.....	141
Grafik 10: Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Öz Sermaye Karlılığı Oranları	142
Grafik 11: Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Aktif Karlılığı Oranları.....	143
Grafik 12: Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Fiyat/Kazanç Oranları.....	144
Grafik 13: Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranları.....	145
Grafik 14: Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Hisse Başına Kar Oranları.....	146

KISALTMALAR

AA:	Araştırma Altyapılarının
ABD:	Amerika Birleşik Devletleri
ARD:	American Research and Development
AR-GE:	Araştırma Geliştirme Giderleri
AT:	Avrupa Topluluğu
BES:	Busuness Expansion Scheme
BİGG:	Bireysel Genç Girişimciler
BİST:	Borsa İstanbul
BSS:	Busuness Start-Up
BVK:	Alman Girişim Sermayesi Birliği
CDC:	Canadian Development Corp
EGCYO:	Egeli İle Co. Tarım Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
ERISA:	Employee Retirement Income Security Act
EVCA:	European Venture Capital Association
FCRP:	Fonds Commun de Placement a Risques
GDKGS:	Gedik Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
GOZDE:	Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
GSYF:	Girişim Sermayesi Yatırım Fonları
GSYO:	Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına
GSYŞ:	Girişim Sermayesi Yönetim Şirketleri
GVK:	Gelir Vergisi Kanunu
HDFGS:	Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
ICFC:	Industrial and Commercial Finance Corporation
ISGSY:	İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
İTÜ:	İstanbul Teknik Üniversitesi
KOBİ:	Küçük ve Orta Boy İşletmeler

KOSGEB:	Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
KÜSGET:	Küçük Sanayi Geliştirme Teşkilatı
KVK:	Kurumlar Vergisi Kanunu
ODTÜ:	Ortadoğu Teknik Üniversitesi
OECD:	Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
OTC:	Tezgâh Üstü Piyasa (Over the Counter)
NASDAQ:	Gelişmekte Olan Şirketler Borsası
NVCA:	Amerikan Ulusal Girişim Sermayesi Birliği
RHEAG:	Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
SBA:	Small Business Administration
SDAJ:	Securities Dealers Association of Japan
SPK:	Sermaye Piyasası Kurulu
TDA:	Teşebbüsü Destekleme Ajansı
TEKMER:	Teknoloji Geliştirme Merkezi
TGB:	Teknoloji Geliştirme Bölgeleri
TKB:	Türkiye Kalkınma Bankası
TTO:	Teknoloji Transfer Ofisleri
TUBİTAK:	Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu
VEC :	Venture Enterprise Center
VRSGS:	Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

GİRİŞ

Girişim sermayesi, kaynakların girişimciye aktarılarak yeni teknolojilerin ekonomiye kazandırılması yolu ile üretim faktörlerini harekete geçiren ve ekonomik büyümeye önemli katkı sağlayan bir finansman tekniğidir. Finansal piyasalarda ilk olarak İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra görülmeye başlanmıştır. Dünya ekonomisinin öncüleri olan ABD ve Japonya'da faiz karşılığı kredi veren bankaların yerini, ortaklığa dayanan finans kurumları almaktaydı. Günümüzde ABD, İngiltere, Japonya, Kanada ve Almanya'da girişim sermayesi modelleri, ileri teknolojiyi geliştiren itici bir güç durumunda bulunmaktadır. Bu ülkelerin sahip olduğu ekonomik gücün temelinde teknoloji üretimi bulunmaktadır. Bu teknoloji üretiminin desteklenmesinde girişim sermayesinin payı oldukça yüksektir (Rençber ve Akbulut, 2018: 668).

Girişim sermayesinin ekonomik büyümeye katkısı, özellikle teknoloji ve yenilik tabanlı yeni endüstrilerin kurulmasını ve gelişmesini sağlamasıdır. Diğer bir deyişle girişim sermayesi mevcut endüstri kollarında teknolojik yeniliklerle sağladığı verimlilik artışının yanı sıra internet, cep telefonu gibi bütünüyle yeni endüstrilerin ortaya çıkmasında önemli rol oynamaktadır. Yan sanayileri ile birlikte düşünüldüğünde, yeni iş kolları, istihdam ve ihracat artışına sağladığı katkı ile ekonomik büyümeye hız kazandırmaktadır.

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde, ekonomik kalkınmaya ve işsizliğin azaltılmasına katkı sağladığı düşünülen girişim sermayesi finansman modelinin, ABD ve diğer gelişmiş ülkelerin gelişim aşamalarında sıkça kullanıldığı görülmektedir. Dolayısı ile, ülkemizde işsizliğin azaltılarak üretimin artırılması ve ekonomik kalkınmanın gerçekleştirilmesi sürecinde bu modelin kullanılması önemli katkılar sağlayabilecektir. Bu açıdan değerlendirildiğinde, girişim sermayesi finansman modeli ile ilgili yapılacak yeni araştırmaların önem arz ettiği görülmektedir.

Ülkemizde, girişim sermayesi alanında ilk çalışmalar 1984'lü yıllarda yapılsa da bu finansman modeli, ancak 1990'lı yıllarda tanınmaya başlanmış ve 2000'li yıllara kadar yasal süreçleri tamamlanmıştır. Girişim sermayesi sektörünün Türkiye'de varlığının kabul gördüğü ve uluslararası fonların giderek kalıcı yatırımlar için ülkeye giriş yaptığı bir dönem olarak kabul edilen 2005 yılı sonrasında, girişim sermayesi yatırım tutarları önemli rakamlara ulaşmıştır. Ülkemizde, 2008 küresel finans krizinin etkisiyle duraksamaların yaşandığı girişim sermayesi yatırımları, 2010 yılı sonrasında

artarak devam etmiştir. Ancak, Dünya ekonomileri ile karşılaştırıldığında, ülkemizin girişim sermayesi alanında fazla gelişme gösteremediği görülmektedir.

Girişim sermayesi finansman modeli hakkında ülkemizde yeterli olmasa da bazı çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmaların çoğu, küçük ve orta büyüklükte işletmelerin girişim sermayesi hakkında ne kadar bilgi sahibi oldukları hakkındadır. Bu tez çalışmasının konusu olan, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının finansal oran analizi yoluyla finansal durumlarının karşılaştırmalı olarak incelenmesi konusunda hemen hemen hiç çalışma yapılmamıştır. Dolayısı ile bu çalışmanın, literatüre bu açıdan bir katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Bu tezin amacı, Türkiye’de faaliyet gösteren girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının finansal durumlarının karşılaştırmalı olarak analiz edilmesidir. Bunun için her bir şirketin finansal durumu tek tek analiz edilmekte, ikinci olarak şirketler oran bazında karşılaştırmalı olarak analiz edilmekte ve son olarak şirketler karşılaştırmalı olarak yıllar bazında grafiksel olarak analiz edilmektedir.

Bu çalışmada yöntem olarak oran analizi ve grafiksel yöntem kullanılmaktadır. Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren 7 girişim sermayesi yatırım ortaklığı şirketinin yatırım durumu, likidite durumu, mali yapı durumu, karlılık durumu ve piyasa performans durumu hem oran analizi hem de grafiksel analiz yöntemi ile analiz edilmektedir. Bu kapsamda veri olarak, şirketlerin 2012-2017 dönemine ait bilanço, gelir tablosu ve faaliyet raporlarındaki bilgilerinden elde edilen veriler kullanılmaktadır.

Bu çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde; girişim sermayesi ile ilgili temel kavramlar, ülkemizde girişim sermayesinin hukuki yapısı, tarafları, finansman aşamaları, kaynakları ve işleyiş yapısı hakkında bilgiler verilmektedir. İkinci bölümde; girişim sermayesinin tarihsel gelişimi, Dünya’da gelişimi, Türkiye’de tarihsel gelişimi, gelişiminde etkili olan kuruluşlar ve yeterli gelişmemesinin temel nedenleri anlatılmaktadır. Üçüncü bölümde; finansal oran analizinin amacı, önemi ve kullanılan oranların hesaplanma şekilleri ve standart değerleri yer almaktadır. Son bölüm olan dördüncü bölümde ise, Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren 7 girişim sermayesi yatırım ortaklığı şirketinin, 2012-2017 dönemine ait bilanço, gelir tablosu ve faaliyet raporlarındaki bilgilerden elde edilen finansal oranlar kullanılarak oran analizi ve grafiksel analiz yer almaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞİM SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİNİN TEMEL ÖZELLİKLERİ VE İŞLEYİŞ YAPISI

1.1. GİRİŞİM SERMAYESİ İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR

“Girişim sermayesi, fon fazlasına sahip yatırımcıların, gelişme potansiyeli yüksek olan küçük ve orta ölçekli işletmelerin oluşumu ve faaliyete geçmesi için yaptıkları uzun vadeli bir yatırım olarak ifade edilebilir” (Akbulut vd. 2016: 274).

Girişim sermayesi, genellikle bir iş kurma fikrine, düşüncesine, bilgi ve becerisine sahip kişi ya da kurumların, söz konusu işi kurmak için gerekli sermayeye sahip olmamaları durumunda, gereken finansal kaynağı (desteği) sağlayan alternatif bir finansman yöntemi veya modelidir. Ayrıca girişim sermayesi, sermayedarlarının küçük ve orta boy işletmelere (KOBİ), bu işletmelerin tasarlayacakları teknolojik bir cihaz, sistem ya da üretecekleri ürün için sağlayacakları öz kaynak veya öz kaynak benzeri bir yatırım aracıdır (Beyazıtlı vd. 2015: 85).

Girişim sermayesi, İngiltere Girişim Sermayesi Derneği tarafından, borsaya kote olamayan firmaların büyüyüp başarılı olabilmeleri için hisse senetlerinin satın alınması yoluyla uzun vadeli finansman sağlayan ortaklık olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir ifade ile girişim sermayesi, teknolojik yeniliklere dönük, gelişme potansiyeli olan projeleri destekleyen bir finansman yöntemidir (İpekten, 2006: 387). “Yine, girişim sermayesi yeni bir şirketi finanse etmek için yatırılan para şeklinde de tanımlanmaktadır” (Brealey vd. 2007: 373).

“Bu tanımlardan hareketle girişim sermayesi, teknolojiye dayalı işletmelerin sahip oldukları yeni ürün ve/veya süreçlerin ticarileştirilmesi esnasında karşılaştıkları finansman ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla geliştirilmiş uzun vadeli ve riskli yatırımların finansmanında kullanılan öz sermaye benzeri yatırımlardır” (Akkaya ve İçerli, 2001: 63).

Girişim sermayesi ile ilgili bazı temel kavramlar aşağıda açıklanmaktadır.

1.1.1. Girişim şirketi

“Sermaye piyasası mevzuatına göre Türkiye’de kurulmuş veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı olan şirketleri ifade etmektedir” (SPK Girişim Sermayesi Yatırım Ortakları, 2016: 4).

Girişim Sermayesinde taraflardan biri olan girişimci şirket, geliştirilen yeni ürün ve projelerin üretim aşamasından satış aşamasına kadar sorumludur. Girişim sermayesi yatırımı, girişimci şirketin üretimini gerçekleştirdiği ürünlerin veya uyguladığı projenin finansmanı şeklinde olabilirken girişimci şirketin hisselerine ortak olmak şeklinde de yapılabilir (Coşkun, 2012: 47).

1.1.2. Teknoloji

Üretim yapmak için gerekli olan bilginin üretilmesi ve kullanılması becerisi olarak tanımlanabilen teknoloji, ekonomik büyümenin, gelişmenin ve rekabet edebilmenin en önemli kriterlerinden birisidir. Diğer bir ifade ile teknoloji, üretim için gereken tüm araç, gereç ve bunları yönlendiren insan faktörünü de kapsayan dinamik bir kavramdır (Yılmaz, 2014: 11). Teknoloji, insan hayatını kolaylaştıran her türlü araç gerecin üretilmesinde ve bu yolla insanlar tarafından kullanılmasında önemli bir işleve sahiptir. Teknoloji, insanların elde etmek istedikleri şeyleri, en kısa sürede, en kaliteli ve hatasız bir yapıyla insanoğluna sunabilmek için insanoğluna hizmet etmek isteyen bir anlayışın ürünü olarak karşımıza çıkar (Aygüneş, 2014: 23). Günümüzde teknoloji, emek ve sermayenin verimliliğini arttıran üretim girdisi olarak görölmektedir.

1.1.3. Teknolojik Yenilik

“Teknolojik yenilik uzun araştırmalara dayanır. Girişim Sermayesi kaynak dağılımını düzenleyici, verimlilik artırıcı özelliğini bu ölçütle üstlenmektedir. Yeni yatırımların yüksek olan riskini düşürmek amacıyla genellikle işletmelere her aşamada yatırım yapılabilir” (Yenidünya, 2006: 20). Girişim sermayesinin en temel ölçütlerinden birisi olan teknolojik yeniliğin 5 farklı boyutu vardır. (Beşkardeşler, 2010: 11) Bunlar;

1-Üretim Yöntemlerinde Yenilik: Üretim yöntemlerinde yenilik yapılarak, elde bulunan ürünleri, mevcut kaynakları kullanarak yeni yöntemlerle üretmek.

2-Üretilen Ürünlerde Yenilik: Mevcut malzeme ve yöntemleri kullanarak, tamamen yeni ürünler üretmek veya mevcut ürünleri geliştirmek.

3-Kaynaklarda Yenilik: Yeni hammadde kaynak ve türleri bulmak veya mevcut hammaddeleri geliştirmek.

4-Organizasyonda Yenilik: Üretimde yeni kontrol, organizasyon ve yönetim araçları geliştirmek.

5-Pazarlamada Yenilik: Mevcut ürünleri yeni pazarlara sunmak veya ürünler için mevcut pazarlarda yeni kullanım imkânları oluşturmak.

1.1.4. Teknolojik Gelişme

“Teknolojik yenilik düşüncesi açısından ise, elde edilen yeniliğin fikir olmaktan çıkarılıp, girişimin yapılması ve ekonomik değer haline gelene kadar yapılan faaliyetlerin tamamı olarak da ifade edilebilir” (Yılmaz, 2014: 11). Bu faaliyetler sırasıyla; fikirlerin geliştirilmesi (buluş), ürün geliştirme (tasarım), ürün pratiğinin hazırlanması (laboratuvar, deney ve testleri), ürün prosedürünün geliştirilmesi (alan denemesi), prototip tesisin kurulması (idari ve teknik düzenleme), pilot tesisin kurulması (ilk ticari başarı) ve üretim tesisinin kurulmasıdır (Aypek, 1998: 15-16).

1.1.5. Sermayeye Katılma-Yönetime Katılma

Girişim sermayesi sonuçta bir ortaklık anlaşmasıdır. Başlangıçta yapılan ortaklık anlaşmasında tarafların ne kadar hisseye sahip olacağı belirlenmektedir. Dolayısıyla risk sermayedarları yönetimde söz hakkına sahip olurlar. Girişimci ile ortak hareket ederler ve yönetim kararlarına iştirak ederler. Sadece gerekli olan sermayeyi verip bir kenara çekilmez aktif olarak profesyonel kadrolarıyla işin bizzat başında dururlar. Yaptıkları yatırımın karlılığını arttırmaya çalışırlar (Dilmaç, 2006:4).

1.1.6. Uzun Vadeli Yatırım

Teknolojik buluş ile bu buluşun pazara sunulduğu zaman aralığının ortalama 7 ilâ 10 yıl olduğu hesaplanmaktadır. Aslında piyasaya ilk giren değil genellikle ilginç

yenilikler ile giren kazanç sağlamaktadır. Bu nedenle girişim sermayesi yatırımları halka kapalı şirketlerin menkul kıymetleri için etkin bir piyasanın olmamasından dolayı kısa dönemde likidite özelliğine sahip değildir (İpekten, 2006: 6).

1.1.7. Yüksek Getiri

“Riskin en temel tanımı, gerçekleşmesi en muhtemel sonuç ile gerçekleşen yani fiili sonuç arasındaki sapmadır. Bir yatırımda risk ne kadar büyükse getiri veya kayıp da o kadar büyük olmaktadır” (Dilmaç, 2006: 6). “Gelecek vaat eden bir fikir, doğru etüt edilip, doğru zamanda, doğru miktarda fon ile desteklendiği zaman yüksek getiri potansiyeline sahip olur” (Arslan Garipcin, 2017: 25).

1.2.TÜRKİYE’DE GİRİŞİM SERMAYESİNİN HUKUKİ YAPISI

Bu kısımda, Türkiye’de girişim sermayesinin özellikleri, yasal yapısı, kuruluş ve dönüşüm şartları, yatırım sınırlamaları, faaliyet kapsamı ve faaliyetlerine ilişkin bilgiler yer almaktadır.

1.2.1. Türkiye’de Girişim Sermayesinin Özellikleri

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına (GSYO) ilişkin olarak yapılan düzenlemede şu özellikler dikkat çekmektedir (Zaimoğlu, 2001: 196-197-198).

- 1) Girişim Sermayesi sistemi, uzun vadeli, faizsiz ve vergi teşvikli bir finansman kaynağı oluşturulacak şekilde düzenlenmiştir.
- 2) Dünyadaki başarılı girişim sermayesi yatırımları teknoloji yoğun sektörlerde, hizmet ve sanayi işletmelerinde görülmüştür. Ülkemizde sadece gelişme potansiyeli taşıma niteliği aranmakta olup, yatırım yapılacak sektörler açısından bir sınırlama getirilmemiştir.
- 3) GSYO’larda kamu yerine özel kişi ve kuruluşların kontrolü hakim olmaktadır. Kamu sistemi düzenleyici, yönlendirici ve denetleyici bir rol oynamaktadır.
- 4) GSYO yöneticisinin girişim sermayesi sisteminin özüne uygun bir şekilde sermayedarlar karşısında özgür kalabilmesi ve müdahaleye tabi olmaması

konusunda yapılan düzenleme ile bazı önlemler getirilmiştir. Ancak bunun sağlanabilmesinin esas güvencesi SPK’ca yürütülecek olan yönetim ve denetim faaliyetleridir. Bu sayede gerçek anlamda bir profesyonel denetim ve kurumsallaşma sağlanabilir.

5) Yapılan düzenleme ile fizibiliteden, başlangıç, tutundurma ve genişlemeye kadar her aşamada finansman imkânı getirilmiştir. Bütün bu aşamalarda gerek yönetime el koyma gerekse yönetime karışmama şekillerinde finansman serbestliği sağlanmıştır. Yani her aşamada, her türlü finansman esnekliği vardır. Bu esneklik sayesinde, girişim sermayedarı teknik ve yönetsel bilgisini paylaşabilmekte, fizibilite çalışmalarına, kuruluş ve yönetime katılabilmekte ve organizasyon konusunda ve diğer yönetsel konularda katkıda bulunabilmektedir. Bu da ülkemizin gereksinim duyduğu mevcut iyi yönetilemeyen şirketlerin yeniden yapılanmasını sağlamaktadır.

6) Girişim sermayesi sistemine giriş kadar, çıkış usulleri de düzenlemede serbest bırakılmıştır. Şirket birleşme ve ele geçirmelerin yanında, halka arz, borsada satış ve blok satış gibi yöntemlerde kullanılabilir. Bunun sermaye piyasalarını geliştirici etkisi olmaktadır.

7) Yatırım yapılacak girişim şirketlerinin, gelişme potansiyeli olan, ancak iyi yönetilmeyen kamu işletmeleri arasından seçilebilme imkânı vardır. Bu, özelleştirme faaliyetlerinde girişim sermayesi sisteminden yararlanılabilmesini sağlayan bir husustur.

8) Girişim Sermayesinin yeni bir sektör oluşturması hedeflenmektedir. Bu sektör içinde GSYO’lar öncü ve merkezi bir rol oynamaktadır. GSYO’ların faaliyete geçmesiyle birlikte, girişim sermayesi yönetim ve danışmanlık şirketleri oluşacak, risk klinikleri, risk ölçme, değerlendirme ve kontrol merkezleri ve birçok girişim sermayesi şirketinin bir araya geldiği yatırım havuzları kurulabilecektir. Girişimcilik, bilim, teknoloji ve ihracatı geliştirme konularında faaliyet gösteren kuruluş ve birlikler gelişerek bu sisteme uyum sağlayabileceklerdir. Bunun beyin göçünü de azaltması beklenebilir. Bu sektör giderek kendi çalışma usullerini ve kurallarını yerleştiren bir çerçeveye kavuşabilecektir.

1.2.2. Girişim Sermayesinin Yasal Yapısı

Türk Sermaye Piyasası Mevzuatında, girişim sermayesi şirketi veya şirketlerine en yakın kuruluşun, Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları olduğu belirtilmektedir. Bu bağlamda 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda faaliyette bulunacak kurum ve kuruluşlar üç grupta toplanmıştır. Bunlar; Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları, Menkul Kıymetler Yatırım Fonları ve Aracı Kurumlar olarak belirtilmektedir (Çolak, 2015: 71).

24.04.1992 tarih ve 3794 sayılı Kanun ve 28.07.1981 tarih ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPK) ile ülkemizde girişim (risk) sermayesi kavramı hukuk sistemimize girmiştir. Kanun'un 22. maddesi uyarınca; girişim sermayesi yatırım fonları (GSYF), girişim sermayesi yatırım ortaklıkları (GSYO) ve girişim sermayesi yönetim şirketleri (GSYŞ) olarak bahsedilmiş olup şirketlerin denetlenme yetkisi SPK'ya verilmiştir (Tuncel, 2000: 129).

Önceleri bu 3 kurum hakkında 3 ayrı tebliğ hazırlayan SPK, sonradan bu tüzel kişiliklerin gerçekleştirebilecekleri görevler konusunda bir karara varamamış ve sadece girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının kurulmasını öngören ve gerekli koşulları düzenleyen bir tebliğ üzerinde çalışmaya başlamıştır (Aypek, 1998: 117).

SPK tarafından 20/3/2003 tarihinde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğı yayınlanmış ve risk sermayesi, girişim sermayesi olarak ifade edilmiştir. Bu Tebliğın amacı, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının kurucularına ve kuruluş usullerine, hisse senetlerinin Kurul kaydına alınması ve halka arzına, yönetimine ve yöneticilerinde aranacak niteliklere, faaliyet konuları ve portföy sınırlamaları ile kamuyu aydınlatma yükümlölüklerine ilişkin esasları düzenlemektir (Civil, 2008: 90).

Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları (GSYO), mülga 2499 sayılı Kanun SPK ile hukuk sistemimize girmiş ve söz konusu kanunu yürürlükten kaldıran 6362 sayılı Kanun SPK'da yer almıştır. Tüm yatırım ortaklıkları ile ilgili düzenlemeler Kurul Tebliğinde yapılmıştır. Bu kapsamda, GSYO'lara ilişkin olarak 9/10/2013 Tarih ve 28790 sayılı Resmi Gazete'de III-48.3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortakları Esaslar Tebliğı düzenlenmiştir. GSYO'lar bir anonim şirket şeklinde kuruldukları için, sermaye piyasası mevzuatında düzenlenmemiş konularda, Türk Ticaret

Kanunu'nun anonim şirketlere ilişkin düzenlemelerine uymakla yükümlüdürler (SPK, 2016:5).

Girişim sermayesi yatırım ortaklığına ilişkin SPK tarafından 9 Ekim 2013 tarih ve 28790 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan, III-48.3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortakları Esaslar Tebliğidir.

1.2.3. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş ve Dönüşüm Şartları

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin 9 Ekim 2013 tarih ve 28790 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Esaslar Tebliği (III-48.3)'nin 5. Maddesinde Girişim Sermayesi yatırım ortaklıkları genel olarak ya yeni kuruluş şeklinde ya da dönüşüm şeklinde olmaktadır. Buna göre;

- 1) Ortaklıklar girişim sermayesi yatırım ortaklığı olarak kurulabileceği gibi, anonim ortaklıklar esas sözleşmelerini Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun olarak değiştirerek girişim sermayesi yatırım ortaklığına dönüşebilirler.
- 2) Kuruluş ve dönüşüm başvurularının Kurulca uygun görülebilmesi için, ortaklığın;
 - a) Kayıtlı sermayeli anonim ortaklık şeklinde kurulması, kayıtlı sermayeli anonim ortaklık olması veya esas sermaye sistemine tabi anonim ortaklık niteliğinde olup kayıtlı sermaye sistemine geçmek için Kurula başvurusu,
 - b) Kurulda başlangıç sermayesinin, dönüşümde ise Kurul düzenlemelerine uygun olarak düzenlenmiş ve bağımsız denetimden geçirilmiş finansal tablolardaki mevcut ödenmiş veya çıkarılmış sermayesi ile öz sermayesinin her birinin 20.000.000 TL'den az olmaması,
 - c) Kuruluş ve dönüşümde paylarının nakit karşılığı çıkarılması ve pay bedellerinin tam ve nakden ödenmesi,
 - ç) Ticaret unvanında “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı” ibaresinin bulunması,
 - d) Kurucu ortakların veya mevcut ortakların bu Tebliğde öngörülen şartları haiz olması,

e) Esas sözleşmesinin Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun olması veya mevcut esas sözleşmesini Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun şekilde değiştirmek üzere Kurula başvurmuş olması,

f) Yönetim Kurulu üyelerinin ve genel müdürün bu Tebliğde öngörülen şartları taşımaları,

g) Başlangıç sermayesinin/çıkarılmış sermayenin %25'i oranındaki paylarının, bu Tebliğde belirlenen süre ve esaslar dahilinde halka arz edileceğinin veya nitelikli yatırımcılara satılacağına Kurula karşı taahhüt edilmiş olması,

ğ) Kurucu veya mevcut ortaklardan en az birisinin lider sermayedar olması zorunludur.

(3) İkinci fıkranın (d) bendinde yer alan şart, kamu kurum ve tüzel kişileri ile kamu yararına faaliyet gösteren tüzel kişilerde aranmaz.

(4) Ortaklıkların kuruluş veya dönüşümden sonraki tüm esas sözleşme değişikliklerinde Kurulun uygun görüşünün alınması zorunludur.

(5) Diğer yatırım ortaklıklarının ve halka açık ortaklıkların girişim sermayesi yatırım ortaklığına dönüşüm başvurularında, portföydeki varlıkların ortaklık aktif toplamına oranının bu Tebliğdeki sınırlamalara uygun hale getirilmesi şartının, dönüşüme ilişkin esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takip eden en geç altı ay içerisinde sağlanması gerekir. Söz konusu süre içinde gerekli uygunluğu sağlayamayan ortaklıkların, girişim sermayesi yatırım ortaklığı olarak faaliyette bulunma hakları ortadan kalkar. Ortaklıklar, ilgili sürenin bitiminden itibaren en geç üç ay içinde esas sözleşme hükümlerini girişim sermayesi yatırım ortaklığı faaliyetini kapsamayacak şekilde değiştirmek üzere Kurula başvurmakla yükümlüdürler. Söz konusu yükümlülüğün yerine getirilmesinden ortaklık yönetim kurulu veya yönetim kurulunca yetkilendirilmiş olması halinde ilgili Murahhas üye sorumludur (Spk, agis, 2018).

1.2.4. Girişim Sermayesi yatırım Ortaklıklarının Yatırım Sınırlamaları

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin 9 Ekim 2013 tarih ve 28790 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan Esaslar Tebliği (III-48.3)’nin 22. Maddesi gereğince yatırım sınırlamaları şunlardır;

- a) Yönetim kontrolüne sahip olan ortakların, yönetim kurulu üyelerinin ve genel müdürün yönetim kontrolüne sahip oldukları şirketlere yatırım yapamazlar.
- b) Girişim sermayesi yatırımlarına, ortaklık aktif toplamının en az %51’i oranında yatırım yapmak zorundadırlar.
- c) Tek bir ihraçcının ihraç etmiş olduğu sermaye piyasası araçlarına, ortaklık aktif toplamının en fazla %10’u oranında yatırım yapabilirler.
- ç) şirketlere, ortaklık aktif toplamının azami %10’u oranında iştirak edebilirler.
- d) Ortaklık aktif toplamının azami %10’u oranında rehin, teminat ve ipotek verebilirler. Bir girişim şirketi lehine verilen ve tesis edilen rehin, teminat ve ipoteklerin tutarı, ilgili girişim şirketine yapılan yatırım tutarının %25’ini aşamaz.
- e) Yurtdişında Kurulu kolektif yatırım kuruluşlarına azami olarak ortaklık aktif toplamının %49’u oranında yatırım yapabilirler. Her durumda bu yatırım ilgili kuruluşun sermayesinin %20’sini aşamaz.
- f) Ortaklık aktif toplamının azami %25’i oranında yatırım yapabilirler.
- g) Portföylerini döviz, faiz ve piyasa riskleri gibi risklere karşı korumak amacıyla, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak koşuluyla türev araçlara taraf olabilirler.
- ğ) KOBİ Yönetmeliği’nde tanımlanan KOBİ şartlarını taşıyan girişim şirketlerine doğrudan yapılan yatırımların tutarının ortaklık aktif toplamının %5’ini geçmesi halinde, birinci fıkranın (b) bendinde yer alan portföy sınırlaması %35 olarak uygulanır.

1.2.5. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Faaliyet Kapsamı Ve Faaliyetlere İlişkin Sınırlamalar

1) Ortaklıklar;

a) Bu Tebliğde belirtilen esaslar çerçevesinde girişim sermayesi yatırımları yapabilir.

b) Girişim sermayesi yatırımları dışında portföylerini çeşitlendirmek amacıyla, borsada işlem gören veya görmek üzere ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına, borsada ters repo işlemlerine, Takasbank Para Piyasası işlemlerine ve yatırım fonu katılma payları ile TL ve döviz cinsinden vadeli-vadesiz mevduat ve katılma hesabına yatırım yapabilir.

c) Portföylerindeki girişim şirketlerinin yönetimine katılabilir.

ç) Portföylerindeki girişim şirketlerine danışmanlık hizmeti verebilir.

d) Türkiye’deki girişim sermayesi faaliyetlerine yönelik olarak danışmanlık hizmeti vermek üzere yurtiçinde ve yurtdışında kurulu danışmanlık şirketlerine ortak olabilir.

e) Yurtiçinde kurulu portföy yönetim şirketleri ile yurtdışında kurulmakla birlikte faaliyet kapsamı sadece yurtiçinde kurulu girişim şirketleri olan portföy yönetim şirketlerine ortak olabilir.

f) Borsa İstanbul Anonim Şirketi Gelişen İşletmeler Piyasasında piyasa danışmanlığı hizmeti verebilir.

2) Ortaklıklar tarafından aşağıda yer alan durumlar hariç olmak üzere bu maddede belirtilen faaliyetlerin gerçekleştirilmesi amacı dahil, hiç bir surette üçüncü kişiler lehine, teminat verilemez, kefil olunamaz ve portföydeki varlıklar üzerinde rehin ve ipotek tesis edilemez:

a) KOBİ Yönetmeliği’nde tanımlanan KOBİ şartlarını taşıyan girişim şirketleri lehine rehin ve teminat verilmesi ve ipotek tesis edilmesi,

b) Ortaklığın portföyünde bulunan ya da bulunacak girişim şirketine yapılacak yatırımın finansmanında, bu girişim şirketlerinde sahip olduğu ya da olacağı payların rehin ve teminat olarak verilmesine ilişkin sözleşme yapılması.

(3) Ortaklıklar, portföylerindeki girişim şirketlerine münhasıran işletme sermayesi olarak, Kanunun örtülü kazanç aktarımı ile ilgili hükümlerine aykırılık teşkil etmeyecek şekilde kısa vadeli finansman sağlayabilir. Bu fıkra kapsamında aktarılan kaynaklar bu Tebliğ kapsamında girişim sermayesi yatırımı olarak kabul edilmez (Spk, agis, 2018).

1.2.6.Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Kazançlarının Vergilendirilmesi

5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun (KVK) 5'inci maddesinin (1) numaralı fıkrasının d/3 bendi gereğince, Türkiye'de kurulu GSYO'larının kazançları kurumlar vergisinden istisna edilmiştir. Ayrıca, kurum kazançları üzerinden kurum bünyesinde, KVK'nın 15'inci maddesinin (3) fıkrası uyarınca dağıtılsın veya dağıtılmasın yapılması gereken kurum stopajları, 2009/14594 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı uyarınca "0" olarak belirlenmiştir (Ertadenetim, agis, 2018).

6322 sayılı Kanunla girişim şirketlerini desteklemek amacıyla vergi kanunlarına yeni hükümler eklenmiştir. Bu hükümlerden ilki söz konusu Kanunun 15. maddesiyle Vergi Usul Kanununa (VUK) eklenen 325/A maddesidir. Bu madde ile gelir ve kurumlar vergisi mükelleflerine girişim sermayesi fonu oluşturma imkanı tanınmış ve bu fonun girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına sermaye olarak konulması veya girişim sermayesi yatırım fonu paylarının alınmasında kullanılması öngörülmüştür.

Ayrıca 6322 sayılı Kanunun 34. maddesiyle KVK'nın 5. maddesinin birinci fıkrasının (a) bendinde yapılan değişiklikle kurumların; tam mükellefiyete tabi girişim sermayesi yatırım fonu katılma payları ile girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinden elde ettikleri kar payları iştirak kazançları istisnası kapsamına alınmıştır (Vergidunyası, agis, 2018).

VUK'da yer alan bu düzenlemeye eş zamanlı olarak Gelir Vergisi Kanunu'nun (GVK) 89. maddesinin 12. bendi ve KVK'nın 10. maddesinin (g) bendinde yapılan düzenleme aşağıdaki gibidir: *"213 sayılı Vergi Usul Kanunu'nun 325/A maddesine göre girişim sermayesi fonu olarak ayrılan tutarların beyan edilen gelirin %10'unu aşmayan kısmı"* ilgili dönem kazancından indirilebilir. Yapılan düzenlemede tam mükellef-dar mükellef ayrımı yapılmadan tüm mükelleflerin istisnadan faydalanmasına imkan sağlanmıştır (Medium,agis, 2018).

İndirim şartları, indirim tutarının hesaplanması ve fon tutarının hesaplanması 7 Seri nolu Kurumlar Vergisi Genel Tebliğinde açıklanmıştır. Bunlar;

1) *İndirim Şartları*

Girişim sermayesi fonunun indirim konusu yapılabilmesi için;

- İlgili yılda ayrılan fon tutarının beyan edilen gelirin %10'unu, toplam fon tutarının ise öz sermayenin %20'sini aşmaması (İki şartın birlikte gerçekleşmesi gerekmektedir.),
- Fonun ayrıldığı yılın sonuna kadar Türkiye'de kurulmuş veya kurulacak olan ve Sermaye Piyasası Kurulunun düzenleme ve denetimine tabi girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına veya fonlarına yatırım yapılması,
- Ayrılan fon tutarının ilgili yılın kurumlar vergisi beyannamesinde ayrıca gösterilmesi gerekmektedir (Ertadenetim agis, 2018).

2) *İndirim Tutarının Hesaplanması*

İndirim tutarının tespitinde beyan edilen gelir olarak ticari bilanço kâr veya zararına kanunen kabul edilmeyen giderler eklenmek ve geçmiş yıl zararları ile varsa tüm indirim ve istisnalar düşülmek suretiyle bulunan tutar [Ticari bilanço kârı (zararı) + kanunen kabul edilmeyen giderler - geçmiş yıl zararları - tüm indirim ve istisnalar] dikkate alınacaktır. Bu hesaplama sonucunda bulunacak olan tutar KVK 10/(g) maddesine göre kurumlar vergisi matrahının tespitinde kazançtan indirim olarak dikkate alınabilecektir (Bayraktaroğlu, 2017: 91).

3) *Fon Tutarının Nasıl ve Hangi Hallerde Vergilendirildiği*

Fonun ayrıldığı yılın sonuna kadar girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına veya fonlarına yatırım yapılmakla birlikte, girişim sermayesi fonu olarak ayrılan tutarların;

- Amacı dışında herhangi bir suretle başka bir hesaba nakledilmesi,
- İşletmeden çekilmesi,
- Ortaklara dağıtılması,
- Dar mükelleflerce ana merkeze aktarılması,
- Mükelleflerce işin terki,
- İşletmenin tasfiyesi, devredilmesi veya bölünmesi,

Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinin veya girişim sermayesi yatırım fonu katılma paylarının elden çıkarılmasından itibaren altı ay içinde bu maddede belirtilen amaçla yeniden kullanılmaması hallerinde, bu işlemlerin yapıldığı veya sürenin dolduğu dönemde diğer kazançlarla ilişkilendirilmeksizin vergiye tabi tutulması gerekmektedir. Dolayısıyla, bu fon tutarları, beyan edildiği döneme ilişkin dönem zararı, geçmiş yıl zararları, indirim ve istisnalar ile ilişkilendirilmeksizin vergilendirilecektir (Atabey ve Akkurt, 2018: 239).

1.3.GİRİŞİM SERMAYESİ TARAFLARI

Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları finansman modelinin tarafları aşağıda kısaca açıklanmaktadır;

1.3.1. Mucitler

Yeni bir buluş ortaya koyan kişiye mucit denmektedir. Bilim adamı terimi girişim sermayesi çerçevesinde genellikle mucit ile aynı anlamda kullanılmaktadır. Girişim sermayesinde yatırımın yenilik içermesi esas olduğundan, yeniliği icat eden kişiler olarak mucitler veya bilim adamları çoğunlukla süreçte yer alırlar (Evren Yatmaz, 2012: 12).

1.3.2. Girişimci (Entrepreneur)

Girişimciyi, “kaynaklar konusunda tahminde bulunarak işi planlayan, insan kaynaklarını örgütleyerek girdilerin işlenmesini sağlayan ve elde edilen çıktıyı da kârlılık sağlayacak biçimde tüketicilerin kullanımına sunma becerisini gösteren kişi” şeklinde tanımlamak da mümkündür. Buna göre girişimci, emek, teknoloji, sermaye ve doğal kaynaklar olarak sayılan üretim faktörlerini en güncel teknik yöntem ve bilgilerle analiz edip bir araya getirerek mal veya hizmet üreten birey olarak ön plana çıkmaktadır (Çetinkaya Bozkurt, 2011: 4).

Girişimcilik yalnızca cahil ve gözü kara insanlara ait bir özellik değildir. Girişimci bilimsel ve teknolojik birikimi olan, yönetim bilgi ve becerisine sahip olan kişidir. Özetle, çağımız dünyasında iyi bir girişimci aşağıda belirtilen niteliklere (ya da büyük çoğunluğuna) sahip olmalıdır (İşeri, 2001: 39-42):

- Fırsatları tanımlayan ve bu fırsatları avantajlara dönüştüren

- Değişimci
- Bağımsız düşünceye sahip
- Çalışmayı seven ve çok çalışan
- İyimser
- Risk alan
- Liderlik özelliği olan
- Vizyon sahibidir.

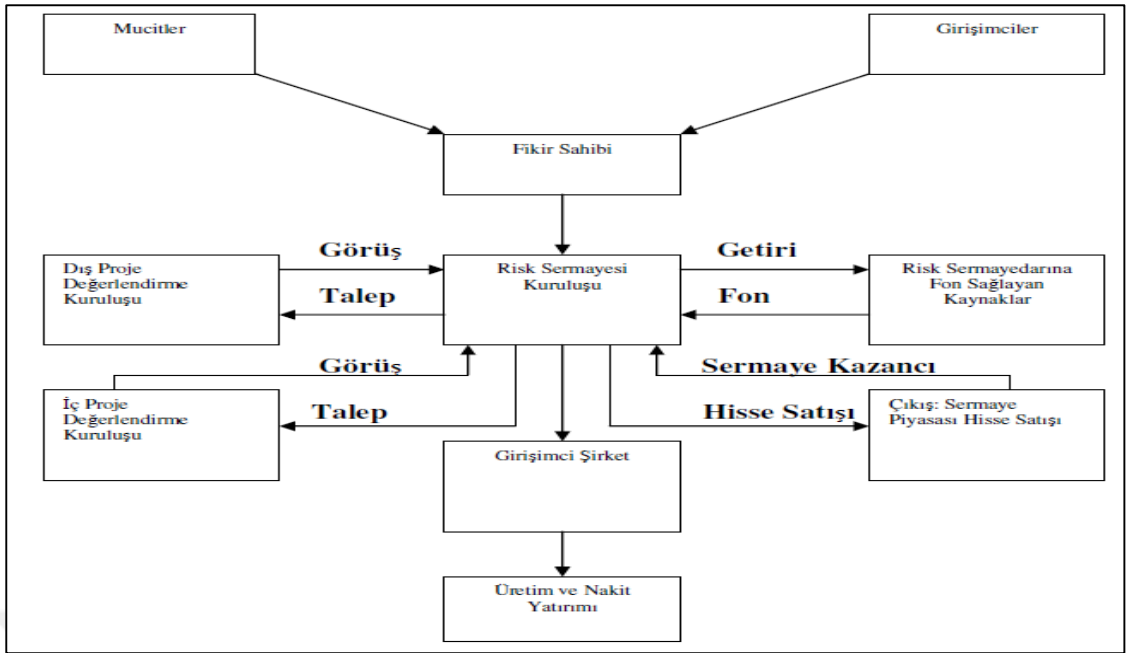
1.3.3. Lider Sermayedar

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı'nın payları halka arz edilmeden önce, ortaklıkta tek başına veya bir araya gelerek sermayenin en az %25'i oranında pay sahibi olan ortak ya da ortaklardır. Ortaklıkta lider sermayedar olacak gerçek ve tüzel kişilerin, girişim sermayesi yatırım ortaklığı kurucusu ve ortağı olmanın gerektirdiği mali güç ve itibara sahip olmaları zorunludur (Dunya.com, agis, 2018).

Lider sermayedar, yeni fikirleri değerlendirmek, potansiyelini tahmin etmek ve somut bir projeye dönüştürebilmek için gerekli yetenek ve tecrübeye sahip olmalıdır. Girişim sermayedarının rolü, sadece yeni projelerin geliştirilmesine karar vermek değildir. Aynı zamanda aşağıdaki işlemlerin gerçekleşmesine aracı olmaktadır (Kugu, 2005: 31):

- İşletme stratejisinin belirlenmesi
- Şirket mali yapısının periyodik olarak plânlanması
- Bütçe sisteminin geliştirilmesi
- Pazar problemlerinin çözümü
- Nakit akış yönetimi ve kontrolü sayesinde riskin azaltılması
- Pazarlama, yönetim, finans ve üretim dallarında kalifiye personelin bulunmasına yardım edilmesi.

Girişim sermayesi taraflarının ilişkileri aşağıdaki Şekil -1'de yer almaktadır.



Sekil -1: Girişim Sermayesi Taraflarının İlişkileri

Kaynak: Kuğu, 2005: 33

1.4. GİRİŞİM SERMAYESİ FİNANSMAN AŞAMALARI

Girişim sermayesi finansman türleri temel olarak dört ana başlık altında toplanabilir (İşeri, 2001: 43).

- Fikir aşamasındaki yatırımlar
- Başlangıç yatırımları
- Genişleme yatırımları
- Yatırımlardan çıkış

Dört ana başlık altında toplanan girişim sermayesi finansman türleri aşağıdaki gibi 10 farklı finansman türünü içermektedir.

1.4. 1. Fikir Aşamasında Finanslama

Fikir aşaması, araştırma geliştirme aşaması, çekirdek sermayesi, proje finansmanı, tohum ekme aşaması gibi isimlerle de anılmaktadır. Bu aşama, yeni ürünü ortaya çıkarma çabalarına sağlanan finansal destektir. Bu aşamada ürün henüz geliştirilmemiş sadece fikir olarak var olduğu için en zor ve riskli aşamadır. Fikir aşamasında, işletme değil, yenilikçi fikre sahip girişimci vardır. Fikir ticari olarak şekillenmediği gibi teknik olarak da henüz oluşturulmamıştır (Yılmaz, 2010: 118-119).

“Bu aşama girişim sermayedarı için en zor, en riskli yatırım biçimidir. Çünkü girişimcinin elinde teknolojik buluş veya yenilik fikrinin dışında hiçbir şey yoktur. Projenin maliyeti ve uygulanabilir olup olmadığı belli değildir” (Aypek, 1998: 33).

Bu finansman yöntemi, ancak işletmeye ait projenin daha önce karşılaşılmamış; ihtiyaç duyulur yeni ürün/hizmet ve hızla büyüyebilme kapasitesi olan bir pazara sahip olması halinde gerçekleştirilir. Projenin yapılabilirliği bu aşamada tartışılır durumda olup başarısız olma ihtimali yüksektir. Yapılan istatistiklere göre, girişim sermayedarları tarafından ilk bir yıllık süre içinde projelerin yüzde 70’i elenmektedir (Özkılınç, 2014: 5841-5842).

Bu aşamadaki yatırımlarda çeşitli engellerle karşılaşılabilmektedir (Yılmaz, 2010: 147). Bunlar;

- Teknolojik ilerlemeler sonucunda ürünün hayat sürecinin kısalması,
- Patent imkânlarından yeterince faydalanamama,
- Ürünün rekabet gücünün olmaması,
- Girişimcinin başarısız olduğu halde boş yere çabalamaya devam etmesi,
- Girişimcinin motivasyon kabiliyetinden yoksun olması,
- Fonların iyi yönetilememesidir.

1.4.2. Başlangıç Finansmanı

“Başlangıç aşamasında hem girişimci hem de sunacağı ürün ve hizmet deneme sürecindedir. Başlangıç finansmanı talebinde bulunan girişimcilerin projeleri, iş planları, yönetim kadroları belli olup projenin başarısız olma ihtimali oldukça yüksektir” (İştar, 2013: 194). Girişim sermayedarları tarafından en fazla yatırım yapılan aşamadır. Bu aşamada ihtiyaç duyulan başlangıç sermayesi girişimci şirketin ofis kiralaması, personel bulunması gibi hazırlıkları için kullanılır. Proje başarısı hala tartışmalıdır. Girişim sermayedarı girişimciye kendi profesyonel bilgi ve tecrübesini aktarır (İşeri, 2001: 45).

Bu yatırım aşaması 6-8 yıl vadeli olmaktadır. Bu yatırım kuşkusuz büyük yatırımcıların büyük rüyasıdır ancak yüksek risklidir ve yatırımcısının maharetine ve sürekli yönetsel desteğine ihtiyaç duyar. Amerika’da her 10 başlangıç şirketinden; ikisinin ilk 2-3 yıl içinde battığı, ikisinin 5 yıla kadar dayandığı, kalan 6’sından

birinin büyük kar sağladığı, birinin ortalama gelir sağladığı diğer dördünün yetersiz kazanç sağladığı ortaya konmuştur (Kürşat vd, 2011: 98).

1.4.3. Erken Aşama ve Geçit Finansmanı

Bu aşamada işletme ürününü geliştirmiş ancak marka imajı ve pazar payını henüz artıramamıştır. Bunları yapabilmek için ihtiyaç duyduğu fonu geleneksel yöntemlerle karşılaması zordur. İşte girişimcinin fon desteğine ihtiyaç duyduğu bu aşama, erken aşama ya da geçit finansmanı olarak adlandırılır. Bu aşamada firmanın yönetsel sorunları da vardır. Bu sorunlarla baş edebilmek için girişim sermayedarının maddi ve yönetsel desteğinden yararlanılmaktadır (Arslan Garipcin, 2017: 18).

Ürün İmajı ve satışlar yetersizdir. Bu noktada firmanın piyasadan gelen tepkilere göre üretim sistemini uyarlamaya ve pazarlama kanallarını artırmaya gereksinimi vardır. Bu durumdaki firmaların klasik finansman araçlarından yararlanma imkânları da kısıtlı olduğundan girişim sermayesi en işlevsel finans aracı olarak karşımıza çıkmaktadır (İşeri, 2001: 45).

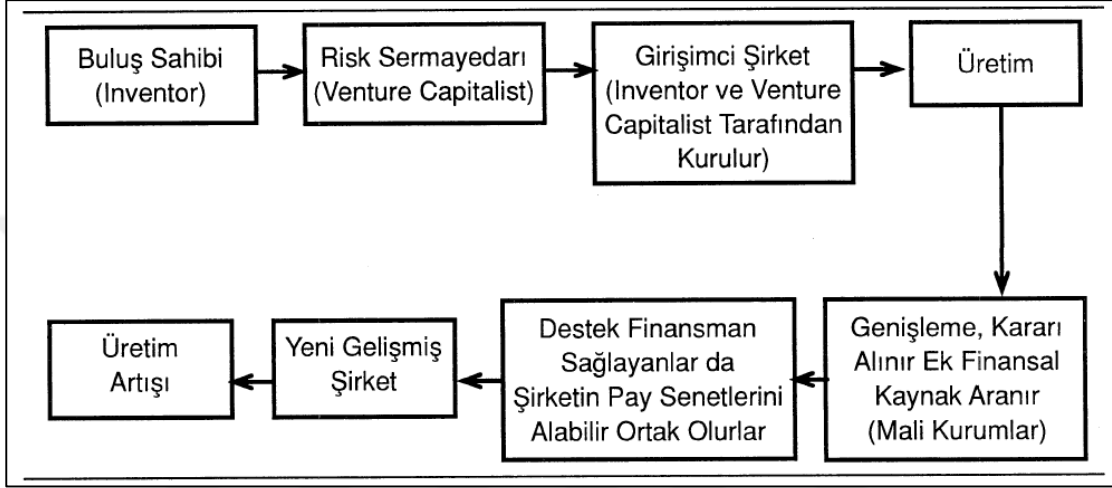
Geçit finansmanı ile işletmenin artık yalnızca üretim yaparak satma dışında tam kapasite ile üretim yapma ve pazarlama payını büyütme gibi hedefleri de bulunmaktadır. Diğer bir deyişle, işletme kendini ispatlayarak karlı bir işletmeye dönüşme sürecini yaşamaktadır. Kısa süren bu dönemde, duyacağı sermaye ihtiyacını geçit finansmanı olarak nitelemek doğru bir yaklaşım olacaktır (Evren Yatmaz, 2012: 19).

1.4.4. Genişleme Büyüme Sermayesi

Büyüme sermayesi; kuruluş sıkıntılarını atlatmış, kar/zarar açısından başa baş noktasında olan veya karlı çalışan bir işletmenin büyümesi için sağlanan fondur. Bu aşamada, işletme ürettiği mal ve hizmeti piyasaya sürmüştür. Firma belli bir piyasa payına sahiptir. Büyüme sermayesi ile sağlanan fonlar, işletmenin üretim kapasitesini ve satışlarını artırması, yeni pazarlara açılma hedefini gerçekleştirmesi ve ek çalışma sermayesi ihtiyacının finansmanı için kullanılır (Civil, 2008: 47-48). Genişleme aşamasında, kurulu bir işletme için iki ana genişleme yolu olabilir; Organik büyüme ve ele geçirme yolu ile büyüme.

Organik genişleme; yeni ürün, pazar, daha geniş depo ve fabrikalar anlamına gelir, ele geçirme ise aynı amaçlarla mevcut bir işletmenin, basit olarak aktiflerinin satın alınmasıdır. Her iki durumda da iyi bir iş planına ihtiyaç vardır (Kürşat vd, 2011: 99).

Aşağıdaki Şekil -2’de girişim sermayesi şirketlerinin genişleme ve büyüme finansman aşamaları görülmektedir (Uludağ, 1996: 27).



Şekil 2: Girişim Sermayesi Şirketlerinin Genişleme ve Büyüme Finansman Aşamaları

Kaynak: Uludağ, 1996: 27.

1.4.5. Köprü Finansman ve Ara Finansman

Köprü finansmanı, girişimci firmanın borsada satışa çıkıncaya kadar finanse edilmesi olup, bu tür finansmanda genellikle varantlı tahviller kullanılmaktadır. Bu finansmana birden fazla girişim sermayesi şirketinin katıldığı görülmektedir. Ara finansman da aslında köprü finansmanı gibidir ve vadesi 2 yıldan azdır. Genellikle firmanın başka bir şirkete devir veya satışı, halka arzına kadar süren son aşama diyebileceğimiz bir ara dönemin finansman biçimidir. Genellikle yüksek faizli tahviller ya da imtiyazlı pay senetleri aracılığıyla yapılan bu finansman biçiminin, girişimci firmanın yöneticileri tarafından satın alınması amacı ile de kullanıldığı görülmektedir (Uludağ, 1996: 26-27).

1.4.6. Yerine Koyma Sermayesi

Yerine koyma sermayesinde, öz sermayedarın pay senetlerinin bir kısmını ya da tümünü firmaya satması için fon sağlanmaktadır. Bunun nedeni, acil nakit ihtiyaçları veya işletmenin kurucuları arasındaki anlaşmazlıklar olabilir. Tercih edilen

bir yatırım biçimi olmadığından bu tür finansman türünü sağlayan girişim sermayesi şirketi azdır. Yerine koyma finansmanında yatırımcı, sadece işletmenin paylarını satın alabileceği gibi, yatırımdan sonra işletmenin gelişmesi için destek de verebilir (Yılmaz, 2010: 150).

1.4.7. Şirket Kurtarma Finansmanı

Karsız çalışan bir firmanın, iç yönetiminin, pazarlamasının ve diğer durumlarının değiştirilerek karlı hale getirilmesidir. Az sayıda girişim sermayesi şirketi bu aşama ile ilgilenir. Bu yatırım tipinde, girişim sermayedarı oldukça büyük bir tutarı yatırmak durumunda kalırken, çoğu kez kar, yatırımın 2-3 katından az olmaz (Kürşat vd, 2011: 99).

1.4.8. Satın Alma Finansmanı

Çeşitli nedenlerle satılacak işletmeleri satın almak isteyen ve işi bilen ancak finansal gücü yeterli olmayan girişimci ya da girişimci grupların desteklenmesi amacıyla yapılan yatırımlardır. Bu yatırımların en belirgin özelliği, ister satılan işletme içinden olsun ister işletme dışından olsun, satın alacakların satılan işletmenin işini çok iyi bilen girişimciler olmasıdır (Atilla, 2006: 72). Bu girişimciler;

- Şirketin yöneticileri, (Management buy out: MBO)
- Üçüncü kişiler, (Leveraged buy out: LBO)
- Başka bir şirketin yöneticileri, (Management by in: MBI)
- MBO ve MBI'nin bir kombinasyonu, (buy-in management buy-out: BIMBO)
- Şirketin çalışanları (Employee Stock Ownership Plan: ESOP) olabilir (Yılmaz, 2010: 150).

2.4.9. Yatırım Aşamalarında Süre ve Risk Karşılaştırması

Aşağıdaki Tablo -1'de girişim sermayesi modelindeki yatırım aşamaları, süre ve risk bakımından karşılaştırılmaktadır.

Tablo -1: Yatırım Aşamalarında Süre ve Risk Karşılaştırması

Yatırım Aşamaları			
1	Erken Aşama Yatırımları	Süre	Risk
	Çekirdek Sermayesi	7-10 yıl	Son Derece Yüksek
	Başlangıç Sermayesi	5-10 yıl	Çok Yüksek
	Erken Aşama Sermayesi	3-7 yıl	Yüksek
2	Geç Aşama Yatırımları		
	Büyüme / Gelişme Sermayesi	1-3 yıl	Orta
	Köprü Finansmanı ve Ara finansman	1-3 yıl	Düşük
3	Şirket Paylarının/Varlıklarının Satın Alınması (buy-out,buy-in)	1-3 yıl	Düşük/Yüksek
4	Şirket Kurtarma Finansmanı	3-5 yıl	Orta/ Yüksek

Kaynak: Yılmaz, 2010: 151

Yatırımın erken aşamalarında, yatırımın likidite edilmesine kadar geçen süre uzunken, aynı zamanda yatırımcının üstlendiği risk de fazladır. Geç aşama yatırımlarında, yatırımın likidite edilmesine kadar geçen süre kısa olmakla beraber risk de daha azdır. Satın alma ve satma aşamasında ise, süre kısa iken, risk ise yüksek olabilmektedir. Şirket kurtarma finansmanında ise, yatırımın likidite dönüşme süresi uzun iken, aynı zamanda riski de yüksektir (Yılmaz, 2010: 151).

1.4.10. Yatırımdan Çıkış

Girişim sermayesi yatırımlarının en son aşamasını yatırımdan çıkış oluşturmaktadır. Bu süre 1-3 yıl olup riski çok düşüktür. Yatırımdan çıkış şu şekillerde olmaktadır:

- Girişim sermayesi şirketi hisse senetlerinin halka satışı,
- Girişim sermayesi şirketi hisselerinin bir başka şirket tarafından satın alınması,
- Girişim sermayesi şirketi hisselerinin girişim şirketi tarafından geri alınması,
- Girişim sermayesi şirketi hisselerinin başka bir yatırımcıya satılması,
- Şirketin yeniden organize edilmesi.

Görüldüğü gibi yatırımlardan çıkış biçiminin türü, hisse senetlerinin satışına dayalı olarak gerçekleşmektedir. Bu şekilde girişim sermayesi şirketlerinin yatırımdan çıkışı, bir bakıma sermaye piyasasında yeni şirketlerin girişini sağlayarak sermaye piyasasının arz yönünün gelişmesine katkı sağlamaktadır (İpekten, 2006: 395).

1.5. GİRİŞİM SERMAYESİ KAYNAKLARI

Amerika Birleşik Devletlerinde girişim sermayesi, geniş bir sermaye tabanına sahiptir. Bu nedenle, girişim sermayesi kaynakları aşağıdaki gibi geniş bir çerçevede gösterilebilir (Ceylan ve Korkmaz, 2010:169):

- Özel Girişim Sermayesi Şirketleri
- Ticari Bankalar
- Yatırım Bankaları
- Sigorta Şirketleri
- Yatırım Grupları
- Vakıflar
- Yatırım Fonları
- Üniversite ve Kamu Kuruluşları
- Özel Sermaye Kaynakları
- Nakit Zengini Şirketler

1.5.1. Özel Girişim Sermayesi Şirketleri

Özel girişim sermaye şirketleri; büyüklük, faaliyet, ana ilgi alanı ve felsefeleri açısından oldukça farklılık gösterdiğinden, bu kuruluşları bir grupta toplamak ve tanımlamak oldukça güçtür. Daha çok profesyoneller ve eski girişimciler tarafından yönetilen bu kuruluşlar, bir süre öncesine kadar sadece kurucuları tarafından sağlanan fonlarla yatırım yapmışlardır. Ancak, günümüzde nakit zengini ülke ve şirketler, bu alanda deneyim sahibi olan özel girişim sermayesi şirketlerine fon sağlamak suretiyle, ellerindeki nakit fazlasını değerlendirmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2010: 169-170).

1.5.2. Ticari Bankalar

“Küçük girişimcilere destek sağlamak amacıyla ticari bankalar risk sermayesi yatırımlarına yönlendirilmelidir. Ancak, ticari bankaları bu tip yatırımlara

yöneltilmede, işletmelerin fon ihtiyacının belirsizliği, ekonomik istikrarsızlıklar ve sermaye piyasalarının gelişmemiş olması gibi nedenler engel olmaktadır” (Yılmaz, 2010: 117)

1.5.3. Yatırım Bankaları

“Yatırım bankalarının asıl fonksiyonu, büyük şirketlere yüklenim (underwriting) yoluyla finansman temin etmektir. Ancak, çoğu yatırım bankası karlılık beklentisiyle kendilerine cazip gelen, ileri teknoloji ağırlıklı yeni ve küçük işletmelerin halka açılmalarına yardım etmek amacıyla girişim sermayesi finansmanı sağlamaktadır” (Atilla, 2006: 55).

1.5.4. Sigorta Şirketleri

“Sigorta şirketleri, özellikle hayat sigortası branşında topladıkları uzun vadeli fonları, karlılık ve başarı beklentisi yüksek, teknoloji üreten, küçük ve orta boy işletmelere genellikle başlangıç aşamasında aktararak yatırıma girmektedirler” (Atilla, 2006: 55).

1.5.5. Yatırım Grupları

“Bazı zengin serbest meslek sahipleri ve üst düzey yöneticiler ve bazı şirketler, bir araya gelerek, yatırım grupları veya kulüpleri oluştururlar. Söz konusu yatırım grupları, girişim sermayedarı fonksiyonunu yerine getirmektedirler” (Ceylan ve Korkmaz, 2010: 171).

1.5.6. Vakıflar

“Vakıflar, topladıkları fonların önemli bir kısmını düzenli gelir sağlamak amacıyla menkul kıymetlere yatırır. Bir kısmını da, uzun vadede yüksek kazanç getirecek biçimde değerlendirmeleri mümkündür. Bu amaçla kullanmayı düşündükleri fonlarını risk sermayesi şirketlerine yöneltebilirler”(Çonkar, 2007: 32).

1.5.7. Yatırım Fonları

“Girişim sermayesi yatırım fonları, temelde portföy varlıklarının seçimi açısından diğer yatırım fonlarından ayrılırlar. Girişim sermayesi yatırım fonları,

portföylerinde diğer yatırım fonlarına oranla daha fazla sayıda küçük ve yeni faaliyete geçmiş şirketlere ait hisse senedi bulundurulur” (Ceylan ve Korkmaz, 2010: 171).

1.5.8. Üniversite ve Kamu Kuruluşları

Üniversite-Sanayi işbirliği çerçevesinde kurulan teknoloji parkları, teknoloji şirketlerine AR-GE ve üretim faaliyetlerinde destek sağlamaktadır. Üniversiteler, teknolojiye yönelen girişimcilere, düşük maliyetli ofis, laboratuvar, bilgisayar, kütüphane imkânları, danışmanlık, ucuz işgücü, girişim sermayedarları ve bankalarla görüşmelerin ayarlanması gibi birçok yönetsel, finansal ve fiziksel destek vermektedirler (Kantar, 2008: 44).

Devlet, üniversiteler yanında bazı kamu kuruluşları ile de teknolojik gelişmeyi sağlamaktadır. Bu kuruluşlar, girişimcileri finansal açıdan desteklemek yerine girişim sermayesi şirketlerine hem finansal destek hem de danışmanlık desteği verirler. Bu kuruluşların ABD’deki örneği Küçük İşletmeler İdaresi, Türkiye’deki örneği ise Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığıdır (Civil, 2008: 30).

1.5.9. Özel Sermaye Kaynakları

Çok zengin ve köklü aileler, umut veren çekici yatırım fırsatlarını finanse etmek eğilimindedir. Özel sermaye kaynakları, daha çok “bizi aramayın biz sizi buluruz” stratejisiyle hareket ederler. Özel sermaye kaynakları, kamu ve üniversiteler gibi çalışır. Girişimcilere ofis, sekreteryaya ve sigorta konularında yardım sağlarlar (Ceylan ve Korkmaz, 2010: 172-173).

1.5.10. Nakit Zengini Şirketler

“Çok büyük şirketler, kendileri ile aynı pazar doğrultusundaki yeni yatırımlara finansman sağlamak amacıyla, özel yatırım gruplarını ve bunların personellerinin fonlarını bu yatırımlara davet etmektedir” (Yılmaz, 2010: 118).

1.6. GİRİŞİM SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİNİN İŞLEYİŞİ YAPISI

Girişim sermayesi finansmanı esas itibarıyla bir yatırım fikrine sahip girişimciye veya yeni kurulmuş, gelişme potansiyeli olduğu düşünülen işletmelere,

yüksek riske katlanarak yüksek gelir elde etme amacındaki girişim sermayesi ortaklığı tarafından hisse senedi karşılığı ortak olunması; bu yolla girişimciye hem öz sermaye hem de yönetim desteği sağlanması; işletmenin istenilen gelişme düzeyine ulaştığında ise hisse senetlerinin satılarak yatırılan fonların önemli ölçüde artırılmış bir şekilde geriye alınması şeklindeki bir finansman modelidir (Akkaya ve İçerli, 2001: 67).

Girişim sermayesi sürecinin kendine göre kuralları vardır. Girişim sermayesi için talepte bulunan fikir sahibi veya girişimci, iş modelini detaylı olarak iş planına dökerek sermayedara sunar. Girişim sermayedarı için en önemli unsurlardan birisi, fikri ve iş modelini hayata geçirecek ekip ve projeye olan bağlılıktır (Kantar, 2008: 51).

Karşılıklı güvene dayalı olarak bir fon kullanım sözleşmesi yapılır. Sözleşme, fonun kullanım süresini –ki bu süre genellikle iki ile on yıl arasında değişmektedir– fonun yönetimi için girişim sermayesi şirketinin alacağı komisyonu (genelde fonun %2 civarında) ve elde edilecek karın ne oranda paylaştırılacağı konularını kapsar. Genel uygulama, karın %80'i fon sahibine ,%20'si şirketin payı biçiminde bölüşülür (İşeri, 2001: 18).

Girişim sermayesi şirketlerinin öncelikle yatırım stratejilerini belirlemeleri ve faaliyet alanlarını seçmeleri gerekmektedir. Girişim sermayedarı için de yatırım sürecinin başlangıç noktası, bir faaliyet alanı ve yatırım stratejisi belirlemektir. Piyasanın önemsenmesi ve yatırım kriterlerinin tespiti, girişim sermayedarının çalışmalarında şu açılardan önem taşımaktadır (Zaimoğlu, 2001: 85);

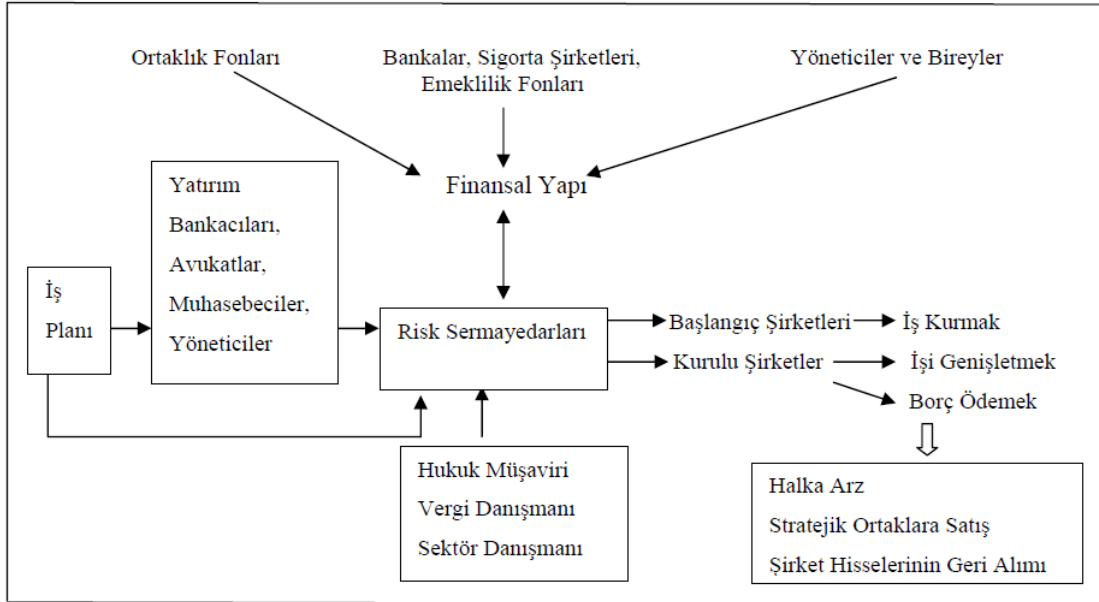
- Bu çabalar girişim sermayedarına yönetim ve disiplin duygusu kazandırır ve ona etkin ve akıllıca faaliyet göstermesi ve yatırım yapması hususunda yardımcı olurlar.
- Girişim sermayedarı, başka yatırımcıların yatırımlarını yöneten biriye, bu yatırımcılar onun, yatırım fırsatlarını nasıl ve neye dayanarak seçtiğini ve riske maruz kalmadan istenen kazancı sağlamada hangi kriterleri kullanacağını bilmek isteyeceklerdir.
- ABD'de ve İngiltere'de, aktif bir sermaye şirketi, her yıl yüzlerce yatırım teklifini gözden geçirmek durumundadır. Birçok alternatif arasında uygun

yatırımları akıllıca ve başarıyla seçmek için girişim sermayedarı belirli bir faaliyet alanında yoğunlaşmalı ve yatırım stratejisine sahip bulunmalıdır.

“Girişim sermayesi şirketleri, piyasadaki özgün, büyüme potansiyeli taşıyan, yeni yatırım fikirlerine sahip girişimcilerin başvurularını değerlendirir. Potansiyel girişimciler bu başvuruları iş planı (business plan) adı verilen bir yatırım önerisi ile yaparlar” (İşeri, 2001: 18).

Girişim sermayedarı başvuruyu inceler, uygun olması halinde proje sahibi girişimciyi görüşmeye davet eder ve bu aşamada girişimci ile girişim sermayedarı birlikte proje hakkında fizibilite çalışması yaparlar. Taraflarca sonuçlar değerlendirilir ve girişim sermayedarı projeye katılma kriterlerini belirler. Proje hayata geçirilerek şirket kurulur, görev bölüşümü yapılır ve şirket önceden belirlenmiş başarı noktasına ulaştığında, girişim sermayesi firması yatırım sözleşmesinde belirlenen şekilde yatırımdan çıkar (Kürşat vd, 2011: 95).

Girişim sermayesi finansman modelinin işleyiş yapısı aşağıdaki Şekil -3'te görülmektedir.



Şekil 3: Girişim Sermayesi Finansman Modelinin İşleyişi
Kaynak: Atilla, 2006: 53

1.6.1. İş Planının Hazırlanması

İş planı; amaçları gösteren, proje ile ilgili düşüncelerin ayrıntılarını içeren ve teknik, finansal boyutlarıyla projeyi ortaya koyan geniş bir plandır. İş planı, girişim

sermayesi yatırımcısını ikna etmeyi ve onun projenin gerçekleştirilmesine katkı sağlamasını temin etmeyi amaçlar. Bu nedenle projeyle ilgili değerlendirmelerin başlangıç noktasıdır (Kürşat vd, 2011: 95-96).

“Söz konusu iş planı, potansiyel yatırımcıların yönetim kapasite ve tecrübeleri üzerinde fikir yürütebilecek şekilde olmalıdır. Dışarıdan danışmanlara yaptırılan parlak bir doküman değil, bizzat yöneticiler tarafından hazırlanmış olmalıdır” (Zaimoğlu, 2001: 88).

“Girişimcinin, girişim sermayedarına sunduğu iş planı; işletmenin hedeflerini, üretilen mevcut ürünleri, yeni teknolojik ürün ve bu ürünün gelişimiyle ilgili faaliyetleri, piyasa tahminlerini, pazarlama stratejilerini, yönetimin özelliklerini, finansal bilgileri ve gerekli sermaye ihtiyacını kapsamalıdır” (Yılmaz, 2010: 126).

Tipik bir iş planının kapsamı şu şekilde olmalıdır (İşeri, 2001: 30):

1. Girişimcinin Tanımı

- İşin Amaçları
- Temel Ürün ve Servisler
- Kullanılan Teknoloji
- Pazar ve Müşteriler
- Finanslama Şartları Hakkında Kısa Tanımlamalar

2. Şirket Tanımı

- Tarihi
- Faaliyet Gösterdiği Endüstri Kolu
- Şirketin Amaçları
- Bu Amaçlara Ulaşmak İçin Kullanılması Düşünülen Stratejiler
- Şirketi Diğer Şirketlerden Ayıran Özellikler

3. Ürünler

- Ürün Tanımı ve Karşılaştırmalar
- Üründeki Yenilikler (Patent)
- Ürün Geliştirme ve AR-GE Faaliyetleri

4. Piyasa

- Piyasa ve Faaliyette Olunan Sanayi Kolunun Geçmişi
- Piyasa Analizleri ve Tahminler
- Endüstri Kolundaki Yeni Eğilimler

5. Rekabet

6. Pazarlama Programı

- Amaçlar
- Pazarlama Stratejisi
- Satış ve Dağıtım Kanalları
- Müşteriler

7. Üretim

8. Hizmetler

9. Yönetim ve Sahiplik

- Kurucular ve Kilit Noktalarda Çalışanlar
- Örgütlenme ve Personel
- Gelecekte Kilit Pozisyonlarda Çalışacak Eleman
- Teşvikler

10. Gereken Sermaye

11. Finansal Veriler ve Finansal Tahminler

- 3 Yıllık Planlar
- 5 Yıllık Planlar

12. Ekler

- Detaylandırılmış Yönetim Profili
- Referanslar
- Ürün Tanımlamaları, Fotoğraflar
- Ürün ve Piyasaya Yönelik Yakın Geçmişe Ait Literatür Taraması

Ayrıca iş planı hazırlanmasında dikkat edilecek hususlar şunlardır (Zaimoğlu, 2001: 88-89).

1. *Yönetim:* Güçlü bir yönetim kadrosu başarılı bir girişimin vazgeçilmez ihtiyacıdır. Şirketin ürettiği mallar veya hizmetler ne kadar kaliteli olursa olsun, yetenekli ve azimli yönetim kadrosuna sahip olmadıkça başarı ihtimali zayıftır.
2. *Ürün ve Hizmetler:* Ürün veya hizmetlerin, üretimlerinin uygun özellikte olması ve kar sağlayacak fiyattan satılmaları gerekmektedir. Ürünün hayat ömrü; bütün AR-GE, kuruluş, üretim ve pazarlama giderlerini karşıladıktan sonra ayrıca kar getirecek kadar uzun olmalıdır.
3. *Pazar Durumu:* Girişim sermayedarı güveni artırmak için ürünün pazarlama imkânları konusunda özel araştırma yapmalıdır.
4. *Pazara Girişi Engelleyen Faktörler:* Pazara girişi engelleyen faktörler çeşitlidir. Bazıları daha kuvvetlidir, bazıları da kanunlarca korunur (patentler), bazıları ise daha uzun ömürlü engellerdir. Başlıca engeller şunlardır: yasal engeller, teknik engeller, finansal engeller, pazar engeli ve diğer engellerdir.
5. *Finansman İhtiyacı:* Girişimci, finansal gereksinimlerini belirlemede profesyonel hizmetlerden yararlanmalıdır. Sermaye ihtiyacı projenin bütün dönemlerini göz önüne alarak belirlemeli ve buna göre sermaye talebinde bulunmalıdır. Ayrıca gerekli olan toplam finansman kabul edilebilir yani girişim sermayedarının sıkıntıya düşmeden sağlayabileceği seviyede olmalıdır (Civil, 2008: 36).

1.6.2. Girişimin Değerlendirilmesi:

Girişim sermayesi şirketlerinin, iş planları ile yapılan başvuruları inceledikleri ve belirledikleri kurallar çerçevesinde kabul edilebilirlik açısından değerlendirdikleri aşamadır. Gelen başvurular girişim sermayesi şirketleri tarafından değerlendirilir ve uygun görülmeyenler elenerek, uygun bulunanlar görüşmeye davet edilir.

Girişim sermayesi kuruluşları birinci derecede girişimcinin kişisel nitelikleri üzerinde dururlar. İşletmenin üretim planları ve satış tahminleri, finansal durum tabloları, genellikle ikinci derece öneme sahiptir. Bu nedenle girişim sermayedarının, girişimcinin geçmişi ve deneyimlerine, ürün ve planından daha büyük önem verdikleri

söylenbilir (Kürşat vd, 2011: 96). “İş planı, girişim sermayesi yatırımcısını ikna etmeyi ve onun projeyi gerçekleştirmesine katkı sağlamayı amaçlar. Girişim sermayesi projelerinin %95’i iş planının değerlendirilmesinden sonra reddedilmektedir” (Tuncel, 2000: 25).

Girişimcinin projesinin değerlendirmeye alınması için doğru iş planına sahip olması, pazarı doğru analiz etmiş olması, rakipleri doğru tespit olmuş olması ve ürettiği ürünün teknolojik sıçrama sağlayabilecek özellikte olması gerekir. Girişim sermayedarının proje değerlendirmede kullandığı kriterler aşağıdaki gibi sıralanabilir (Yılmaz, 2010: 126);

Girişim sermayedarı;

- Projenin başarısının, yöneticinin bilgi birikimi ve tecrübesine bağlı olduğu için yöneticinin kabiliyetinden emin olmak ister.
- Ortaya çıkacak ürünün üretiminin sürekliliğinde engeller olmamasını ister.
- Ürünün, karlı fiyattan satılabilecek özellikte olmasını ister.
- Ürünün, yapılan yatırımın bütün giderlerini karşılayabilecek ve ayrıca kar bırakabilecek hayat ömrüne sahip olmasını ister.
- İşletmenin, büyüme potansiyeline sahip olmasını ister.
- Pazarın, genişleme potansiyeline sahip olmasını ister.
- Ürünün, pazardaki alternatif ürünlerle rekabet edebilme imkânının olmasını ister.
- Ürünün, rakip firmalarca taklit edilebilme kolaylığının olmamasını ister.
- Fon ihtiyacının karşılayabileceği düzeyde olmasını ister.

1.6.3. Ön Araştırma ve Görüşmeler

Proje ilk aşamada elenmezse, girişim sermayedarı, ön araştırmalar yapar. İşletmenin yönetim kadrosu, ürüne olan talep potansiyeli, rakiplerin ürettiği benzer işlevi gören ürünlerin pazardaki durumu, girişimcinin geçmişi ve nitelikleri ön araştırmaların konusunu oluşturur. Ön araştırmalar sonucunda, proje üzerinde çalışmalara devam edilip edilmeyeceğine karar verilir. Projenin kabul edilmesi ile ilgili hala bir kesinlik söz konusu değildir (Yılmaz, 2010: 126).

Sermayedar yapılan ilk toplantıdan sonra 1-2 hafta içerisinde teklifi ciddi olarak dikkate alıp almadığını bildirir. Olumlu bir durumda araştırma en kısa zamanda başlatılır. Bu aşamada, yönetim yoğun bir şekilde kontrol edilir, ürüne yönelik analizler, teknik ve piyasaya yönelik değerlendirmeler ve aşağıdaki Tablo -2’de yer alan finansal analizler yapılmaya başlanır.

Tablo -2: Finansal Analiz

- Tahminde kullanılan verilere ilişkin bilgiler,
- Kar/Zarar, satış trendi, sabit maliyet tahminlerinin yorumları,
- Nakit akış tahminleri,
- Sermaye harcamaları, işletme sermayesi ihtiyacı ve nakit akışına etkisi,
- Duyarlılık/Başabaş noktası analizi,
- Fon ihtiyacı, fonlama zamanı ve kullanımlara ilişkin tahminler,
- Beklenen kaldıraç faktörü,
- Olası çıkış yolları, halka açılma, üçüncü bir tarafın ele geçirmesi, kurumsal yatırımcılar tarafından satın alınma ihtimalleri ve olası etkileri.

Kaynak: Can, 2012: 64

Faaliyetle ve finansmanla ilgili çeşitli varsayımlar denenirken faaliyet planında düzeltmeler yapılabilir. Elde edilen bilgiler sonucunda finansman modelinde, faaliyetle ilgili temel varsayımlarda ve finansmanın yapısında değişiklikler yapılacaktır. Sermayedar faaliyet planını destekleyecek finansman projelerini içeren, iyi düzenlenmiş ve uygulanabilir faaliyet planına sahip olduğuna inanıncaya kadar deneme işlemlerini sürdürür. Bu bilgilere dayanarak girişim sermayedarı, yatırım konusunda karar verir (Zaimoğlu, 2001: 94).

1.6.4. Girişim Sermayesi Yatırımının Fiyatlanması

Girişim sermayesi yatırımcısı, şirket için en büyük fiyatı ister. Yatırımın getirisi alınan riske ve yatırımcıların farklı beklentilerine bağlıdır. Yapılan bir çalışmada, genel bir kural olarak çekirdek sermaye ve başlangıç sermayesi şirketi finanse edilecekse, yıllık % 50 gibi yüksek bir getiri aranmakta, ikinci aşama finanslama için ise %30-40 aralığında getiriler istenmektedir. Bu oran, geç aşama finanslama için %25-30 arasındadır. Girişim sermayesi yatırımının fiyatlandırılmasında kesin bir formül yoktur ve halen farklı metotlar kullanılmaktadır.

Bunlar; Temel Fiyatlama Modeli, Geleneksel Yaklaşım, Birinci Chicago Fiyatlama Modeli ve benzeri modellerdir (Tuncel, 2000: 32/33).

Fiyatı belirlemede, aşağıdaki süreç takip edilmektedir (Kilimlioglu, 2006: 77);

- Toplam yatırım tutarı (ortaya çıkabilecek ek finansman ihtiyacı dahil) hesaplanır.
- Yatırımcının istediği getiri oranı kullanılarak, istediği toplam getiri tutarı hesaplanır.
- Beklenen kazançlar hesaplanır.
- Fiyat/Kazanç oranı hesaplanır.
- Fiyat/Kazanç oranı kullanılarak işletmenin beklenen piyasa değeri hesaplanır.
- Yatırımcının istediği toplam getiri, işletmenin beklenen piyasa değerine oranlanarak ihtiyaç duyulan ortaklık oranı aşağıdaki örnekte olduğu gibi bulunur.

Örnek: A işletmesinin başlangıç yatırımı olarak 500.000-TL'ye ihtiyacı vardır. Yatırım sürecinde ortaya çıkabilecek ek finansman ihtiyacı 500.000-TL olarak hesaplanmıştır. Sermayedar 4 yıl sonunda toplam yatırımının 14 katı gelir sağlamayı istemektedir. İşletmenin, 4 yıl sonunda Fiyat / Kazanç oranı 10 olarak halka açılacağı hesaplanmıştır. 4 yıl sonunda beklenen kazanç 5.000.000 TL'dir. Yatırımın istenen getirisini, 4 yıl sonundaki piyasa değerini ve sermayedarın istediği getiriyi elde etmek için işletmeye hangi oranda ortak olması gerektiği aşağıda hesaplanmıştır.

Toplam Yatırım = 500.000 + 500.000 = 1.000.000 (Başlangıçtaki ve ek finansman)

Getiri Kat Sayısı = 14 (Yatırımcı sağladığı fonun 14 katını kazanmak istemektedir)

Toplam istenen Getiri = 1.000.000 x 14 = 14.000.000

Beklenen Kazanç = 5.000.000 (4 yıl sonunda)

Fiyat / Kazanç Oranı = 10

Beklenen Piyasa Değeri = 5.000.000 x 10 = 50.000.000 (4 yıl sonunda)

İhtiyaç Duyulan Ortaklık Oranı = 14.000.000 / 50.000.000 = % 28

1.6.5. Sahiplik ve Kontrol İmkânları

Yönetim kademesi, bir işin genellikle kontrolünü yapar ve girişim sermayedarının buradaki rolü genel olarak destek olmaktan ibarettir. Eğer işler planlandığı gibi gitmezse, girişim sermayedarı hisse sahibi kişi olarak yönetimi bazı

değişiklikler yapmaya zorlayabilir. Yöneticiler, işin kontrolünde bazı değişiklikler yapabilirler ancak işin başlangıcında mal sahibi bu tür bir yapılanmanın baş sorumlusudur (Zaimoğlu, 2001: 99).

Girişim sermayedarının oy hakkı, yatırdığı sermaye tutarından bağımsızdır. Gerekli sermayenin büyük çoğunluğunu girişim sermayedarının karşılamış olmasına rağmen, işletme yönetimi, oy çoğunluğuna kendisi sahip olmak istemektedir. Bu amaçla iki kategoride hisse senetleri kullanılmaktadır. “A” kategorisindeki hisseler, daha fazla oy hakkı fakat düşük kar payı, “B” kategorisindeki hisseler ise yüksek kar payı, az oy hakkı vermektedir (Kilimlioğlu, 2006: 78).

Girişim sermayedarları ile girişimciler arasındaki kontrol anlaşmalarının tahsisinde üç ana faktör vardır. İlk olarak, Girişim sermayedarlarının elde ettiği kontrolün derecesi “bir katılım bir oy hakkı” kuralı altında kabul ettikleri yatırım miktarına bağlıdır. İkinci olarak, kontrol, herhangi bir zamanda yatırımcı veya girişimciden herhangi birine bağlı bölünemez bir unsur değildir, daha ziyade ayarlanabilir değişkendir ve çok sayıda tesadüfi koşula iyi uyum sağlar. Son olarak, girişim sermayesi sözleşmeleri, bilgi eksikliği durumunda, kontrolün çoğunu açık bir şekilde girişim sermayedarına bırakmaktadır (Yılmaz, 2010: 128).

1.6.6. Anlaşmanın Yapısı ve Niteliği

“Girişim sermayedarı ile girişimci işletme arasında yapılacak anlaşma; işletmenin amaçlarını, organizasyon yapısını, finansman kaynaklarını, faaliyetlerin ne şekilde yürütüleceğini ve nasıl denetleneceği ve yatırım sonrası yükümlülükleri içermelidir” (Zaimoğlu, 2001: 101).

Girişim sermayedarı ile girişimci arasındaki anlaşma her iki tarafı da cezbedecek şekilde dizayn edilmelidir. Aynı zamanda bu sözleşme her iki tarafa da en azından yatırdıkları miktara eşit kazanç sağlamalıdır. Yatırılan miktara dayalı iki çeşit yöntem vardır. Eğer girişim sermayedarı tarafından yatırılan miktar az ise, girişim sermayedarı adi pay senetlerini tercih edecektir. Eğer girişim sermayedarının yatırdığı miktar yüksek ise, girişim sermayedarı likidite edilebilir senetleri tercih edecektir. Yatırım miktarı küçük ise, getirinin küçük bir kısmı elde edilecektir. Küçük miktarda yatırım yaptıysa, yatırım miktarı küçük olduğundan, yatırımcı, çaba göstermesi için motive edilmelidir (Yılmaz, 2010: 128).

1.6.7. Beklenen Getiri ve Riskin Değerlendirilmesi

Girişim sermayesi şirketleri aşağıdaki riskleri üstlenmek durumundadır (Çoban ve Saban, 2006: 133):

Teknolojik Risk: Şirketin araştırma geliştirme çalışmalarında yeterli teknolojik deneyime sahip olmaması veya fonun bu aşamayı kapsayacak yeterlilikte olmamasından kaynaklanan risktir.

Yönetim Riski: “İşletme yönetiminden kaynaklanan risktir. Yöneticilerin aldıkları hatalı kararlar, bu kararların uygulanmasındaki yanlışlıklar, işletmenin finansal yapısını ve özellikle karını olumsuz yönde etkiler” (Taner ve Akkaya, 2009:182).

Finansman Riski: Üretim aşamasında, ürünü pazara taşıyacak ek finansmanın sağlanamama riskidir.

Üretim Riski: Kullanılan teknolojinin büyük ölçekli üretime elverişli olmaması riskidir. Aynı risk, üretilecek örnek ürünün pazarlanabilir bir ürüne dönüşememe durumunda da söz konusudur.

Pazarlama Riski: Ürünün pazarlanması aşamasında ortaya çıkabilecek risktir.

Demode Olma Riski: İleri teknoloji içeren ve yaşam dönemi kısa olan ürünlerde, pazar ortamının değişerek ürünün yeterli satış hacmine ulaşmadan demode olma riskidir.

Genel bir piyasa kuralı olarak bir yatırımın riski ne kadar yüksekse, o yatırım için beklenen getiri de o kadar yüksek olacaktır. Riskin değerlendirilmesi 3 yönlü yapılmaktadır; 1) Ürün riski, 2) Pazar riski, 3) Yönetim riski. Girişim sermayedarı riskin değerlendirilmesinde analitik araçları kullanır ancak bilinmeyen hususlarda yapılacak olan değerlendirme; bilgi, sezgi ve tecrübeye dayanmaktadır (Zaimoğlu, 2001: 102).

Risk aşağıdaki ölçütlere göre değerlendirilebilir (Can, 2012: 67);

- İşletmenin genel durumu, başarısızlık olasılığı, başarısızlık durumunda olabilecek en kötü durum,

- Finansal planlardaki tahminlerin doğruluğu ve geçerliliğinin sürekliliği,
- Gelir elde etmeye başlama ve yatırımın nakde çevrilme süresi,
- Olası ek finansman ihtiyacı ve miktarı,
- Yönetimin gücü.

Sermayedar yüksek risk/yüksek kazanç yatırımcısıdır. Göze alacağı riskin üst ve alt sınırları, elde edeceği getiriye bağlıdır. Sermayedar diğer yatırımcılar gibi düşük risk, yüksek getiri talep eder, ancak finans piyasaları buna izin vermez. Sermayedarın sağlayacağı yatırım getirisi, diğer türden yatırımcıların ve menkul değer sahiplerinin kazanç seviyelerini belirleyen aşağıdaki piyasa dinamiklerine bağlıdır (Can, 2012: 67).

- Genel ekonomik şartlar ve teşebbüslerin verim düzeyleri,
- Alternatif yatırım fırsatları ve sağlayacakları gelirler,
- Girişim sermayesine duyulan talep ve bunun karşılanma düzeyi,
- Sermayedarlar arasındaki rekabet.

Girişim sermayedarları ve bekledikleri getiri ile ilgili bazı özellikler aşağıdaki gibi sıralanabilir (Kilimlioğlu, 2006: 80);

- Ülkede ekonomik istikrarsızlıklar olduğu zaman, sermayedarlar, belirsizlikler ve enflasyon yüzünden daha fazla riske girerler. Bu yüzden daha fazla gelir elde etmeyi isteyeceklerdir.
- Sermayedarlar, verimli çalışan işletmelerden daha yüksek gelirler elde edecekleri için bu tip işletmelere yatırım yaptıklarında, daha fazla kazanç elde etmek isteyeceklerdir.
- Sermayedarlar, alternatif risksiz yatırımlardan aynı geliri elde edebileceklerse, girişim sermayesine yatırım yaparak riske girmeyi istemeyeceklerdir. Ancak daha yüksek gelir elde edecekleri zaman girişim sermayesi yatırımlarına sermayelerini yatıracaklardır.
- Girişim sermayesine olan talep fazla ise, sermayedarlar en yüksek getiriye sağlayabilecek işletmelere yatırım yapmayı tercih edeceklerdir. Sermayedarlar, karlı yatırım fırsatlarını, yeni ve ileri teknoloji içeren projeleri diğer sermayedarlara kaptırmamak için daha düşük kazançla razı gelebilirler.

Çok  nl  sermayedarlar, yatırımlarının sonucunda yüksek kazanç beklerler. Çünkü tanınmış sermayedarlar, işletmeye üründe fark oluşturulmasında etkili olmak gibi avantajlar sağlamaktadır.  nl  sermayedarlar ile çok sıkı ilişkilerde bulunan girişimciler, gelişme aşamasında birçok fırsat elde ederler, fakat aynı zamanda bu erişim için daha fazla ödeme yapmaları gerekir (Yılmaz, 2010: 129).

İşi çok iyi tanıyan girişim sermayesi şirketleri piyasadaki düşüşleri önceden g r rl r ve sonuç olarak düşük fiyat önerirler. Fakat girişimciler, sermayedarlarından kabul etmek zorunda olmadıkları birçok teklif alırlar. Tekliflerin kıyaslanmasında öncelikle fiyat değerlendirilmektedir. Fakat fiyat, sermayedar seçimini etkileyen tek faktör değildir. Yatırım dönemi de girişimcinin seçimini etkilemektedir. Farklı sermayedarlar yatırım yapmak için farklı dönemleri tercih etmektedir (Yılmaz, 2010: 130)

İKİNCİ BÖLÜM

GİRİŞİM SERMAYESİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ

Girişim sermayesine eski Asur'da Naruqqum, Bizans'ta Chreokoinonio, Roma'da Sea loan, Musevi aleminde Isqa, Orta çağ Avrupa'sında commenda, Cenovalı denizciler arasında ise Karati denirdi. İslam Dünyasında ise, Hz Ömer'in yetim paralarını İran – Medine arasında ticaret yapan tüccarlara vermesiyle Muşaraka olarak bilinmektedir (Tuncel, 2000: 1). Günümüzde ise risk sermayesi, girişim sermayesi ve özel sermaye olarak kullanılmaktadır.

Sadece para değil; insan, mal, hayvan ve diğer kıymetli değerlerle birlikte girişim sermayesine benzer uygulamaların kökenini Naruqqum olarak Asurlulara kadar götürmek mümkündür. Bazılarına göre, bu günkü çağdaş girişim sermayesi finansman modelinin kaynağı islam dinindeki “Mudaraba” ve “Muşaraka” ortaklık biçimleridir. Mudaraba, muşaraka ve murabaha islam bankacılığının temel finansman biçimleridir (Aypek, 1998: 10).

“Mudaraba, mala sahip olan kimsenin emek sahibine ticaret yapmak üzere bir mal vermesi ve şart koştuıkları orana göre kârın aralarında pay edilmesi demektir. Zarar ise sadece mal sahibi tarafından karşılanır” (Özsaraç, 2008: 92). Muşaraka, iki ya da daha fazla kişinin ticaret yapmak ve buradan elde edilecek karı paylaşmak üzere kurdukları adi ortaklıktır. Muşarakada, taraflar sermaye ya da hem sermaye hem emek ortaya koyabilirler. Kurulan ortaklıktan elde edilen karın paylaşımı serbest sözleşmeye dayanır. Ancak zarar edilirse, ortaklar sermaye oranlarına göre zararı üstlenirler (Türker, 2010: 7).

“Murabahada sermaye sahibi, sermaye sıkıntısı çeken bir başkası için ihtiyaç duyduğu malı satın alır ve bir miktar kar ekleyerek ona satar. Murabaha bir ortaklık türünden çok bir tür dış finansman sağlama yoludur. Günümüzdeki uygulamasıyla leasing'e benzer” (Aypek, 1998: 11).

Commenda'yı, kısaca Ortaçağ Avrupa'sında İtalya'da deniz ticareti alanında doğan ve kural olarak sermaye ortaya koyan bir kişi ve bu sermayeyi kazanç sağlamak amacıyla çalıştıran girişimci arasındaki bir tür şirket olarak tanımlayabiliriz. Commenda kelimesine, yazılı metin olarak ilk defa İtalya'nın kuzeyindeki bir belgede, M.S. 976 yılında rastlanır. Aslen Latince kökenli bir kelimedir, çok

güvenilen anlamına gelmektedir. Mudaraba yöntemine benzer. Avrupa’da girişim sermayesinin öncüsü olarak kabul edilmiştir (Can, 2012: 51).

Girişim sermayesi modelinin tarihsel gelişimi içinde ilk fikir olarak ortaya çıkışı konusunda, Türkiye ekonomi tarihinde ve günümüzde de kurumsallaşmış örnekleri rahatça görülebilir. Yapılan gözlemler sonucu bu örneklerin Osmanlı İmparatorluğu döneminden beri uygulanageldiği tespit edilmiştir. Türkiye’de görülebilen örneklerde tekli mudaraba ve murabaha modelleri esasına dayandırılabilir. Bu konuda şu örnek verilebilir (Aypek, 1998: 12).

Kırsal kesimde tarımda ortaklık uygulaması söz konusudur. Çiftçinin arazisi vardır. Ancak bu araziye işleyecek ekipmanı ve gerekli harcamaları karşılayacak parası yoktur. Buna karşın çiftçilik bilgi ve deneyimine sahip ve parası olan ancak arazisi olmayan çiftçiler de vardır. Bu iki taraf bir araya gelerek bir ortaklık yaparlar. Bilgisi, deneyimi ve parası olan taraf araziye işler. Hasat sonrası tüm giderler düşüldükten sonra kalan gelir taraflar arasında genellikle eşit olarak veya ortaklık anlaşmasına göre dağıtılır (Aypek, 1998: 12).

Bugünkü girişim sermayesi uygulamasının ilk adımı 1946 yılında ABD’de George Doriot tarafından atıldı. Birçok girişimcinin teminat, anapara ve faiz ödeme konusundaki sıkıntılarının çözümüne yönelik ilk girişim sermayesi uygulaması, Amerikan Araştırma ve Kalkınma Şirketi aracılığıyla başlatıldı. Yine İkinci Dünya savaşı sonrasında Amerikalı işadamı Rockefeller askerden dönen iş arkadaşlarına finansal kaynak sağlamış, ama desteği yardım veya borç olarak değerlendirmeyip, işlerine ortak olmayı tercih ederek girişim sermayesinin ilk uygulamalarından birine ön ayak olmuştur (Çonkar, 2007: 2).

Girişim sermayesi 1980’li yıllarda ABD’de ağırlıklı olarak uygulama alanı bulmuş, sonrada Japonya ve İngiltere’ye sıçramıştır. Bu ülkeleri gelişmiş Batı Avrupa ülkeleri ve gelişmekte olan diğer ülkeler takip etmiştir. Böylece girişim sermayesi 1990’lı yıllarda ülkelerin teknolojik ve iktisadi gelişmelerine katkı sağlayan bir finansman aracı haline gelmiştir (Civil, 2008: 8).

2.1. DÜNYADA GİRİŞİM SERMAYESİNİN GELİŞİMİ

Önceki dönemlerde çeşitlerine rastlamak mümkün olsa da gerçek anlamda ilk kurumsal girişim sermayesi uygulaması 19. yüzyılın başlarında sanayi devrimi

sırasında İngiltere’de zengin bireylerin bazı projelerin finansmanı için kaynak sağlaması ile ortaya çıkmıştır. Bugünkü haliyle girişim sermayesi modellerinin oluşum süreci ise 1930’lu yıllarda ilk profesyonel fon olan Charterhouse’un kurulması ile başlamıştır (Evren Yatmaz, 2012: 51).

Amerika’da İkinci Dünya Savaşı öncesinde girişim sermayesi yatırımları, zengin kişiler, ortak yatırım için bir araya gelen yatırımcılar ve profesyonel yönetici çalıştıran aile şirketleri tarafından yapılmaktaydı. 1946 yılında modern anlamda girişim sermayesi ile kurulan ilk şirket olan American Research and Development’in (ARD) kurulmasıyla bu tür yatırımlar kurumsal bir nitelik kazanmıştır (İpekten, 2006: 387).

“Bunu takiben 1953’te kurulan Küçük İşletmeler İdaresi (Small Business Administration – SBA), 1958 yılında yasalaşan Küçük Ölçekli İşletmeler Yatırım Kanunu (Small Business Investment Act) ve 1971 yılında kurulan Gelişmekte Olan Şirketler Borsası’nın (NASDAQ) kurulması ile gelişmiştir” (Külahcı, 2015: 39).

Avrupa’da girişim sermayesi alanındaki ilk önemli girişim Avrupa Girişim Sermayesi Birliği’nin (European Venture Capital Association-EVCA) kurulması olmuştur. EVCA’nın temel amacı, girişim sermayesi düşüncesinin Avrupa’da benimsenip yaygınlaşmasını sağlamak ve ülkeler arasında bilgi alışverişine ve sermaye akışına yardımcı olmaktır. EVCA, Avrupa’da girişim sermayesi ile ilgili her türlü desteği sağlamakta, uluslararası girişimleri organize etmekte, üyelerine yönetim geliştirme hizmeti vermekte, Avrupa’da girişim sermayesinin gelişimine yönelik olarak Avrupa Topluluğu (AT) ile ortak çalışmalar yapmaktadır (Beşkardeşler, 2010: 42).

“Asya’da girişim sermayesinin gelişimi 1990’dan sonra başlamıştır. Özellikle 1995-2000 yılları arasında hızlı bir ilerleme süreci yaşanmıştır” (Evren Yatmaz, 2012: 51-52). Aşağıdaki Tablo -3’te 2012 yılında dünya ülkelerindeki girişim sermayesi yatırımları yer almaktadır.

Tablo -3: 2012 Yılı Dünyada Girişim Sermayesi Yatırımları

Ülke	Yatırılan Tutar (Milyon Dolar \$)
Slovenya	2,50
Çek Cumhuriyeti	6,70
Rusya	9,30
Polonya	11,70
Yunanistan	13,70
Lüksemburg	14,20
Portekiz	20,40
Yeni Zelanda	28,90
Avusturya	43,50
Macaristan	82,60
İtalya	91,70
Finlandiya	101,60
Danimarka	101,70
Güney Afrika	109,60
İrlanda	113,50
Belçika	115,90
Norveç	143,40
İspanya	148,10
İsviçre	209,50
Hollanda	226,50
İsveç	285,60
Avustralya	331,30
Güney Kore	606,90
Almanya	706,20
Fransa	710,50
İsrail	867,00
Birleşik Krallık	929,10
Kanada	1.406,00
Japonya	1.553,60
ABD	26.652,40

Kaynak: Gür, 2014: 19

Tablo 3'ten de anlaşıldığına göre 2012 yılında ABD gerçekleştirdiği 26 milyar dolarlık girişim sermayesi yatırımıyla bu alanda ilk sıradadır. ABD'yi sırasıyla Japonya, Kanada, Birleşik Krallık ve İsrail takip etmektedir.

2.1.1. ABD'de Girişim Sermayesi

Girişim sermayesinin bilinen anlamda modern biçiminin ilk uygulamaları Amerika Birleşik Devletleri'nde görülmüştür. Bu ülkede, girişim sermayesi uygulamaları, Avrupa'dan veya Afrika'dan ya da diğer ülkelerden ABD'ye göç ile gelen ve burada şirketleşerek yatırıma ve üretime katılan kişi veya firmaların iş kurabilmek ya da büyüebilmek amacı ile ulusal veya uluslararası bankalardan aldıkları uzun vadeli girişim sermayeleri olarak görülmüştür (Çolak, 2015: 47).

Amerika'da, küçük işletmelere uzun vadeli finansman sağlamak amacıyla, bazı bankalar ve yatırım şirketleri tarafından 1953 yılında Küçük İşletmeler İdaresi kurulmuştur. Fakat bu kurumun kısa vadeli fon ihtiyaçlarını karşılamasına rağmen, uzun vadeli kredi talepleri ile öz sermaye gereksinimlerini karşılayamadığı görülmüştür. Bu sebeple Küçük İşletmeler Yatırım Kanunu kabul edilmiş ve büyüme potansiyeline sahip olan küçük işletmelere girişim sermayesi desteği sağlayan Küçük İşletmeler Yatırım şirketleri kurulmuştur (Yılmaz, 2014: 63).

Küçük işletme yatırım şirketleri, 1958 yılında yürürlüğe giren Küçük İşletme Yatırım Şirketi Kanununa (The small Business Investment Company Act of 1958) göre kurulmuş olup, bu yasaya göre belli koşullar çerçevesinde bu şirketlere kuruluş izninin verilmesi ve faaliyetlerinin denetimi Küçük İşletme İdaresine (Small Business Administration) verilmiştir (Sarıaslan, 1995: 315).

1958'den itibaren Amerikan hükümetinin girişim sermayesi piyasasının gelişimindeki rolü çok büyük olmuştur. Bu gelişimi sağlayabilmeleri özellikle Küçük İşletme Yatırım Şirketi Programı ve çeşitli teknoloji geliştirme projeleri yardımıyla büyük sermaye tutarlarının özel sektöre aktarımını teşvik etmeleri ile olmuştur (Çonkar, 2007: 51).

Yetmişli yıllara gelindiğinde, girişim sermayesi finansman modelinin asıl sıçramayı bu yıllarda yaptığı görülmektedir. Belirtilen yıllarda, bilgi teknolojilerinde yaşanan gelişmeye paralel olarak dinamik ve icatçı fikirlerin sayısı artmış ve özellikle

bu sektörde girişim sermayesi yoğun bir şekilde kullanılmaya başlanmıştır. 1971 yılına gelindiğinde ise, küçük ve orta ölçekli işletmelerin finansman ihtiyacını karşılamak üzere yapılan işlemleri bir kurum çatısı altında toplamak amacıyla Gelişmekte Olan Şirketler Borsası (National Association Securities Dealers Automated Quotations, NASDAQ), Amerika’da kurulmuştur (Yılmaz, 2014: 64).

ABD’de 1984 yılındaki verilere göre çeşitli kaynakların girişim sermayesi sağlamadaki payları şöyledir: Emekli fonları % 34; yabancı fonlar % 18; bireyler (aileler) % 15; şirketler % 15; sigorta şirketleri % 13; vakıflar ve diğer hayır kurumları %5 olarak bilinmektedir. Buna göre girişim sermayesi için en yüksek fon kaynağı % 34’lük payı ile emekli sandıkları fonlarına aittir (Döndüren, 2008: 12).

Yatırım yapmayı ve risk almayı destekleyici uygun bir ortamın oluşturulması, sermaye piyasalarının geliştirilmesi ve sermaye kazançlarında bazı vergi kolaylıklarının sağlanması gibi konular, ABD’deki girişim sermayesi yaklaşımlarının temelini oluşturmaktadır. Bu çerçevede yürütülen uygulamalardan bazıları şöyledir (Beşkardeşler, 2010: 35-36):

- Girişim sermayesinin gelişmesinde özellikle hisse senedi kazançlarındaki vergi oranının önce 1978’de %49’dan %28’e, daha sonra 1981’de %20’ye düşürülmesi çok etkili olmuştur. Vergi oranının %20’ye düşürülmesi, aslında sermaye kazançlarının %60’ının vergi dışı bırakılması ile sağlanmıştır.
- 1970’lerin sonunda ERISA (Employee Retirement Income Security Act- Emeklilik Fonları Yasası)’da yapılan yeni bir düzenleme ile emeklilik fonlarının girişim sermayesi yatırımlarına daha fazla kaynak aktarabilmelerine fırsat sağlanmıştır. Girişim Sermayesi firmalarının kaynaklarının yaklaşık %30’unu emeklilik fonlarından sağladıkları göz önüne alınırsa bu çok önemli bir gelişmedir.
- ABD’de yerel yönetimlerin çıkardığı sıfır vergili Endüstriyel Kalkınma Tahvilleri gelirlerinden, küçük firmalara düşük faizli yatırım kredileri verilmektedir.
- Ar-Ge harcamalarına %25 oranında vergi iadesi uygulanmaktadır. Bunun haricinde Ar-Ge harcamaları, çeşitli vergi indirimlerine tabi tutulmaktadır. Kâr

payı gelirleri, hem gerçek kişiler hem de tüzel kişiler için diğer gelirler arasına dahil edilmiştir. Kurumlar vergisi mükellefleri kâr payı gelirlerinin %85'ini vergiden düşebilmektedirler. Kâr payı ödeyen şirketin %80 veya daha fazlasının kâr payı elde eden şirkete ait olması halinde söz konusu indirim %100 olmaktadır.

- Girişimcilerin girişim sermayedarlarından sadece yönetim hizmeti satın almaları durumunda, bu hizmet giderlerini girişim sermayedarları vergiden indirebilmektedirler.

Girişim sermayesi alanında sağlanan vergi teşvikleri, sermaye piyasası kurallarının hafifletilmesi ve özellikle küçük ölçekli işletmelerin hisselerinin işlem göreceği ikincil piyasaların varlığı, ABD’de girişim sermayesi alanında önemli gelişmelerin yaşanmasına neden olmuştur. ABD’de girişim sermayesi yatırımları 1969 yılında 2,3-3 milyon dolar düzeyindeyken, 1975’te 250 milyon dolara, 1985’te 6,5 milyar dolara ulaşmıştır (Civil, 2008: 69).

Amerikan Ulusal Girişim Sermayesi Birliği (National Venture Capital Association –NVCA) tarafından yapılan 1970-2000 yılları arasında girişim sermayesinin gelişimi ile ilgili araştırmaya göre, bu dönemde 7,6 milyon iş üretilmiş ve 2000 yılı sonu itibariyle 1,3 trilyon dolar gelir elde edilmiştir. Yatırılan toplam girişim sermayesi yatırımı içinde %47 payla internet ve bilişim sektörü, %22 iletişim ve medya, %11 iletkenler ve elektronik, %7’şer payla biyoteknoloji ve medikal sağlık gibi alanlara yapılan yatırımlar yer almıştır (Kilimlioğlu, 2006: 40).

Aşağıdaki Tablo -4’te 1996-2016 yılları arasında Amerika’da gerçekleşen girişim sermayesi yatırımları ve yapılan anlaşma sayıları yer almaktadır.

Tablo -4: Amerika’da 1996-2016 Yılları Arasında Gerçekleşen Girişim Sermayesi Yatırımları ve Yapılan Anlaşma Sayıları

Yıllar	Yapılan Anlaşma Sayısı	Toplam Yatırım Tutarı (Milyar Dolar)
1996	1.912	9,90
1997	2.212	13,00
1998	2.588	17,80
1999	4.645	49,20
2000	6.448	92,90
2001	3.381	35,90
2002	2.511	21,90
2003	2.298	20,40
2004	2.463	23,06
2005	2.618	25,00
2006	2.858	31,10
2007	3.110	34,50
2008	3.100	33,40
2009	2.806	24,50
2010	3.219	28,90
2011	3.752	31,01
2012	3.922	35,00
2013	4.039	36,30
2014	4.243	58,90
2015	4.244	77,30
2016	3.718	52,40

Kaynak: wilmerhale, agis, 2018

2.1.2.Kanada’da Girişim Sermayesi

“Kanada’da girişim sermayesi sektörü 1960’lı yıllarda artış göstermiş olmasına rağmen, 1970’lerde bu yükselişini devam ettirememiştir. Bu dönemde yıllık yatırımlar 10 ile 15 milyon Canada doları düzeyinde gerçekleşmiştir” (Beşkardeşler, 2010: 39).

Kanada'da CDC (Canadian Development Corp.)'un kurulmasıyla birlikte Girişim Sermayesi başlamıştır. CDC, özel sektöre ait başarılı Girişim Sermayesi Şirketlerinin hisselerini alarak destek olmuştur. Girişim Sermayesine benzer bir yapıyla çalışan federal iş geliştirme bankası ise yeni kurulacak işlere kredi veya sermaye finansmanı sağlamaktadır. Ülkede teknoloji üreten şirketler için giderlerin hepsi vergiden düşülmektedir. Federal hükümet ayrıca özel, yüksek riskli projelerin yatırım tutarının %75'ine kadar fon sağlayabilmektedir. Ayrıca yeni kurulmuş küçük şirketler için ayrı bir kotasyon sistemi (Junior listing) bulunmaktadır (Can, 2012: 41).

2.1.3.İngiltere’de Girişim Sermayesi

İngiliz girişim sermayesinin tarihi, piyasa başarısızlıklarının büyük olduğu 1929'da başlar. Firma finansmanı ilk Maliye ve Sanayi Komisyonu (Macmillan Komitesi) tarafından kabul edilmiştir. Endüstriyel ve Ticari Finansman şirketlerinin oluşturulmasını finanse etmek için 1945'te bankalar ve İskoç bankaları birleşti. İngiltere Bankası bu formasyonu baştan beri destekledi ve ICFC, İngiltere'nin en büyük girişim sermayesi fonlarından birisi haline gelmeyi başardı (Aktaş, 2014: 161).

“Avrupa ülkeleri içerisinde girişim sermayesi açısından en gelişmiş ülke İngiltere'dir. İngiltere'deki bu sermayenin kaynağını büyük holdingler, devlet, yöresel kalkınma üniteleri ve bireyler oluşturmaktadır” (Çonkar, 2007: 78).

Bunların dışında girişim sermayesi olarak oluşturulmuş, Busuness Start-up (BSS) ve Busuness Expansion Scheme (BES) gibi kamu fonları vardır. 1982 yılında uygulamaya konan BSS'in amacı, 5 yıldan genç ve borsaya kote olmamış teşebbüslerin hisselerini satın alan özel yatırımcılara vergi kolaylıkları getirmektir. Beş yıldan genç olma sınırı 1982 yılında kaldırılmış ve 1983 yılında program Business Expansion Scheme (BES) olarak yeniden düzenlenmiştir (Ceylan, 1995: 128).

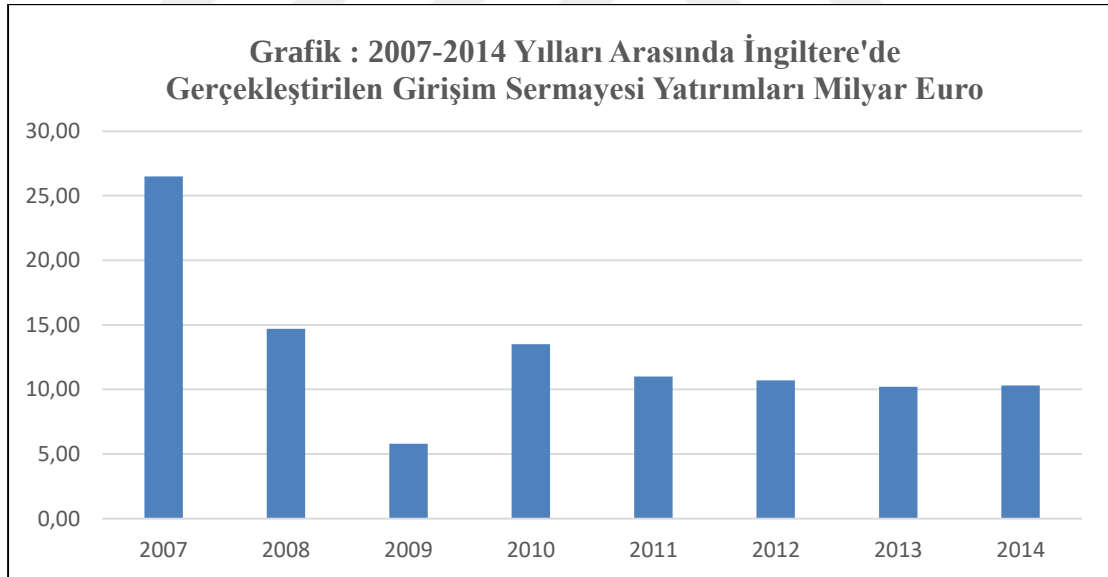
BES dışında, küçük ama ileri teknoloji üreten işletmeleri desteklemek amacıyla 1981'de mevcut iki kamu kuruluşu; Ulusal Araştırma ve Geliştirme Şirketi “The National Resarch and Devolopment Corporation” ile Ulusal Girişim Kurulu “The National Enterprise Board” birleştirilerek İngiliz Teknoloji Grubu (British Technology Group-BTG) kurulmuştur (Çımat ve Laçinel, 2002: 115).

İngiltere’de girişim sermayesi fonları, kamu ve özel sektör kuruluşlarının yatırımlarından oluşmaktadır. Gerek hukuki açıdan gerekse mali açıdan Avrupa’da girişim sermayesi sektörünün gelişebilmesi için en uygun ortamın bulunduğu ülkedir. 1980’li yıllarda, kurumlar ve gelir vergisi oranlarında azalmalar yapılmıştır. Bunun sonucunda, küçük firmalar için gelişme potansiyeli oluşturulmuştur. Aynı durum 1990’lı yıllarda da devam etmiş ve faiz oranları, enflasyon ve vergi indirimleri ile küçük firmaların büyümesi teşvik edilmiştir (Zaimoğlu, 2001: 183-184).

2000 yılında dot.com krizi ile birlikte olumlu gelişmeler tersine dönmüştür. Bu krize ek olarak, yatırımlarda yaşanan başarısızlıklar, yatırımcıların risk iştahlarındaki azalma ve daha büyük yatırımlara yönelme, girişim sermayesi fonlarında önemli düşüşe neden olmuştur (Evren Yatmaz, 2012: 66).

İngiltere’de girişim sermayesi yatırımlarının 2007-2014 yılları arasındaki gelişimi, aşağıdaki Grafik -1’de görülmektedir.

Grafik -1: 2007-2014 Yılları Arasında İngiltere’de Gerçekleştirilen Girişim Sermayesi Yatırımları (Milyar Euro).



Kaynak: Külahçı, 2015: 54

2.1.4. Almanya’da Girişim Sermayesi

Almanya’da girişim sermayesi sektörü çok geç gelişmiştir. Almanya’da girişim sermayesinin gelişmemesinin nedenleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Civil, 2008: 76):

- Alman iş adamlarının riske atılmak istememeleri,
- Devletin ve bankaların KOBİ'lere yeterli destekte bulunması ve bu nedenle işletmelerin girişim sermayesi şirketlerinin desteğine ihtiyaç duymaması,
- Vergi sisteminde faiz geliri lehine, hisse senedi geliri aleyhine hükümler olması,
- Sermaye piyasasında kotasyon şartlarının ağır olması ve bu nedenle küçük işletmelerin halka açılmada zorluklarla karşılaşması,

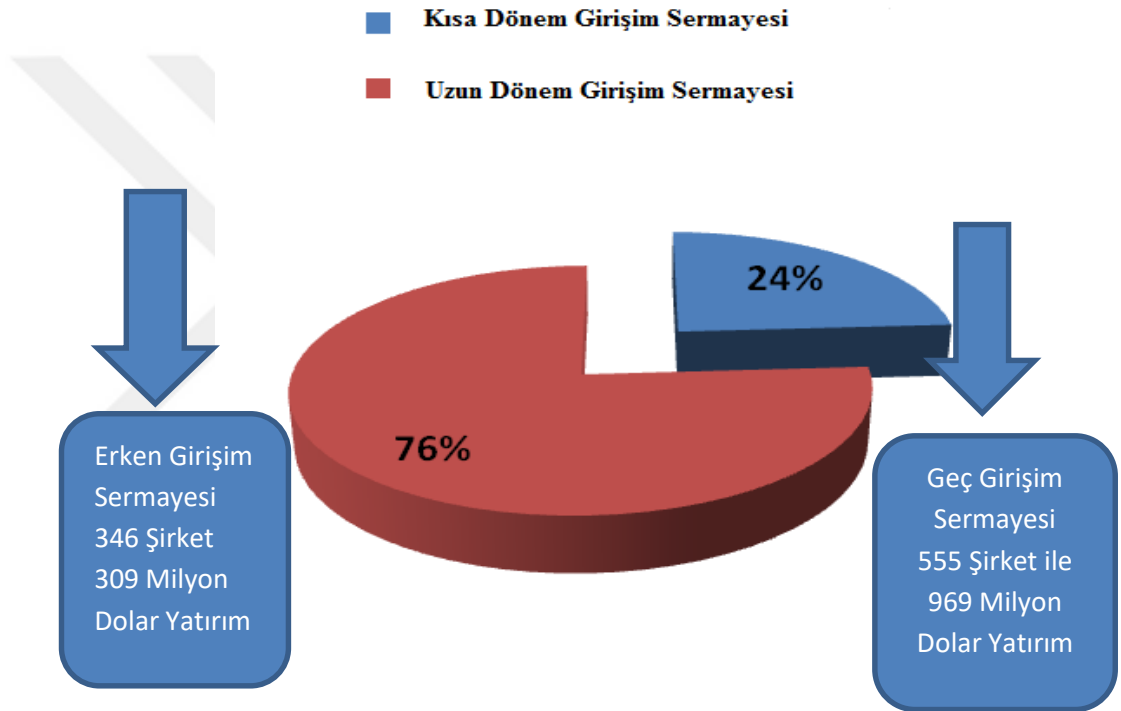
Almanya'da girişim sermayesi uygulamaları devlet desteği yani bir anlamda kamu şemsiyesi altında gelişmiştir. 1978 yılında 28 Alman bankasının katılımıyla büyük çapta bir girişim sermayesi şirketi kurulmuştur. Bu şirketin zararlarının yüzde 75'ine kadar olanını devlet karşılamayı taahhüt etmiştir. Bu uygulama her ne kadar bir sigorta fonksiyonu görse de kurulan şirketler uzun zaman zarar etmiştir (Coşkun, 2012: 87-88).

1983'te Technoventure Şirketi kurulmuştur. Devlet bu tarz şirketlerin başlangıç sermayesinin teminine yönelik teşviklerde bulunmuştur. Bu işlev, fon aracılığı ile 20 yıla kadar vadeli, sabit faizli kredi verme şeklinde yapılmaya çalışılmıştır. Bu fon, fizibilite çalışmalarının % 90'ını geliştirme masraflarının % 75'ini karşılamıştır. Ayrıca, girişimcilerin bankalara olan borçlarının %50-%80'i için devlet garantisi de verilmektedir (Can, 2012: 45-46).

Devletin, girişimci şirketlere bu şekilde fazla destek olması, girişim sermayesinin gelişimini olumsuz etkilemiştir. Alman hükümeti bu olumsuzluğu fark ederek sektörden yavaş yavaş elini çekmeye başlamış ve bundan sonra özel sektörün hakim olduğu bir girişim sermayesi piyasası oluşturmak için harekete geçmiştir (Civil, 2008: 77).

Almanya'da girişim sermayesi alanında 1980'li yılların ortalarında gözlemlenen hızlı büyüme 1992 yılında da sürmüştür. Girişim sermayesi şirketlerinin büyük bir kısmı Alman Girişim Sermayesi Birliğine (BVK) üyedirler. 31 Aralık 1992 tarihi itibarıyla BVK'nin üye sayısı 70'e ulaşmıştır. Almanya'daki küçük ve orta büyüklükteki firmaların öz kaynak oranlarının düşüklüğü, dış kaynaklı sermayeyi cazip kılmaktadır (Zaimoğlu, 2001: 186).

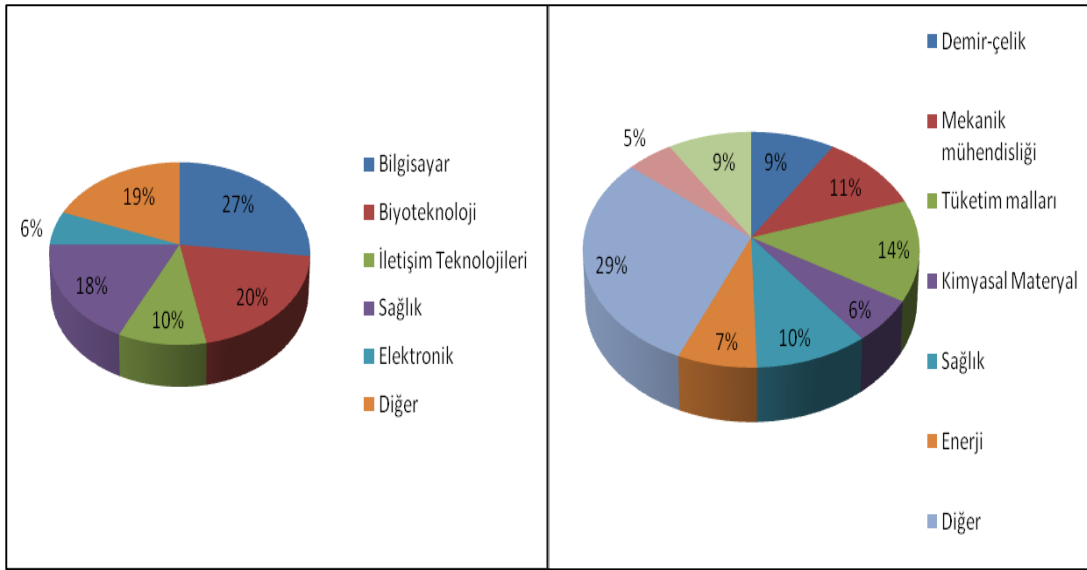
Almanya'daki girişim sermayesi fonları diğer ülkelerin aksine açık olarak oluşturulmaktadır (open funds). Kurumlar Vergisi ve Gelir Vergisi oranları yüksektir. Girişim sermayesi şirketlerinin yatırımlarından çıkışı; satış (trade sale), buy-back (geri al) veya secondary purchase (ikinci satın alma) şeklinde olmaktadır. Şekil -4'e göre Almanya'da uzun dönem girişim sermayesi yatırımları, kısa dönem girişim sermayesi yatırımlarının yaklaşık olarak üç katıdır. 2008 Yılında Almanya'da toplam 346 şirket 309 milyon dolar tutarında kısa dönem girişim sermayesi yatırımı, 555 şirket ise 969 milyon dolar tutarında uzun dönem girişim sermayesi yatırımı gerçekleştirmiştir (Beşkardeşler, 2010: 44-45).



Şekil -4: Almanya'da Girişim Sermayesi Yatırım Durumu (2008)

Kaynak: Beşkardeşler, 2010: 44

Şekil -5'te 2008 yılında Almanya'da girişim sermayesi yatırımlarının sektöre göre dağılımı verilmiştir. Şekilden de anlaşılacağı üzere bilgisayar, biyoteknoloji ve sağlık sektörü en yüksek yatırımlar arasında görünmektedir.



Şekil -5: Almanya’da Girişim Sermayesi Yatırımlarının Sektöre Göre dağılımı (2008)
Kaynak: Beşkardeşler, 2010: 44

2.1.5. Fransa’da Girişim Sermayesi

Fransa’da girişim sermayesi 1970’li yılların sonuna doğru finansal sisteme girmiştir. 1972 yılında girişim sermayesi konusunda yasal düzenlemeler yapılarak buluşları destekleyecek girişim sermayesi şirketlerinin kurulmasına karar verilmiş ve bu şirketlere %50 oranında vergi indirimi sağlanmıştır. Girişim sermayesine yönelik oluşturulan bu yasaya göre; girişim sermayesi şirketlerinin 6 yıl içinde sermayelerinin en az %80’ini yeni kuruluşlara yatırımları, sermayelerinin %20’sinden fazlasını bir işletmeye yatırmamaları ve ortak oldukları işletmelerin hisse senetlerinin %33’ünü 3 yılda bir değiştirmeleri gerekmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2010: 200-201).

Girişim sermayesi ile ilgili ilk çalışma, 1972 yılında yeni teknoloji üreten şirketlerin hisselerini alıp karşılığında bu şirketlere uzun vadeli kredi açan bir kamu kuruluşu olan Sofinova’nın kurulmasıdır. Fransa’da girişim sermayesi alanındaki diğer bir gelişme ise, Tezgâh Üstü Piyasa’nın (Over the Counter-OTC) kurularak borsanın kotasyon şartlarının hafifletilmesidir. Fransa’da girişim sermayesi sektörü, Fonds Commun de Placement a Risques (FCPR) ve Societes de Capital Risque (SCR) kuruluşlarının kurulması ile gelişme göstermiştir. FCPR ve SCR vergiden muaf tutulmuştur (Civil, 2008: 78).

Fransa, bir girişim sermayesi piyasası oluşturmaya çalışmıştır. Bu amaçla; girişim sermayedarı gibi çalışan kamu kurumları ve fonları oluşturulmuş, özel girişim

sermayedarını vergi, ucuz kredi, hızlı amortisman gibi teşvik tedbirleriyle özendirilmiş ve şirketlerin borsaya kote olmalarını kolaylaştırmıştır (Ceylan, 1995: 132).

2.1.6. Japonya’da Girişim Sermayesi

Japonya’da girişim sermayesine yönelik ilk çalışmalar 1963 yılında kabul edilen “Küçük İşletmeler Yatırım Kanunu” ile dolayısıyla kamu öncülüğünde başlamıştır. 1963 yılında bu kanuna dayanılarak Tokyo, Nagoya ve Osaka’da sermayeleri yerel hükümetler ve finansal kuruluşlardan sağlanan 3 adet küçük işletmeler yatırım şirketi (SBICJ) kurulmuştur (Külahcı, 2015: 61).

“Bu şirketler, hisse senedi karşılığında küçük işletmelere öz kaynak sağlamak üzere kurulmuşlardır. Fon sağladıkları işletmelerin hisselerinin %15’inden azını ve %50’den fazlasını alamazlar” (Yılmaz, 2010: 109). “Japonya’da 1970’li yılların başlarında, 8 tane girişim sermayesi şirketi faaliyet gösteriyordu. Girişim sermayesi şirketlerinin sayısı 1982 yılında 30’a ulaşmış olduğu bilinmektedir. Hükümete bağlı 3 girişim sermayesi şirketi, ABD’deki Küçük İşletmeler İdaresine benzer kuruluşlar olarak faaliyet göstermektedir” (Ceylan, 1995: 132).

ABD’nin deneyimlerini takip eden Japonya, girişim sermayesi finansman modelini de kendi ekonomik sistemine uyumlaştırma çalışmaları yapmıştır. Ancak bu, İngiltere kadar başarılı sonuçlar vermemiştir. Çünkü Japonya’da finansal sistem, büyük kurum ve kuruluşlara dayanmaktadır. Bu kuruluşlar teknolojik gelişmeleri izlemek bir yana yeni teknoloji yatırımlara kendileri girmişlerdir. Böylece teknolojik gelişmelerde bir boşluk oluşmamıştır. Diğer yandan klasik Japon kültürünün işletmelere yansması olarak; ömür boyu iş garantisi, çalışmanın bir fazilet olarak görülmesi ve bunun işletmeye bağlılıkla birleşmesi sonucunda, başarılı girişimcilerin çıkmamasına neden olmuştur. Bu ekonomik ve kültürel engellere ek olarak; Japonya’nın Antimonopol kanunlarında, girişim sermayesi şirketlerinin finanse ettikleri işletmelerin yönetim kurullarında yönetici bulundurmalarını yasaklamaktadır (Tuncel, 2000: 98).

Bütün bu olumsuzluklara rağmen, Japonya’da girişim sermayesi sektörünün gelişmesi için en önemli adımlar atılmıştır. Örneğin; Amerika’daki NASDAQ sisteminin bir benzeri olan SDAJ (Securities Dealers Association of Japan) faaliyete

geçmiştir. Japon Uluslararası Sanayi ve Ticaret Bakanlığı 1974 yılında Venture Enterprise Center(VEC)'ı kurmuştur. Bu kurum küçük işletme kurma fikrinin benimsenmesi, mevcutların gelişimi ve finansman desteğinin sağlanması konularında çalışmakta olup, aynı zamanda KOBİ'lerin bankalardan kredi almasına yardımcı olmakta, kredinin % 80' ine kadar kefalet vermektedir (Can, 2012: 49)

VEC, küçük ve ileri teknoloji yatırımları yapan ve kullanan firmalara yatırımlarını tamamlamaları amacıyla, bankalarca verilen kredinin %80'i için kefalet vermesinin yanı sıra, Japonya'da girişim sermayesi konusunda toplantılar yaparak ve dergi çıkararak bir bilgi kaynağı olmayı amaçlamaktadır. Japonya'da girişim sermayesi yatırımlarının sektörel olarak dağılımı incelendiğinde; öne çıkan sektörlerin bilgisayar, elektronik ve teknoloji sektörleri olduğu ortaya çıkmaktadır. Daia Securities, Long Term Credit Bank ve Nikon Investment halen Japonya'da girişim sermayesi alanında başarılı bir şekilde varlıklarını sürdürmektedirler (Yılmaz, 2014: 78-79).

2.2.TÜRKİYE'DE GİRİŞİM SERMAYESİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ

“Ülkemizde 1963 yılından bu yana KOBİ'lerle, bilim ve teknolojinin geliştirilmesine yönelik bir takım politikalar ve tedbirler öngörülmüş olmasına karşın” (Çımat ve Laçinel, 2002: 117). 1984 yılında Geliştirme ve Destekleme Fonu'nun kurulmasıyla, ülkemizde girişim sermayesinin ilk adımı atılmış oldu. Bu fonun kurulma nedeni, araştırma ve geliştirme faaliyetlerinde ihtiyaç duyulan finansman desteğinin sağlanması ve teknoloji içeren yeni fikir ve buluşların ekonomiye kazandırılmasıdır (Yılmaz, 2010: 133).

1986 yılında ilk olarak KOBİ'lere destek vermek amacıyla TDA (Teşebbüsü Destekleme Ajansı) kurulmuş olup, girişim sermayesi uygulaması gerçekleştirememiştir. 1991'de bu projenin bir parçası olarak Teknoloji Geliştirme Vakfı kurulmuş, Türk Standartları Enstitüsü için 100 milyon dolar kredi sağlamıştır. 1992 yılı hükümet programında girişim sermayesine “Teşvik Politikası”, “Para, Banka ve Sermaye Piyasası” ile “Sektörel Gelişmeler” bölümlerinde yer verilmiştir. Programda özellikle KOBİ'ler için öz kaynak finansmanı şeklindeki girişim sermayesi bir alternatif olarak yer almıştır (Çımat ve Laçinel, 2002: 117).

1988-1989 döneminin siyasi ve ekonomik koşulları nedeniyle TDA'nın faaliyetleri durmuş ve girişim sermaye 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 (Evren Yatmaz, 2012: 98).

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. Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planında (2001-2005) “KOBİ’lerin geliştirilmesi” ve “Bilim ve Teknoloji Yeteneğinin Geliştirilmesi” başlıkları altında sistemin gelişmesini sağlayacak düzenlemelerin yapılması öngörülmüştür. Dokuzuncu Kalkınma Planında (2007-2013) ise KOBİ’lerin finansmana erişiminin kolaylaştırılması ve bölgelerde yatırım ortamının geliştirilmesi amaçlanmıştır (Evren Yatmaz, 2012: 98-99).

Girişim sermayesi sektörünün Türkiye’de varlığının kabul gördüğü ve uluslararası fonların giderek kalıcı yatırımlar için ülkeye giriş yaptığı bir dönem olarak kabul edilen 2005 yılı sonrasında, yatırım tutarları önemli rakamlara ulaşmış, yatırımlar da çoğunluk paylarına yönelmeye başlamıştır. Global finans krizinin etkisinin görüldüğü 2009 ve 2010 yıllarına gelene kadar, sektörde toplam yatırım tutarının 6,0 milyar ABD doları civarında gerçekleştiği tahmin edilmektedir (Kildokum, 2012: 5).

Aşağıdaki Tablo -5’te, Türkiye’de GSYO’ların yıllara göre ortaklık sayıları ve piyasa değerleri yer almaktadır.

Tablo 5: Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllara Göre Ortaklık Sayıları ve Piyasa Değerleri

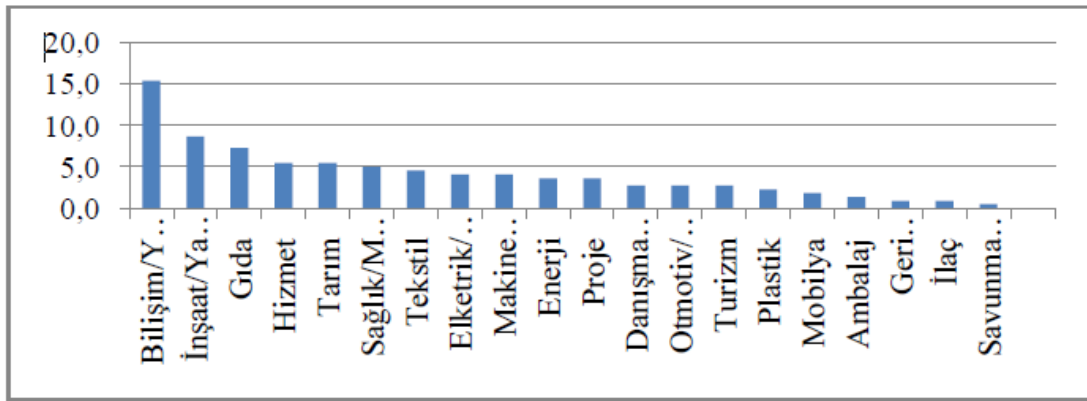
Yıl	Ortaklık Sayısı	Piyasa Değeri (TL)
2000	1	2.835.000
2001	1	7.200.000
2002	1	4.230.000
2003	1	4.342.500
2004	2	85.230.000
2005	2	93.177.000
2006	2	95.922.000
2007	2	53.406.000
2008	2	40.824.000
2009	2	81.855.000
2010	2	187.056.000
2011	4	679.100.205
2012	5	871.814.003
2013	6	1.024.523.317
2014	6	1.471.180.981
2015	8	1.331.047.493
2016	8	1.086.433.720
2017	8	2.594.951.315
2018 3 Aylık	7	2.215.165.220

Kaynak: SPK Aylık Verileri 2018.

Yukarıdaki Tablo -5’te görüldüğü üzere, Türkiye’de girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının sayısı 2000-2010 yılları arasında fazla bir artış göstermese de 2010 yılından sonra yükselerek artmıştır. 2018 yılında ortaklıklardan birisi kapanmıştır. Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının piyasa değeri, genel olarak sürekli artış göstermiş olup, 2001 ve 2008 finansal krizinden dolayı biraz düşüş göstermiştir.

Aşağıdaki Grafik -2’de Türkiye’de girişim sermayesi fonlarının 2012 yılındaki sektörel dağılımı yer almaktadır.

Grafik -2: Türkiye’de Girişim sermayesi Fonlarının Sektörel Dağılımı (2012 Yılı)



Kaynak: Aytaç, 2015: 71

Grafik 2’de görüldüğü üzere, Türkiye’de girişim sermayesinin sektörel dağılımında bilişim sektörü en büyük payı alırken, inşaat/yapı, gıda, hizmet ve tarım sektörleri dağılımda en çok payı alan diğer sektörlerdir.

Aşağıdaki Tablo -6’da, Türkiye’nin girişim sermayesi yatırımları açısından, dünyadaki sıralaması yer almaktadır.

Tablo -6: Türkiye’nin Girişim Sermayesi Yatırımları Açısından Dünya’daki Sıralaması

Türkiye’nin Dünya’daki sıralaması					
2005/2006	2007	2008	2009/2010	2011	2012
45	43	44	44	53	61

Kaynak: Tuna ve İsabetli, 2014: 42

“Ayrıca, Küresel Rekabetçilik Endeksine göre Türkiye, 2012 yılında girişim sermayesi alanında 97’nci sıradan 73’üncü sıraya yükselmiştir. Navarra üniversitesince hazırlanan Girişim Sermayesi ve Bireysel Sermaye Etkinlik Endeksi’nde ülkemiz 2013 yılı içerisinde, 118 ülke arasında 34. sırada yer almaktadır” (Yaşa, 2016:127). “Deloitte 2016 yılı birleşme ve satın almalar raporuna göre 2016 yılında Türkiye’de 5.07 milyar \$ toplam yatırım yapılmıştır. Yatırım yapılan sektörler arasında enerji sektörü ilk sırada yer alırken, bunu eğlence ve finansal hizmetler sektörleri izlemiştir” (Tr.linkedin, agis, 2018).

2.3. TÜRKİYE’DE GİRİŞİM SERMAYESİNİN GELİŞİMİNDE ETKİLİ OLAN KURULUŞLAR

Türkiye’de girişim sermayesinin gelişiminde etkili olan kuruluşlar aşağıda açıklanmıştır.

2.3.1. Geliştirme ve Destekleme Fonu

Türkiye’de girişim sermayesinin ilk adımını oluşturan çalışma, 1984 yılında kurulan Geliştirme ve Destekleme Fonu’dur. İşlemleri Toplu Konut ve Kamu İdaresi tarafından yürütülen bu fonun amacı, araştırma ve geliştirme çalışmaları için ihtiyaç duyulan finansmanın sağlanması ve bilim ve teknoloji alanındaki yeni fikir ve buluşların ekonomiye aktarılmasını sağlayıcı projelerin desteklenmesidir (Aypek, 1998: 113).

2.3.2. Teşebbüs Destekleme Ajansı (TDA)

“Ülkemizde 1986 yılında girişim sermayesi ile ilgili çalışmalara, İşsizlik ile Mücadele ve İstihdamı Geliştirme Yüksek Koordinasyon Kurulu’nun kurulması ile başlanmıştır. Bu kurul aracılığı ile yapılan ilk çalışma, Teşebbüs Destekleme Ajansı’nın (TDA) kurulması olmuştur” (Yılmaz, 2014: 80).

TDA ile girişim sermayesi sisteminin kurulması kurulun faaliyetleri arasında idi. Küçük girişimciye teknik, idari, yönetsel vb. konularda destek vermeyi amaçlayan TDA, %100 hissesi İş Vakfı’na ait bir şirket olarak kurulmuştur. TDA’nın sağlamayı planladığı destekler; parasal destek, pazar araştırması desteği, pazar güvencesi desteği, eğitim desteği, işyeri temin desteği, uzman personel desteği, teknik destek, doğrudan destek, anlaşmalı destek ve tavsiye yolu ile destektir (Zaimoğlu, 2001: 191).

TDA, kendi işini kuranlara destek vermek amacıyla şu çalışmaları yapmıştır (Ceylan ve Korkmaz, 2010: 206).

- Dar kapsamlı küçük eğitim işletmeleri kurulması ve işletmelerin çeşitli yönetim kademelerindeki kişilere haberleşme, etkin konuşma, yazma, dinleme, hızlı okuma, konuşma ve etkin düşünme gibi konularda eğitim verilmesi,
- Küçük yazılım firmalarının kurulması,

- Teşebbüs destekleme firmalarının kurulması,
- Proje Ofisi firmalarının kurulması,
- Enerji tasarrufu sağlayan cihaz üreticilerinin teşviki,
- İstihdam rehberliği firmaları kurulmasıdır.

1989 yılında TDA'nın çalışmaları, siyasal gelişmeler üzerine durdurulmuş ve girişim sermayesi şirketleri kurma faaliyetlerine ara verilmiştir. Sonrasında ise, TDA'nın bir vakıf şirketi olarak faaliyetlerine devam edeceği, çeşitli kuruluşlardan ücretsiz destek alacağı ve doğrudan kredi verebileceği gibi konular TDA'nın amaçlarına eklenildiğinden ve bunların bir girişim sermayesi şirketinin amaç ve yöntemlerinden farklı olmasından dolayı TDA girişim sermayesi ile ilgili faaliyetlerine son vermiştir (Can, 2012: 71).

2.3.3.Teknoloji Geliştirme Projesi

Türkiye ile Dünya Bankası'nın ortaklaşa yürüttüğü “Teknoloji Geliştirme Projesi” çerçevesinde ülkemizde kurulması düşünülen girişim sermayesi şirketlerinin amaçları aşağıdaki şekildedir (Alması, 2014: 56):

- Fona sermaye sağlayacak sermayedarlara yüksek bir getiri sağlamak,
- Yüksek teknoloji kullanan ve yüksek bir gelişme potansiyeline sahip mevcut veya yeni kurulacak firmalara sermaye veya sermaye benzeri yatırımlarda bulunmak,
- Mevcut firmaların teknoloji yoğun projelerine uzun vadeli (5-7 yıl) krediler vermek,
- Ülkemizin teknoloji ve ihracat alanındaki rekabet seviyesini arttırmak, mühendisler ile bilim adamları için yeni imkânlar sunmak ve yabancı ülkelere olan beyin göçlerini önlemek ve yurt dışından sağlanan yabancı sermaye girişini teşvik etmek.

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

“T.C. Sanayi Bakanlığı ile Birleşmiş Milletler Kalkınma Teşkilatı tarafından, Küçük Sanayi Geliştirme Teşkilatı (KÜSGET) kurulmuştur. 1970 yılında pilot bölge seçilen Gaziantep'te çalışmalarına başlayan KÜSGET'in Genel Müdürlüğü 1983

yılında Ankara’da örgütlenmeye başlamıştır” (Kürşat vd. 2011; 107). Ankara’da OSTİM Sanayi Sitesi içinde kurulan Danışmanlık ve Kalite Geliştirme Merkezi ile Doğu Sanayi Sitesi’nde, 1986 yılında kurulan İstanbul Bölge Müdürlüğü ile KÜSGET’in faaliyetleri Türkiye genelinde yayılmaya başlamıştır (Ceylan ve Korkmaz, 2010: 204).

KÜSGET, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı ile ilgili küçük ve orta ölçekli işletmelerin desteklenmesine ilişkin olarak 20.04.1990 tarih ve 20498 sayılı resmi gazetede yayınlanan, “Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı Kurulması Hakkında Kanun” gereği, (KOSGEB) olarak tüzel kişiliğe kavuşmuştur. KOSGEB’in hedefleri arasında; üretimden pazarlamaya kadar hemen her türlü konuda sanayi hizmetlerini çok yönlü olarak vermek de yer almaktadır (Zaimoğlu, 2001: 192-193).

KOSGEB Kuruluş Kanunu’nun 4. Maddesinde “Kuruluş Görevleri” aşağıdaki gibi belirtilmiştir (Yılmaz, 2014: 83):

- Üniversite ve araştırma merkezlerinin imkânlarından faydalanılarak yeni ve teknolojik bilgiye dayalı bilgilerin derlendiği, teknoloji merkezleri ve teknoparklar kurmak ve kurdurmak,
- Sanayi ve üniversite işbirliğinin sağlanarak, üniversitelerin kamu ve özel araştırma kurumlarındaki verilerden yararlanmasını sağlamak,
- Teknoloji düzeyini yükseltmek amacıyla, mevcut teknolojik bilgilere erişmek ve yeni teknolojik bilgiler üretmek,
- Faaliyetlerin gerçekleştirilmesi amacıyla danışmanlık merkezleri, teknoloji merkezleri, teknoparklar ve benzeri birimlerin kurulması,
- Projelerin uygulamaya konması amacıyla, teknik yardım destek programı ve ihtisas merkezlerini kurmak ve kurdurmak,
- İşletmelerin yönetim, planlama, yatırım ve üretim yönünden gelişmelerini sağlamak,
- İşletmelerde ortaya çıkan eğitim ihtiyaçlarını karşılamak için uygulamalı teknik eğitim merkezleri kurmak,
- Ülkemizde varlığını devam ettiren işletmelerin daha da modern bir hale getirilmesi için gerekli yardımlarda bulunmak,

KOSGEB tarafından Teknoloji Geliştirme Merkezlerinde (TEKMER) desteklenen girişim sermayesi kapsamında değerlendirilebilecek projeler şunlardır (Civil, 2008: 88):

- ODTÜ-TEKMER’de kurulan Teknoplazma şirketi,
- İTÜ-KOSGEB Merkezinde yer alan, Türkiye’nin ilk robotunu yapıp ihraç eden Altınay firması,
- ODTÜ-TEKMER’de kurulmuş olan, kalp sisteminin vücudun dışından izlenmesi için cihaz geliştirip ABD’ye ihraç eden Inter A.Ş.
- ODTÜ-TEKMER’de kurulan ve elektronik kartlarda arıza bulma sistemi geliştirmiş olan GATE Elektronikler.

2.3.5. Türkiye Halk Bankası

“1938 yılında kurulan Türkiye Halk Bankasının temel amacı, esnaf, sanatkâr, küçük ve orta boy işletmeleri (KOBİ) desteklemektir. Uzun süredir devam ettirdiği bu girişiminden dolayı, Türkiye Halk Bankası KOBİ’ler alanında uzmanlaşmıştır” (Aypek, 1998: 116).

Türkiye’de KOBİ’ler alanında uzmanlaşmış tek banka olarak Halkbank’ın girişim sermayesi konusunda belli görevler ve işlev üstlenmesi doğal görülmektedir. Ancak bütün bu avantajlarla, Halkbank’ın kendi bünyesinde bir girişim sermayesi bölümü kurarak (diğer ülkelerde olduğu gibi) girişim sermayesi faaliyetlerinde bulunması yeterli değildir. Çünkü temelinde ileri teknoloji barındıran girişim sermayesi sisteminde, yatırım yapılacak proje ya da firmaların teknik açıdan seçimi ayrı bir uzmanlık gerektirmektedir. Bununla birlikte firmalara profesyonel yönetim desteği de verilmelidir (Zaimoğlu, 2001: 194).

“Halkbank’ın kurulacak girişim sermayesi şirketlerine sermaye yatırarak ortak olması, Halkbank’tan asıl beklenen girişim olacaktır. Halkbank’ın sermaye katkısının yanında, bankacılık, danışmanlık ve eğitim hizmetleri de verebilmesi gerekmektedir” (Zaimoğlu, 2001: 194).

2.3.6. Türkiye Kalkınma Bankası

1975 yılında 13 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası A.Ş. adı altında Sanayi ve Teknoloji Bakanlığının ilgili kuruluşu

olarak kurulmuş daha sonra 1988 yılında Türkiye Kalkınma Bankası (TKB) adını almıştır. TKB ortaklık yapısı itibariyle kamu bankası kategorisinde yer almasına karşın, başta sanayi ve turizm sektörleri olmak üzere, özel sektörün yatırım ve girişim potansiyelini finansal olarak desteklemeyi amaçlamaktadır (Evren Yatmaz, 2012:113).

TKB aynı zamanda, girişim sermayesi sektörünün bilgi bankası olma, potansiyel yatırımcı ve girişimcileri bilgilendirme, gerektiğinde girişim sermayesi şirketlerinin teknik ve idari konularda uzman ihtiyacını karşılama, yapacağı yayınlar ile girişim sermayesi şirketleri arasında iletişim sağlama fonksiyonuna sahiptir (Aypek, 1998: 117).

TKB'nin görevleri aşağıda belirtildiği gibidir (Yılmaz, 2010: 136):

- Sektör araştırmaları yoluyla karlı alanları tespit ederek bu alanlara yatırım yapılmasını teşvik etmek,
- Yatırımcılara proje hazırlama ve bu projenin uygulanması için teknik ve idari yardımda bulunmak,
- Girişimcilere uzun vadeli kredi vermek,
- Girişimlere hisse senedi yoluyla iştirak etmek,
- Uluslararası kuruluşlardan teknik yardım ve finansman sağlamak.

2.3.7. İslam Bankaları

Ülkemizde kurulan İslam Bankalarının, mudaraba ve muşaraka ortaklıkları çerçevesinde girişim sermayesi fonları oluşturmalarını özendirici düzenlemeler yapılabilir. Ancak İslam Bankalarının girişim sermayesi sektöründe kullanılmasında en önemli engel, girişim sermayesi yatırımlarının seçiminin ve desteklenmesi sürecinin uzmanlık işi olmasıdır. Bu nedenle İslam Bankalarının doğrudan muşaraka-mudaraba yatırımı yapmasından çok bu bankaların kurulacak girişim sermayesi şirketlerinin hisse senetlerini alarak, uzman kuruluşlara finansal destek sağlamasıdır (Zaimoğlu, 2001: 195).

2.3.8. Vakıfbank

Vakıfbank, banka kredisinin yanında KOBİ'lere girişim sermayesi, factoring ve leasing gibi finansman imkanları da sunmaktadır. Vakıfbank, bir yan kuruluş

olarak 1996 yılında Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığını kurmuştur. Hukuksal çerçevesi 1993 yılında oluşturulan girişim sermayesi modelinin ilk kurumsal örneği Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığıdır (Yılmaz, 2010: 136).

Ülkede girişim sermayesinin gelişiminde ayrıca Türkiye Esnaf ve Sanatkarlar Konfederasyonu, KOBİ Hizmet Merkezi, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, Türkiye Esnaf ve Sanatkarlar ve Küçük Sanayi Araştırma Enstitüsü ve bazı bankalar da girişimcilere destek vermektedir. Girişim sermayesi sisteminin gelişebilmesi için üniversiteler ve sanayi kuruluşları arasında işbirliği sağlanarak teknoparklar kurulmuştur. ODTÜ Teknoparkı ve İzmir Teknoparkı, teknoparkların ülkedeki mevcut örnekleridir. Teknoparklar, teknolojik yeniliklerin oluşturulmasında işletmelere bilimsel destek sağlanmasına imkân sağlayan kuruluşlardır (İştar, 2013: 88).

2.4. TÜRKİYE'DE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARINA SAĞLANAN AVANTAJLAR

Etkin bir girişim sermayesi sektörünün varlığı için birtakım koşulların oluşması gerekmektedir. Öncelikle, halka arz için güçlü ve yeterli bir piyasa bulunmalıdır. Bu özellikte bir piyasanın bulunmaması halinde ise girişim sermayesi yatırımını temsil eden hisse senetlerinin diğer ortaklara ve başka yatırımcılara devir imkânlarının bulunması gerekmektedir. Hissedarların malvarlığını maksimize etmek için girişimcilerin destekleneceği bir kültür gereklidir. Ayrıca, büyük bir iç piyasa da zorunludur (Kaya, 2001: 18).

Etkin bir girişim sermayesi sektörünün geliştirilmesi için gerekli olan bu koşulların sağlanmasında devletin birebir sorumlu olduğu veya katkıda bulunabileceği noktaların varlığı aşîkârdır. Hükümetler mali ve düzenleyici çerçevede yapacakları değişikliklerle girişim sermayesi kaynaklarının artırılmasında etkili olabilmektedirler. Hatta bazı Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD) ülkelerinde hükümetler girişimci küçük firmaların fonlanmasında girişim sermayesini harekete geçirebilmek için daha belirgin programlar da yürütmektedirler. Bu programlar özellikle teknolojiye dayalı küçük işletmelerin yeterli sermaye temin ederek yeni teknolojilerin geliştirilmesi ve istihdam oluşturulması yoluyla topluma katkıda bulunmalarını engelleyen fonlama boşluklarını doldurmayı amaçlamaktadır. Hemen hiçbir ülkede

girişim sermayesi sektörünün devlet desteği olmaksızın gelişme göstermesi mümkün olmamıştır (Erim ve Çetin, 2017: 14)

Girişim sermayesinin başarısında teşvikler önemli bir yer tutmaktadır. Bu nedenle ülkeler girişim sermayesini çeşitli şekillerde teşvik etmektedirler. En çok karşılaşılan teşvik türleri, devletin yapıcı bir fonksiyon üstlenmesi, girişim sermayesi yatırımlarına yönelik vergi politikaları geliştirmek ve emeklilik fonları, hisse senedi ve tahvil piyasaları, iş piyasaları, patent vb. piyasaları ilgilendiren yasal düzenlemeler yapmasıdır (Çelikkaya, 2007: 246). Aşağıda, Türkiye’de GSYO’lara sağlanan vergi uygulamaları ve teşvikler kısaca anlatılmaktadır.

2.4.1. Türkiye’de GSYO’lara Sağlanan Vergi Uygulamaları

Maliye Bakanlığı son dönemde girişim sermayesi fonlarına kaynak sağlamak ve bu fonların finansal sistem içindeki önemine istinaden vergilerden istisna olacak bir fon yapısını sağlayacak düzenlemeleri gerçekleştirmiştir. Bunun dışında uluslararası uygulamaların da ötesinde bu yapılara yatırımı teşvik amaçlı girişim sermayesi fonu indirimi uygulamasını da getirerek bu araçlara yatırımın cazibesi arttırılmıştır. Aşağıda yapılan bu düzenlemelere kısaca değinilmiştir (Ertürk ve Üçok, 2014: 45).

2.4.1.1. GSYO’lara Sağlanan Kurumlar Vergisi Muafiyeti

5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu’nun (KVK) 5’inci maddesinin (1) numaralı fıkrasının d/3 bendi gereğince, Türkiye’de kurulu GSYO’ların kazançları kurumlar vergisinden istisna edilmiştir. Ayrıca, kurum kazançları üzerinden kurum bünyesinde, KVK’nın 15’inci maddesinin (3) fıkrası uyarınca dağıtılsın veya dağıtılmasın yapılması gereken kurum stopajları, 2009/14594 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı uyarınca “0” olarak belirlenmiştir (Ertadenetim, agis, 2018).

2.4.1.2. Kurumsal Yatırımcıların GSYO Hisse Senetlerine Katılma Paylarından Elde Ettikleri Kar Paylarının Kurumlar Vergisi

Kurumların, tam mükellefiyete tabi GSYO’ların hisse senetlerinden ve katılma paylarından elde edilen kâr payları ile 6322 sayılı Kanun’un 34’üncü maddesiyle KVK’nın 5’inci maddesinde yapılan değişikliğin yürürlüğe girdiği 01.01.2013 tarihinden itibaren uygulanmak üzere kurumlar vergisinden istisna edilmiştir.

2.4.1.3. Yatırımcı Tam Mükellef Gerçek Kişilerin GSYO Hisse Senetlerine Katılma Paylarından Elde Ettikleri Kar Paylarının Gelir Vergisi

GSYO'ların kar dağıtımları durumunda, dağıtılacak kar payları için stopaj %0 olarak uygulanmaktadır. Gerçek kişilerin elde ettikleri kar payının yarısı GVK'nın 22'nci maddesi uyarınca vergiden istisna edilmiş olup; kalan tutarın GVK'nın 86/1-c'deki beyan sınırını aşması halinde, kalan yarısı yıllık beyanname ile beyan edilmektedir. GVK'nın geçici 67'nci maddesi uyarınca gerçek kişiler, girişim sermayesi yatırım ortaklığı hisse senedi alım satımları sonucu elde ettikleri kazançlar üzerinden % 0 oranında gelir vergisi tevfiğine tabidirler. Diğer taraftan bu kazançlar beyan da edilmez. Yukarıdaki stopaj nihai vergidir.

2.4.1.4. Kurumsal Yatırımcıların GSYO Hisse Senetlerine Katılma Paylarının Satışından Elde Ettikleri Karın Kurumlar Vergisi

GSYO'lara iştirak eden kurumlar, söz konusu iştirak hisselerini/katılma paylarını satmaları neticesinde elde ettikleri kazancı, kurum kazancı olarak beyan etmeleri gerekmektedir. Ancak söz konusu iştirak hisseleri kurum aktifinde en az iki tam yıl kaldıktan sonra satılırsa bu satıştan doğan kazancın %75'i kurumlar vergisinden istisnadır.

2.4.1.5. Yatırımcı Tam Mükellef Gerçek Kişilerin GSYO Hisse Senetlerine Katılma Paylarının Satışından Elde Ettikleri Karın Gelir Vergisi

GSYO'lara iştirak eden gerçek kişilerin sahibi oldukları BİST'de (Borsa İstanbul) de işlem gören GSYO hisse senetlerini bir yıl elde tuttuktan sonra satmaları halinde, elde edecekleri kazanç gelir vergisine tabi değildir. Bu kişilerin, GSYO hisse senetlerini bir yıl içinde satmaları halinde elde edilen kazanç vergilendirilecektir. BİST'te işlem görmeyen menkul kıymetlerin elden çıkarılmasından sağlanan kazançlar (İvazsız olarak iktisap edilenler ile tam mükellef kurumlar ait olan ve iki yıldan fazla süreyle elde tutulan hisse senetleri hariç) değer artış kazancıdır. Kar payları GVK 75'inci maddesinin ikinci fıkrasının birinci bendine göre "Menkul Sermaye İradı", elden çıkarma kazancı ise GVK'nın mükerrer 80'inci maddesine göre "Değer Artış Kazancı" olarak kabul edilmektedir. Değer artış kazancı, GVK'nın mükerrer 80'inci maddesinde belirtildiği üzere aynı Kanunun mükerrer 81'inci maddesinde belirlenen maliyetin endekslenmesi yöntemine göre vergilendirilmesi

gerekmektedir. Bu gelirler, yıllık gelir vergisi beyannamesiyle beyan edilir (Ertürk ve Üçok, 2014: 45).

2.4.2. Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu (TÜBİTAK) Girişim Sermayesi Destekleme Programı

TÜBİTAK tarafından getirilen bu programın amacı; erken aşamadaki gelişme potansiyeli olan buluşların ticarileştirilmesi amacına yönelik olarak; erken aşama teknoloji tabanlı şirketlerin Ar-Ge ve yenilik faaliyetleri sonucu ortaya çıkan ürün ve/veya teknolojilerinin ticarileştirilmesi amacıyla kurulan girişim sermayesi fonlarına katılacak sermaye şirketi statüsündeki Teknoloji Transfer Ofisleri (TTO), Teknoloji Geliştirme Bölgeleri (TGB) ile yeterlik kararı verilmiş Araştırma Altyapılarının (AA) geri ödemesiz (hibe) olarak desteklenmesini hedefleyen 1514 kodlu TÜBİTAK Girişim Sermayesi Destekleme Programı Uygulama Esaslarının belirlenmesidir.

Bu program kapsamında erken aşama teknoloji tabanlı şirketlerin; Ar-Ge ve yenilik faaliyetleri sonucu ortaya çıkan ürün ve/veya teknolojilerin ticarileşme süreçlerinde ihtiyaç duyacakları finansal desteği sağlamak amacıyla Girişim Sermayesi Fonlarına katılacak sermaye şirketi statüsündeki TTO, TGB ile yeterlik kararı verilmiş AA projelerinin; TÜBİTAK tarafından değerlendirilmesi, desteklenmesi, izlenmesi, sonuçlandırılması ve sonuçlarının değerlendirilmesine yönelik teknik, mali, idari kurallara ve süreçlere ilişkin usul ve esasları kapsar (Tubitak.gov, agis, 2018).

Bu kapsamda TÜBİTAK tarafından 1514 Girişim Sermayesi Destekleme Programı (GİSDEP) ve 1512 Teknogirişim Sermayesi Desteği Programı oluşturulmuştur.

2.4.2.1. TÜBİTAK 1514 Girişim Sermayesi Destekleme Programı (GİSDEP)

TÜBİTAK ve Hazine Müsteşarlığı birlikte hareket ederek Türkiye’de yerleşik sermaye ihtiyacı olan erken aşama teknoloji tabanlı girişim şirketlerine yatırım yapacak. Türkiye Yüksek Teknoloji Erken Aşama Yatırım Fonu Tech-InvesTR böylece "girişimcilik ekosistemini güçlendirecek" yeni bir destek programı olarak karşımıza çıkmaktadır (Girisimhaber, agis, 2018).

Tech - InvesTR Girişim Sermayesi Destekleme Programı ülke ekonomisine katma değer sağlayabilecek nitelikte KOBİ ölçeğindeki erken aşama teknoloji tabanlı

şirketlerin Ar-Ge ve yenilik faaliyetleri sonucu ortaya çıkan ürün ve teknolojilerini ticarileştirme süreçlerinde ihtiyaç duyacakları sermayenin girişim sermayesi fonları aracılığıyla karşılanması amacıyla hazırlanmıştır.

Hazine Müsteşarlığı ile TÜBİTAK'ın ortak yürüteceği Tech-InvesTR Girişim Sermayesi Destekleme Programı ile;

- Erken aşama teknoloji tabanlı girişim şirketlerinin desteklenerek, Ülkemizdeki bu şirketlerin sermaye ihtiyaçlarının giderilmesine katkı sağlanması,
- Erken aşama teknoloji tabanlı girişimlerde Ar-Ge ve yenilik sonuçlarının ticarileştirilmesi yoluyla yüksek katma değerli üretim ortamının oluşturulması,
- Girişim şirketlerine sermaye sağlayacak yeni fonların kurulmasının teşvik edilerek girişim sermayesi ekosisteminin oluşturulmasına katkı sağlanması,
- Oluşturulan ekosistemin sürekliliğini sağlamak amacıyla, girişim şirketlerinin yaşam döngüsünün her evresine özgü finansal desteklerin zenginleştirilmesi,
- Girişim sermayesi ekosisteminde yer alan yatırımcı sayısının artırılması,
- Erken aşama teknoloji tabanlı girişimlerin desteklenmesine yönelik sürdürülebilir bir girişim sermayesi ekosisteminin oluşturulması,
- TTO, TGB ve yeterlik almış AA girişim sermayesi konusunda tecrübe ve kaynak birikiminin sağlanması, hedeflenmektedir.

Tech-InvesTR programı kapsamında kurulacak girişim sermayesi fonlarına Hazine Müsteşarlığı, TTO, TGB ve yeterlik almış AA ile diğer özel yatırımcılar sınırlı sorumlu ortak olarak katılacaktır. Fonun yönetimi bağımsız fon yöneticileri tarafından gerçekleştirilecektir.

Fonlara yatırımcı olarak katılan TTO, TGB ve AA'ların erken aşama teknoloji tabanlı girişimler için ödeyeceği katkı paylarının %50'si TÜBİTAK tarafından hibe şeklinde desteklenecektir. Ayrıca Kuruluşlara katkı paylarının %10'u kadar genel gider desteği de sağlanacaktır. Yine bu kapsamda talep edilmesi durumunda

desteklenen TTO, TGB ve AA'ların nakit ihtiyacının karşılanması amacıyla fona taahhüt ettiği toplam tutarın %20'sine kadar teminat karşılığı ön ödeme yapılacaktır.

TÜBİTAK tarafından TTO, TGB ve AA'lara verilecek hibe, kaynak ve tecrübe birikiminin sağlanmasına yönelik olmak üzere 2 ana koşula bağlı olacaktır. Kaynak birikimi şartı ile fonun sona ermesi ve yatırımlardan çıkış durumlarında, anapara ve kar payı tutarlarından TÜBİTAK hibesine denk gelen tutarlar bu Kuruluşların bünyelerinde birikerek ileriki dönemlerde yine sadece teknoloji tabanlı girişimlerin fonlaması amacıyla kullanılacaktır. Tecrübe birikimi şartı kapsamında ise fondan Kuruluşlara tecrübe aktarımının sağlanması hedeflenmektedir. Bu amaçla söz konusu katılımcı Kuruluşlardan en az bir personelin fon faaliyetlerinde yer alması ve bu kişilerin fon yönetimi, şirket değerlemesi, hukuki muameleler, ticarileşme vb. konularda tecrübe edinmesi ve edindiği bu tecrübeleri ekosisteme aktarması hedeflenmektedir (Tubitak.gov, agis, 2018).

2.4.2.2. TÜBİTAK 1512 Teknogirişim Sermayesi Desteği Programı - 2018-2 Bireysel Genç Girişimciler (BİGG)

BİGG adlı programla girişimcilerin, teknoloji ve yenilik odaklı iş fikirlerini, katma değer ve nitelikli istihdam oluşturma potansiyeli yüksek teşebbüslere dönüştürebilmeleri için fikir aşamasından pazara kadar olan faaliyetlerinin desteklenmesi öngörülmektedir. Bu kapsamda aşağıda belirtilen alanlarda yenilik odaklı, ticari değeri doğrulanmış, ürün ve hizmetlere dönüştürülecek iş fikri başvuruları kabul edilecektir. Bunlar;

- Akıllı ulaşım: Yol güvenliği, otonom / elektrikli araçlar, insansız hava araçları, tümleşik ulaşım servisleri, temiz ulaşım, otomotiv vb.
- Enerji ve temiz teknolojiler: Enerji, yenilenebilir enerji, enerji verimliliği, atıktan enerji, akıllı binalar, akıllı şehirler, ileri malzeme ve kimya, enerji depolama, çevre vb.
- Akıllı üretim sistemleri: Makina imalat, robotik, otomasyon, katmanlı / hızlı üretim, endüstriyel bilişim, malzeme / kimya teknolojileri vb.
- İletişim ve sayısal dönüşüm: IOT, ölçme-test-analiz, elektronik sistemler, karar destek yazılımları, iletişim, eğitim, büyük veri, sanal / artırılmış

gerçeklik, yapay zeka, bilgi güvenliği, bulut bilişim, web uygulamaları, mobil uygulamalar, giyilebilir teknolojiler, ses / görüntü / metin işleme vb.

- Sağlık ve iyi yaşam: İlaç, tanı ve analiz kitleri, biyomalzeme, e-sağlık, tıbbi cihazlar vb.
- Sürdürülebilir tarım ve beslenme: Su verimliliği, tohum, akıllı ve temiz tarım, fonksiyonel gıda, gıda güvenliği, gıda güvenilirliği, su ürünleri, bitki sağlığı, hayvan sağlığı ve refahı vb. (Girisimhaber, agis, 2018).

2.4.3. GSYO'ların AR-GE Harcamalarına Vergi İndirimi

GVK'nın 89/9 ve KVK'nın 10/a bendi uyarınca işletme bünyesi içerisinde gerçekleştirilecek olan yeni teknoloji ve bilgi arayışına yönelik çalışmalar AR-GE teşviklerinden yararlanabilmektedir. 5228 sayılı kanuna göre tam ve dar mükellefler gelir ve kurumlar vergisi mükellefleri herhangi bir miktar sınırlaması olmaksızın AR-GE harcamalarının %40'ını vergiye tabi kazançlarından indirme imkânına kavuşmuşlardır. Buna göre GSYO'lar yeni bilgi ve teknoloji geliştirmeye yönelik olarak yapacakları harcamaların %40'ını verecekleri kurumlar vergisi beyannamesinin “zarar olsa dahi indirilebilecek istisna ve indirimler” bölümünün ilgili satırına yazarak beyanname üzerindeki kazançlarından indirebileceklerdir (Çelikkaya, 2007: 248-249).

2.5. TÜRKİYE'DE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARI

SPK'ya kayıtlı olan ve tamamı bu tez çalışmasında kullanılan girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ile ilgili genel bilgi aşağıda verilmektedir (SPK, agis, 2018).

2.5.1. Egeli İle Co. Tarım Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (EGCYO)

Egeli ile Co. Tarım Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı, Borsa İstanbul'da işlem görmekte olan, Türkiye'nin ilk ve tek tarım temalı girişim sermayesi şirkettir. 1994 yılında kurulan şirket, 2004 yılının sonunda Egeli ile Co. Finansal Hizmetler Grubu bünyesine dâhil edilmiştir. Egeli ile Co. Tarım GSYO, sektördeki kurumsallaşma eksikliğini görerek yola çıkmıştır. Yatırımcılara, parlayan Türkiye'nin

tarım sektöründeki büyüme potansiyelini değerlendirme fırsatı sunmak üzere faaliyetlerine devam etmektedir.

Egeli ile Co. Tarım GSYO, tarımda sürdürülebilir getiri potansiyeli olan alanlara yatırım yaparak hem ülke ekonomisine katkı sağlamayı hem de bütün paydaşları için katma değer oluşturmayı kendine amaç edinmektedir. Egeli ile Co. Tarım GSYO, çalışmalarını şeffaf, sürekli büyüme odaklı ve güvenli bir şekilde tabana yaymayı hedeflemektedir (Egcyo, agis, 2018).

Egeli ile Co. Tarım GSYO'nun yapmış olduğu yatırımları; Batı Tarımsal Yatırımlar A.Ş., Egeli ile Co. Tarım Arazileri A.Ş., Doğa Tarım Hayvancılık Gıda Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Tolina Tarım Hayvancılık ve Gıda Ürünleri Ticaret ve Sanayi A.Ş. şeklindedir (Egcyo, agis, 2018).

2.5.2. Gedik Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (GDKGS)

Gedik GSYO, gedik yatırım lider sermayedarlığında, payları Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem gören bir Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı'dır (Gedikgirisim, agis, 2018).

Gedik GSYO'nun amacı, Türkiye'de kurulmuş veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı olan girişim şirketlerine uzun vadeli yatırım yapmaktır (Gedikgirisim, agis, 2018).

Sektör olarak herhangi bir ön kısıtlaması olmamasına rağmen, yatırım yapılacak şirketin rekabet avantajı ve büyüyen pazarı öncelikli kriterlerinin başındadır. Patron ve yöneticileri işlerine hâkim, bilgili, prestijli, dürüst ve saygın şirketlere ortak olmaktır. Şirketlerin kurumsallaşmış veya kurumsallaşmaya isteğinin olması, ortaklık için hedeflenen şirketlerin büyüklüğünün, ciro olarak en az 10 milyon TL olması istenmekte ve 1-3 milyon TL büyüklüğünde yatırımlar ile şirketlere, azınlık hissedar olarak ortak olmaktadır. Şirketlerin ideal olarak karlı olması ve de ciro ve karlılıklarını büyütebilecek potansiyele sahip olmaları istenmektedir. Şirketlerin ürün ve pazarının belli olması ve satışlarına başlamış olması istenmekte ve yeni ürün veya fikirlere yatırım yapılmamaktadır (Gedikgirisim, agis, 2018).

Gedik GSYO'nun yapmış olduğu girişim sermayesi yatırımları; STRS Teknoloji Yatırım A.Ş., Yedi70 Sağlık

Danışmanlık ve Ticaret A.Ş., Segmentify Yazılım A.Ş., Dinç Oyun ve Uygulama Yazılım Ticaret A.Ş., Gerçeklik Teknoloji Sanayi Yazılım Reklam Prodüksiyon Tic. A.Ş., Moderasyon Bilişim Sanayi ve Ticaret A.Ş., BB Mekatronik Bilişim Sanayi ve Ticaret A.Ş., Genz Biyo Teknoloji A.Ş. ve Tim Akıllı Kıyafetleri ve Bilişim Teknolojisi A.Ş. şeklindedir (Gedikgirisim, agis, 2018).

2.5.3. Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (GOZDE)

Gözde GSYO, 22 Ocak 2010 tarihinde Gözde Finansal Hizmetler A.Ş. ticari unvanıyla kurulmuş olup, 2011 yılı Temmuz ayında Gözde GSYO A.Ş. adını almıştır. Gözde GSYO, gelişme potansiyeli taşıyan, kaynak ve yapılandırma ihtiyacı olan girişim şirketleri ve projelerine, yatırım yapmak amacıyla kurulmuş halka açık ve Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem gören girişim sermayesi şirkettir.

Gözde GSYO, finansal ve operasyonel yapılandırma ihtiyacı olan, nispeten hızlı geri dönüş ve yüksek finansal getiri vadeden, gıda dışı şirketlere yatırım yapmayı hedeflemektedir. Yıldız Holding'in uzun yıllar boyunca geliştirdiği stratejik üstünlükleri, bilgi birikimini ve uzman kaynaklarını verimli biçimde kullanmayı prensip edinmiştir. Mevcut yatırım portföyü de bu stratejiyi yansıtmaktadır (Gozdegirisim, agis, 2018).

Gözde GSYO'nun yapmış olduğu girişim sermayesi yatırımları; Flo Mağazacılık ve Pazarlama A.Ş., Kümaş Manyezit Sanayi A.Ş., Makina Takım Endüstrisi A.Ş., Azmüsebat Çelik San. ve Tic. A.Ş., Sebat Çakmak Sınai ve Tük. Mal. San. ve Tic. A.Ş., Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret A.Ş., Türkiye Finans Katılım Bankası A.Ş., Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş., Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş. ve İsmet Ambalaj Yatırımları A.Ş. şeklindedir (Gozdegirisim, agis, 2018).

2.5.4. Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (HDFGS)

Hedef GSYO, yüksek büyüme potansiyeline sahip yeni pazarlar, yeni teknoloji veya ürün, yeni bir üretim şekli veya hizmet biçimi tasarlayan, vizyon

sahibi girişimcilerin yenilikçi projelerine yatırım yapmaktadır. Ürün/hizmet açısından rakiplerine göre avantajlı pozisyonda olmalarına rağmen, kapasite ve finansman sıkıntısı çeken KOBİ'lere finansman ve yönetsel destek sağlamayı, girişim sermayesi modelinin ülkemizde de gelişmesi ve farkındalıklarının artırılması için gerekli çalışmayı yapan bir şirkettir (Hedefgirisim, agis, 2018).

Hedef GSYO'nun girişim sermayesi yatırımları dışında kalan portföyün ortalama % 48'i vadeli mevduatta, % 52'si ise menkul kıymet yatırımlarında değerlendirilmektedir. Girişim sermayesi alanında yapmış olduğu yatırımları; Tümosan Motor ve Traktör Sanayi A.Ş., Seyitler Kimya Sanayi A.Ş., Afyon Jeotermal Yatırımları A.Ş., Seyitler Kimya Sanayi A.Ş., MCT Danışmanlık A.Ş., Ekohesap Bili Teknolojileri A.Ş. ve EGC Tarım Arazileri A.Ş. olarak karşımıza çıkmaktadır (Hedefgirisim, agis, 2018).

2.5.5. İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (ISGSY)

İş GSYO, İş Bankası Grubu içerisinde bir girişim sermayesi fonunun kurulması fikrinin olgunluk kazanmasıyla, Dünya Bankası'nın da desteğini alarak 2000 yılında kuruluşunu tamamlamış ve 2004 yılında Borsa İstanbul'da faaliyet göstermeye başlamıştır.

İş GSYO, büyüme potansiyeli olan alanlarda, büyüme evresindeki orta büyüklükteki şirketlere ortak olmak suretiyle finansman ve katma değer sağlayan “akıllı sermaye'yi” temsil etmektedir. Yüksek büyüme potansiyeline sahip KOBİ'leri, sermaye ihtiyaçlarını karşılayarak gelişimleri süresince desteklemeyi hedef edinmiştir. Kurulduğu günden bu yana girişimcilere büyüme finansmanı sağlamayı ve yol haritalarını yapılandırmada kurumsallık, strateji belirleme, iyi yönetim, etkinlik, verimlilik gibi ana eksenlerde iyileştirmeler sunmaktadır (İsgirisim, agis, 2018).

İş GSYO, şirketlerin uzun vadeli yatırım hedeflerini gerçekleştirmelerine yardımcı olarak, potansiyellerine ulaşmalarını ve böylelikle sermayedarları için değer oluşturmayı sağlamaktadır. Ortak olduğu şirketlerin sadece Türkiye'de değil, uluslararası pazarlarda da rekabet etmelerini hedeflemektedir. Ortaklarına rekabet avantajı sağlamak amacıyla organik olarak veya yeni şirketler satın alarak büyümelerine, operasyonel verimliliklerini artırmalarına, yeni pazarlara

açılabilmelerine ve en uygun sermaye yapılarını oluşturmalarına destek vermektedir (İsgirisim, agis, 2018).

İş GSYO, 17 sektörde piyasaya giriş ve 11 sektörde piyasadan çıkış olmak üzere gerçekleştirdiği 28 işlem ile işlem bazında Türkiye’de piyasa liderliğini sürdürmektedir (İsgirisim, agis, 2018).

İş GSYO’nun yatırım portföyü incelendiğinde, Nevotek Bilişim Ses ve İletişim Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş., Numnum Yiyecek ve İçecek A.Ş., Ortopro Tıbbi Aletler Sanayi ve Ticaret A.Ş., Radore Veri Merkezi Hizmetleri A.Ş., Tatil Budur Seyahat Acenteliği ve Turizm A.Ş., ve Toksöz Spor Malzemeleri Ticaret A.Ş.’ye ortaklıklarının devam ettiği görülmektedir.

Çıkış yapılan yatırımlar ise, Aras Kargo Yurt İçi ve Yurt Dışı Taşımacılık A.Ş., Beyaz Filo Oto Kiralama A.Ş., Dr. F. Frik İlaç Sanayi ve Ticaret A.Ş., İletişim Teknolojileri Danışmanlık Ticaret A.Ş. (ITD), Havaş Havaalanları Yer Hizmetleri A.Ş., Mars Sinema Turizm ve Sportif Tesisleri İşletmeciliği A.Ş., Ode Yalıtım Sanayi ve Ticaret A.Ş., Step Halıcılık ve Mağazacılık Sanayi ve Ticaret A.Ş., Probil Bilgi İşlem Destek ve Danışmanlık Sanayi ve Tic. A.Ş., Türkmed Diyaliz ve Böbrek Sağlığı Kurumları Tic. A.Ş. ve Tüyap Tüm Fuarcılık Yapım A.Ş., olarak karşımıza çıkmaktadır (İsgirisim, agis, 2018).

2.5.6. Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (RHEAG)

Rhea GSYO, 1996 yılında T. Vakıflar Bankası T.A.O. öncülüğünde, sektöründe ilk olarak ülkemizde bu alanda faaliyet göstermek, büyüme potansiyeli olan sektörlerde rekabet avantajına sahip şirketlerin, ülke ekonomisine katkı sağlayacak projelerini gerçekleştirmeleri için yönetim bilgisi ve sermaye katkısı sağlamak amacıyla kurulmuştur. Şirket, sahip olduğu kolektif kaynakları devreye sokarak; girişimcilerin bu bilgi, tecrübe ve deneyimlerinden en uygun şekilde faydalanmasını sağlamak, etkin portföy yönetimi ve örnek kurumsal yapısı ile hissedarlarına diğer yatırım alternatiflerinden daha yüksek kazanç sağlamayı hedeflemek üzere “Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.” unvanı ile kurulmuştur.

05.07 2004 tarihinde Sermaye Piyasası Mevzuatında yapılan değişikliğe uygun olarak, unvanını Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. olarak değiştirmiştir. Türkiye'nin ilk GSYO'su olarak kurulan ve sektörün oluşumunda önemli bir yer alan Vakıf Girişim'in ünvanı 2010 yılının ilk ayında Rhea GSYO olarak değiştirilmiştir (Rheagirisim, agis, 2018).

Rhea GSYO'nun kuruluş amacı, yenilikçi hedefler çerçevesinde büyümeyi hedefleyen yüksek potansiyele sahip şirketlere ortak olarak onlara değer kazandırmak ve yatırımcılarına yüksek getiri sağlamaktır. Bu amacı gerçekleştirmek için beş temel esas üzerinde durmaktadır. Bunlar; gerçek ortaklık, uzun vadeli beraberlik, sonuç odaklı performans, akıllı ortaklık ve uluslararası tecrübedir (Rheagirisim, agis, 2018).

Rhea GSYO'nun öncelikli faaliyet gösterdiği sektörler şunlardır; sağlık sektörü, teknoloji sektörü, altyapı ve hizmet sektörüdür (Rheagirisim, agis, 2018).

Rhea GSYO'nun yapmış olduğu girişim sermayesi yatırımları, Seta Tıbbi Cihazlar İthalat İhracat Pazarlama Ticaret ve Sanayi A.Ş., NetSafe Bilgi Teknolojileri Güvenliği A.Ş., Rhea Dijital Yatırım ve Ticaret A.Ş., RML International Shipping Enterprises Single Membered Limited Liability Company, RML Lojistik ve Denizcilik Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Tasfiye Halindeki Marferi Feribotları Denizcilik Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak karşımıza çıkmaktadır (Rheagirisim, agis, 2018).

2.5.7. Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (VRSGS)

Verusaturk GSYO, SPK'nın Seri: VI No:15 sayılı "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar" Tebliği kapsamında 09.01.2012 tarihinde lider sermayedar olarak Verusa Holding tarafından kurulmuş bir girişim sermayesi şirkettir. Verusaturk GSYO A.Ş.'nin payları Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem görmektedir (Verusaturk, agis, 2018).

Verusaturk GSYO'nun yapmış olduğu girişim sermayesi yatırımları arasında, Acıselsan Acıpayam Selüloz Sanayi ve Ticaret A.Ş., Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.Ş., Smartiks Yazılım A.Ş., Pamukova Elektrik Üretim A.Ş., Enda Enerji Holding A.Ş., Profreight Taşımacılık Hizmetleri A.Ş. ve İklimya Elektrik Üretim A.Ş. yer almaktadır (Verusaturk, agis, 2018).

2.6. TÜRKİYE’DE GİRİŞİM SERMAYESİNİN GELİŞEMEMESİNİN TEMEL NEDENLERİ

Yasal altyapısının oluşturulduğu 1992 yılından bu yana, 15 yıl geçmiş olmasına rağmen Ülkemizde girişim sermayesi sektöründe yeterli bir gelişme gerçekleşmemiştir. Bu durumun temel nedenleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Çonkar, 2007: 90-91):

- i. Ülkemizde uzun yıllar boyunca uzun süreli bir siyasi istikrar sağlanamamış, sağlıklı işleyen bir demokratik hukuk devleti gerçekleşmemiş, bu nedenlerle de ekonomik istikrar için sağlam bir zemin oluşamamıştır.
- ii. Yukarda belirtilen olgunun sonucu olarak ülkemiz ekonomisi uzun yıllar boyunca yüksek enflasyon, yüksek faiz oranları, yüksek kamu açıkları ve yüksek oranlı devalüasyon endişe ve olgusuyla birlikte yaşamak zorunda kalmıştır.
- iii. Hem yerli sermaye sahipleri hem de yabancı sermaye için belirtilen hususlar caydırıcı olmuş, uygun bir yatırım iklimine bir türlü ulaşılamamıştır.
- iv. Menkul kıymetler borsamız da bu koşullarda yeterli genişlik ve derinliğe ulaşma imkânı elde edememiştir.
- v. Bankalar, emekli fonları, sigorta kuruluşları ve katılım bankaları gibi kurumsal tasarrufçular da girişim sermayesi alanına yeterli ölçüde girme cesaretini bulamamıştır.
- vi. Dünyanın birçok ülkesinde girişim sermayesi sektörünün başarısı devlet desteğiyle doğrudan ilgilidir. Devletin girişim sermayesi kuruluşlarına faizsiz araçlarla fon desteği, sektörün gelişmesi açısından çok önemlidir.
- vii. Teknopark ve İnkübatör gibi yenilikçi projelerin geliştirilmesine uygun örgütlenmeler gecikmiş ve yetersizdir. Böylece girişim sermayesi sektörünün nitelikli talep cephesi de yeterince gelişmemektedir.
- viii. Girişim sermayesi kuruluşlarında proje değerlendirme çok önemlidir. Bu tür birikimi olan kurumların sektöre tek başına veya özel sermaye sahipleri ile uygun oluşumlar gerçekleştirerek girmesi yararlı olacaktır.

Yukarıdaki olumsuz durumlara rağmen konuyla ilgili literatür incelendiğinde, girişim sermayesi uygulamalarının ülke ekonomilerine üç temel alanda olumlu

katkıda bulunduğu görülmektedir (Türkiye Cumhuriyeti Ekonomi Bakanlığı, 2012: 12):

- i. Özellikle hızlı büyüme potansiyeli olan küçük firmaların hızlı büyüme için ihtiyaç duyduğu kaliteli finansmana erişimi,
- ii. Firmalarda görev alacak yetkin profesyoneller aracılığı ile dünya pazarlarında rekabet yetkinliği sağlayacak uluslararası standartlarda iyi yönetim uygulamalarının yaygınlaşması,
- iii. Firmalardaki kaliteli istihdamda artış.

2.7.TÜRKİYE'DE GİRİŞİM SERMAYESİNİN GELİŞMESİ İÇİN YAPILMASI GEREKENLER

- i. Siyasi ve ekonomik istikrarın devamlı olması; ülkedeki ekonomik aktörlerin siyasi ve ekonomik istikrarın sürekli hale geldiği hususunda yeterli bir kanaate ulaşmış olmaları gerekir.
- ii. Sektöre kaynak akışının hızlandırılması; girişim sermayesi finansmanı için kaynak akışının hızlandırılması ya dolaylı ya da doğrudan olabilir. Dolaylı kaynak akışı, girişim sermayesi şirketlerine çeşitli biçimlerde fon sağlanması olarak ifade edilebilir. Doğrudan kaynak akışı ise, girişim sermayesi şirketi oluşturma biçiminde karşımıza çıkar (Çonkar, 2007: 94).
- iii. Girişimcilerin ve fon sahiplerinin girişim sermayesi konularında bilgilendirilmesi çerçevesinde, KOSGEB gibi kurumlar aracılığıyla eğitim seminerlerinin verilmesi sektörün gelişmesini sağlayabilir
- iv. Girişimcilerin yeniliklerinin korunması için, gerekli patent ve lisans yasalarının uygulanmaya konması da girişim sermayesinin gelişmesinde önemli rol oynar (Poyraz ve Tepeli, 2016: 54).
- v. Girişim sermayesi yatırımları, genel olarak piyasada talep oluşturacak mal ve hizmetlerin bütününe geliştirilmesi ve iyileştirilmesi amacına yönelik finansmanda kullanılmalıdır. Bu sebeple, girişimcilerin projeleri çok iyi değerlendirilmelidir.

- vi. Girişim sermayesi yatırımlarında, yatırım ve yönetim faaliyetleri profesyonel özel firma ve/veya kuruluşlar tarafından yürütülmelidir. Ayrıca, girişim sermayesi yatırımları devlet tarafından yapılmamalıdır. Modelin, girişimciler ve/veya süreçte aktif rol oynayan kurum ya da kuruluşlar açısından daha iyi anlaşılması ve uygulanma imkânlarının artması için, bu modelin tanıtımının doğru bir biçimde yapılması gerekmektedir (Çolak, 2015: 108-109).



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL ORAN ANALİZİ YÖNTEMİ

3.1. FİNANSAL ORAN ANALİZİ

“Oran analizi, bilançonun aktif ve pasif kalemleri ile gelir tablosu kalemleri arasındaki ilişkileri oranlar olarak ortaya koyan analiz tekniğidir” (Özolgün, 2017: 57). Oran analizi, diğer adıyla rasyo analizinde, finansal tablolardaki kalemler arasındaki anlamlı ilişkiler, birbirinin yüzdesi veya katı olarak belirtilmektedir.

“Oran analizi ile, hesap ve hesap grupları arasında matematiksel ilişkiler kurulmak suretiyle, işletmenin; ekonomik ve mali yapısı ile karlılık ve çalışma durumu hakkında bir yargıya ulaşmaya çalışılmaktadır” (Özyürek ve Erdoğan, 2011: 232).

“Oran, mali tablolarda yer alan iki kalem arasındaki ilişkinin basit aritmetik ifadesi olarak tanımlanmaktadır. Mali tablolarda yer alan çeşitli kalemler arasında sayısız denebilecek kadar çok oran hesaplamak, bütün kalemleri birbiriyle karşılaştırmak mümkündür” (Akgüç, 2008: 372).

Oran ilişkilerinden yararlanılarak bir işletmenin; likidite, kaldıraç, verimlilik, karlılık ve piyasa değerleri analiz edilebilir. Oran yöntemiyle işletmelere ilişkin finansal analizlerin yapılabilmesi için ekonomik şartlar, endüstri şartları, tek düzen muhasebe sistemi ve standart oranlar olmak üzere dört ön şartın olması gerekir (Şamiloğlu ve Akgün, 2010: 247).

Oran analizi yöntemi, statik nitelikli bir analiz yöntemi olup işletmelerin yalnız bir dönemlik finansal tablolarına uygulanmasından dolayı, analizi yapabilmek için tablolar üzerinde enflasyon düzeltmesi yapılmasına gerek duyulmamaktadır. Bu analiz yöntemi tek bir dönemi kapsadığı verileri baz alarak yapıldığı için dikey analizler sınıfında yer alır. Ancak istendiği takdirde birden fazla döneme ilişkin tablolar üzerinde ayrı ayrı hesaplanarak sonuçlar karşılaştırmalı olarak gösterilebilir (Akca ve Somuncuoğlu İkinci, 2014: 113).

Oran analizi yoluyla elde edilecek sonuçların doğruluğu kadar, bulunan bu sonuçların doğru değerlendirilmesi ve yorumlanması da önemlidir. Hesaplanan

oranların değerdendirilmesinde ve yorumlanmasında genellikle aşğıdaki ölçütlerden yararlanılmaktadır (İskenderoğlu vd. 2015: 89):

Hesaplanan oranların;

- İşletmenin geçmiş faaliyet dönemleri sonucu ortaya çıkan oranlar ile karşılaştırılması,
- Aynı sektörde faaliyette bulunan bir başka işletmenin oranları veya sektör ortalamaları ile karşılaştırılması,
- Deneyimler sonucu genel kural olarak kabul edilmiş oranlar ile karşılaştırılması.

“Oranların hesaplanması esas amaç değildir. Önemli olan, hesaplanan oranların değerdendirilmesi ve yorumunun yapılmasıdır” (Akgüç, 2008: 372). Oran analizinden beklenen faydanın elde edilebilmesi için hesaplanan oranların iyi bir şekilde yorumlanması, yorumlanan bazı ölçütlerden yararlanılması gerekir. Yorumlamada dikkate alınması gerekli ölçü ve standartlar şunlardır (Çabuk ve Lazol, 2014: 199);

- Analistin kendi şahsi tecrübe ve gözlemleriyle oluşturduğu yargı yeteneğı,
- Fiyatlar genel düzeyindeki değışiklikler,
- Mevsimlik ve konjonktür hareketlerin etkileri,
- Firmanın geçmiş faaliyet dönemleriyle ilgili olarak hesaplanmış oranlar,
- Rakip ve başarılı firmaların oranları,
- Bütçelenmiş bilgilere dayanılarak hesaplanan oranlar,
- Firmanın faaliyette bulunduğu sektöre ait oran veya standartlar,

Finansal oran analizinin genel olarak amacı, işletmenin finansal durumu hakkında verilerin toplanması ve bu toplanan verilerin faydalı bilgilere çevrilmesi olarak ifade edilmektedir. İşletmelerde finans departmanı, finansal tabloları analiz ederek her ne kadar mali durumu ölçmek ve finansal tablo kullanıcılarına bilgi vermeyi amaçlasa da birincil amacı olarak her zaman, işletmenin de öncelikli amacı olan, işletmenin piyasa değeri arttırabilme yönünde çalışmaktadır. Bu amaç doğrultusunda, işletmelerin finans yöneticileri işletmenin ihtiyaç duyduğu kaynakların, ne oranda dönen veya duran varlıklardan karşılanacağı konusunda ve

karın dağıtımının işletme lehine en uygun nasıl olacağı hakkında kararlar vermek için çalışmaktadırlar (Çelik, 2017: 38-39).

Finansal oran analizinden sadece işletme yöneticileri yararlanmazlar; işletmelerin finansal tablolarını kullanarak, analiz yapan başka çıkar grupları da vardır. Bu gruplar ve amaçları şu şekilde özetlenebilir (Türk, 2013: 12):

- *Ortaklar:* Finansal tablolar analizini, firmanın o dönemdeki performansını bilmek, geleceği planlamak için kullanırlar.
- *Yatırımcılar:* Ellerindeki hisse senetlerini satmaya, elde tutmaya veya yenisini almaya karar vermede yardımcı olması için kullanırlar.
- *Kreditörler:* Firmanın tahvillerini alıp almamaya karar verirken veya şirketin kısa ve uzun vadeli kredi açarken ya da şirketin menkul değerlerine yatırım yapıp – yapmama kararını verirken, firmanın finansal tablolar analizini kullanırlar.
- *Diğer Meslek Sahipleri:* Vergi kurumları, denetçiler, devletin diğer kurumları, şirketle ilgilenen diğer kişi veya kurumlar, işçi sigortaları, SGK, öğrenciler vb. gibi bunlarda finansal tabloları kendi açısından inceler ve analiz ederler.

Finansal oran analizinin taraflar açısından amacı, aşağıdaki Tablo -7’de yer almaktadır.

Tablo-7: Finansal Oran Analizinin Taraflar Açısından Amaçları

Analizle İlgili Taraflar	Analizin Amacı	İlgi Alanı
Kısa Vadeli Borç Verenler	Kredi Güveni	Likidite, İşletme Sermayesi ve Firmanın Kısa Vadeli Borçlarını Ödeme Kapasitesi
Uzun Vadeli Borç Verenler	Kredi Güveni	Firmanın Borcunu Ödeyebilme Yeterliliği
Hissedarlar (Yatırımcı)	Yatırım Verimi	Firmanın Karlılığı, Hisse Başına Kar ve Hisse Başına Kar Payı
Yönetim	Verimlilik, Karlılık Oranı, İç Kontrol, Finansal Sağlık	Toplam Aktiflerin Verimlilik Oranı, Öz Sermayenin Verimlilik Oranı
Devlet	Kurumlar Vergisi, Verimlilik	Katma Değer, Hisse Başına Kar, Muhasebe Düzenine Uyum

Kaynak: Orman, 2017: 45

Finansal oran analizinin faydaları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Bülüç vd. 201765);

- İşletmenin geçmiş dönemlerine ve şimdiki durumuna ilişkin bilgiler vermesi
- Finansal planların hazırlanması
- Finansal politikaların değerlendirilmesi
- İşletmenin kaynaklarının temini ve varlıklara dağılımının incelenmesi
- İşletmenin geleceği hakkında tahminlerde bulunulması
- İşletme ortakları, yöneticileri ile işletme dışındaki kişi ve kurumlara bilgi sağlanması

Toplumun beklentilerini karşılamak üzere faaliyette bulunan işletmelerin yürüttükleri bu faaliyetlere ilişkin olarak; ortaklarının, kredi kuruluşlarının, yöneticilerin ve tüketicilerin bilgi edinmesi söz konusudur. Bu bilgilerin sağlanmasında işletmenin iyi bir muhasebe sistemine sahip olmasının ve finansal analizlerin yapılmasının önemi çok büyüktür (Akca ve Somuncuoğlu İkinci, 2014: 112).

Teknolojik gelişmelerle birlikte işletmelerde finansal yönetimin görev alanı her geçen gün genişlemektedir. Önceleri görevleri yalnızca finansal kayıtları tutmak, raporları ayarlamak, işletmenin nakit durumunu yönetmek ve borçların zamanında ödenmesini sağlamak olan finansal yönetim, günümüzde işletmenin tüm varlığı ile ilgilenmek zorundadır. Finansal oranlar işletme sahipleri, devlet, yatırımcılar, kredi verenler ve diğer finansal tablo kullanıcıları için büyük bir önem taşımaktadır (Şamiloğlu ve Akgün, 2010: 217).

Diğer bir bakış açısı ile finansal oran analizinin önemi aşağıdaki gibi ifade edilebilir (Okka, 2009: 105-106):

- İşletmenin dönemler itibariyle faaliyetlerinin etkinliğinin ve başarı derecesinin ölçülmesi,
- İşletme hedeflerine ne ölçüde ulaşıp ulaşmadığının tespit edilmesi,
- İşletmenin finansal yapısına ait eğilimin saptanması,
- İşletmenin borç ödeme gücünün tespit edilmesi,
- İşletmenin büyüme oranlarının ve trendinin hesaplanması,

- İşletmenin faaliyetlerinin denetim ve değerlendirilmesi,
- İşletmenin birleşme, satın alma, tasfiye gibi stratejik öneme sahip finansal kararların alınması,

Bilanço ve gelir tablosundaki kalemlerin karşılaştırılması sonucunda ortaya çıkan oranlar, çok sayıda olduğundan çeşitli gruplandırmalar yapılmaktadır. Bunlar; (Baskent.edu, agis, 2018)

- Likidite Oranları
- Mali Yapı Oranları
- Faaliyet (Varlık Kullanım) Oranları
- Kârlılık Oranları
- Borsa Performans Oranları

3.1.1. Likidite Oranları

İşletmenin kısa vadeli borç ödeme gücünü ölçme, diğer bir ifadeyle kısa vadeli yabancı kaynaklarını zamanında ödeyip ödemeyeceğinin belirlenmesinde kullanılır. Ayrıca likidite oranları, işletmelerin net işletme sermayelerinin yeterli olup olmadığını tespit etmek için de kullanılır (Çabuk ve Lazol, 2014: 203). Söz konusu bu oranların düşük olması, işletmelerin kısa vadeli borçlarını karşılamakta zorlandığını göstermektedir. Ancak, bu oranların çok yüksek olması da istenmez. Çünkü bu durum da işletmenin elindeki likit varlıkları atıl tutularak kârlılık hedefine ulaşamadığına işaret etmektedir (Demirel, 2006: 36).

Likidite analizinin amacı, yıllık olarak nakit durumlarının nominal değerleri üzerinden, işletmenin faaliyeti boyunca oluşan nakit girişleri ve nakit çıkışlarını belirleyerek, işletmenin nakit yada fon dengesini ortaya koymaktır. Likidite oranları, işletmenin geçmiş dönem verilerine bağlı olarak elde edilmektedir. Bu sebeple gelecekle ilgili verileri kapsamamaktadır (Şamiloğlu ve Akgün, 2010: 249).

İşletmelerde esas ve öncelikli olan husus, kısa vadeli borçların ödenebilme kabiliyetidir. Bu bağlamda kısa vadeli yükümlülükler ile dönen varlıklar arasında çeşitli ilişkilendirmeler yapılarak ödeme kabiliyeti araştırılır. Likidite Oranları olarak sınıflandırılan söz konusu ilişkilendirmeler, gerek işletmelerin kendileri, gerekse ilgili kişi ve kurumlar açısından en önemli borç ödeme göstergeleridir (Tekin, 2017: 41).

Aşağıdaki Tablo -8’de, likidite oranları, hesaplama şekilleri, genel kabul görmüş standart değerleri ve kullanılış amaçları yer almaktadır.

Tablo-8: Likidite Oranlarının Hesaplama Şekli, Genel Kabul Görmüş Standart Değerleri ve Kullanım Amaçları

Likidite Oranları	Hesaplama Şekli	Genel Kabul Görmüş Standart Değeri	Kullanım Amacı
Cari Oran	Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Borçlar	1,5	İşletmenin kısa süreli borçlarını ödeme gücünün ölçülmesi.
Asit-Test Oranı	(Dönen Varlıklar-Stoklar)/Kısa Vadeli Borçlar	1	İşletmenin satışlarının durması durumunda kısa süreli borçlarını ödeme gücünün ölçülmesi.
Nakit Oran	(Hazır Değerler+ Menkul Değerler)/Kısa Vadeli Borçlar	0,2	İşletmenin satışlarının durması ve alacaklarını tahsil edememesi durumunda kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün ölçülmesi.

Kaynak: Karadeniz ve Kahiloğulları, 2013: 87

3.1.1.1. Cari Oran

Dönen varlıkların kısa vadeli borçlara bölünmesi ile elde edilen bir orandır. Herhangi bir zaman diliminde firmanın paraya kolay dönüşebilecek varlıklarının kısa vadeli borçlarını ödemeye yetip yetmeyeceğini ölçer. Cari oranın hesaplanmasının bir diğer amacı da net çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığını belirleyebilmektir. Doğal olarak bu oranın en az 1 olması beklenir (Giv.org, agis, 2018).

$$\text{Cari Oran} = \text{Dönen Varlıklar} / \text{Kısa Vadeli Borçlar}$$

“Gelişmiş ülkeler açısından cari oranın 2 olması yeterli görülürken, gelişmekte olan ülkeler açısından oranın 1.5 olması yeterli sayılabilmektedir” (Yılmaz, 2009: 61). Bu oran 1’in altında olmadığı sürece çok tehlikeli bir durumun olmadığı kabul edilir, eğer cari oran 1’in altında olursa, işletmenin kredibilitesinin düşük, nakitlerinin az olduğunu, kısa vadeli borçlarının kısa zamanda nakde çevirebileceği varlıklarla karşılayabilme gücünün olmadığını ve likidite sıkıntısı içerisinde olduğunu gösterir (Orak, 2015: 30).

Cari oranın gereğinden büyük olması, işletmenin ihtiyacından fazla dönen varlığa sahip olduğunu, oranın küçük olması net işletme sermayesinin yetersiz olduğunu gösterir. Cari oranın 1'in altında olması yani 1 liralık kısa vadeli borcuna karşılık 1 liradan az dönen varlığının bulunması, işletmenin kısa vadeli borç ödeme gücünün zayıf olduğunu gösterir (Erdoğan, 1997: 310). “Cari oran işletmenin genel likidite durumunu göstererek net çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığı hakkında bilgi vermiş olduğu için bu orana net çalışma sermayesi oranı da denilmektedir” (Orak, 2015: 31).

3.1.1.2. Asit- Test (Likidite) Oranı

Asit-test (likidite) oranı, işletmenin stokları ve gelecek aylara ait giderlerinden arta kalan likit varlıklarının, kısa vadeli borçlara oranlanmasıyla bulunan ve işletmenin kısa sürede nakde çevrilmesi mümkün olmayan, genelde üretim maliyetinin üzerinde bir fiyattan satılamayan ya da yangında hasar görmüş olduğundan düşük satış fiyatına razı olunan stoklara başvurmada, kısa vadeli borçlarını ne derece ödeyebileceğini gösteren orandır (Özgel, 2007: 55).

$$\text{Asit-Test Oran} = (\text{Dönen Varlıklar} - \text{Stoklar}) / \text{Kısa Vadeli Borçlar}$$

Asit-test oranının genel olarak 1 olması yeterli görülmektedir. Bu oranın 1 olması, firmanın kısa vadeli borçlarını nakit ve hızlı paraya çevrilebilir değerlerle karşılayabileceğini gösterir. Ancak, oranın 1'den küçük veya 1'e eşit olması her zaman firmanın likidite durumunun kötü veya iyi olduğunun bir göstergesi olmayabilir. Çünkü likidite oranlarının değerlendirilmesinde, stok devir hızı, alacakların tahsil süresi, stoklara olan bağımlılık ve diğer bazı faktörlerin de göz önünde bulundurulması gerekir (Giv.org, agis, 2018).

3.1.1.3. Nakit Oranı

Para ve paraya kolayca dönüşebilecek değerler ile menkul kıymetler toplamının kısa vadeli borçlara bölünmesi ile hesaplanan nakit oran, işletmenin alacaklarını tahsil edememesi ve elindeki stokları paraya çevirememesi (satışların durması) durumundaki borç ödeme gücünü göstermektedir. Kısacası oran, işletmenin acil para ihtiyacının ne kadar likit olduğunu ortaya koymaktadır (Özgel, 2007: 57).

$$\text{Nakit Oran} = (\text{Hazır Değerler} + \text{Menkul Kıymetler}) / \text{Kısa Vadeli Borçlar}$$

Nakit oranının genel kabul görmüş değeri 0,20'dir. Bu da, kısa vadeli borçlarının elindeki nakit ve nakit benzerleri ile yüzde yirmilik kısmının ödenmesi anlamına gelmektedir. Ancak işletmenin borçlanma politikası ve nakit akışlarının tam olarak incelenmesi sonucu en doğru yoruma ulaşılabilir (Çelik, 2017:61).

3.1.2. Mali (Finansal) Yapı Oranları

İşletmenin mali yapısının ve uzun vadeli borç ödeme gücünün göstergesi olan oranlardır. Kaldıraç oranları olarak da adlandırılan bu oranlar, varlıkların ne kadarlık kısmının kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklarla ne kadarlık kısmının ise öz sermaye ile finanse edildiğini, öz sermaye ile yabancı kaynaklar arasında uygun bir denge bulunup bulunmadığının tespitinde kullanılır (Çubuk ve Lazol, 2002: 181).

Mali yapı analizinde kullanılan oranlar, işletmenin normal faaliyet sonucu zarar etmesi, varlıkların değerinin düşmesi veya gelecek yıllar için tahmin edilen nakit akımının gerçekleşmemesi halinde, söz konusu işletmenin yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceği konusunda önemli ipuçları verir. Dolayısı ile mali yapı oranları, aynı zamanda işletmenin uzun vadeli borç ödeme gücünü gösterir.

Bir işletmenin öz sermayesi, iktisadi varlıkların elde edilmesi için kaynak olduğu gibi, işletmeye borç verenler ve işletmenin taşıdığı riskler için de bir emniyet yastığı oluşturur. İşletmenin toplam kaynakları içinde, öz sermayenin oranı düşük ise kredi verenler açısından risk artar. Buna karşılık işletme büyük ölçüde öz sermaye ile finanse edilmiş ise, kredi verenler açısından emniyet marjı yüksek demektir (Akgüç, 2008: 417).

Aşağıdaki Tablo -9'da, Finansal (Mali) yapı oranları, hesaplama şekilleri, genel kabul görmüş standart değerleri ve kullanılış amaçları yer almaktadır.

Tablo-9: Finansal (Mali) Yapı Oranlarının Hesaplama Şekli, Genel Kabul Gören Standart Değerleri ve Kullanım Amaçları

Finansal Yapı Oranları	Hesaplama Şekli	Genel Kabul Görmüş Standart Değeri	Kullanım amacı
Yabancı Kaynak Oranı (Kaldıraç Oranı)	Yabancı Kaynak Toplamı / Pasif Toplamı	0,5	İşletmenin varlıklarının ne kadarını yabancı kaynaklarla finanse ettiğini ölçmek.
Kısa Vadeli Borçların Pasif Toplamına Oranı	Kısa Vadeli Borç / Pasif Toplamı	1/3	İşletmenin kaynak toplamı içerisinde kısa vadeli borçlarının ağırlığını ölçmek.
Uzun Vadeli Borçların Pasif Toplamına Oranı	Uzun Vadeli Borç / Toplam Pasif	2/3	İşletmenin aktiflerinin ne kadarlık kısmının uzun vadeli borçlarla finanse edildiğini ölçmek.
Öz Sermaye Oranı	Öz Sermaye / Toplam Pasif	0,5	İşletmenin varlıklarının ne kadarını öz sermaye ile finanse ettiğini ölçmek.
Toplam Borçların Öz Sermayeye Oranı	Toplam Borç / Öz Sermaye	1	İşletmenin borçları ile öz sermaye arasındaki ilişkiyi ölçerek firmanın finansal riskini belirlemek.

Kaynak: Karadeniz ve Kahiloğulları, 2013: 87

3.1.2.1. Yabancı Kaynak (Kaldıraç) Oranı

İşletmenin aktiflerinin ne kadarlık kısmının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Kaldıraç oranı olarak da bilinen bu oran, borç toplamının pasif toplamına bölünmesi ile hesaplanır.

$$\text{Yabancı Kaynak Oranı} = \text{Toplam Yabancı Kaynaklar} / \text{Pasif Toplamı}$$

Bu oranın % 50 civarında olması normal kabul edilir. Ancak, yaşanan enflasyonun bilançoların pasif yapısı üzerindeki bozucu etkisi sonucu, ülkemizde bu oranın % 70'lere çıktığı görülmektedir. Bunda ülkemizdeki sermaye kıtlığı ve borçlanmanın avantajlı olmasının rolü büyüktür (Çabuk ve Lazol, 2014: 208).

Kredi sağlayan işletmelerin düşük borç oranlarını tercih ederler. Çünkü oran düştükçe tasfiye durumunda kredi sağlayıcının zararı azalacaktır. Diğer yandan hissedarlar daha çok kaldıraç gücü isteyebilirler. Çünkü yüksek kaldıraç beklenen

kazancı arttırır. Oranın giderek artması şirketin iflas riskini de o kadar yükseltir ve oranın artış trendinde olması olumsuz bir gelişmedir. Çünkü borç kullanımının faizin ve anaparanın geri ödenmesi gibi maliyetleri vardır (SPK, agis, 2018).

3.1.2.2. Kısa Vadeli Borçların Pasif Toplamına Oranı

“Kısa vadeli borçların pasif kaynaklar toplamına oranı, iktisadi varlıkların ne kadarlık bölümünün kısa vadeli borçlarla finanse edildiğini gösterir. Oran aşağıdaki şekilde hesaplanır” (Çabuk ve Lazol, 2014: 211).

$$\text{Kısa Vadeli Borçlar Oranı} = \text{Kısa Vadeli Borçlar} / \text{Pasif Toplamı}$$

Gelişmiş ülkelerde bu oranın 1/3’ü aşmaması benimsenmiştir. Oran arttıkça risk de artmaktadır. Türkiye’deki ticari bankaların genelde kısa vadeli kredi verme eğiliminde olmaları, sermaye piyasasının etkin olmayışı, bu piyasadan sadece halka açık firmaların yararlanabilmesi ve uzun süreli kredi veren kurumların gelişmemiş olması, dönen veya duran varlık finansmanında kısa vadeli borç kullanımını mecbur kılmaktadır. Dolayısıyla enflasyon oranının yüksek olduğu ülkelerde bu oran artmaktadır (Temizer, 2015: 34).

3.1.2.3. Uzun Vadeli Borç Oranı

Bu oran, işletme varlıklarının yüzde kaçının uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Başka bir deyişle, uzun vadeli kaynakların toplam pasif içindeki payını gösterir. Oranın yüksekliği, işletmenin kullandığı kaynaklar arasında uzun vadeli borçların oransal öneminin fazla olduğunu ifade eder (Akdoğan ve Tanker, 1988:333). “Bu oran genel olarak 2/3 dolayında olması normal kabul edilebilir. Aşağıdaki şekilde hesaplanır” (Çabuk ve Lazol, 2014: 212-213).

$$\text{Uzun Vadeli Borç Oranı} = \text{Uzun Vadeli Borç Toplamı} / \text{Pasif Toplamı}$$

3.1.2.4. Öz Sermaye Oranı

İşletme varlıklarının ne kadarlık bir kısmının ortaklar veya işletme sahiplerince finanse edildiğini gösterir. Bu oranın yüksek olması işletmenin uzun vadeli borçları ile bunların faizlerini ödemede güçlüklerle karşılaşma ihtimalini azaltır. Oranın genelde % 50’nin altına düşmemesi istenirken, oranın yüksek olması ise

beklenmedik fiyat düşüşlerinin, işletme için riskli olması ihtimalini azaltır (Şamiloğlu ve Akgün, 2010:260). Bu oran, aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır;

$$\text{Öz Sermaye Oranı} = \text{Öz Sermaye} / \text{Pasif Toplamı}$$

Bu oranın %50 civarında olması normal kabul edilir. Ancak, yaşanan enflasyonun bilançonun pasif yapısı üzerindeki bozucu etkisi sonucu, ülkemizde bu oranın % 30'lara kadar düştüğü görülmektedir. Burada, ülkemizde sermaye birikiminin yeterli düzeye çıkmamış olması yanında, borçlanmanın avantajlı olmasının da rolü büyüktür (Çabuk ve Lazol, 2011: 213).

Batı ülkelerinde söz konusu oranın %50'nin altına düşmesi genellikle bir tehlike işareti olarak yorumlanır. Ancak ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerde öz sermaye sağlanmasındaki kurumsal güçlükler (sermaye piyasasının gelişmemiş olması, gerçek halka açık A.Ş sayısının azlığı, girişimcilerin tutumları gibi), öz sermaye oranının genellikle %50'nin altında olmasına yol açmaktadır. Ülkemiz koşullarında söz konusu oranın %40 hatta daha düşük olmasını normal karşılamak gerekir. Söz konusu oran değerlendirilirken öz sermaye payı kadar öz sermaye yapısı da dikkate alınmalıdır (Akgüç, 2002: 396).

3.1.2.5. Toplam Borçların Öz Sermayeye Oranı

Yabancı kaynakların öz sermayeye oranı işletmenin öz sermaye ile yabancı kaynakları arasındaki ilişkiyi gösterir. Oran yabancı kaynakların öz sermayeye bölünmesi suretiyle aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$\text{Toplam Borçların Öz Sermayeye Oranı} = \text{Toplam Borçlar} / \text{Öz Sermaye}$$

Oranın 1 olması öz sermaye borç dengesi açısından yeterli görülür. Oranın 1'den küçük olması işletme faaliyetlerinde kullanılan iktisadi varlıkların büyük kısmının öz sermaye ile finanse edildiğini gösterir. Buna karşılık oranın 1'in üstüne çıkması, üçüncü kişilerden sağlanan fonların ortaklardan sağlanan fonlardan daha fazla olduğunu gösterir. Oran küçüldükçe, işletmenin herhangi bir kriz karşısında güç durumda kalma riski azalır (Çabuk ve Lazol, 2014: 210).

Ülkemiz koşullarının ve kurumsal yapısının gelişmiş batılı ülkelerden farklı oluşu, işletmelerimizin finansal yapılarında farklılıklara yol açmaktadır. Batılı

ülkelere göre tehlikeli sayılan finansman biçimleri, ülkemizde normal kabul edilebilmektedir. Bu oranın batılı ülke ölçülerine göre 1’den küçük olması gerekirken, ülkemizde genellikle 1’in üzerindedir. Genel bir yaklaşım olarak yabancı kaynakların öz sermaye oranının 0,50-2,00 arasında olması, ülkemiz koşullarına göre yeterli olarak yorumlanabilir (Akgüç, 2002: 397).

3.1.3. Varlık (Faaliyet) Kullanım Oranları

Varlık kullanım oranları, işletmenin aktif varlıklarını ne derecede etkin kullandığını, satışlara oranla aktif varlıklarına ne miktarda yatırım yapıldığını ve faaliyetlerini ne derece etkin yürüttüğünü göstermektedir. Aktif varlıklara aşırı derecede yatırım yapılması, fonların israf edildiği, yatırım maliyetlerinin yükseldiği ve işletmenin etkin nakit akımını azalttığı şeklinde yorumlanmakta iken yetersiz yatırım ise işletmenin kârlı çalışmadığı, riskli hareket ettiği, satışlarını azaltacağı şeklinde yorumlanmaktadır (Bülüç vd. 2017:87).

“Bu oranlarının incelenmesiyle, işletme müşterilerinin kendilerine tanınan ödeme sürelerine bağlı kalıp kalmadığı, işletmenin stoklara yaptığı yatırımın uygunluğu, çalışma sermayesinin etkinliği ve duran varlıklarının etkin kullanılıp kullanılmadığı hakkında bilgi sahibi olunabilmektedir” (Karadeniz ve Kahiloğulları, 2013: 87-88).

Aşağıdaki tablo -10’da, varlık (faaliyet) kullanım oranları, hesaplama şekilleri ve kullanım amaçları yer almaktadır.

Tablo-10: Varlık (Faaliyet) Kullanım Oranlarının Hesaplama Şekilleri ve Kullanım Amaçları

Varlık (Faaliyet) Kullanım Oranları	Hesaplanış Şekli	Kullanılış Amacı
Stok Devir Hızı	Satışların Maliyeti/Ortalama Stok	İşletme stoklarının yılda kaç defa paraya dönüştüğünün ölçülmesi.
Stok Devir Süresi	360/Stok Devir Hızı	İşletme stoklarının yılda kaç günde devrettiğinin ölçülmesi.
Alacak Devir Hızı	Kredili Satış Tutarı/ Ortalama Ticari Alacaklar	İşletme alacaklarının yılda kaç defa tahsil edildiğinin ölçülmesi.
Alacak Devir Süresi	360/Alacak Devir Hızı	İşletme alacaklarının ne kadar sürede tahsil edildiğinin ölçülmesi.
Net Çalışma Sermayesi D.H.	Net Satışlar/Net Çalışma Sermayesi	İşletme net işletme sermayesinin etkinliğinin ölçülmesi.
Öz Sermaye Devir Hızı	Net Satışlar/Ortalama Öz sermaye Tutarı	İşletme öz sermayesinin ne derece etkin kullandığının ölçülmesi.
Maddi Duran Varlık Devir Hızı	Net Satışlar/ Maddi Duran Varlıklar,	Net İşletmedeki maddi varlıkların kullanım etkinliğinin ölçülmesi

Kaynak: Karadeniz ve Kahiloğulları, 2013: 88

3.1.3.1. Stok Devir Hızı

“Bir işletmenin stoklarını ne kadar etkili kullandığını ortaya koyan önemli bir orandır. Stok devir hızı, satışların maliyetinin ortalama stok tutarına oranlanmasıyla hesaplanmaktadır. Bu oran ne kadar yüksek çıkarsa, işletmenin stoklarını o düzeyde etkili kullandığını göstermektedir” (Civan, 2009: 10).

Stok devir hızının yeterli olup olmadığı konusunda bir standart yoktur. İşletmenin geçmiş yıl stok devir hızları veya aynı iş kolundaki diğer firmaların stok devir hızları ile karşılaştırılması gerekir. Stok devir hızının yüksek olması, firmanın daha fazla kazanç elde etmek için stoklara daha az para bağladığının göstergesidir. Bu durumda, işletme daha etkili bir rekabet imkânına sahip olmaktadır (Ercan ve Ban, 2005: 41). Aşağıdaki formül ile hesaplanır.

$$\text{Stok Devir Hızı} = \text{Satılan Malın Maliyeti} / \text{Ortalama Stoklar}$$

3.1.3.2. Stok Devir Süresi

“Stokların likidite durumunu ölçen göstergelerden biridir. Bu süre gün olarak, ortalama stok tutarının satılan mal maliyetine oranlanması ile bulunur” (Altay, 2018: 22). Stok devir süresi, stokların işletmeye girişi ve çıkışı arasındaki gün sayısını ifade eder. Başka bir ifadeyle stokların bir yıl içerisinde kaç günde bir yenilendiğini göstermektedir. Stok devir süresi bir yıldaki gün sayısının (360 veya 365) stok devir hızına bölünmesiyle bulunur (Ekonomihukuk, agis, 2018). Aşağıdaki formül ile hesaplanır;

$$\text{Stok Devir Süresi} = 360 / \text{Stok Devir Hızı}$$

3.1.3.3. Alacak Devir Hızı

Alacak devir hızı, alacakların yılda kaç kez nakde dönüştüğünü gösterir. Alacak devir hızı ne kadar yüksek olursa alacakların likiditesi de o kadar artar. Alacak devir hızı aynı zamanda işletmede alacak politikasının belirlenmesi açısından da önemlidir (Savcı, 2011: 216). Aşağıdaki formül ile hesaplanır;

$$\text{Alacak Devir Hızı} = \text{Kredili Satışlar} / \text{Ortalama Ticari Alacaklar}$$

Alacak devir hızı, işletmenin kredili satışlarının ortalama alacaklara bölünmesi ile hesaplanmaktadır. Alacak devir hızının yüksekliği, işletmenin nakit tahsilatlarının hızlı olmasını ifade etmektedir. Ancak alacak devir hızının aşırı yüksekliği, şüpheli alacaklardaki kaybın azalmasını ve kredili satışların oldukça düşük olmasını gösterebilir (Şamiloğlu ve Akgün, 2010: 255).

Bir firmanın alacak devir hızının düşük olması (Ercan ve Ban, 2005: 42);

- Firmanın alacaklarının tahsilde güçlüklerle karşılaşmasının,
- Rekabet gücünün zayıflamasının,
- Etkili bir tahsilat politikasından yoksun oluşunun,
- İşletmenin bazı alacaklarının vadesinde tahsil edilmediğinin, bunların şüpheli alacak haline gelme olasılığının yüksek olduğunun göstergeleri olabilmektedir.

3.1.3.4. Alacak Devir Süresi

İşletmenin alacaklarını ortalama kaç günde tahsil ettiğini hesaplamak amacıyla kullanılan bu oranda, bir yıl, 360 veya 365 gün olarak kabul edilir. Bir yıldaki gün

sayısının alacak devir hızına bölünmesi ile alacak devir süresi bulunur. Bu süre işletmenin kredili satışlarda alıcılara sağladığı vadeyi temsil eder (Orhan, 2014: 52). Aşağıdaki formül ile hesaplanır;

$$\text{Alacak Devir Süresi} = 360 \text{ (veya 365)} / \text{Alacak Devir Süresi}$$

Alacakların devir süresi hesaplanırken, yalnızca kredili satışların dikkate alınması gerekir. Aksi durumda, hesaplanacak süre büyük ölçüde önemini yitirir. Ancak, işletmenin satışlarının yüzde kaçının kredili olarak yapıldığı bilinmiyorsa, yıllık net satış rakamlarını kullanarak, alacakların devir süresi yaklaşık olarak hesaplanabilir (Şamiloğlu ve Akgün, 2010: 256).

3.1.3.5. Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı

Bir işletmede, satışlar ile net işletme sermayesi arasında doğru orantı söz konusudur. Satışlar hacmindeki artış, bu artışı karşılayacak dönen varlık miktarını da arttırmaktadır. Dolayısıyla, özellikle stok ve alacak kalemlerinde meydana gelen bu artış daha fazla net işletme sermayesi ihtiyacı ile sonuçlanmaktadır. Bu oran, net işletme sermayesinin incelenen dönemde kaç kez devrettiği ve ne ölçüde verimli kullanıldığını göstermektedir (Özgel, 2007: 83-84).

$$\text{Net İşletme Sermayesi Devir Hızı} = \text{Net Satış Tutarı} / \text{Ortalama Net İşletme Sermayesi}$$

3.1.3.6. Öz Sermaye Devir Hızı

Bu oran, öz sermayenin ne ölçüde verimli kullanıldığının tespit edilmesinde kullanılır. Öz sermayenin verimliliğini gösteren oran, net satışların öz sermayeye bölünmesi ile elde edilir.

$$\text{Öz Sermaye Devir Hızı} = \text{Net Satışlar} / \text{Ortalama Öz Sermaye}$$

Oranın yüksek olması; işletmenin öz sermayesini ekonomik ve verimli bir biçimde kullandığını gösterir. Ancak oranın normalin çok üstünde olması, işletmenin öz kaynaklarının yetersiz olduğunu ve işletmenin geniş ölçüde yabancı kaynaklardan yararlandığını gösterir (Akdoğan ve Tanker, 1988: 346). “Oranın düşük olması ise işletmenin öz sermayesini etkin olarak kullanmadığını ve işletmenin faaliyet yapısının gerektiğinden daha fazla öz sermayeye dayalı olduğunun gösterir” (Çabuk ve Lazol, 2014: 223).

“Öz sermaye devir hızı oranı için, kabul edilmiş standart bir ölçü bulunmamaktadır. İşletmenin öz sermaye devir hızının yeterli olup olmadığının saptanmasında; aynı iş kolundaki diğer işletmelerle ve aynı işletmelerin geçmiş yıl sonuçlarıyla karşılaştırmalar yapılması gerekmektedir” (Akdoğan ve Tanker, 1988: 346).

3.1.3.7. Maddi Duran Varlık Devir Hızı

Maddi duran varlık devir hızı, net satışların net maddi duran varlıklara bölünmesi suretiyle hesaplanır ve maddi yapıya sahip iktisadi kıymetlerin faaliyet döneminde ne ölçüde etkin kullanıldığını gösterir. Maddi duran varlıklarda aşırı değişim olur ise ortalaması alınmalıdır. Aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır (Çabuk ve Lazol, 2014: 222).

$$\text{Maddi Duran Varlık Devir Hızı} = \text{Net Satışlar} / \text{Maddi Duran Varlıklar (Net)}$$

Maddi duran varlık devir hızı oranı, işletmenin maddi duran varlıklara aşırı yatırım yapıp yapmadığını, işletmede atıl kapasite olup olmadığını ölçen bir orandır. Oranın yüksek olması, maddi duran varlıkların kapasitelerinin üstünde kullanıldığını gösterir. Tersisi durum ise, firmada atıl kapasitenin varlığı olarak görülebilir. Bu oranla ilgili belli bir standart olmamasına rağmen büyük sanayi kuruluşlarında 5 olmasının uygun olduğu ileri sürülmektedir (Burucu, 2009: 57).

3.1.4. Karlılık Oranları

Kârlılık, çok sayıda idari politika ve kararların net sonucu olması nedeniyle bir işletmenin toplam finansal performansının bir ölçüsüdür. Kârlılık oranları likiditenin, varlıkların, borçların etkin yönetilip yönetilmediğini göstermektedir. Bir başka ifadeyle kârlılık oranları, işletmenin kâr elde etmedeki genel verimliliğini ölçmek için kullanılır (Bülüş vd. 2017: 68).

Hesaplanan karlılık oranları, yönetimin başarısının ölçülmesi açısından yöneticileri; kısa vadedeki gelirlerinin veya uzun vadedeki yatırımlarının kazanmış olduğu değerin saptanması açısından sahip ve ortakları; kredibilitenin ölçülmesi açısından kredi kurumlarını ve yapılacak yeni yatırımların getirisini görebilmek açısından potansiyel yatırımcıları ilgilendirmektedir (Özgel, 2007: 89).

Bir işletmenin elde ettiği karın, ölçülü ve yeterli olup olmadığını belirlemek için aşağıdaki faktörleri göz önünde bulundurmak gerekir (Akgüç, 2008: 452-453);

- Sermayenin alternatif alanlarda kullanılması ile sağlanacak gelir,
- Genel ekonomik koşullar,
- İşletmenin planladığı kar hedefleri,
- Aynı sektördeki işletmelerin kârlılık oranları,
- Sektöre özgü genel kabul görmüş oranlar.

Aşağıdaki tablo -11’de, karlılık oranları, hesaplama şekilleri, genel kabul görmüş standart değerleri ve kullanım amaçları yer almaktadır.

Tablo-11: Karlılık Oranlarının Hesaplama Şekilleri, Genel Kabul Görmüş Standart Değerleri ve Kullanım Amaçları

Karlılık Oranları	Hesaplama Şekli	Genel Kabul Görmüş Standart Değeri	Kullanım Amacı
Brüt Kar Marjı	Brüt Kar/Net Satışlar	Yok, (Yüksek Olması İstenir)	İşletme faaliyetlerinin etkinliğinin ölçülmesi.
Net Kar Marjı	Net Kar/Net Satışlar	Yok, (Yüksek Olması İstenir)	Satışlar üzerinden sağlanan net karlılığın ölçülmesi.
Öz Sermaye Karlılığı	Net Kar/Öz Sermaye	Yok, (Yüksek Olması İstenir)	Sahip veya ortakların koydukları sermayenin karlılığının ölçülmesi.
Faaliyet Karı Oranı	Faaliyet Karı/Net Satışlar	Yok, (Yüksek Olması İstenir)	Esas faaliyetlerin ne ölçüde karlı olduğunun ölçülmesi.
Aktif Karlılık Oranı	Net Kar/Aktif Toplamı	Yok	Aktiflerin ne ölçüde karlı kullanıldığının ölçülmesi.
Faiz Karşılama Oranı	Faiz ve Vergi Öncesi Kar / Finansman Giderleri	7	İşletmenin elde ettiği net karın, ödemek zorunda olduğu faizlerin kaç katı olduğunu ölçmek.
Dönem Karı Oranı	Dönem Karı/Net Satışlar	Yok, (Yüksek Olması İstenir)	İşletmelerin piyasa performanslarının tespit edilmesinde kullanılır.

Kaynak: Karadeniz ve Kahiloğulları, 2013: 88

3.1.4.1. Brüt Kar Marjı

Bir işletmenin brüt karı, satışlardan satılan malın maliyeti düşürülerek hesaplanır. Brüt karlılık oranı satılan malların satış fiyatı ile maliyetleri arasında ne ölçüde bir marjın olduğunu, kaynakların ucuz temin edilip edilmediğini gösterir. Bu marjın yüksekliği, firmanın giderlerini karşılayacak brüt karın yüksekliğini gösterir ve oran aşağıdaki formül ile hesaplanır (Okka, 2010: 53);

$$\text{Brüt Kar Marjı} = (\text{Satışlar} - \text{Satılan Malın Maliyeti}) / \text{Satışlar}$$

Bir işletmenin brüt satış kârı oranının düşmesi veya artmasında aşağıdaki etkenler rol oynayabilir (Docplayer.biz, agis, 2018).

- Maliyetler değişmemesine rağmen satış fiyatları artması brüt kârı artırır.
- Satış fiyatları artmamasına rağmen maliyetlerin artması brüt kârı düşürür.
- Satış fiyatların artmamasına rağmen maliyetlerin düşürülmesi brüt kârı artırır.
- Satış fiyatları düşürülmek zorunda kalınmasına rağmen maliyetlerde düşüş sağlanamazsa brüt kâr azalır.

Düşük bir brüt kar marjı ise; satışların maliyetinin göreceli olarak yüksek olduğunu gösterir. Dolayısıyla oranın daha iyi bir şekilde değerlendirilmesi için işletmenin cari yıldaki brüt kar payının, geçmiş yıl brüt kar payı veya endüstri kolundaki diğer firmaların brüt kar payları ile karşılaştırılması gerekir (Temizer, 2015: 28).

3.1.4.2. Net Kar Marjı

Faaliyet karı olan bir işletmede, net satışların yüzde kaçlık bir dönem net karı içerdiğini gösterir. Ancak dönem net karının tamamının veya büyük bir kısmının faaliyet dışı gelir ve karlardan oluşması durumunda bunu söylemek mümkün değildir. Bu oran, işletmenin faiz ve vergiler de dahil olmak üzere bütün giderleri karşıladıktan sonra net satışların karlılık düzeyini göstermektedir (Şamiloğlu ve Akgün, 2010: 262).

İşletme faaliyetleri sonucu elde edilen net karın net satışlara bölünmesi ile bulunur. İşletme başarısını ölçmede kullanılır. Bu oran düşük çıksa bile eğer işletme sermayesi devir hızı yüksekse elde edilen karın yeterli olduğu kabul edilir (Savcı, 2011: 222). Aşağıdaki formül ile hesaplanır;

$$\text{Net Kar Marjı} = \text{Net Kar} / \text{Net Satışlar}$$

3.1.4.3. Öz Sermaye Karlılığı Oranı

İşletmeye tahsis edilen öz sermayenin ne ölçüde karlı kullanıldığını gösterir. Oranın yüksekliği ortaklar açısından arzu edilir. İşletme yabancı kaynağı olumlu şekilde kullanmışsa, rakiplerine oranla öz sermaye karlılığı yüksek olur (Okka, 2009: 54). Aşağıdaki formül ile hesaplanır;

$$\text{Öz Sermaye Karlılık Oranı} = \text{Net Kar} / \text{Öz Sermaye Toplamı}$$

“Bu oran, işletme ortaklarınca işletmeye yatırılan her bir birim öz sermaye için ne kadar kar elde edildiğinin ve işletme yönetiminin başarılı olup olmadığının da bir göstergesidir” (Şamiloğlu ve Akgün, 2010: 262).

3.1.4.4. Faaliyet Karı Oranı

Satışlar üzerinden faaliyet karlılığını gösterir ve işletmenin ana faaliyetlerinin ne ölçüde karlı olduğunu tespit için kullanılır. Oranın yüksek olması işletmenin ana faaliyetlerinin karlı, verimli olduğunu gösterirken, oranın azalma eğilimi göstermesi karlılığın, verimliliğin azaldığını gösterir (Çabuk ve Lazol, 2014:226). Bu oran, faaliyet karının net satışlara bölünmesi ile hesaplanır.

$$\text{Faaliyet Karı Oranı} = \text{Faaliyet Karı} / \text{Net satışlar}$$

3.1.4.5. Aktif Karlılık Oranı

“Aktife yapılan toplam yatırımın bir dönem içerisinde ne oranda kar sağladığını, aktiflerin etkin kullanılıp kullanılmadığını gösterir” (Okka, 2010: 122). “Ayrıca, işletmenin varlıkları yabancı kaynaklarla finanse ediliyorsa, oluşacak faiz giderleri sebebiyle oranın düşük çıkacağı ihtimaller dahilindedir” (Şamiloğlu ve Akgün, 2010: 262). Aşağıdaki formül ile hesaplanır;

$$\text{Aktif Karlılık Oranı} = \text{Net Kar} / \text{Aktif Toplamı}$$

3.1.4.6. Faiz Karşılama Oranı

Faiz karşılama oranı, firmanın faiz yükümlülüklerini karşılamak için yeterli kazanca sahip olup olmadığını gösterir. Başka bir ifade ile faiz karşılama oranı, firmanın faiz giderlerini ödeyip ödeyemeyeceğini veya firmanın ödeyeceği faizin kaç

katı kazandığını gösterir. Bu oran, aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanır (Temizer, 2015: 35).

$$\text{Faiz Karşılama Oranı} = \text{Faiz ve Vergi Öncesi Kar} / \text{Faiz Giderleri}$$

Bu oran, işletmenin faiz ve vergi öncesi kârının, faiz giderlerinin kaç katı olduğunu ölçer. Oran yükseldikçe işletmenin faiz ödemelerini karşılama gücü yükselir. İşletmelerin faiz ödemelerinde vergilendirmenin bir etkisi yoktur. Kârdan faizler düşüldükten sonra vergi ödenmektedir. Faiz ödeme oranının, 7 veya 8 olması yeterli kabul edilmektedir (Burucu, 2009: 43).

3.1.4.7. Dönem Karı Oranı

İşletmenin dönem karı veya zararının net satışlar içindeki oranını gösterir. Bu oranın yüksek olması olumludur. Ancak oranın yüksek olması yanında değerlerin tutarları da önemlidir. İşletmenin karlılıkla ilgili başarısını değerlendirebilmek için cari yıl oranı, geçmiş dönemlerin oranları, benzer işletmelerin oranları ve sektör ortalamaları ile karşılaştırılmalıdır (Çabuk ve Lazol, 2014: 227). Aşağıdaki formül ile hesaplanır.

$$\text{Dönem Karı Oranı} = \text{Dönem Karı} / \text{Net Satışlar}$$

İşletmelerin piyasa performanslarının tespit edilmesinde kullanılan oranlar aşağıda açıklanmaktadır;

3.1.5. Piyasa Performans Oranları

Piyasa performans oranları, işletmenin sermaye piyasasındaki başarısının ölçülmesinde kullanılır. Bu oranlar, işletmenin yatırımcılar tarafından değerlendirilmesinde kullanılmakta olup üç alt başlıkta incelenebilir. Bunlar (Savcı, 2011: 224-225);

- Fiyat / Kazanç Oranı
- Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı
- Kar Payı Oranları

3.1.5.1. Fiyat / Kazanç Oranı

Piyasa performansını değerlemede kullanılan oranlar arasında yer alan fiyat/kazanç oranı; işletmelere ilişkin hesaplanabilen ve pay senetlerinin fiyatlarını

tahmin için sıklıkla kullanılan önemli bir finansal orandır. Fiyat/kazanç oranı temel olarak işletmenin piyasa değerinin net karının kaç katı olduğunu gösterir (Sevil vd. 2017: 781).

$$\text{Fiyat Kazanç Oranı} = \text{Hisse Senedi Piyasa Değeri} / \text{Hisse Başına Kâr}$$

Fiyat kazanç oranı formülden de anlaşılacağı gibi; piyasa fiyatının, hisse senedi kazancının kaç katı olduğunu gösterir. Yani; hisse senedinin sağladığı her “1” birimlik kazanç için yatırımcıların ödemeye razı oldukları fiyatı ifade eder (Horasan, 2009: 182).

Fiyat kazanç oranı yatırımcıya tek başına karar verme imkânı sağlamaz. Her sektörün kendi dinamikleri ve karlılık oranları vardır. Bir performans göstergesi olan fiyat kazanç oranının ilgili şirketin yer aldığı sektördeki diğer şirketlerle ya da sektör ortalamasıyla karşılaştırılması gerekmektedir. Ancak bu şekilde şirketin hisse fiyatının ucuz ya da pahalı olduğu söylenebilir (Piyasarehberi.org, agis, 2018).

3.1.5.2. Piyasa Değeri / Defter Değeri

“Piyasa değeri, şirketin borsada alınıp satıldığı fiyattır. Defter değeri ise şirketin öz sermaye toplamının ödenmiş sermayeye bölünmesi ile bulunur” (Bigpara.hurriyet. agis. 2018).

Piyasa değeri defter değeri oranı, bir şirketin hisse senedi fiyatının, hisse senedi başına öz sermaye değerine bölünmesiyle elde edilir. Ampirik çalışmalarda bu oranın düşük olduğu hisse senetlerine yatırım yapıldığında normalin üzerinde getiri elde edilebileceği belirlenmiştir. Özellikle hisse senedinin fiyatı, defter değerinin altına düştüğünde sonuç daha belirgin bir hale gelmektedir (Güzeldere, 2010: 29). Aşağıdaki gibi hesaplanır;

$$\text{Piyasa Değeri} / \text{Defter Değeri} = \text{Hisse Sen. Fiyatı} / \text{Hisse Sen. Defter Değeri}$$

Piyasa değeri / defter değeri oranının 1’in altında olması, işletmenin tüm borçları ödendikten sonra kalan net varlıklarından dahi düşük değerlendirildiğini gösterir. Bu anormalliğin iki nedeni olabilir. Şirket, ya piyasa oyuncuları tarafından görülmemiş ya da şirket temel analiz açısından önemli bir problem yaşıyor olabilmektedir (Eborsahaber, agis.2018).

Eğer şirket ile ilgili bir problem yoksa veya yatırımcılar bu problemin kısa vadede çözülebileceğini düşünüyorsa, şirket kazanç getirme potansiyeli yüksek bir yatırım fırsatı olarak görülmektedir. Bu oranının düşük mü yoksa yüksek mi olduğu konusunda bir yorum yapabilmek için şirketin bulunduğu sektör göz ardı edilmemelidir (Eborsahaber, agis.2018).

3.1.5.3. Kar Payı Oranları

“Kar payı, genel olarak farklı şekillerde ifade edilmiş olmasına rağmen, uygulamada şirketlerin bir yıllık faaliyet dönemi içerisinde elde ettikleri kardan mevcut ortakların pay alması şeklinde uygulanır” (Sandıkcı, 2014: 10).

Yatırımcılar kar paylarıyla ilgili analizlerde; kar payı verim oranı ve kar payı dağıtım oranlarından yararlanmaktadırlar. Kar payı dağıtım oranında işletmenin karının yüzde kaçını yatırımcılar ile paylaştığı analiz edilirken, kar payı verim oranında dağıtılan kar payının diğer işletmeler karşısında ne kadar verimli olduğunu göstermektedir (Çelik, 2017: 84).

“Hisse başına kar oranı ile yıllık net karın, birebir hisse üzerinde oluşturduğu etki incelenmektedir. Oranlar aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır” (Çelik, 2017: 84).

Hisse Başına Kar Oranı = Net Kar / Hisse Senedi Sayısı

Kar Payı Dağıtım Oranı = Kar Payı / Net Kar

Kar Payı Verim Oranı = Kar Payı / Hisse Senedi Fiyatı

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

BORSA İSTANBUL’DA İŞLEM GÖREN GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARININ FİNANSAL PERFORMANSLARININ ORAN ANALİZİ İLE DEĞERLENDİRİLMESİ

4.1. ÇALIŞMANIN AMACI

Bu tezin amacı, Türkiye’de faaliyet gösteren GSYO’ların finansal durumlarının karşılaştırmalı olarak analiz edilmesidir. Bunun için her bir şirketin finansal durumu tek tek analiz edilmekte, daha sonra, şirketlerin finansal durumları karşılaştırmalı olarak analiz edilmekte ve son olarak şirketlerin finansal durumları grafiksel olarak incelenmektedir.

4.2. ÇALIŞMANIN KAPSAMI

Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren toplam 7 GSYO bulunmakta ve bu şirketlerin tamamı tez çalışmasının analiz kısmında kullanılmaktadır. Bu şirketlerin 2012-2017 yılları arasındaki finansal performansları, oran analizi ve grafiksel analiz yöntemiyle değerlendirilmektedir.

4.3. ÇALIŞMANIN YÖNTEMİ

Bu çalışmada yöntem olarak, oran analizi ve grafiksel analiz yöntemi kullanılmaktadır. Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren 7 GSYO şirketinin yatırım durumu, likidite durumu, mali yapı durumu, karlılık durumu ve piyasa performans durumu, hem oran analizi hem de grafiksel analiz yöntemi ile analiz edilmektedir. Bu kapsamda veri olarak şirketlerin 2012-2017 dönemine ait bilanço, gelir tablosu ve faaliyet raporlarındaki bilgilerden yararlanılarak finansal oranlar hesaplanmaktadır. Daha sonra hesaplanan oranlardan yararlanılarak oran analizi ve grafiksel analiz yapılmaktadır.

4.4. ÇALIŞMADA KULLANILAN ORANLAR

Aşağıdaki Tablo -12’de, çalışmada kullanılan oran grubu, oran adı ve hesaplama şekilleri yer almaktadır.

Tablo -12: Çalışmada Kullanılan Oran Grubu, Oran Adı Ve Hesaplama Şekilleri

Oran Grubu	Oran Adı	Hesaplama Şekli
Yatırım Oranları	Girişim Sermayesi Yatırım Oranı	Girişim Sermayesi Yatırımları/Toplam Aktif
	Menkul Kıymet Yatırım Oranı	Menkul Kıymet Yatırımları/Toplam Aktif
Likidite Oranı	Nakit Oranı	(Hazır Değerler + Menkul Değerler)/ Kısa Vadeli Borçlar
Mali Yapı Oranları	Öz Sermaye Oranı	Öz Sermaye/Toplam Pasif
	Borç Oranı	Borç/Toplam Pasif
	Kısa Vadeli Borç Oranı	Kısa Vadeli Borç/Toplam Pasif
	Uzun Vadeli Borç Oranı	Uzun Vadeli Borç/Toplam Pasif
Karlılık Oranları	Öz Sermaye Karlılığı	Net Kar/Öz Sermaye
	Aktif Karlılığı	Net Kar/Toplam Aktif
Piyasa Performans Oranları	Fiyat Kazanç Oranı	Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı/Hisse Başına Kar
	Piyasa Değeri/Defter Değeri	(Hisse Senedinin Fiyatı* Ödenmiş Sermaye) Öz Sermaye
	Hisse Başına Kar Oranı	Net Kar/Hisse Senedi Sayısı

4.5. ÇALIŞMANIN ANALİZ EDİLMESİ

Bu çalışmadaki analiz, Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren 7 GSYO şirketinin, her bir şirketin tek tek finansal performansının analiz edilmesi, şirketlerin finansal performanslarının karşılaştırmalı olarak analiz edilmesi ve şirketlerin finansal performansının karşılaştırmalı olarak grafiklerle analiz edilmesi şeklinde gerçekleştirilmektedir.

4.5.1. Her Bir Şirketin Tek Tek Finansal Performansının Analiz Edilmesi

Bu kısımda, her bir şirketin 2012-2017 yılları için yatırım, likidite, mali yapı, karlılık ve piyasa performans durumları çeşitli oranlar kullanılarak analiz edilmektedir.

Aşağıdaki Tablo -13'te, Egeli İle Co. Tarım GSYO'nun 2012-2017 yılları arasındaki finansal oranları yer almaktadır.



Tablo -13: Egeli İle Co. Tarım Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığının 2012-2017 Yılları Arasındaki Finansal Oranları

Yıllar	Yatırım Oranları		Likidite Oranı	Mali Yapı Oranları				Karlılık Oranları		Piyasa Performans Oranları		
	Girişim Sermayesi Yatırımları/ Toplam Aktif	Menkul Kıymet Yatırımları/ Toplam Aktif	Nakit Oran	Öz Sermaye/ Toplam Pasif	Borç/ Toplam Pasif	Kısa Vadeli Borç/ Toplam Pasif	Uzun Vadeli Borç/ Toplam Pasif	% Değer		Fiyat/ Kazanç Oranı	Piyasa Değeri/ Defter Değeri	Hisse Başına Kar Oranı
								Öz Sermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı			
2012	0,0000	0,1895	9,2735	0,8210	0,1790	0,0496	0,1294	-2,46	-2,02	-35,486	0,8742	-0,0211
2013	0,7696	0,0000	37,6286	0,9965	0,0035	0,0025	0,0010	44,99	44,83	0,6429	0,2892	0,7466
2014	0,8061	0,0000	0,0412	0,9698	0,0302	0,0097	0,0205	17,45	16,92	2,7664	0,4826	0,3506
2015	0,9649	0,0233	1,8737	0,9275	0,0725	0,0125	0,0600	-23,62	-21,90	-1,4064	0,3322	-0,3840
2016	0,9842	0,0000	0,0000	0,8514	0,1486	0,1449	0,0036	-43,08	-36,67	-1,2256	0,5280	-0,4894
2017	0,9246	0,0000	0,2305	0,7644	0,2356	0,0473	0,1883	-75,32	-57,58	-1,4340	1,0802	-0,4881
Ortalama	0,7416	0,0355	8,1746	0,8884	0,1116	0,0444	0,0671	-13,67	-9,40	-6,0238	0,5977	-0,0476

Kaynak: Yatırım ortaklıklarının finansal tablolarından yararlanarak hesaplandı.

Girişim sermayesi yatırım ortaklığı, riskli alanlara yatırım yapmak ve yüksek getiriler sağlamak için kurulmuş ancak bunun yanında çeşitlendirme mantığı içerisinde, para piyasası araçlarına da yatırım yapabilen ortaklıklardır. Tablo -13'e bakıldığında, Egeli ile Co. Tarım GSYO, 2012 yılında girişim sermayesi yatırımı yapmadığı, diğer yıllarda ise kuruluş amacına uygun olarak ortalamanın üzerinde yatırım yaptığı görülmektedir. Menkul kıymet yatırımlarına bakıldığında, aktiflerinin çok az bir kısmını menkul kıymetlere yatırdığı görülmektedir. Bu da şirketin risk alarak yatırım yaptığını ve kuruluş amacına uygun olarak faaliyette bulunduğunu göstermektedir.

Likidite oranları, şirketin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü ve yeterli likit varlıklara sahip olup olmadığını gösterir. Likiditenin yetersiz olması, şirketi borç ödeme konusunda sıkıntıya sokabileceği gibi, likit varlıkların fazla olması da şirketin karlılığını düşürebilmektedir. Dolayısı ile, optimal seviyede likit varlık bulundurmak gerekmektedir.

Likidite durumuna bakıldığında, nakit oranının yıllar itibarı ile farklılık göstermiş olduğu görülmektedir. Nakit oranının genel kabul görmüş değerinin % 20 olması istenir. Şirketin, 2014 ve 2016 yılları hariç, nakit oranı için genel kabul görmüş değerin üstünde nakit değere sahip olduğu görülmektedir. Bu da, şirketin alacaklarını tahsil edemediğinde kısa vadeli borçlarını ödeme gücüne sahip olduğunu, diğer bir ifade ile yeterli nakit değere sahip olduğunu göstermektedir.

Mali yapı oranları, şirketin uzun vadeli borç ödeme kapasitesini göstermektedir. Borç oranlarının normal seviyelerde olması, şirkete finansman maliyeti avantajı sağlayarak şirketin karlılığını artırırken, uzun vadeli borç oranlarının aşırı yüksek olması ve dolayısıyla öz sermayesinin aşırı düşük olması ise, şirketi mali sıkıntıya düşürerek iflasa kadar götürebilmektedir. Dolayısıyla, mali yapı oranlarının optimum seviyede olması önem arz etmektedir.

Egeli ile Co. Tarım GSYO'nun mali yapı durumuna bakıldığında, öz sermayesinin toplam pasif içindeki payının yıllar itibarıyla ortalama % 89'lara kadar çıktığı görülmektedir. Bu oranın %50 olmasının genelde normal kabul edilmesinin yanında, bizim gibi gelişmekte olan ülkelerde %30'larda olması da uygun görülmektedir. Ancak, GSYO'ların, kuruluş amacına uygun olarak hemen hemen tamamen öz sermaye ile finansman yaptıkları

görülmektedir. Mali yapıları öz sermayeye dayalı olarak oluşturulduğundan ve uzun vadeli finansman kaynağı kullanılmadığından, GSYO'ların uzun vadeli borç ödeme sıkıntısı söz konusu olmamaktadır.

Borç oranının genel kabul görmüş değeri %50 civarında iken, yıllar itibariyle şirketin ortalama borç oranlarının % 11 civarında gerçekleştiği görülmektedir. Benzer şekilde, kısa vadeli borç oranının %33'ü aşmaması istenirken bu oranın %4 civarında gerçekleştiği görülmektedir. Yine, uzun vadeli borç oranının %66 olması normal kabul edilirken bu oranın % 7 civarında gerçekleştiği görülmektedir. Bu oran değerleri, şirketin finansman kaynaklarını kuruluş amacına uygun olarak öz sermayeye dayalı olarak gerçekleştirdiğini göstermektedir.

Öz sermaye karlılığına bakıldığında, 2013 ve 2014 yıllarında şirketin öz sermaye karlılığı yüksek iken, diğer yıllarda şirket zarar etmiştir. Bu da, şirketin 2012, 2015, 2016 ve 2017 yıllarında iyi yönetilmediğini göstermekte, bununla birlikte, diğer şirketlerin karlılıkları ile de karşılaştırdıktan sonra daha doğru bir sonuca ulaşılabilir.

Aktif karlılığına bakıldığında, benzer şekilde 2013 ve 2014 yıllarında kar edilmesine karşın geriye kalan 2012, 2015, 2016 ve 2017 yıllarında zarar edilmiştir. Şirketin karlılık durumu konusunda net yorum yapabilmek için diğer şirketlerin bu yıllardaki karlılıklarına da bakmak gerekir.

Piyasa performans oranları olarak adlandırılan, piyasa değeri/defter değeri, fiyat/kazanç oranı ve hisse başına kar oranları, borsadaki yatırımcılar tarafından kullanılan oranlardır. Yapılan bazı araştırmalar, ilk iki oranın düşük olmasının, şirketin hisselerinin yatırım için uygun olduğu anlamına geldiğini ifade ederken, son oranın yüksek olması arzu edilen bir durumdur.

Fiyat/kazanç oranına bakıldığında, Egeli ile Co. Tarım GSYO'nun 2014 yılında kazanç başına fiyatı yüksek iken, 2013 yılında kazanç başına fiyatının 1,00-TL'nin altına düşmüş olduğu ve diğer yıllarda da eksilere düştüğü görülmektedir. Şirketin hisse senedinin fiyatının yatırım için uygun olup olmadığına karar verebilmek için sektördeki diğer şirketlerin aynı oranları ile karşılaştırma yapmak gerekir.

Piyasa değeri/defter değeri oranına bakıldığında 2017 yılında hisse senedi değeri, diğer yıllarda ise hisse senedinin fiyatı defter değerinin altına düşmüştür. Bu oranın düşük olması, ilgili şirketin hisse senedinin fiyatının ucuz olduğu anlamına gelmekle birlikte, şirketin gelecekte beklenen faaliyetlerinin kötü olduğu anlamına da gelebilir. Dolayısı ile şirketin karlılık gibi diğer oranlarına da bakmak gerekir.

Hisse başına kar oranına bakıldığında 2013 ve 2014 yıllarında oranın yüksek olduğu, diğer yıllarda ise hisse başına zarar ettiği görülmektedir. Hisse başına karın yüksek olması her zaman olumlu karşılanmakla beraber yalnız bu orana bakarak yatırım kararı almak da doğru olmayabilir. Bu orana bakarak, genel olarak şirketin 2013 ve 2014 yıllarında piyasa performansının iyi olduğu, diğer yıllarda ise kötü olduğu ifade edebilir.

Aşağıdaki Tablo -14'te, Gedik GSYO'nun 2012-2017 yılları arasındaki finansal oranları yer almaktadır.

Tablo -14: Gedik Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığının 2012-2017 Yılları Arasındaki Finansal Oranları

Yıllar	Yatırım Oranları		Likidite Oranı	Mali Yapı Oranları				Karlılık Oranları		Piyasa Performans Oranları		
	Girişim Sermayesi Yatırımları/ Toplam Aktif	Menkul Kıymet Yatırımları/ Toplam Aktif	Nakit Oran	Öz Sermaye/ Toplam Pasif	Borç/ Toplam Pasif	Kısa Vadeli Borç/ Toplam Pasif	Uzun Vadeli Borç/ Toplam Pasif	% Değer		Fiyat/ Kazanç Oranı	Piyasa Değeri/ Defter Değeri	Hisse Başına Kar Oranı
								Öz Sermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı			
2012	0,0000	0,0502	475,0000	0,9969	0,0031	0,0011	0,0021	3,04	3,03	49,3799	1,5006	0,0348
2013	0,2136	0,1484	207,3272	0,9960	0,0040	0,0038	0,0002	-0,10	-0,99	- 97,7216	0,9733	-0,0102
2014	0,0254	0,2658	454,6355	0,9979	0,0021	0,0017	0,0005	3,86	3,86	26,8839	1,0388	0,0413
2015	0,4409	0,0833	160,4049	0,9966	0,0034	0,0034	0,0000	6,15	6,13	16,6846	1,0264	0,0695
2016	0,4665	0,0827	372,5748	0,9982	0,0018	0,0013	0,0005	4,63	4,62	20,9929	0,9725	0,0553
2017	0,4591	0,0000	384,5471	0,9980	0,0020	0,0013	0,0008	-31,37	-31,31	-4,1762	1,3102	-0,2850
Ortalama	0,2676	0,1051	342,4149	0,9973	0,0027	0,0021	0,0007	-2,30	-2,44	2,0073	1,1370	-0,0157

Kaynak: Yatırım ortaklıklarının finansal tablolarından yararlanarak hesaplandı.

Tablo -14'e bakıldığında, Gedik GSYO'nun 2012 yılında girişim sermayesi yatırımı yapmadığı, 2013 yılında % 21 ve 2014 yılında ise % 3 civarında bir yatırım yaptığı görülmektedir. Diğer yıllarda ise aktiflerinin % 50'sine yakını girişim sermayesi fonlarına yatırdığı görülmektedir. Menkul kıymet yatırımlarına bakıldığında, aktiflerinin ortalama % 11'e yakını menkul kıymetlere yatırdığı görülmektedir. Bu da şirketin risk almayarak aktiflerinin ortalama % 27'sini girişim sermayesine, % 11'ini menkul kıymetlere yatırım yaptığını göstermektedir. Şirketin elinde atıl fon bulundurduğunu ve risk alarak faaliyette bulunmadığını göstermektedir.

Likidite durumuna bakıldığında, nakit oranın yıllar itibari ile farklılık göstermiş olduğu görülmektedir. Şirketin yıllar itibariyle nakit oranının ortalama 342 olduğu görülmektedir. Sermayesinin bir kısmını menkul kıymet yatırımlarında değerlendirdiği içi nakit oranı bu derece yüksek çıkmaktadır.

Gedik GSYO'nun mali yapı durumuna bakıldığında, öz sermayesinin toplam pasif içindeki payının yıllar itibariyle ortalama % 99'lara kadar ulaştığı görülmektedir. Şirketin mali yapısının öz sermayeye dayalı olarak oluşturulduğundan dolayı borç ödeme sıkıntısı söz konusu olmamaktadır.

Borç oranına bakıldığında ise, ortalama binde 3 civarında gerçekleştiği görülmektedir. Benzer şekilde kısa vadeli borç oranının binde 2, uzun vadeli borç oranının ise binde 1 civarında gerçekleştiği görülmektedir. Bu oran değerleri, şirketin finansman kaynaklarını kuruluş amacına uygun olarak öz sermayeye dayalı olarak gerçekleştirdiğini göstermektedir.

Öz sermaye karlılığına bakıldığında, 2013 ve 2017 yıllarında şirketin zarar ettiği, diğer yıllarda ise şirketin öz sermaye karlılığının ortalama % 4 civarında olduğu görülmektedir. Bu da, şirketin 2013 ve 2017 yıllarında iyi yönetilmediğini, bununla birlikte, diğer şirketlerin karlılıkları ile de karşılaştırdıktan sonra daha doğru bir sonuca ulaşılabilir.

Aktif karlılığına bakıldığında, benzer şekilde 2013 ve 2017 yıllarında zarar edilmesine karşın geriye kalan 2012, 2014, 2015 ve 2016 yıllarında kar edilmiştir. Şirketin aktif karlılık durumu konusunda net yorum yapabilmek için diğer şirketlerin bu yıllardaki karlılıklarına da bakmak gerekir.

Gedik GSYO'nun fiyat/kazanç oranına bakıldığında, 2012, 2014, 2015 ve 2016 yıllarında kazanç başına fiyatının yüksek iken 2013 ve 2017 yılında kazanç başına fiyatının 1,00-TL'nin altına düşmüş olduğu görülmektedir. Şirketin geçmiş dönemlerine bakıldığında, 2013 yılında 1,00-TL'nin altına düştüğü ve tekrar yükselişe geçtiği görülmektedir. Şirketin hisse senedinin fiyatının yatırım için uygun olup olmadığına karar verebilmek için sektördeki diğer şirketlerin aynı oranları ile karşılaştırma yapmak gerekir.

Piyasa değeri/defter değeri oranına bakıldığında 2013 ve 2016 yıllarında hisse senedinin fiyatı defter değerinin altına düşmüş, diğer yıllarda ise hisse senedinin fiyatı değerlendirilmiştir. Bu oranın yüksek olması, ilgili şirketin hisse senedinin fiyatının yüksek olduğu anlamına gelmekle birlikte, şirketin beklenen faaliyetlerinin iyi olduğu anlamına da gelebilir. Dolayısı ile şirketin karlılık gibi diğer oranlarına da bakmak gerekir.

Hisse başına kar oranına bakıldığında, 2013 ve 2017 yıllarında zarar ettiği diğer yıllarda ise hisse başına ortalama % 5 kar ettiği görülmektedir. Hisse başına karın yüksek olması her zaman olumlu karşılanmakla beraber yalnız bu orana bakarak yatırım kararı almak da doğru olmayabilir. Bu orana bakarak, genel olarak şirketin 2013 ve 2017 yıllarında piyasa performansının kötü olduğu diğer yıllarda ise iyi olduğu ifade edilebilir.

Aşağıdaki Tablo -15'te, Gözde GSYO'nun 2012-2017 yılları arasındaki finansal oranları yer almaktadır.

Tablo -15: Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığının 2012-2017 Yılları Arasındaki Finansal Oranları

Yıllar	Yatırım Oranları		Likidite Oranı	Mali Yapı Oranları				Karlılık Oranları		Piyasa Performans Oranları		
	Girişim Sermayesi Yatırımları/ Toplam Aktif	Menkul Kıymet Yatırımları/ Toplam Aktif	Nakit Oran	Öz Sermaye/ Toplam Pasif	Borç / Toplam Pasif	Kısa Vadeli Borç/ Toplam Pasif	Uzun Vadeli Borç/ Toplam Pasif	% Değer		Fiyat/ Kazanç Oranı	Piyasa Değeri/ Defter Değeri	Hisse Başına Kar Oranı
								Öz Sermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı			
2012	0,8236	0,0000	0,0224	0,7246	0,2754	0,2752	0,0002	15,86	11,49	4,1628	0,6601	0,5213
2013	0,8938	0,0000	0,0113	0,4554	0,5446	0,2041	0,3405	0,28	0,13	235,0520	0,6522	0,0091
2014	0,6727	0,0000	1,1920	0,4722	0,5278	0,1002	0,4277	7,98	3,77	18,5552	1,4807	0,1563
2015	0,7552	0,0000	0,0003	0,5106	0,4894	0,4894	0,0000	9,63	4,92	11,1124	1,0704	0,2088
2016	0,9729	0,0000	0,0012	0,5565	0,4435	0,2520	0,1915	12,28	6,83	5,8661	0,7204	0,3034
2017	0,9752	0,0000	0,0032	0,7170	0,2830	0,1826	0,1003	67,66	48,51	1,0911	0,7382	5,1690
Ortalama	0,8489	0,0000	0,2051	0,5727	0,4273	0,2506	0,1767	18,95	12,61	45,9733	0,8870	1,0613

Kaynak: Yatırım ortaklıklarının finansal tablolarından yararlanarak hesaplandı.

Tablo -15'e bakıldığında, Gözde GSYO'nun 2014 yılında % 67, 2015 yılında ise % 76 civarında girişim sermayesi yatırımı yaptığı görülmektedir. Diğer yıllarda ise aktiflerinin % 85'ini girişim sermayesi yatırımlarına yatırdığı görülmektedir. Menkul kıymet yatırımlarına bakıldığında, menkul kıymetlere yatırım yapılmadığı görülmektedir. Bu da şirketin risk alarak aktiflerinin ortalama % 85'ini girişim sermayesine yatırdığını göstermektedir.

Likidite durumuna bakıldığında, nakit oranın yıllar itibari ile farklılık gösterdiği görülmektedir. Şirketin 2014 yılı hariç diğer yıllarda nakit oranı, genel kabul görmüş % 20 oranının altında olduğu görülmektedir. Bu da şirketin alacaklarını tahsil edemediğinde kısa vadeli borçlarını ödeme gücüne sahip olmadığını, diğer bir ifade ile yeterli nakit değere sahip olmadığını göstermektedir.

Gözde GSYO'nun mali yapı durumuna bakıldığında, öz sermayesinin toplam pasif içindeki payının yıllar itibariyle ortalama % 57'ye kadar ulaştığı görülmektedir. Şirketin mali yapısının öz sermayeye dayalı olarak oluşturulduğundan dolayı borç ödeme sıkıntısı söz konusu olmamaktadır.

Borç oranına bakıldığında ise, bu oranın ortalama % 43 civarında gerçekleştiği görülmektedir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için % 50 civarında olması normal karşılanabilir. Benzer şekilde kısa vadeli borç oranının ortalama % 25 ve uzun vadeli borç oranı ise % 18 civarında gerçekleştiği görülmektedir. Bu oran değerleri, şirketin finansman kaynaklarını, hem öz sermayeye hem de yabancı kaynaklara dayalı olarak gerçekleştirdiğini göstermektedir.

Gözde GSYO'nun öz sermaye karlılığına bakıldığında, 2013 yılı hariç diğer yıllarda ortalama % 23 civarında öz sermaye karlılığı olduğu görülmektedir. Bu da, şirketin 2013 yılında iyi yönetilmediğini, bununla birlikte, diğer şirketlerin karlılıkları ile de karşılaştırdıktan sonra daha doğru sonuca varılabilir.

Aktif karlılığına bakıldığında, 2013 yılı hariç diğer yıllarda ortalama % 15 civarında aktif karlılığı olduğu görülmektedir. Şirketin aktif karlılık durumu konusunda net yorum yapabilmek için diğer şirketlerin bu yıllardaki karlılıklarına da bakmak gerekir.

Gözde GSYO'nun fiyat/kazanç oranına bakıldığında, 2013 yılında kazanç başına fiyatın maksimum seviyede olduğu, diğer yıllarda ise fiyat/kazanç oranının ortalama 8,16-TL olduğu görülmektedir. Bu da şirketin hisse senedi fiyatının çok yüksek olduğu için şimdi alımının uygun olmadığını, ancak hisse senedinin fiyatının yatırım için uygun olup olmadığına karar verebilmek için sektördeki diğer şirketlerin aynı oranları ile karşılaştırma yapmak gerekir.

Piyasa değeri/defter değeri oranına bakıldığında 2014 ve 2015 yıllarında hisse senedi değeri değeri diğer yıllarda ise hisse senedinin fiyatı defter değerinin altına düşmüştür. Bu oranın yüksek olması, ilgili şirketin hisse senedinin fiyatının pahalı olduğu anlamına gelmekle birlikte, şirketin gelecekteki beklenen faaliyetlerinin iyi olduğu anlamına da gelebilir. Dolayısı ile şirketin karlılık gibi diğer oranlarına da bakmak gerekir.

Hisse başına kar oranına bakıldığında şirketin yıllar itibari ile kar ettiği görülmektedir. 2017 yılında hisse başına 5,00-TL katı kadar kar elde edilmiştir. Hisse başına karın yüksek olması her zaman olumlu karşılanmakla beraber yalnız bu orana bakarak yatırım kararı almak da doğru olmayabilir. Bu orana bakarak, genel olarak şirketin yıllar itibari ile iyi yönetildiği, 2017 yılında ise piyasa performansının çok iyi olduğunu ifade edebiliriz.

Aşağıdaki Tablo -16'da, Hedef GSYO'nun 2012-2017 yılları arasındaki finansal oranları yer almaktadır.

Tablo -16: Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığının 2012-2017 Yılları Arasındaki Finansal Oranları.

Yıllar	Yatırım Oranları		Likidite Oranı	Mali Yapı Oranları				Karlılık Oranları		Piyasa Performans Oranları		
	Girişim Sermayesi Yatırımları/ Toplam Aktif	Menkul Kıymet Yatırımları/ Toplam Aktif	Nakit Oran	Öz Sermaye/ Toplam Pasif	Borç/ Toplam Pasif	Kısa Vadeli Borç/ Toplam Pasif	Uzun Vadeli Borç/ Toplam Pasif	% Değer		Fiyat/ Kazanç Oranı	Piyasa Değeri/ Defter Değeri	Hisse Başına Kar Oranı
								Öz Sermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı			
2012	0,0000	0,2153	54,4277	0,9847	0,0153	0,0151	0,0002	11,68	11,50	—	—	0,1640
2013	0,6325	0,1439	0,9249	0,6488	0,3512	0,3510	0,0002	10,17	6,60	—	—	0,1135
2014	0,6223	0,2154	1,1189	0,6667	0,3334	0,3330	0,0004	5,25	3,50	—	—	0,0633
2015	0,3006	0,5643	165,0000	0,9982	0,0018	0,0015	0,0003	24,08	24,03	8,6920	2,0929	0,3785
2016	0,2865	0,5261	380,0000	0,9978	0,0022	0,0017	0,0005	4,68	4,67	18,5048	0,8660	0,0762
2017	0,7638	0,1612	270,9487	0,9984	0,0016	0,0008	0,0009	54,09	54,00	1,8063	0,9770	1,3564
Ortalama	0,4343	0,3044	145,4034	0,8824	0,1176	0,1172	0,0004	18,33	17,38	9,6677	1,3120	0,3587

Kaynak: Yatırım ortaklıklarının finansal tablolarından yararlanarak hesaplandı.

Tablo -16'ya bakıldığında, Hedef GSYO'nun 2012 yılında girişim sermayesi yatırımı yapmadığı, 2015 yılında % 30 ve 2016 yılında ise % 29 civarında bir yatırım yaptığı görülmektedir. Diğer yıllarda ise aktiflerinin ortalama % 67'sini girişim sermayesi fonlarına yatırdığı görülmektedir. Menkul kıymet yatırımlarına bakıldığında, aktiflerinin ortalama % 30'una yakını menkul kıymetlere yatırdığı görülmektedir. Bu da, şirketin risk almayarak aktiflerinin ortalama % 43'ünü girişim sermayesine, % 30'unu menkul kıymetlere yatırım yaptığını ve elinde % 27 atıl fon bulundurduğunu göstermektedir.

Likidite durumuna bakıldığında, nakit oranın yıllar itibari ile farklılık göstermiş olduğu görülmektedir. Şirketin yıllar itibariyle nakit oranının ortalama 145 olduğu görülmektedir. Bu da şirketin gereğinden fazla nakit değere sahip olduğunu göstermektedir.

Hedef GSYO'nun mali yapı durumuna bakıldığında, öz sermayesinin toplam pasif içindeki payının yıllar itibariyle ortalama % 88'lere kadar ulaştığı görülmektedir. Şirketin mali yapısının öz sermayeye dayalı olarak oluşturulduğundan dolayı borç ödeme sıkıntısı söz konusu olmamaktadır.

Borç oranına bakıldığında ise ortalama % 12 civarında gerçekleştiği görülmektedir. Benzer şekilde kısa vadeli borç oranı yıllar itibari ile % 12 civarında, uzun vadeli borç oranı ise on binde 4 olduğu görülmektedir. Bu oran değerleri, şirketin finansman kaynaklarını kuruluş amacına uygun olarak öz sermayeye dayalı olarak gerçekleştirdiğini göstermektedir.

Hedef GSYO'nun öz sermaye karlılığına bakıldığında, yıllar itibari ile öz sermaye karlılığı farklılık gösterse de, 2012 yılında % 12, 2013 yılında % 10 olduğu, 2014 yılında % 5'e düştüğü, 2015 yılında % 24'e yükseldiği, 2016 yılında % 5'e düştüğü ve 2017 yılında % 54'e yükseldiği görülmektedir. Bu da, şirketin yıllar itibari ile öz sermaye karlılığının farklılık gösterse de şirketin genel olarak iyi yönetildiğini, bununla birlikte, diğer şirketlerin karlılıkları ile de karşılaştırdıktan sonra daha doğru bir sonuca ulaşılabilir.

Aktif karlılığına bakıldığında, yıllar itibari ile farklılık gösterse de 2012 yılında % 11,68 iken 2013 yılında % 6,6 ve 2014 yılında % 3,5'e düştüğü, 2015 yılında % 24'e yükseldiği, 2016 yılında % 4,67'ye düştüğü ve 2017 yılında % 54'e yükseldiği görülmektedir. Bu da, şirketin yıllar itibari ile aktif karlılığının farklılık gösterse de şirketin

karlılık durumu konusunda net yorum yapabilmek için diğer şirketlerin bu yıllardaki karlılıklarına da bakmak gerekir.

2015 yılında Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlayan Hedef GSYO'nun Fiyat/kazanç oranına bakıldığında, 2015 yılında kazanç başına fiyatı 8,69-TL, 2016 yılında 18,50-TL iken 2017 yılında 1,80-TL'ye düştüğü görülmektedir.

Piyasa değeri/defter değeri oranına bakıldığında, 2015 yılında hisse senedi değeriyle diğer yıllarda ise hisse senedinin fiyatı defter değerinin altına düşmüştür. Bu oranın düşük olması, ilgili şirketin hisse senedinin fiyatının ucuz olduğu anlamına gelmekle birlikte, şirketin gelecekteki beklenen faaliyetlerinin kötü olduğu anlamına da gelebilir. Dolayısı ile şirketin karlılık gibi diğer oranlarına da bakmak gerekir.

Hisse başına kar oranına bakıldığında, yıllar itibariyle hisse başına kar oranının 0,36 olduğu görülmektedir. Hisse başına karın yüksek olması her zaman olumlu karşılanmakla beraber yalnız bu orana bakarak yatırım kararı almak da doğru olmayabilir. Bu orana bakarak, genel olarak şirketin 2017 yılında piyasa performansının iyi olduğu diğer yıllarda ise kötü olduğu ifade edilebilir.

Aşağıdaki Tablo -17'de, İş GSYO'nun 2012-2017 yılları arasındaki finansal oranları yer almaktadır.

Tablo -17: İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığının 2012-2017 Yılları Arasındaki Finansal Oranları.

Yıllar	Yatırım Oranları		Likidite Oranı	Mali Yapı Oranları				Karlılık Oranları		Piyasa Performans Oranları		
	Girişim Sermayesi Yatırımları/ Toplam Aktif	Menkul Kıymet Yatırımları/ Toplam Aktif	Nakit Oran	Öz Sermaye/ Toplam Pasif	Borç/ Toplam Pasif	Kısa Vadeli Borç/ Toplam Pasif	Uzun Vadeli Borç/ Toplam Pasif	% Değerleri		Fiyat/ Kazanç Oranı	Piyasa Değeri/ Defter Değeri	Hisse Başına Kar Oranı
								Öz Sermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı			
2012	0,0000	0,2848	1,5574	0,6576	0,3424	0,2566	0,0858	22,10	14,54	1,9740	0,4364	0,8916
2013	0,0000	0,3012	2,1195	0,6387	0,3613	0,2274	0,1339	24,90	15,91	2,1415	0,5333	1,0040
2014	0,4201	0,4747	52,4314	0,9825	0,0175	0,0110	0,0065	5,52	5,42	11,3020	0,6240	0,1955
2015	0,5479	0,4036	37,3574	0,9852	0,0148	0,0120	0,0028	0,30	0,30	155,5564	0,4711	0,0103
2016	0,5383	0,2815	46,8699	0,9898	0,0102	0,0098	0,0004	0,41	0,41	105,6112	0,4371	0,0142
2017	0,7039	0,1790	34,3023	0,9905	0,0095	0,0085	0,0009	0,37	0,36	137,2979	0,5056	0,0127
Ortalama	0,3684	0,3208	29,1063	0,8741	0,1260	0,0876	0,0384	8,93	6,16	68,9805	0,5013	0,3547

Kaynak: Yatırım ortaklıklarının finansal tablolarından yararlanarak hesaplandı.

Tablo -17'ye bakıldığında, İş GSYO'nun 2012 ve 2013 yıllarında girişim sermayesi yatırımı yapmadığı, 2014 yılında % 42, 2015 yılında % 55, 2016 yılında % 54 ve 2017 yılında % 70 civarında bir girişim sermayesi yatırımı yaptığı görülmektedir. Menkul kıymet yatırımlarına bakıldığında, yıllar itibari ile menkul kıymetlere ortalama % 32 civarında yatırım yapıldığı görülmektedir. Bu da şirketin risk almayarak aktiflerinin ortalama % 37'sini girişim sermayesine, % 32'sini menkul kıymetlere yatırdığını ve elindeki aktiflerinin % 31'ini atıl fon olarak tuttuğunu göstermektedir.

Likidite durumuna bakıldığında, nakit oranın yıllar itibari ile farklılık göstermiş olduğu görülmektedir. Şirketin yıllar itibariyle nakit oranının ortalama 29 olduğu görülmektedir. Bu da, şirketin gereğinden fazla nakit değere sahip olduğunu göstermektedir.

İş GSYO'nun mali yapı durumuna bakıldığında, öz sermayesinin toplam pasif içindeki payının yıllar itibariyle ortalama % 87'ye kadar ulaştığı görülmektedir. Şirketin mali yapısının öz sermayeye dayalı olarak oluşturulduğundan dolayı borç ödeme sıkıntısı söz konusu olmamaktadır.

Borç oranına bakıldığında ise, ortalama % 13 civarında gerçekleştiği, kısa vadeli borç oranının ortalama % 9 ve uzun vadeli borç oranının ise % 4 civarında gerçekleştiği görülmektedir. Bu oran değerleri, şirketin finansman kaynaklarını hem öz sermayeye hem de yabancı kaynak kullanarak gerçekleştirdiğini göstermektedir.

İş GSYO'nun öz sermaye karlılığına bakıldığında, 2012 yılında % 22, 2013 yılında % 25 ve 2014 yılında % 6 civarında iken diğer yıllarda ortalama binde 4 civarında öz sermaye karlılığı olduğu görülmektedir. Bu da, şirketin yıllar itibari ile iyi yönetildiğini, bununla birlikte, diğer şirketlerin karlılıkları ile de karşılaştırdıktan sonra daha doğru sonuca ulaşılabileceği söylenebilir.

Aktif karlılığına bakıldığında, 2012 yılında % 15, 2013 yılında % 16 ve 2014 yılında % 5 civarında iken diğer yıllarda ortalama binde 4 civarında aktif karlılığı olduğu görülmektedir. Şirketin aktif karlılık durumu konusunda net yorum yapabilmek için diğer şirketlerin bu yıllardaki karlılıklarına da bakmak gerekir.

İş GSYO'nun fiyat/kazanç oranına bakıldığında, 2012 yılında 1,97-TL, 2013 yılında 2,14-TL, 2014 yılında 11,30-TL, 2015 yılında 155,56-TL, 2016 yılında 105,61-TL ve 2017

yılında 137,30-TL olduğu görülmektedir. Bu da şirketin hisse senedi fiyatının aşırı değerlenmiş olabileceğini, dolayısı ile hisse senedinin fiyatının yatırım için uygun olup olmadığına karar verebilmek için sektördeki diğer şirketlerin aynı oranları ile karşılaştırma yapmak gerekir.

Piyasa değeri/defter değeri oranına bakıldığında yıllar itibari ile hisse senedinin fiyatı defter değerinin altına düşmüştür. Bu oranın düşük olması, ilgili şirketin hisse senedinin fiyatının ucuz olduğu anlamına gelmekle birlikte, şirketin gelecekteki beklenen faaliyetlerinin kötü olduğu anlamına da gelebilir. Dolayısı ile şirketin karlılık gibi diğer oranlarına da bakmak gerekir.

Hisse başına kar oranına bakıldığında şirketin yıllar itibari ile kar ettiği görülmektedir. 2013 yılında hisse başına 1,00-TL kar ettiği, diğer yıllarda ise 1,00-TL'nin altında kar ettiği görülmektedir. Hisse başına karın yüksek olması her zaman olumlu karşılanmakla beraber yalnız bu orana bakarak yatırım kararı almak da doğru olmayabilir. Bu orana bakarak şirketin yıllar itibari ile iyi yönetildiği ifade edilebilir.

Aşağıdaki Tablo -18'de, Rhea GSYO'nun 2012-2017 yılları arasındaki finansal oranları yer almaktadır.

Tablo -18: Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığının 2012-2017 Yılları Arasındaki Finansal Oranları.

Yıllar	Yatırım Oranları		Likidite Oranı	Mali Yapı Oranları				Karlılık Oranları		Piyasa Performans Oranları		
	Girişim Sermayesi Yatırımları/ Toplam Aktif	Menkul Kıymet Yatırımları/ Toplam Aktif	Nakit Oran	Öz Sermaye/ Toplam Pasif	Borç/ Toplam Pasif	Kısa Vadeli Borç/ Toplam Pasif	Uzun Vadeli Borç/ Toplam Pasif	% Değerleri		Fiyat/ Kazanç Oranı	Piyasa Değeri/ Defter Değeri	Hisse Başına Kar Oranı
								Öz Sermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı			
2012	0,0000	0,0000	0,1372	0,7513	0,2487	0,1724	0,0763	-25,64	-19,26	-6,8039	1,7444	-0,2440
2013	0,0000	0,0000	0,0378	0,7450	0,2550	0,2344	0,0206	-27,17	-20,24	-3,2436	0,8814	-0,2127
2014	0,3579	0,0000	0,0010	0,7798	0,2202	0,2145	0,0056	-10,59	-8,26	-7,3698	0,7806	-0,1058
2015	0,3160	0,0000	0,0047	0,5796	0,4204	0,3748	0,0457	-60,31	-34,96	-3,0589	1,8450	-0,3760
2016	0,2903	0,0000	0,0031	0,4081	0,5919	0,5739	0,0180	-52,03	-21,23	-5,2032	2,7074	-0,2133
2017	0,0660	0,0000	1,2162	0,4897	0,5103	0,4977	0,0126	34,44	16,87	5,6194	1,9352	0,2011
Ortalama	0,1717	0,0000	0,2333	0,6256	0,3744	0,3446	0,0298	-23,55	-14,51	-3,3433	1,6490	-0,1585

Kaynak: Yatırım ortaklıklarının finansal tablolarından yararlanarak hesaplandı.

Tablo 18'e bakıldığında, Rhea GSYO'nun 2012 ve 2013 yıllarında girişim sermayesi yatırımı yapmadığı, 2014 yılında % 36, 2015 yılında %32, 2016 yılında % 29 ve 2017 yılında % 7 girişim sermayesi yatırımı yaptığı görülmektedir. Menkul kıymet yatırımlarına bakıldığında, menkul kıymetlere de yatırım yapmadığı görülmektedir. Bu da şirketin aktiflerinin ortalama % 17'sini girişim sermayesine, % 83'ünde atıl fon olarak elinde tuttuğunu göstermektedir. Şirketin risk almayarak yatırım yaptığı ve elinde atıl fon bulundurduğu söylenebilir.

Likidite durumuna bakıldığında, nakit oranın yıllar itibari ile farklılık göstermiş olduğu görülmektedir. Şirketin 2017 yılı hariç diğer yıllarda nakit oranının, genel kabul görmüş % 20 değerinin altında olduğu görülmektedir. Bu da şirketin alacaklarını tahsil edemediğinde kısa vadeli borçlarını ödeme gücüne sahip olmadığını, diğer bir ifade ile yeterli nakit değere sahip olmadığını göstermektedir.

Rhea GSYO'nun mali yapı durumuna bakıldığında, öz sermayesinin toplam pasif içindeki payının yıllar itibariyle ortalama % 63'lere kadar ulaştığı görülmektedir. Mali yapısında yeterli derecede öz sermaye kaynağı kullanıldığından, uzun vadeli borç ödeme sıkıntısının söz konusu olmadığı söylenebilir.

Borç oranına bakıldığında, bu oranın ortalama % 37 civarında gerçekleştiği, kısa vadeli borç oranının ortalama % 34 ve uzun vadeli borç oranının ise % 3 civarında gerçekleştiği görülmektedir. Bu oran değerleri, şirketin finansman kaynaklarını hem öz sermaye hem de yabancı kaynak kullanarak gerçekleştirdiğini göstermektedir.

Rhea GSYO'nun öz sermaye karlılığına bakıldığında, 2017 yılında şirketin öz sermaye karlılığı yüksek iken diğer yıllarda zarar ettiği görülmektedir. Bu da, şirketin 2017 yılında iyi yönetildiğini diğer yıllarda ise iyi yönetilmediğini göstermekle birlikte, diğer şirketlerin karlılıkları ile de karşılaştırdıktan sonra daha doğru sonuca ulaşılacağı ifade edilebilir.

Aktif karlılığına bakıldığında, benzer şekilde 2017 yılında kar edilmesine karşın geriye kalan yıllarda zarar edilmiştir. Şirketin karlılık durumu konusunda net yorum yapabilmek için diğer şirketlerin bu yıllardaki karlılıklarına da bakmak gerekir.

Rhea GSYO'nun fiyat/kazanç oranına bakıldığında, 2017 yılında kazanç başına fiyatının 5,62-TL iken diğer yıllarda da eksilere düştüğü görülmektedir. Şirketin hisse senedi fiyatının yatırım için uygun olup olmadığına karar verebilmek için sektördeki diğer şirketlerin aynı oranları ile karşılaştırma yapmak gerekir.

Piyasa değeri/defter değeri oranına bakıldığında 2013 ve 2014 yıllarında hisse senedinin fiyatı defter değerinin altına düşmüş diğer yıllarda ise hisse senedi değerlendirilmiştir. Bu oranın yüksek olması, ilgili şirketin hisse senedinin fiyatının pahalı olduğu anlamına gelmekle birlikte, şirketin gelecekteki beklenen faaliyetlerinin iyi olduğu anlamına da gelebilir. Dolayısı ile şirketin karlılık gibi diğer oranlarına da bakmak gerekir.

Hisse başına kar oranına bakıldığında 2017 yılında 0,20-TL kar olduğu, diğer yıllarda ise hisse başına zarar olduğu görülmektedir. Hisse başına zararın olması her zaman olumsuz karşılanmamakla beraber yalnız bu orana bakarak yatırım kararı almak da doğru olmayabilir. Bu orana bakarak, genel olarak şirketin 2017 yılında piyasa performansının iyi olduğunu diğer yıllarda ise kötü olduğunu ifade edebiliriz.

Aşağıdaki Tablo -19'da, Verusaturk GSYO'nun 2012-2017 yılları arasındaki finansal oranları yer almaktadır.

Tablo -19: Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığının 2012-2017 Yılları Arasındaki Finansal Oranları.

Yıllar	Yatırım Oranları		Likidite Oranı	Mali Yapı Oranları				Karlılık Oranları		Piyasa Performans Oranları		
	Girişim Sermayesi Yatırımları/ Toplam Aktif	Menkul Kıymet Yatırımları/ Toplam Aktif	Nakit Oran	Öz Sermaye/ Toplam Pasif	Borç / Toplam Pasif	Kısa Vadeli Borç / Toplam Pasif	Uzun Vadeli Borç/ Toplam Pasif	% Değerleri		Fiyat /Kazanç Oranı	Piyasa Değeri/ Defter Değeri	Hisse Başına Kar Oranı
								Öz Sermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı			
2012	0,0000	0,4561	2.935,0000	0,9999	0,0001	0,0001	0,0000	69,43	69,42	—	—	2,2156
2013	0,0000	0,9959	5,9868	0,8336	0,1664	0,1664	0,0000	18,58	15,49	—	—	0,2686
2014	0,0000	0,9852	5,4721	0,8193	0,1807	0,1807	0,0000	7,32	5,99	—	—	0,1141
2015	0,0000	0,9062	5,9756	0,8456	0,1544	0,1542	0,0002	26,72	22,59	4,9960	1,3347	0,6385
2016	0,0000	0,9304	15,1913	0,9383	0,0616	0,0613	0,0004	17,23	16,17	7,4240	1,2792	0,4351
2017	0,0000	0,9871	32,4825	0,9693	0,0307	0,0304	0,0003	16,59	16,09	4,9226	0,8169	0,4835
Ortalama	0,0000	0,8768	500,0181	0,9010	0,0990	0,0989	0,0002	25,98	24,29	5,7809	1,1436	0,6926

Kaynak: Yatırım ortaklıklarının finansal tablolarından yararlanarak hesaplandı.

Tablo -19'a bakıldığında, Verusaturk GSYO'nun bütün yıllarda girişim sermayesi yatırımı yapmadığı görülmektedir. Menkul kıymet yatırımlarına bakıldığında ise, aktiflerinin ortalama % 88'e yakını menkul kıymetlere yatırdığı görülmektedir. Bu da şirketin risk almayarak aktiflerinin % 88'ini menkul kıymetlere yatırım yaptığını ve elinde % 12'lik atıl fon bulundurduğunu göstermektedir.

Likidite durumuna bakıldığında, nakit oranın yıllar itibari ile farklılık göstermiş olduğu görülmektedir. Şirketin yıllar itibariyle nakit oranının ortalama 500 olduğu görülmektedir. Bu da, şirketin varlıklarını kısa vadeli yatırımlarda değerlendirdiğini göstermektedir.

Verusaturk GSYO'nun mali yapı durumuna bakıldığında, öz sermayesinin toplam pasif içindeki payının yıllar itibariyle ortalama % 90'lara kadar ulaştığı görülmektedir. Şirketin mali yapısının öz sermayeye dayalı olarak oluşturulduğundan dolayı borç ödeme sıkıntısı söz konusu olmamaktadır.

Borç oranına bakıldığında ise, bu oranın ortalama % 10 civarında gerçekleştiği, kısa vadeli borç oranının yıllar itibari ile % 10'a yakın olduğu ve uzun vadeli borç oranının on binde 2 olduğu görülmektedir. Bu oran değerleri, şirketin finansman kaynaklarını öz sermayeye dayalı olarak gerçekleştirdiğini göstermektedir.

Verusaturk GSYO'nun öz sermaye karlılığına bakıldığında, yıllar itibari ile öz sermaye karlılığı farklılık gösterse de ortalama % 26 civarında olduğu görülmektedir. Bu da, şirketin genel olarak iyi yönetildiğini, bununla birlikte, diğer şirketlerin karlılıkları ile de karşılaştırdıktan sonra daha doğru sonuca varılabilir.

Aktif karlılığına bakıldığında, yıllar itibari ile farklılık gösterse de ortalama % 24 civarında aktif karlılığı olduğu görülmektedir. Bu da, şirketin yıllar itibari ile aktif karlılığının iyi olduğunu, ancak şirketin karlılık durumu konusunda net bir yorum yapabilmek için diğer şirketlerin bu yıllardaki karlılıklarına da bakmak gerekir.

2015 yılında Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlayan Verusaturk girişim sermayesi yatırım ortaklığının Fiyat/kazanç oranına bakıldığında, 2015 yılında kazanç başına fiyatın 5,00-TL, 2016 yılında 7,42-TL iken 2017 yılında 4,92-TL'ye düşmüştür. Bu da şirketin hisse senedi fiyatının çok yüksek olmadığı için satın

alımının uygun olabileceğini gösterir, ancak sektördeki diğer şirketlerin aynı oranları ile de karşılaştırma yapmak gerekir.

Piyasa değeri/defter değeri oranına bakıldığında, 2015 ve 2016 yılında hisse senedi değeri, 2017 yılında ise hisse senedinin fiyatı defter değerinin altına düşmüştür. Bu oranın düşük olması, ilgili şirketin hisse senedinin fiyatının ucuz olduğu anlamına gelmekle birlikte, şirketin gelecekteki beklenen faaliyetlerinin kötü olduğu anlamına da gelebilir. Dolayısı ile şirketin karlılık gibi diğer oranlarına da bakmak gerekir.

Hisse başına kar oranına bakıldığında, şirketin, 2012 yılında oranın 2,22-TL iken diğer yıllarda ortalama 0,39-TL hisse başına kar ettiği görülmektedir. Hisse başına karın yüksek olması her zaman olumlu karşılanmakla beraber yalnız bu orana bakarak yatırım kararı almak da doğru olmayabilir. Bu orana bakarak, şirketin yıllar itibari ile piyasa performansının iyi olduğunu ifade edebiliriz.

4.5.2. Şirketlerin Finansal Performanslarının Karşılaştırmalı olarak Analiz Edilmesi

Bu kısımda, çalışmada kullanılan GSYO'ların finansal performanslarının, birbirleri ile ve sektör ile karşılaştırmalı olarak analizi yapılmaktadır. Analizde yer alan finansal oranların 6 yıllık ortalama değerleri kullanılmaktadır.

GSYO'ların, girişim sermayesi yatırımlarına hangi oranda yatırım yaptıkları aşağıdaki Tablo -20 de yer almaktadır.

Tablo -20: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının 2012-2017 Dönemine Ait Girişim Sermayesi Yatırımlarının Toplam Aktif İçerisindeki Ortalama Payları

Sıra No	Şirket Adı	Girişim Sermayesi Yatırımları / Toplam Aktif
1	Gözde GSYO	0,8489
2	Egeli İle Co. Tarım GSYO	0,7416
3	Hedef GSYO	0,4343
4	Sektör Ortalaması	0,4046
5	İş GSYO	0,3684
6	Gedik GSYO	0,2676
7	Rhea GSYO	0,1717
8	Verusaturk GSYO	0,0000

Tablo -20'ye bakıldığında, şirketlerin son 6 yıllık girişim sermayesi yatırımlarının ortalamasının (sektör Ortalaması) % 41 civarında olduğu görülmektedir. Gözde GSYO % 85 civarında ortalama ile 1. sırada yer alırken, onu % 74'le Egeli ile Co. Tarım GSYO ve % 43 ile Hedef GSYO takip etmektedir. İş GSYO % 37, Gedik GSYO % 27, Rhea GSYO % 17 ve Verusaturk GSYO % 0 girişim sermayesi yatırımı gerçekleştirmiştir. Gözde GSYO ve Egeli ile Co. Tarım GSYO'ların kuruluş amaçlarına uygun olarak yüksek miktarda girişim sermayesi yatırımı yaptıkları, Rhea GSYO ve Verusaturk GSYO ise en alt sırada oldukları görülmektedir.

GSYO'ların, menkul kıymet yatırımlarına hangi oranda yatırım yaptıkları aşağıdaki Tablo -21 de yer almaktadır.

Tablo -21: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının 2012-2017 Dönemine Ait Menkul Kıymet Yatırımlarının Toplam Aktif İçerisindeki Payı

Sıra No	Şirket Adı	Menkul Kıymet Yatırımları / Toplam Aktif
1	Verusaturk GSYO	0,8768
2	İş GSYO	0,3208
3	Hedef GSYO	0,3044
4	Sektör Ortalaması	0,2346
5	Gedik GSYO	0,1051
6	Egeli İle Co. Tarım GSYO	0,0355
7	Gözde GSYO	0,0000
8	Rhea GSYO	0,0000

Tablo 21'e bakıldığında şirketlerin son 6 yıllık menkul kıymet yatırımlarının ortalamasının % 23 civarında olduğu görülmektedir. Verusaturk GSYO % 88 civarında değer ile 1. sırada yer alırken onu % 32 ile İş GSYO ve % 30 ile Hedef GSYO takip etmektedir. Gedik GSYO % 10, Egeli ile Co. Tarım GSYO % 4, Gözde GSYO % 0 ve Rhea GSYO % 0 oranında menkul kıymetlere yatırım yapmışlardır. Verusaturk GSYO, İş GSYO ve Hedef GSYO aktiflerinin büyük bir kısmını menkul kıymetlere yatırarak risk almadan gelir elde etmeyi amaçlamışlardır. Gedik GSYO ve Egeli ile Co. Tarım GSYO ise aktiflerin çok az bir kısmını menkul kıymetlere yatırmışlardır. Gözde GSYO ve Rhea GSYO ise menkul kıymetlere yok denecek kadar az yatırım yapmışlardır.

GSYO'ların, nakit oran ortalamaları aşağıdaki Tablo -22'de yer almaktadır.

Tablo -22: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının 2012-2017 Dönemine Ait Nakit Oran Ortalamaları

Sıra No	Şirket Adı	(Hazır Değerler + Menkul Kıymetler) / Kısa Vadeli Borçlar
1	Verusaturk GSYO	500,0181
2	Gedik GSYO	342,4149
3	Sektör Ortalaması	146,5079
4	Hedef GSYO	145,4039
5	İş GSYO	29,1063
6	Egeli İle Co. Tarım GSYO	8,1746
7	Rhea GSYO	0,2333
8	Gözde GSYO	0,2051

Tablo -22'ye bakıldığında, şirketlerin 6 yıllık nakit oran ortalamaları ile sektör ortalamasının olması gerekenden daha yüksek çıktığı görülmektedir. Nakit oranın 0,20 olması normal kabul edilirken girişim sermayesi şirketlerinin sermaye şirketi olması sebebiyle nakit oranlarının olması gerekenden çok daha yüksek olduğu görülmektedir. Yine, nakit oranın sektör ortalamasının 146,50 olduğu, girişim sermayesi şirketlerinden Verusaturk GSYO'nun 500,02 ve Gedik GSYO'nun 342,41 nakit oran değerleri ile sektör ortalamasının üstünde yer aldıkları, diğer şirketlerin ise, sektör ortalamasının altında yer aldıkları görülmektedir. Şirketlerinin genel olarak normal kabul edilen 0,20 değerinin üstünde yer aldığı görülmektedir. Bu da şirketlerin faaliyetlerini sağlıklı bir şekilde yürüttüklerini ve alacaklarını tahsil edemediklerinde kısa vadeli borçlarını ödemekte problem yaşamayacaklarını göstermektedir.

GSYO'ların, toplam pasif içerisindeki öz sermaye payları, aşağıdaki Tablo-23'te yer almaktadır.

Tablo -23: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının 2012-2017 Dönemine Ait Öz Sermaye/Toplam Pasif Oran Ortalamaları

Sıra No	Şirket Adı	Öz Sermaye/Toplam Pasif
1	Gedik GSYO	0,9973
2	Verusaturk GSYO	0,9010
3	Egeli İle Co. Tarım GSYO	0,8884
4	Hedef GSYO	0,8824
5	İş GSYO	0,8741
6	Sektör Ortalaması	0,8202
7	Rhea GSYO	0,6256
8	Gözde GSYO	0,5727

Tablo -23'e bakıldığında, Rhea GSYO ve Gözde GSYO hariç diğer şirketlerin tamamının sektör'ün üzerinde öz sermaye oranına sahip oldukları görülmektedir. Yine, öz sermaye oranı en yüksek olan şirketin Gedik GSYO ve en düşük olan şirketin Gözde GSYO olduğu görülmektedir.

GSYO'ların, toplam pasif içerisindeki borç payları, aşağıdaki Tablo-24'te yer almaktadır.

Tablo -24: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının 2012-2017 Dönemine Ait Borç/Toplam Pasif Oran Ortalamaları

Sıra No	Şirket Adı	Borç/Toplam Pasif
1	Gözde GSYO	0,4273
2	Rhea GSYO	0,3744
3	<i>Sektör Ortalaması</i>	<i>0,1798</i>
4	İş GSYO	0,1260
5	Hedef GSYO	0,1176
6	Egeli İle Co. Tarım GSYO	0,1116
7	Verusaturk GSYO	0,0990
8	Gedik GSYO	0,0027

Tablo -24'e bakıldığında, Gözde GSYO ve Rhea GSYO hariç diğer şirketlerin tamamının sektör'ün altında borç oranına sahip oldukları görülmektedir. Yine, borç oranı en yüksek olan şirketin Gözde GSYO ve en düşük olan şirketin Gedik GSYO olduğu görülmektedir.

GSYO'ların, toplam pasif içerisindeki kısa vadeli borç payları, aşağıdaki Tablo-25'te yer almaktadır.

Tablo -25: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının 2012-2017 Dönemine Ait Kısa Vadeli Borç Oran Ortalamaları

Sıra No	Şirket Adı	Kısa Vadeli Borç/Toplam Pasif
1	Rhea GSYO	0,3446
2	Gözde GSYO	0,2506
3	<i>Sektör Ortalaması</i>	<i>0,1350</i>
4	Hedef GSYO	0,1172
5	Verusaturk GSYO	0,0989
6	İş GSYO	0,0876
7	Egeli İle Co. Tarım GSYO	0,0444
8	Gedik GSYO	0,0021

Tablo -25'e bakıldığında, Rhea ve Gözde GSYO'lar hariç diğer şirketlerin tamamının sektör'ün altında kısa vadeli borç oranına sahip oldukları görülmektedir. Yine, kısa vadeli borç oranı en yüksek olan şirketin Rhea GSYO ve en düşük olan şirketin Gedik GSYO olduğu görülmektedir.

GSYO'ların, toplam pasif içerisindeki uzun vadeli borç payları, aşağıdaki Tablo-26'da yer almaktadır.

Tablo -26: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının 2012-2017 Dönemine Ait Uzun Vadeli Borç Oran Ortalamaları

Sıra No	Şirket Adı	Uzun Vadeli Borç/Toplam Pasif
1	Gözde GSYO	0,1767
2	Egeli İle Co. Tarım GSYO	0,0671
3	Sektör Ortalaması	0,0448
4	İş GSYO	0,0384
5	Rhea GSYO	0,0298
6	Gedik GSYO	0,0007
7	Hedef GSYO	0,0004
8	Verusaturk GSYO	0,0002

Tablo -26'ya bakıldığında, Gözde ve Egeli İle Co. Tarım GSYO'lar hariç diğer şirketlerin tamamının sektör'ün altında uzun vadeli borç oranına sahip oldukları görülmektedir. Yine, uzun vadeli borç oranı en yüksek olan şirketin Gözde GSYO ve en düşük olan şirketin Verusaturk GSYO olduğu görülmektedir.

GSYO'ların, öz sermaye karlılığı, aşağıdaki Tablo-27'de yer almaktadır.

Tablo -27: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının 2012-2017 Dönemine Ait Öz Sermaye Karlılığı Ortalamaları

Sıra No	Şirket Adı	Net Kar/Öz Sermaye
1	Verusaturk GSYO	0,2598
2	Gözde GSYO	0,1895
3	Hedef GSYO	0,1833
4	İş GSYO	0,0893
5	Sektör Ortalaması	0,0467
6	Gedik GSYO	-0,0230
7	Egeli İle Co. Tarım GSYO	-0,1367
8	Rhea GSYO	-0,2355

Tablo -27'ye bakıldığında, Verusaturk, Gözde, Hedef ve İş GSYO'ların sektörün üzerinde öz sermaye karlılığına sahip oldukları, diğer şirketlerin tamamının ise zarar ettikleri görülmektedir. Yine, öz sermaye karlılığı en yüksek şirketin Verusaturk GSYO ve en fazla zarar eden şirketin Rhea GSYO olduğu görülmektedir.

GSYO'ların, aktif karlılığı, aşağıdaki Tablo-28'de yer almaktadır.

Tablo -28: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının 2012-2017 Dönemine Ait Aktif Karlılığı Ortalamaları

Sıra No	Şirket Adı	Net Kar/Toplam Aktif
1	Verusaturk GSYO	0,2429
2	Hedef GSYO	0,1738
3	Gözde GSYO	0,1261
4	İş GSYO	0,0616
5	Sektör Ortalaması	0,0487
6	Gedik GSYO	-0,0244
7	Egeli İle Co. Tarım GSYO	-0,0940
8	Rhea GSYO	-0,1451

Tablo -28'e bakıldığında, Verusaturk, Hedef, Gözde ve İş GSYO'ların sektörün üzerinde aktif karlılığa sahip oldukları, diğer şirketlerin tamamının ise zarar ettikleri görülmektedir. Yine, aktif karlılığı en yüksek şirketin Verusaturk GSYO ve en fazla zarar eden şirketin Rhea GSYO olduğu görülmektedir.

GSYO'ların, fiyat/kazanç oranları, aşağıdaki Tablo-29'da yer almaktadır.

Tablo -29: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının 2012-2017 Dönemine Ait Fiyat/Kazanç Oran Ortalamaları

Sıra No	Şirket Adı	Hisse Senedinin Piyasa Değeri/Hisse Başına Kar
1	İş GSYO	68,9805
2	Gözde GSYO	45,9733
3	Sektör Ortalaması	18,4001
4	Hedef GSYO	9,6677
5	Verusaturk GSYO	5,7809
6	Gedik GSYO	2,0073
7	Rhea GSYO	-3,3433
8	Egeli İle Co. Tarım GSYO	-6,0238

Tablo -29'a bakıldığında, İş ve Gözde GSYO'ların sektörün üzerinde fiyat kazanç oranına sahip oldukları, Hedef, Verusaturk ve Gedik GSYO'ların, sektörün altında fiyat/kazanç oranına sahip oldukları, diğer şirketlerin fiyat/kazanç oranlarının ise eksi değerlere düştüğü görülmektedir. Yine, fiyat/kazancı en yüksek şirketin İş GSYO ve en düşük olan şirketin Egeli İle Co. Tarım GSYO olduğu görülmektedir.

GSYO'ların, piyasa değeri/defter değeri oranları, aşağıdaki Tablo-30'de yer almaktadır.

Tablo -30: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının 2012-2017 Dönemine Ait Piyasa Değeri / Defter Değeri Oran Ortalamaları

Sıra No	Şirket Adı	(Hisse Senedinin Fiyatı*Ödenmiş Sermaye)/Öz Sermaye
1	Rhea GSYO	1,6490
2	Hedef GSYO	1,3120
3	Verusaturk GSYO	1,1436
4	Gedik GSYO	1,1370
5	Sektör Ortalaması	0,9805
6	Gözde GSYO	0,8870
7	Egeli İle Co. Tarım GSYO	0,5977
8	İş GSYO	0,5013

Tablo -30'a bakıldığında, Rhea, Hedef, Verusaturk ve Gedik GSYO'lar hariç diğer şirketlerin tamamının piyasa değeri/defter değeri oranlarının sektörün altında olduğu görülmektedir. Yine, piyasa değeri/defter değeri oranı en yüksek olan şirketin Rhea GSYO ve en düşük olan şirketin İş GSYO olduğu görülmektedir.

GSYO'ların, hisse başına kar oranları, aşağıdaki Tablo-31'de yer almaktadır.

Tablo -31: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının 2012-2017 Dönemine Ait Hisse Başına Kar Oranı Ortalamaları

Sıra No	Şirket Adı	Net Kar/Hisse Senedi Sayısı
1	Gözde GSYO	1,0613
2	Verusaturk GSYO	0,6926
3	Hedef GSYO	0,3587
4	İş GSYO	0,3547
5	Sektör Ortalaması	0,3208
6	Gedik GSYO	-0,0157
7	Egeli İle Co. Tarım GSYO	-0,0476
8	Rhea GSYO	-0,1585

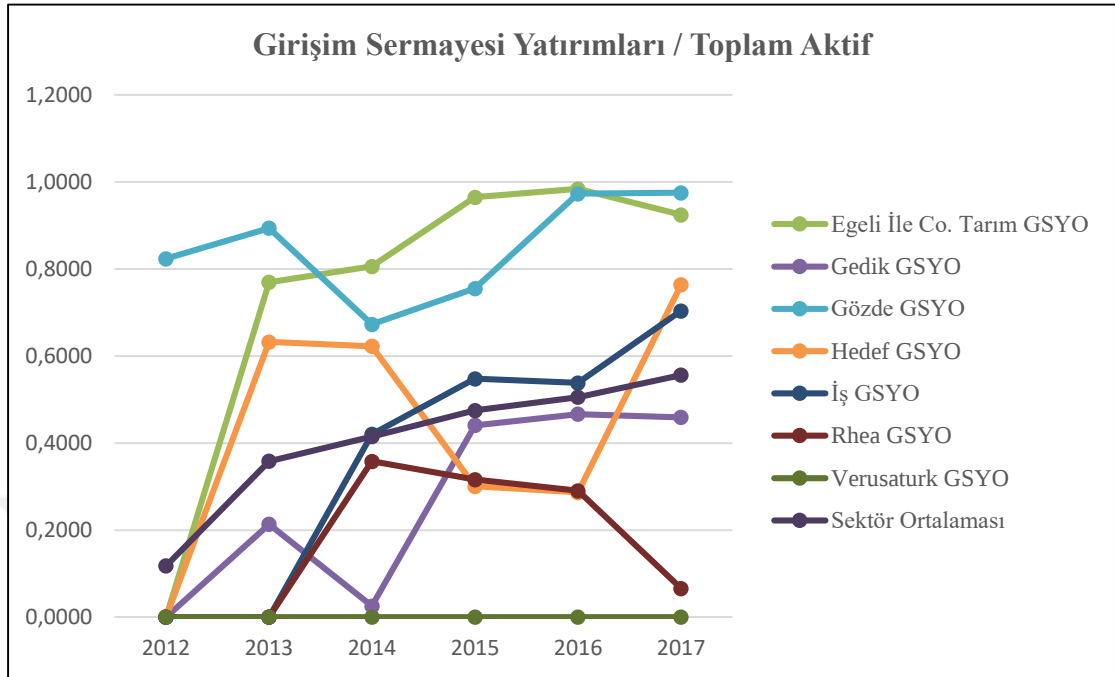
Tablo -31'e bakıldığında, Gözde, Verusaturk, Hedef ve İş GSYO'ların hisse başına kar oranlarının sektörün üzerinde olduğu, diğer şirketlerin ise hisse başına zarar ettikleri görülmektedir. Yine, hisse başına karın en yüksek olduğu şirketin Gözde GSYO ve en düşük olduğu şirketin Rhea GSYO olduğu görülmektedir.

4.5.3. Şirketlerin Finansal Performansının Karşılaştırmalı olarak Grafiklerle Analiz Edilmesi

Bu kısımda, çalışmada kullanılan girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının finansal performansları, karşılaştırmalı olarak grafiklerle analiz edilmektedir.

GSYO'ların, yıllar itibari ile girişim sermayesi yatırımlarının toplam aktif içindeki payları, aşağıdaki Grafik -3'te yer almaktadır.

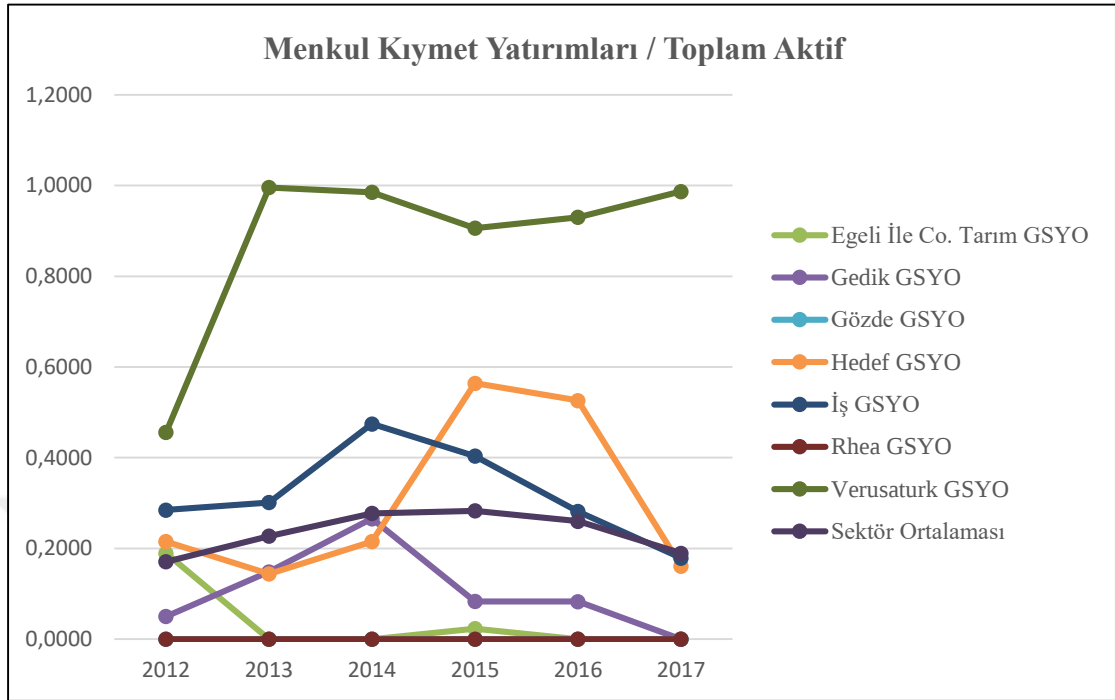
Grafik -3: Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yapmış Oldukları Girişim Sermayesi Yatırımlarının Toplam Aktif İçindeki Payları



Grafik -3’e bakıldığında, genel olarak Gözde, Egeli ile Co. Tarım ve Hedef GSYO’ların yıllar itibariyle sektör ortalamasının üzerinde yatırım yaptıkları görülmektedir. İş GSYO ise, 2013 yılından sonra yatırım yaparak sektör ortalamasının üzerine çıkmıştır. Gedik, Rhea ve Verusaturk GSYO’ların yatırımları ise, yıllar itibariyle sektör ortalamasının altında kalmıştır.

GSYO’ların, yıllar itibari ile menkul kıymet yatırımları, aşağıdaki Grafik -4’te yer almaktadır.

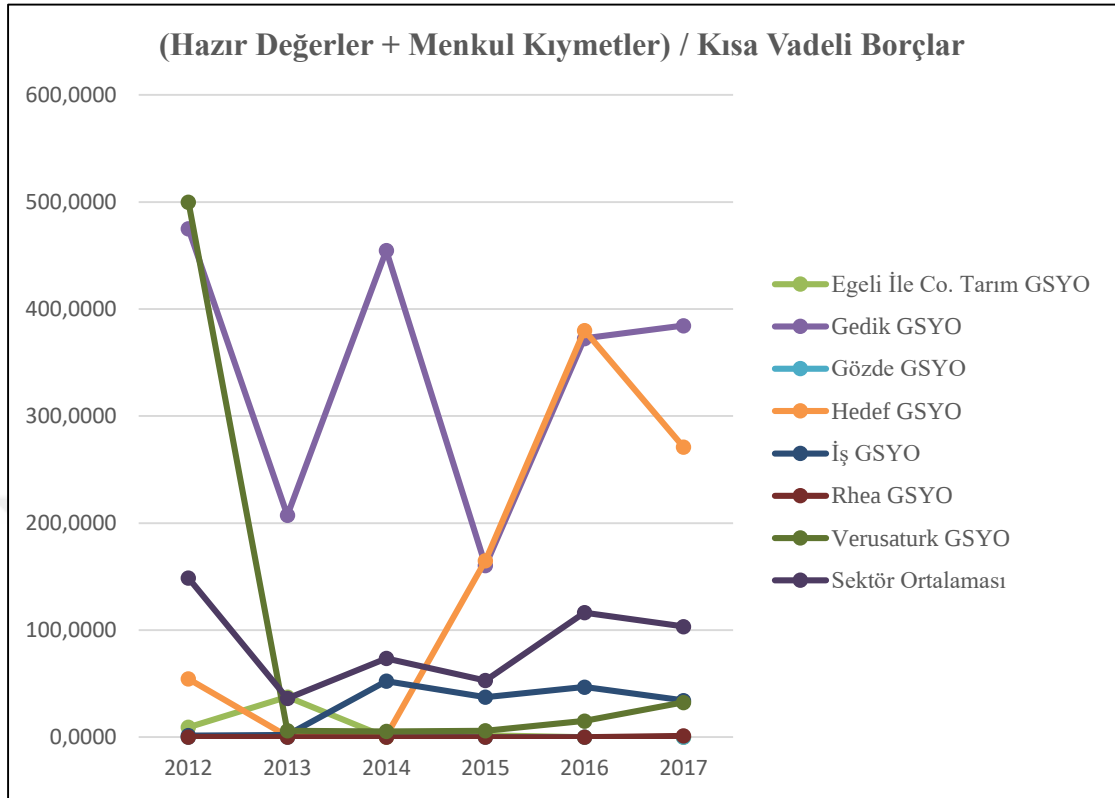
Grafik 4: Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Yapmış Oldukları Menkul Kıymet Yatırımlarının Toplam Aktif İçindeki Payları



Grafik -4’e bakıldığında, genel olarak Verusaturk ve İş GSYO’nun yatırımlarının, yıllar itibariyle sektör ortalamasının üzerinde, Egeli ile Co. Tarım, Gedik, Gözde ve Rhea GSYO’nun yatırımlarının sektör ortalamasının altında kaldığı görülmektedir. Hedef GSYO’nun, 2012 yılında sektörün üzerinde yatırım yaptığı, 2013 ve 2014 yıllarında sektörün altında kaldığı, 2015 ve 2016 yıllarında sektörün üzerine çıktığı ve 2017 yılında sektörün altında kaldığı görülmektedir.

GSYO’ların, yıllar itibari ile nakit oranları, aşağıdaki Grafik -5’da yer almaktadır.

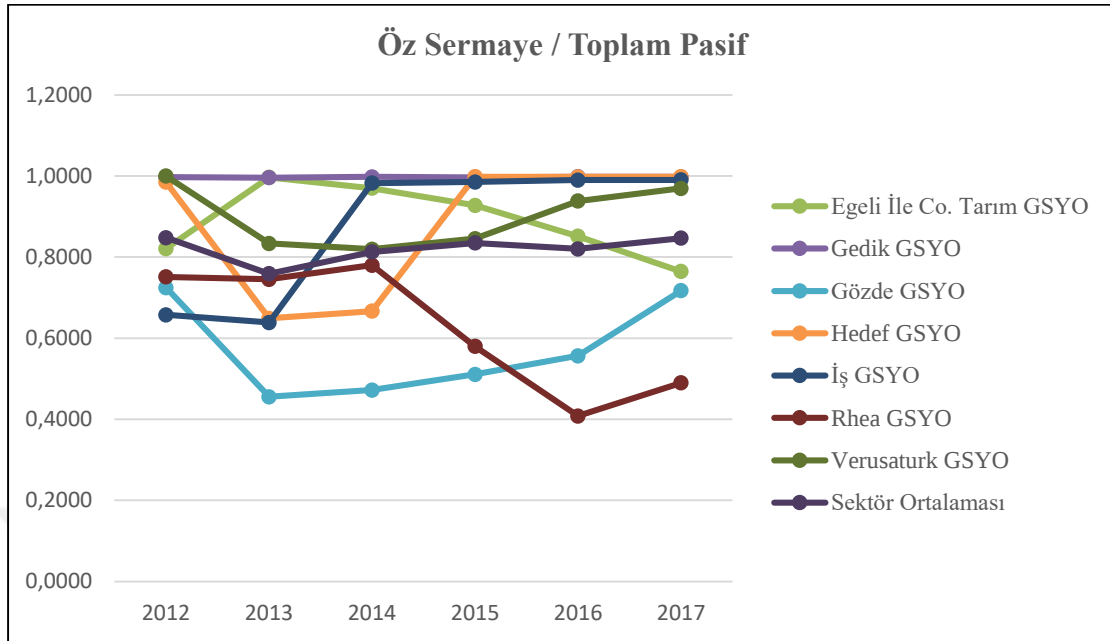
Grafik 5: Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Nakit Oranları



Grafik -5’e bakıldığında, genel olarak Gedik GSYO’nun nakit oranlarının yıllar itibari ile sektör ortalamasının üzerinde, Egeli ile Co. Tarım, Gözde, İş ve Rhea GSYO’nun nakit oranlarının sektör ortalamasının altında kaldığı görülmektedir. Hedef GSYO’nun ise 2012, 2013 ve 2014 yıllarında nakit oranlarının sektör’ün altında iken diğer yıllarda sektörün üstünde olduğu görülmektedir. Verusaturk GSYO’nun ise, 2012 yılında sektörün üstünde iken diğer yıllarda sektörün altında kaldığı görülmektedir.

GSYO’ların, yıllar itibari ile öz sermaye oranları, aşağıdaki Grafik -6’da yer almaktadır.

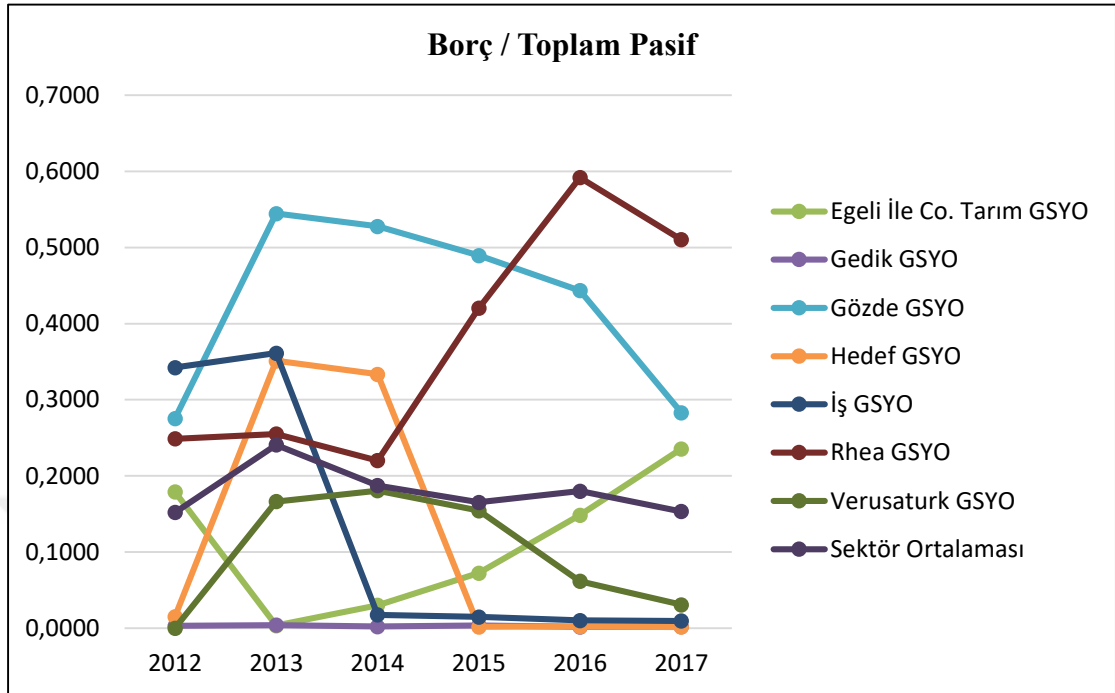
Grafik 6: Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Öz Sermaye Oranları



Grafik 6’ya bakıldığında, genel olarak Gedik ve Verusaturk GSYO’ların yıllar itibariyle sektör ortalamasının üzerinde, Gözde ve Rhea GSYO’ların ise sektör ortalamasının altında öz sermayeye sahip oldukları görülmektedir. Egeli ile Co. Tarım GSYO’nun, 2012 ve 2017 yıllarında sektörün altında kaldığı, diğer yıllarda ise sektörün üzerinde öz sermaye sahip olduğu görülmektedir. Hedef GSYO’nun 2013 ve 2014 yıllarında sektörün altında kaldığı, diğer yıllarda ise sektörün üzerinde öz sermaye sahip olduğu görülmektedir. İş GSYO’nun ise, 2012 ve 2013 yıllarında sektörün altında kaldığı, diğer yıllarda ise sektörün üzerinde öz sermaye sahip olduğu görülmektedir.

GSYO’ların, yıllar itibari ile borç oranları, aşağıdaki Grafik -7’de yer almaktadır.

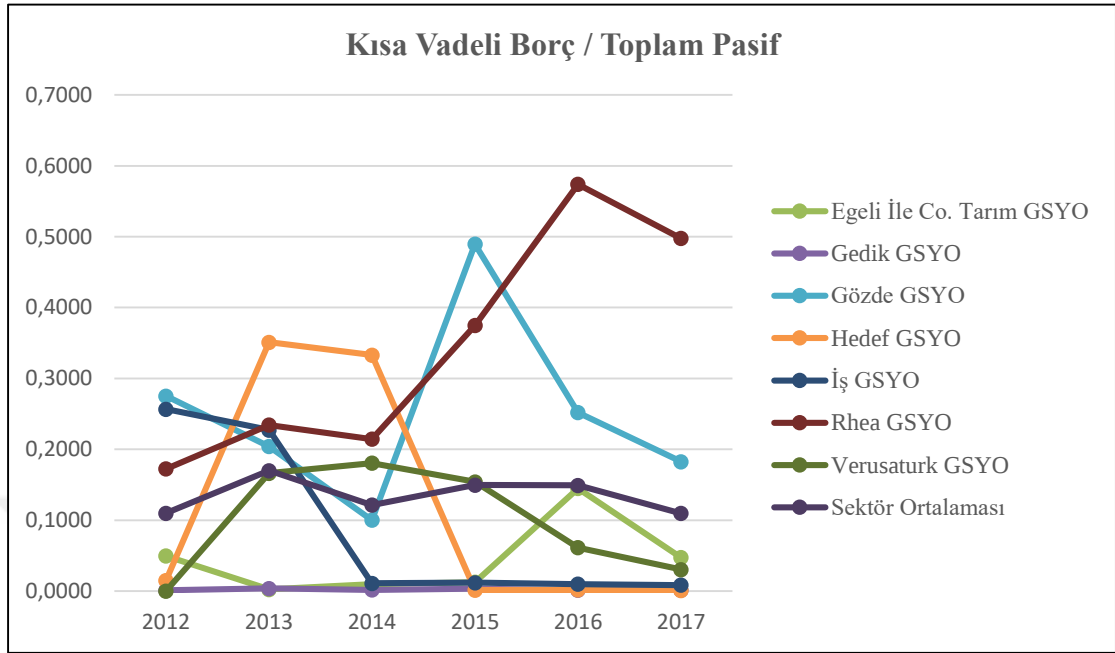
Grafik 7: Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Borç Oranları



Grafik -7’ e bakıldığında, genel olarak Gözde ve Rhea GSYO’ların yıllar itibari ile borç oranları sektör ortalamasının üzerinde iken, Verusaturk ve Gedik GSYO’ların borç oranlarının sektör ortalamasının altında olduğu görülmektedir. Egeli ile Co. Tarım GSYO’nun, 2012 ve 2017 yıllarında sektörün üzerinde iken, diğer yıllarda sektörün altında borç oranına sahip olduğu görülmektedir. Hedef GSYO’nun, 2013 ve 2014 yıllarında sektörün üzerinde iken, diğer yıllarda sektörün altında borç oranına sahip olduğu görülmektedir. İş GSYO’nun ise, 2012 ve 2013 yıllarında sektörün üzerinde iken, diğer yıllarda sektörün altında borç oranına sahip olduğu görülmektedir.

GSYO’ların, yıllar itibari ile kısa vadeli borç oranları, aşağıdaki Grafik -8’de yer almaktadır.

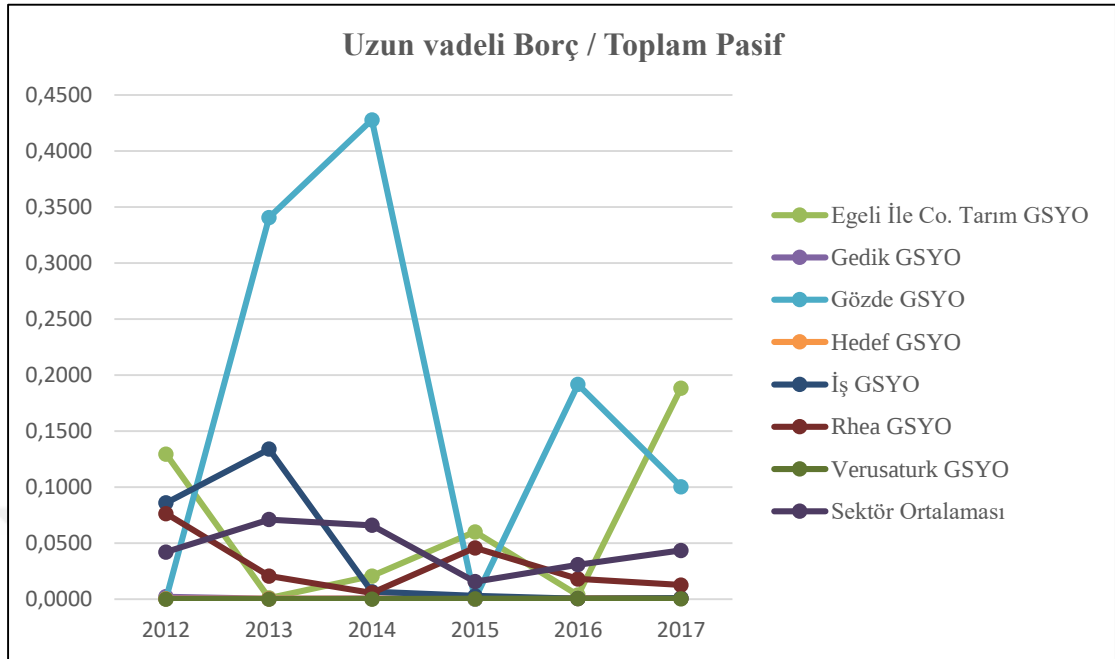
Grafik 8: Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Kısa Vadeli Borç Oranları



Grafik 8’e bakıldığında, genel olarak Gedik ve Egeli ile Co. Tarım GSYO’ların yıllar itibari ile kısa vadeli borç oranları sektör ortalamasının altında iken, Rhea GSYO’nun kısa vadeli borç oranının sektör ortalamasının üstünde olduğu görülmektedir. Hedef GSYO’nun, 2013 ve 2014 yıllarında sektör’ün üzerinde iken, diğer yıllarda, sektörün altında kısa vadeli borç oranına sahip olduğu görülmektedir. İş GSYO’nun, 2012 ve 2013 yıllarında sektörün üzerinde iken, diğer yıllarda, sektörün altında kısa vadeli borç oranına sahip olduğu görülmektedir. Gözde GSYO’nun, 2014 yıllarında sektörün altında iken, diğer yıllarda sektörün üzerinde kısa vadeli borç oranına sahip olduğu görülmektedir. Verusaturk GSYO’nun ise, 2014 ve 2015 yıllarında sektörün üzerinde iken, diğer yıllarda, sektörün altında kısa vadeli borç oranına sahip olduğu görülmektedir.

GSYO’ların, yıllar itibari ile uzun vadeli borç oranları, aşağıdaki Grafik -9’da yer almaktadır.

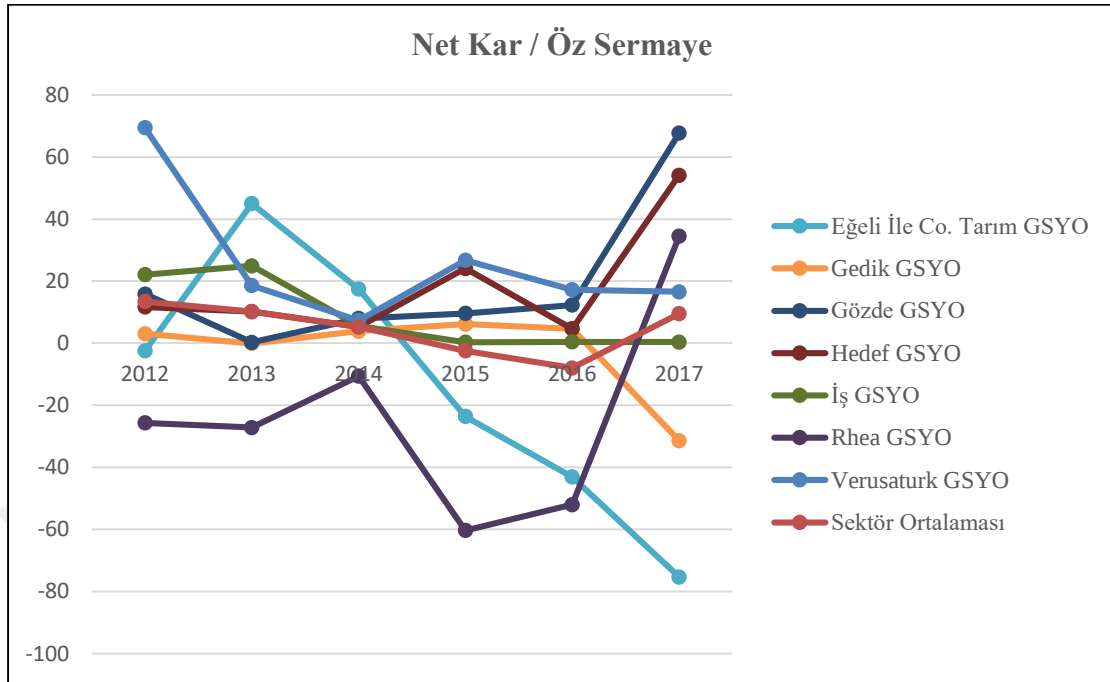
Grafik 9: Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Uzun Vadeli Borç Oranları



Grafik -9’a bakıldığında, genel olarak Gedik, Hedef ve Verusaturk GSYO’ların yıllar itibari ile uzun vadeli borç oranlarının sektör ortalamasının altında olduğu görülmektedir. Egeli ile Co. Tarım GSYO’nun, 2013, 2014 ve 2016 yıllarında sektörün altında iken, diğer yıllarda, sektörün üzerinde uzun vadeli borç oranına sahip olduğu görülmektedir. Gözde GSYO’nun, 2012 ve 2015 yıllarında sektörün altında iken, diğer yıllarda sektörün üzerinde uzun vadeli borç oranına sahip olduğu görülmektedir. İş GSYO’nun, 2012 ve 2013 yıllarında sektörün üzerinde iken, diğer yıllarda, sektör’ün altında uzun vadeli borç oranına sahip olduğu görülmektedir. Rhea GSYO’nun ise, 2012 ve 2015 yıllarında sektörün üzerinde iken, diğer yıllarda sektör’ün altında uzun vadeli borç oranına sahip olduğu görülmektedir.

GSYO’ların, yıllar itibari ile öz sermaye karlılığı, aşağıdaki Grafik -10’da yer almaktadır.

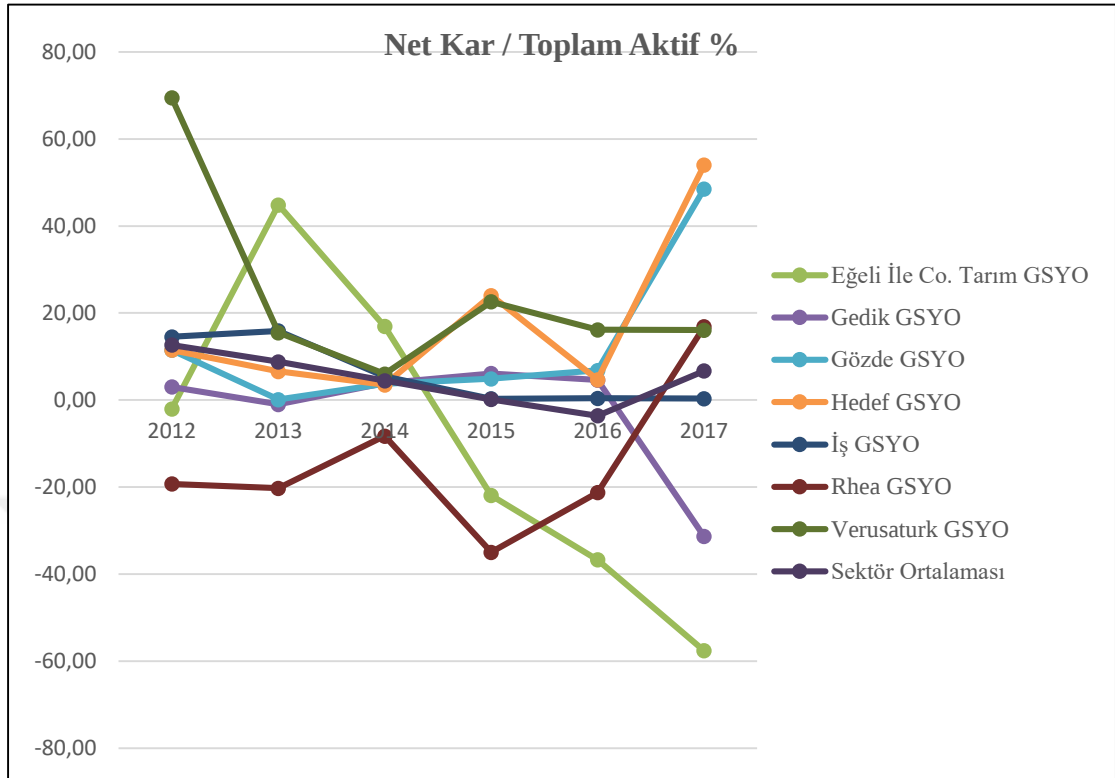
Grafik 10: Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Öz Sermaye Karlılığı Oranları



Grafik -10’a bakıldığında, genel olarak Verusaturk GSYO’nun yıllar itibari ile öz sermaye karlılığının sektör ortalamasının üstünde olduğu görülmektedir. Egeli ile Co. Tarım GSYO’nun, 2013 ve 2014 yıllarında öz sermaye karlılığı sektörün üstünde iken, diğer yıllarda sektörün altında olduğu görülmektedir. Gedik GSYO’nun 2015 ve 2016 yıllarında öz sermaye karlılığı sektörün üstünde iken, diğer yıllarda ise sektörün altında olduğu görülmektedir. Gözde GSYO’nun, 2013 yılında sektörün altında iken, diğer yıllarda sektörün üstünde öz sermaye karlılığı olduğu görülmektedir. Hedef GSYO’nun, 2012 ve 2013 yıllarında sektörün altında iken, diğer yıllarda ise sektörün üstünde öz sermaye karlılığı olduğu görülmektedir. İş GSYO’nun, 2017 yılında sektörün altında iken, diğer yıllarda ise sektörün üstünde öz sermaye karlılığı olduğu görülmektedir. Rhea GSYO’nun ise, 2017 yılı hariç diğer yıllarda öz sermaye karlılığının sektörün altında olduğu görülmektedir.

GSYO’ların, yıllar itibari ile aktif karlılığı, aşağıdaki Grafik -11’de yer almaktadır.

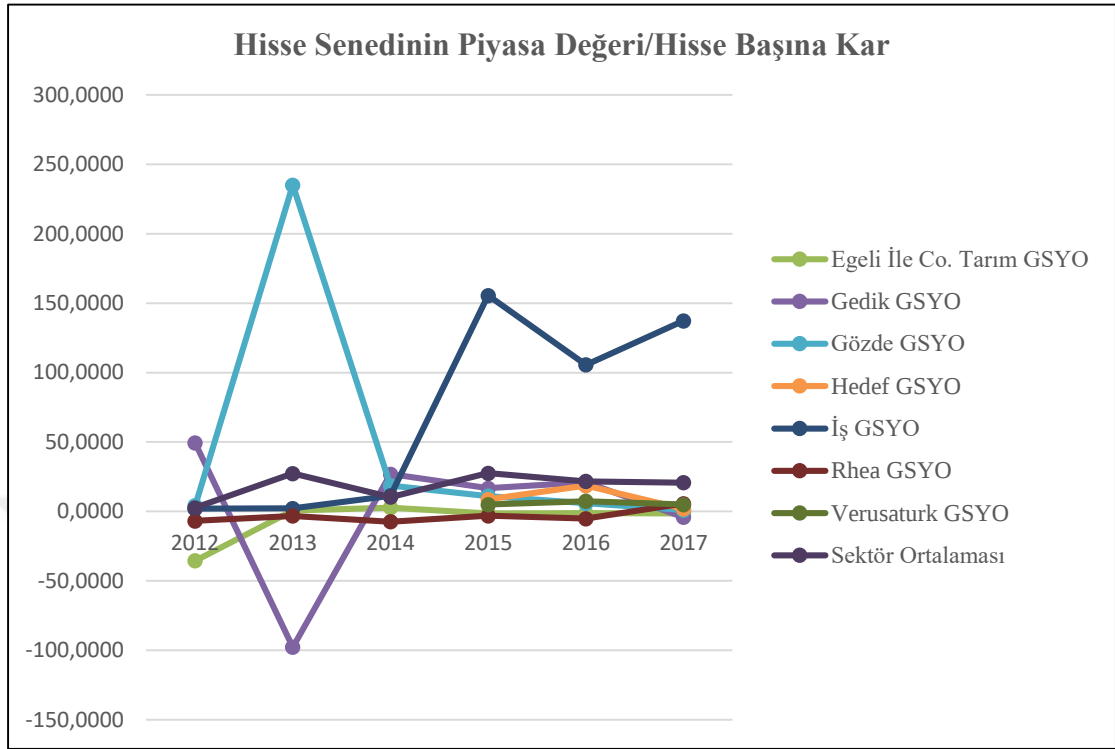
Grafik 11: Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Aktif Karlılığı Oranları



Grafik -11’e bakıldığında, genel olarak Verusaturk GSYO’nun yıllar itibari ile aktif karlılığının sektör ortalamasının üstünde olduğu görülmektedir. Eğeli ile Co. Tarım GSYO’nun, 2013 ve 2014 yıllarında aktif karlılığı sektörün üstünde iken, diğer yıllarda sektörün altında olduğu görülmektedir. Gedik GSYO’nun, 2012, 2013 ve 2017 yıllarında sektörün altında iken, 2015 ve 2016 yıllarında aktif karlılığının sektörün üstünde olduğu görülmektedir. Gözde GSYO’nun, 2012, 2013 ve 2014 yılları hariç diğer yıllarda aktif karlılığının sektör ortalamasının üstünde yer aldığı görülmektedir. Hedef GSYO’nun, 2012, 2013 ve 2014 yıllarında sektörün altında iken, diğer yıllarda sektörün üstünde aktif karlılığı olduğu görülmektedir. İş GSYO’nun, 2017 yılı hariç diğer yıllarda sektörün üstünde aktif karlılığının olduğu görülmektedir. Rhea GSYO’nun ise, 2017 yılı hariç diğer yıllarda aktif karlılığının sektörün altında görülmektedir.

GSYO’ların, yıllar itibari ile fiyat/kazanç oranları, aşağıdaki Grafik -12’de yer almaktadır.

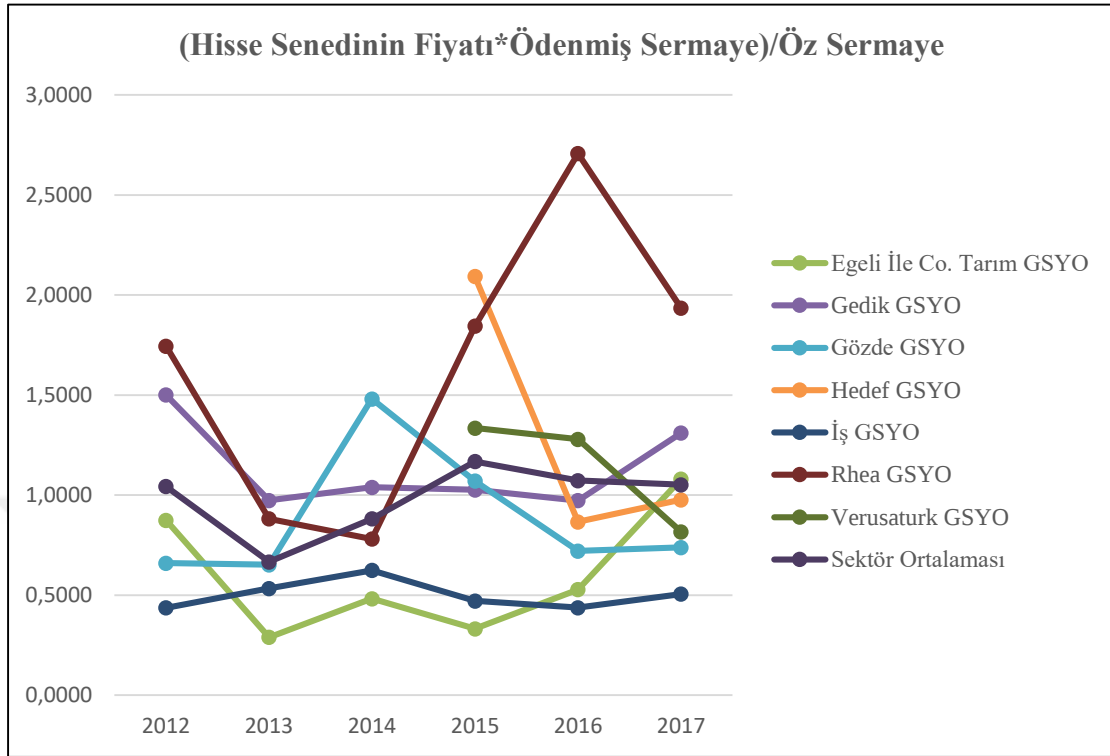
Grafik -12: Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Fiyat/Kazanç Oranları



Grafik 12’ye bakıldığında, genel olarak Egeli ile Co. Tarım, Hedef, Rhea ve Verusaturk GSYO’ların yıllar itibari ile fiyat/kazanç oranlarının, sektörün altında olduğu görülmektedir. Gedik GSYO’nun, 2012 ve 2014 yılları hariç diğer yıllarda fiyat/kazanç oranlarının sektörün altında olduğu görülmektedir. Gözde GSYO’nun, 2012, 2013 ve 2014 yılları hariç diğer yıllarda fiyat/kazanç oranlarının sektörün altında olduğu görülmektedir. İş GSYO’nun ise, 2012 ve 2013 yılları hariç diğer yıllarda fiyat/kazanç oranının sektörün üstünde olduğu görülmektedir.

GSYO’ların, yıllar itibari ile piyasa değeri/defter değeri oranları, aşağıdaki Grafik -13’te yer almaktadır.

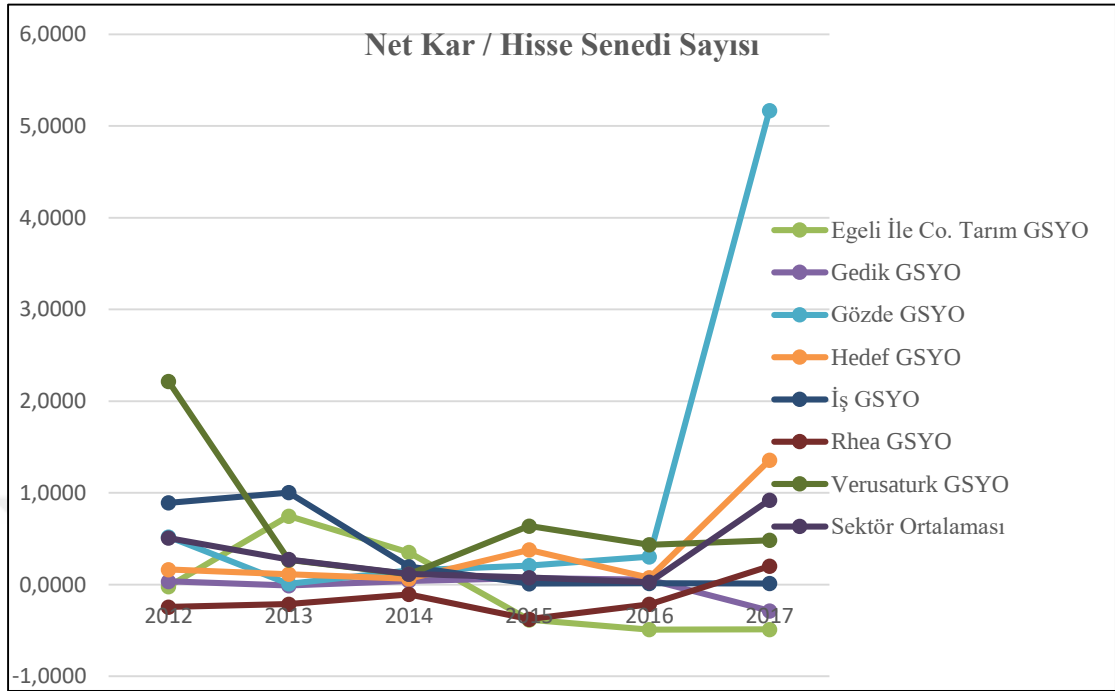
Grafik -13: Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranları



Grafik -13’e bakıldığında, genel olarak İş GSYO’nun, yıllar itibari ile piyasa değeri/defter değeri oranının sektörün altında olduğu görülmektedir. Egeli İle Co. Tarım GSYO’nun, 2017 yılı hariç diğer yıllarda piyasa değeri/defter değeri oranının sektörün altında olduğu görülmektedir. Gedik GSYO’nun, 2015 ve 2016 yılları hariç diğer yıllarda piyasa değeri/defter değeri oranının sektörün üstünde olduğu görülmektedir. Gözde GSYO’nun, 2014 yılı hariç diğer yıllarda piyasa değeri/defter değeri oranının sektörün altında olduğu görülmektedir. Hedef GSYO’nun 2015 yılı hariç diğer yıllarda piyasa değeri/defter değeri oranının sektörün altında olduğu görülmektedir. Rhea GSYO’nun, 2014 yılı hariç diğer yıllarda piyasa değeri/defter değeri oranının sektörün üstünde olduğu görülmektedir. Verusaturk GSYO’nun ise, 2017 yılı hariç diğer yıllarda piyasa değeri/defter değeri oranının sektörün üstünde olduğu görülmektedir.

GSYO’ların, yıllar itibari ile hisse başına kar oranları, aşağıdaki Grafik -14’te yer almaktadır.

Grafik 14: Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Hisse Başına Kar Oranları



Grafik 14’e bakıldığında, genel olarak Rhea GSYO’nun yıllar itibari ile hisse başına kar oranının sektörün altında olduğu görülmektedir. Egeli ile Co. Tarım GSYO’nun, 2013 ve 2014 yılları hariç diğer yıllarda hisse başına kar oranının sektörün altında olduğu görülmektedir. Gedik GSYO’nun, 2016 yılı hariç diğer yıllarda hisse başına kar oranının sektörün altında olduğu görülmektedir. Gözde GSYO’nun, 2013 yılı hariç diğer yıllarda hisse başına kar oranının sektörün üstünde olduğu görülmektedir. Hedef GSYO’nun, 2012, 2013 ve 2014 yılları hariç diğer yıllarda hisse başına kar oranının sektörün üstünde olduğu görülmektedir. İş GSYO’nun, 2012, 2013 ve 2014 yılları hariç diğer yıllarda hisse başına kar oranının sektörün altında olduğu görülmektedir. Verusaturk GSYO’nun ise, 2013 ve 2014 yılları hariç diğer yıllarda hisse başına kar oranının sektörün üstünde olduğu görülmektedir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Girişim sermayesi finansman modeli, özellikle ülkelerin ekonomik gelişim aşamalarında yoğun olarak kullanılmakta, bireysel teşebbüsün artırılması ve böylece işsizliğin azaltılarak üretimin desteklenmesi konularında ekonomiye büyük katkı sağlamaktadır. Bunun örnekleri, Amerika ve Avrupa'daki gelişmiş ülkelerin gelişim aşamalarında görülmektedir. Dolayısı ile gelişmekte olan ülkemiz için de, ekonominin kalkınması üretimin artırılması ve işsizliğin azaltılması aşamalarında bu finansman modelinden yararlanabileceği düşünülebilir.

Gelişmiş ülkelerin bu finansman modelini ilk kullanırken, devlet desteğinin ön planda olduğu daha sonra devletin payı azalarak özel sektörün ön plana çıktığı ve böylece riskli olan bu finansman modelinin yaygınlaşabildiği görülmektedir. Özellikle ülkelerin kalkınmaları aşamalarında önem arzeden bu finansman modelinin, ülkemizdeki durumunun araştırılması, bu modelden yeterli derecede yararlanılabilmesi için nelerin yapılması gerektiğinin ortaya konulması gibi konularda araştırmaların artırılması önem arz etmektedir. Bu amaçlar doğrultusunda bu tez çalışmasına başlanmıştır.

Şirketlerin tek tek analiz edilmesi sonucunda;

Egeli ile Co. Tarım GSYO'nun riskli olan girişim sermayesi yatırımlarına yıllar itibari ile büyük oranda yatırım yaptığı, risksiz menkul kıymetlere ise yok denecek kadar az yatırım yaptığı, likidite açısından, likidite durumunun yeterli olduğu ancak sürekli değişkenlik gösterdiği anlaşılmaktadır. Mali yapı oranları açısından, öz sermayesinin yüksek, borç oranının düşük olduğu görülmektedir. Karlılık açısından, analiz edilen yılların yalnız ikisinde kar ederken diğer dört yılda zarar etmektedir. Piyasa performans oranları açısından ise, piyasa performans oranlarından fiyat/kazanç oranının iki yıl hariç bütün yıllarda negatif olduğu, piyasa değeri/defter değeri oranının ise bütün yıllarda pozitif ve nominal değer altında olduğu görülmektedir.

Gedik GSYO'nun riskli olan girişim sermayesi yatırımlarına yıllar itibari ile ortalama % 27 yatırım yaptığı, risksiz menkul kıymetlere ise düşük denecek kadar az

yatırım yaptığı, likidite açısından, likidite durumunun yüksek olduğu ancak sürekli değişkenlik gösterdiği anlaşılmaktadır. Mali yapı oranları açısından, öz sermayesinin yüksek, borç oranının yok denecek kadar az olduğu görülmektedir. Karlılık açısından, analiz edilen yılların yalnız ikisinde zarar ederken diğer dört yılda kar etmektedir. Piyasa performans oranları açısından ise, piyasa performans oranlarından fiyat/kazanç oranının iki yıl hariç bütün yıllarda pozitif olduğu, piyasa değeri/defter değeri oranının ise bütün yıllarda pozitif ve bazı yıllarda nominal değerinin altında olduğu görülmektedir.

Gözde GSYO'nun riskli olan girişim sermayesi yatırımlarına yıllar itibari ile büyük oranda yatırım yaptığı, risksiz menkul kıymetlere ise yatırım yapmadığı, likidite açısından, likidite durumunun 2014 yılı hariç diğer yıllarda standart değerinin altında olduğu ve sürekli değişkenlik gösterdiği anlaşılmaktadır. Mali yapı oranları açısından, öz sermayesinin %57'lerde, borç oranının ise %43'lerde olduğu görülmektedir. Karlılık açısından, analiz edilen yılların tamamında kar edilirken, bazı yıllarda daha yüksek kar ve bazı yıllarda daha düşük kar edilmektedir. Piyasa performans oranları açısından ise, piyasa performans oranlarından fiyat/kazanç oranının bütün yıllarda pozitif olduğu, piyasa değeri/defter değeri oranının ise bütün yıllarda pozitif ve bazı yıllar nominal değerinin üstünde bazı yıllar ise nominal değerinin altında olduğu görülmektedir.

Hedef GSYO'nun riskli olan girişim sermayesi yatırımlarına yıllar itibari ile % 43 yatırım yaptığı, risksiz menkul kıymetlere ise % 30 yatırım yaptığı ve elinde atıl fon bulundurduğu, likidite açısından, likidite durumunun yeterli olduğu ancak sürekli değişkenlik gösterdiği anlaşılmaktadır. Mali yapı oranları açısından, öz sermayesinin yüksek, borç oranının düşük olduğu görülmektedir. Karlılık açısından, analiz edilen yılların tamamında kar edilirken, bazı yıllarda yüksek kar ve bazı yıllarda düşük kar edilmektedir. Piyasa performans oranları açısından ise, piyasa performans oranlarından fiyat/kazanç oranının bütün yıllarda pozitif olduğu, piyasa değeri/defter değeri oranının ise bütün yıllarda pozitif ve bazı yıllar nominal değerinin üstünde bazı yıllar nominal değerinin altında olduğu görülmektedir.

İş GSYO'nun riskli olan girişim sermayesi yatırımlarına yıllar itibariyle ortalama % 37 yatırım yaptığı, risksiz menkul kıymetlere %32 yatırım yaptığı, likidite açısından, likidite durumunun fazla olduğu ancak sürekli değişkenlik

gösterdiği anlaşılmaktadır. Mali yapı oranları açısından, öz sermayesinin yüksek, borç oranının düşük olduğu görülmektedir. Karlılık açısından, analiz edilen yılların tamamında kar edilirken, bazı yıllarda yüksek kar ve bazı yıllarda düşük kar edilmektedir. Piyasa performans oranları açısından ise, piyasa performans oranlarından fiyat/kazanç oranının bütün yıllarda pozitif olduğu, piyasa değeri/defter değeri oranının ise bütün yıllarda pozitif ve nominal değer altında olduğu görülmektedir.

Rhea GSYO'nun riskli olan girişim sermayesi yatırımlarına yıllar itibari ile düşük oranda yatırım yaptığı, risksiz menkul kıymetlere hiç yatırım yapmadığı, likidite açısından, likidite durumunun bir yıl hariç istenen diğer yıllarda istenen seviyenin altında olduğu anlaşılmaktadır. Mali yapı oranları açısından, öz sermayesinin % 63'lerde, borç oranının ise % 37'lerde olduğu görülmektedir. Karlılık açısından, analiz edilen yılların yalnız birinde kar ederken diğer beş yılda zarar etmektedir. Piyasa performans oranları açısından ise, piyasa performans oranlarından fiyat/kazanç oranının bir yıl hariç bütün yıllarda negatif olduğu, piyasa değeri/defter değeri oranının ise bütün yıllarda pozitif ve bazı yıllarda nominal değer altında olduğu görülmektedir.

Verusaturk GSYO'nun riskli olan girişim sermayesi yatırımlarına yıllar itibari ile hiç yatırım yapmadığı, risksiz menkul kıymetlere ise büyük oranda yatırım yaptığı, likidite açısından, likidite durumunun yüksek olduğu ve sürekli değişkenlik gösterdiği anlaşılmaktadır. Mali yapı oranları açısından, öz sermayesinin yüksek, borç oranının düşük olduğu görülmektedir. Karlılık açısından, analiz edilen yılların tamamında kar edilirken, bazı yıllarda yüksek ve bazı yıllarda düşük kar edilmiştir. Piyasa performans oranları açısından ise, piyasa performans oranlarından fiyat/kazanç oranının bütün yıllarda pozitif olduğu, piyasa değeri/defter değeri oranının ise bütün yıllarda pozitif, bazı yıllar nominal değer üstünde ve bazı yıllar nominal değerinin altında olduğu görülmektedir.

Şirketlerin karşılaştırılmalı olarak analiz edilmesi sonucunda;

Gözde GSYO'nun 2012-2017 döneminde, riskli olan girişim sermayesi yatırımlarına yıllar itibari ile en çok yatırımı yaparak en yüksek seviyede olduğu, buna karşın, Verusaturk GSYO'nun hiç yatırım yapmayarak en düşük durumda

olduğu, risksiz menkul kıymet yatırımlarına bakıldığında, yıllık ortalama olarak Verusaturk GSYO'nun en yüksek seviyede, Gözde ve Rhea GSYO'ların ise hiç yatırım yapmayarak en düşük seviyede oldukları, likidite durumlarına bakıldığında, yıllar itibari ile likiditesi en yüksek olan şirketin Verusaturk GSYO, likiditesi en düşük olan şirketin ise Gözde GSYO olduğu, öz sermaye açısından, yıllar itibari ile ortalama en yüksek öz sermaye oranına sahip şirketin Gedik GSYO, en düşük şirketin ise Gözde GSYO olduğu, borç oranı açısından, yıllar itibari ile ortalama en yüksek borç oranına sahip şirket Gözde GSYO iken, en düşük şirketin Gedik GSYO olduğu, kısa vadeli borç açısından, yıllar itibari ile ortalama en yüksek kısa vadeli borç oranına sahip şirket Rhea GSYO iken en düşük şirketin Gedik GSYO olduğu, uzun vadeli borç açısından, yıllar itibari ile ortalama en yüksek uzun vadeli borç oranına Gözde GSYO sahip iken, en düşük orana Verusaturk GSYO'nun sahip olduğu anlaşılmaktadır.

Öz sermaye karlılığına bakıldığında yıllar itibari ile ortalama öz sermaye karlılığı en yüksek olan şirket Verusaturk GSYO iken, yıllar itibari ile ortalama en fazla zarar eden Rhea GSYO'dur. Aktif karlılığına bakıldığında, yıllar itibari ile aktif karlılığı en yüksek olan Verusaturk GSYO iken aktif karlılığı yıllar itibari ile ortalama en az olan, yani en fazla zarar eden Rhea GSYO'dur. Fiyat/kazanç oranına baktığımızda yıllar itibari ile ortalama en yüksek değere sahip olan İş GSYO iken en düşük değere sahip olan şirket Egeli ile Co. Tarım GSYO'dur. Piyasa değeri/defter değeri oranına bakıldığında, yıllar itibari ile ortalama en yüksek orana sahip olan şirket Rhea GSYO iken en düşük orana sahip olan şirket İş GSYO'dur. Hisse başına kar oranlarına bakıldığında, yıllar itibariyle ortalama karın en yüksek olduğu şirket Gözde GSYO iken en düşük olduğu şirketin Rhea GSYO olduğu görülmektedir.

Ayrıca çalışmada, girişim sermayesi şirketlerinin oran ve yıl bazında finansal durumları 2012-2017 döneminde grafiksel olarak analiz edilerek dönem boyunca şirketlerin durumlarının daha net görülebilmesi sağlanmaktadır.

Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, ülkelerdeki finansman açığı olan girişimci kişi ve kurumları, finansal açıdan destekleyerek hem işsizliğin azaltılmasına hem de üretimin artırılmasına katkı sağlayarak ülke ekonomisinin kalkınmasına katkı sağlayabilen ortaklıklardır. Bu ortaklıkların en önemli özelliği, riskli alanlara ve dolayısı ile karlılığı yüksek olan alanlara yatırım yapmaktır. Türkiye'deki GSYO'lar

bu açıdan incelendiğinde, analiz edilen 2012-2017 dönemi için sektördeki GSYO yatırımlarının ancak %40'ının riskli girişim sermayesi yatırımı olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu durumun, GSYO'lardan beklenen faydanın Türkiye ekonomisine yansımadığını gösterdiği söylenebilir.

Benzer şekilde, GSYO'lar yüksek riskli alanlarda faaliyet gösterdiği için, karlılıklarının yüksek olması beklenir. Ancak, Türkiye'deki GSYO'ların yıllık sektör karlılığı, yapılan analiz sonucunda, yaklaşık %5 olarak bulunmakta ve bu sonuç, GSYO'ların beklenen düzeyde yüksek bir karlılık sağlayamadıklarını göstermektedir.

GSYO'lar riskli alanlara yatırım yaptıklarından, öz sermayelerinin güçlü olması beklenir. Türkiye'deki GSYO'lar bu açıdan değerlendirildiğinde, 2012-2017 dönemi için yapılan analiz sonuçlarına göre, sektör bazında girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının öz sermayelerinin toplam pasif içerisindeki paylarının yaklaşık %82 seviyesinde olduğu görülmekte ve bu açıdan sektörün güçlü olduğu düşünülebilir.

Türkiye'deki GSYO'ların piyasa performans oranlarının, sektör bazında incelenen 2012-2017 dönemi için düşük olduğu görülmektedir. Bu durum, yatırımcıların yüksek risk almak istemediklerini ve dolayısı ile bu sektördeki şirketlerin hisse senetlerine yeterli talebin olmadığını göstermektedir. Buna karşın, piyasa performans oranlarının düşüklüğü, bu sektördeki hisse senetlerinin yatırım için cazip olabileceğini ima etmektedir.

Yapılacak yeni çalışmalarda, GSYO'ların yapmış oldukları girişim sermayesi yatırımları içerisinde bireysel girişimcilerin ne kadar desteklenerek kendi işlerini kurmalarının sağlandığı ve böylece ülkedeki işsizliğin azalmasına yaptıkları katkıları incelenebilir. Benzer şekilde, GSYO'ların desteklediği şirketlerin hangi aşamada oldukları ve kuruluş aşamasında şirketlere ne kadar yatırım yapıldığı incelenerek, kişilerin kendi işlerini kurma yönünde ve dolayısıyla işsizliğin azalması yönünde ne kadar desteklendikleri araştırılabilir.

Bu çalışmamın, literatüre katkı sağlayarak yatırımcı, yönetici ve eğitimci gibi ilgili olanlara fayda sağlamasını ümit ederim.

KAYNAKÇA

- Akbulut, R., Rençber, Ö. F. ve Şen, B. (2016). Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Karlılıklarına Göre Performanslarının Analizi. Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, C.19, S.36, 273-290.
- Akca, N. ve İkinci, S. (2014). Ankara’da Yer Alan Özel Bir Sağlık İşletmesinin Finansal Tablolarının Oran Analizi Yöntemi İle Değerlendirilmesi. İşletme Bilimi Dergisi, C.2, S.1, 111-126.
- Akdoğan, N. ve Tanker, N (1988). *Finansal Tablolar ve Analizi*. (3. Baskı). Ankara: Gazi Üniversitesi Teknik Eğitim Matbası.
- Akgüç, Ö. (2002). *Mali Tablolar Analizi*. (10. baskı). İstanbul: Avcıol Basım ve Yayıncılık.
- Akgüç, Ö. (2008). *Mali Tablolar Analizi*. (13. baskı). İstanbul: Avcıol Basım ve Yayıncılık.
- Akkaya, G. C. ve İçerli M. Y. (2001). KOBİ’lerin Finansal Problemlerinin Çözümünde Risk Sermayesi Finansal Modeli. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, C.3, S.3; 61-70.
- Aktaş, M. (2014).The Venture Capital Financing Model in Turkey and The United Kingdom: A Comparative Study. Yenifikir Dergisi C.1, S.12, 154-165.
- Alması, M. (2014). KOBİ’lerde Risk Sermayesinin Etkisi. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.
- Altay A. (2018) Mali Analiz Teknikleri Ve Sektörel Farklılıkları Alanında Kavramsal Bir İnceleme. Bankacılık Ve Finansal Araştırmalar Dergisi (Bafad) Yıl:2018 C.5, S.1, 19-27.
- Arslan Garipcin, S. (2017). Girişimcilerin Melek Finansman Ve Risk Sermayesi Finansman Tekniklerine İlişkin Bilgi ve Farkındalıklarının Belirlenmesi: Afyonkarahisar ve Uşak İlleri Üzerine Bir Araştırma. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyon
- Atabey, T. ve Akkurt, İ. (2018).Gelir Vergisi Rehberi. Vergi Sorunları Dergisi S. 354, C. 41,3-290.
- Atilla, O. (2006). Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Aygüneş, A. (2014). Risk Sermayesi Yatırımları İle Makro Ekonomik Değişkenler Arasındaki İlişki. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Antalya.
- Aypek, N. (1998). Sermaye Piyasası Aracı Olarak Risk Sermayesi ve Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği. Ankara: KOSGEB Yayınları.

- Aytaç, D. (2015). Yeniliğin Finansmanı: Girişim Sermayesi. Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, C. 16, S. 1, 59-80.
- Baskent.edu (2018). Mali Analiz Teknikleri. Web: <http://www.baskent.edu.tr/~ferhan/MaliTablolar/Mali%20Analiz%20Teknikleri.pdf> 12 Nisan 2018’de alınmıştır.
- Bayilik.info (2015). Sermayesi Kavramları. Web: <http://bayilik.info/risk.asp> 04 Nisan 2015’de alınmıştır.
- Bayraktaroğlu, N. (2017). Girişim Sermayesi Fonu. Vergi Sorunları Dergisi, S.347, Eylül-2017, 89-94.
- Beşkardeşler, H. (2010). Türkiye ve Dünyada Risk Sermayesi. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Beyazıtlı, E. Özdemir, S. F. ve Çolak, A. (2015). Risk Sermayesi Yatırımı ve Rüzgâr Enerji Sektöründe Örnek Olay İncelemesi. Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, C. 8, S. 3, 83-100.
- Bigpara.hurriyet (2018). PD/DD Oranını Kullanarak Portföy Oluşturma. Web: http://bigpara.hurriyet.com.tr/bigpara-yazarlari/gizmen-nalbantli/pddd-oranini-kullanarak-portfoy-olusturma_ID985729/ 26 Nisan 2018’de alınmıştır.
- Brealey, R. A., Marcus, A.J ve Myers, S.C. (2007). İşletme Finansının Temelleri (çev. Ü. Bozkurt, T. Arıkan ve H. Doğukanlı). (5. baskı). İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Burucu, H. (2009). Finansal Analiz Tekniklerinin İşletmelerin Mali Durumunu Göstermedeki Etkinliği ve Bir Uygulama. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.
- Bülüş, F., Özkan, O. ve Ağırbaş, İ. (2017).Oran Analizi Yöntemiyle Özel Hastane Finansal Performansının Değerlendirilmesi. International Journal of Academic Value Studies ISSN:2149-8598 C. 3, S. 11, 64-72.
- Can, A.N. (2012). Girişim Sermayesi ve Kobi’lerde Uygulanabilirliği. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya.
- Ceylan A. (1995). Finansal Teknikler. (2. baskı). Bursa: Ekin Kitabevi.
- Ceylan A. ve Korkmaz T. (2010). Finansal Teknikler. (7. baskı). Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Civan, M. (2009). Finansal Tablolar Analizi ve Örnek Uygulamalar. Trabzon: Abigem Eğitimi.
- Civil, B. (2008). Kobi’lerin Finansal Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesi Finansman Modeli ve Trabzon İlinde Bir Uygulama. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon.

- Coşkun, A. (2012). Küçük ve Orta Boy İşletmelerin Finansmanında Risk Sermayesi ve Türkiye'deki Uygulamaları. Yayımlanmış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Çabuk A. ve Lazol, İ. (2011). Mali Tablolar Analizi. (11. baskı). Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Çabuk A. ve Lazol, İ. (2014). Mali Tablolar Analizi. (11. baskı). Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Çelik, T. (2017). Sigorta Şirketlerinde Finansal Analiz ve Bir Uygulama. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul
- Çelikkaya, A. (2007). AB'ye Uyum Sürecinde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına Sağlanan Vergisel Avantajların Değerlendirilmesi. Sosyal Bilimler Dergisi, 2007/1, 241-259.
- Çetinkaya Bozkurt Ö. (2011). Dünyada ve Türkiye'de Girişimcilik Eğitimi: Başarılı Girişimciler ve Öğretim Üyelerinden Öneriler. Ankara: Detay Yayınları.
- Çımat, A. ve Laçinel, A. (2002). KOBİ'lerin Finansman Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesi. Ankara: Vergi Denetmenleri Derneği Eğitim Yayınları Serisi.
- Çoban M. ve Saban M. (2006). Türkiye'de Risk Sermayesi Uygulaması ve Sorunları. Muhasebe Finansman Dergisi, S.31, Temmuz, 131-140.
- Çolak, A. (2015). Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı ve Rüzgâr Enerjisi Sektöründeki Uygulaması, Türkiye'den Örnek Bir Çalışma. Yayımlanmış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Çonkar, K. (2007). Risk Sermayesi Finansman Yöntemi. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları.
- Demirel, B. L. (2006). Faaliyet Raporlarında Oran Analizinin Kullanımı: İMKB Çimento Sektörü Üzerine Bir Araştırma. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyonkarahisar.
- Dilmaç, M. Risk Sermayesinde Yatırım Kararı ve Muhasebesi. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.
- Docplayer.biz (2018). Mali Tablolarda Rasyolar İle Analizi. Web: <http://docplayer.biz.tr/4081167-Mali-tablolarda-rasyolar-ile-analizi.html> 12 Nisan 2018'de alınmıştır.
- Döndüren, H. (2008). Osmanlı Tarihinde Bazı Faizsiz Kredi Uygulamaları ve Modern Türkiye'de Faizsiz Bankacılık Tecrübesi. Uludağ Üniversitesi İlâhiyat Fakültesi Dergisi C.17, S.1, 1-24.
- Dunya.com (2018). Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı. Web: <https://www.dunya.com/kose-yazisi/girisim-sermayesi-yatirim-ortakligi/15361> 20 Mart 2018'de alınmıştır.

- Eborsahaber (2018). Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı Nedir. Web: <http://eborsahaber.com/48478/2016/ekonomi-sozlugu/piyasa-degeri-defter-degeri-orani-nedir/> 26 Nisan 2018’de alınmıştır.
- Egcyo (2018). Egeli İle Co Tarım Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı. Web: <http://www.egcyo.com/tr/kurumsal/hakkimizda> 15 Temmuz 2018’de alınmıştır.
- Egcyo (2018). Egeli İle Co Tarım Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı. Web: <http://www.egcyo.com/tr/yatirimlarimiz> 15 Temmuz 2018’de alınmıştır.
- Ekonomihukuk (2018). Stok Devir Hızı Nedir? Yorumlanması ve Hesaplanması. Web: <https://ekonomihukuk.com/muhasebe/stok-devir-hizi-nedir-yorumlanmasi-hesaplanmasi/> 26 Nisan 2018’de alınmıştır.
- Ercan, M. K. ve Ban, Ü. (2005). Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim. (2. baskı). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Erdoğan, N. (1997). Mali Tablolar ve Analizi. Ankara: Atilla Yayıncılık Kitabevi.
- Erim, G. ve Çetin, K. (2017). Konya Özelinde Girişim (Risk) Sermayesi. Konya Ticaret Odası, Araştırma Raporu, Konya.
- Ertadenetim (2018). Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Girişim Sermayesi Yatırım Fonları İle Bunlara Yapılan Yatırımın Vergilendirilmesi. Web: <http://www.ertadenetim.com/2013/09/girisim-sermayesi-yatirim-ortakliklari-ve-girisim-sermayesi-yatirim-fonlari-ile-bunlara-yapilan-yatirim-in-vergilendirilmesi/> 20 Aralık 2018’de alınmıştır.
- Ertürk, H. ve Üçok, A. (2014). Girişim Sermayesi Fonları, Bu Fonlara Kamu Tarafından Sağlanan Destekler ve Üst Fonlara Kaynak Aktarımı. Vergi Sorunlar Dergisi, Eylül-2014, S.312, 38-51.
- Evren Yatmaz, F. (2012). Girişim Sermayesi: Türkiye İçin Bölgesel Model Önerisi,(Yayımlanmış Uzmanlık Tezi). Ankara: T.C. Kalkınma Bakanlığı Yayınları.
- Gedikgirisim (2018). Gedik Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı. Web: <http://www.gedikgirisim.com/icerik/Default.aspx> 16 Temmuz 2018’de alınmıştır.
- Gedikgirisim (2018). Gedik Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı. Web: file:///C:/Users/DonerSermaye/Downloads/GED%C4%B0K_G%C4%B0R%C4%B0%C5%9E%C4%B0M_SERMAYES%C4%B0_A.%C5%9E_ESAS_S%C3%96ZLE%C5%9EME-...pdf 16 Temmuz 2018’de alınmıştır.
- Gedikgirisim (2018). Gedik Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı. Web: [file:///C:/Users/DonerSermaye/Downloads/GDKGS_2018_03_D%C3%96NEM%C4%B0_FAAL%C4%B0YET_RAPORU%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/DonerSermaye/Downloads/GDKGS_2018_03_D%C3%96NEM%C4%B0_FAAL%C4%B0YET_RAPORU%20(1).pdf) 16 Temmuz 2018’de alınmıştır.

- Girisimhaber (2018). Türkiye Yüksek Teknoloji Yatırım Fonu Tech-InvesTR Kuruldu. Web: <https://www.girisimhaber.com/post/2018/06/14/Turkiye-Yuksek-Teknoloji-Yatirim-Fonu-Tech-InvesTR-Kuruldu.aspx> 20 Aralık 2018'de alınmıştır.
- Girisimhaber (2018). TÜBİTAK'tan Genç Girişimcilere 200 Bin Liraya Kadar Destek. Web: <https://www.girisimhaber.com/post/2018/10/15/TUBITAKtan-Genc-Girisimcilere-200-Bin-Liraya-Kadar-Destek.aspx> 20 Aralık 2018'de alınmıştır.
- Gozdegirisim (2018). Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı. Web: <https://www.gozdegirisim.com.tr/contents7/hakk%C4%B1m%C4%B1zda/5.aspx> 16 Temmuz 2018'de alınmıştır.
- Gozdegirisim (2018). Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı. Web: <https://www.gozdegirisim.com.tr/yatirim-portfoyu.aspx> 16 Temmuz 2018'de alınmıştır.
- Gökbulut, R. İ. (2018). Finansçı Olmayan Yöneticiler İçin Mali Tabloları Okuma ve Analiz Teknikleri. Girişimci İşadamları Vakfı. Web: <http://www.giv.org.tr/userfiles/files/B%C4%B0LAN%C3%87O%20OKUMA%20TEKN%C4%B0KLER%C4%B0%2027.04.2013.pdf> 16 Temmuz 2018'de alınmıştır.
- Gür, N. (2014). Yeni Ekonomi İçin Anahtar Ar-Ge ve İnovasyon Finansmanı. Seta Analiz Dergisi, Kasım 2014, S. 112; 1-24.
- Güzeldere, H. (2010). Firma Büyüklüğü ve Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı Anomalisi İMKB Uygulaması. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Hedefgirisim (2018). Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı. Web: http://www.hedefgirisim.com.tr/s_hakkimizda_1 16 Temmuz 2018'de alınmıştır.
- Hedefgirisim (2018). Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı. Web: http://www.hedefgirisim.com.tr/admin/upload/FR_2018-7-26_14_13_59_193_Faaliyet%20Raporu.pdf 16 Temmuz 2018'de alınmıştır.
- Horasan, M. Fiyat/Kazanç Oranının Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: İMKB 30 Endeksi Üzerine Bir Uygulama. Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, C. 23, S.1, 181-192.
- İpekten, B. (2006). Risk Sermayesi Finansman Modeli. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, C. 7, S. 1; 385-408.
- İsgirisim (2018). İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı. Web: <https://www.isgirisim.com.tr/hakkimizda> 16 Temmuz 2018'de alınmıştır.

- İsgirisim (2018). İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı. Web: <https://www.isgirisim.com.tr/yatirimlarimiz/> 16 Temmuz 2018’de alınmıştır.
- İsgirisim (2018). İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı. Web: <https://www.isgirisim.com.tr/nasil-yatirim-yapariz/yatirim-felsefesi> 16 Temmuz 2018’de alınmıştır.
- İskenderoğlu, Ö., Karadeniz, E. ve Ayyıldız, N. (2015). Enerji Sektörünün Finansal Analizi: Türkiye ve Avrupa Enerji Sektörü Karşılaştırması. İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi, C.3, S. 3, 86-97.
- İşeri, M. (2001). Risk Sermayesi ve Türkiye’deki Geleceği. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- İştar, E. (2013). Alternatif Bir Finansman Modeli Olarak Risk Sermayesi. Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, Yaz-2013, C.12 S.46, 183-198.
- Kantar, E. 2008. KOBİ’ler ve Girişimciler İçin Alternatif Sermaye ve Fon Kaynakları: Girişim Sermayesi ve Melek Yatırımcı (Deri Sektöründe Bir Uygulama). Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.
- Karadeniz, E. ve Kahiloğulları, S. (2013). Beş Yıldızlı Otel İşletmelerinde Finansal Oranların Kullanımı: Akdeniz Bölgesi’nde Bir Araştırma. Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi, C. 10, S. 3, 84-106.
- Kaya, A. (2001). Dünyada ve Türkiye’de Risk Sermayesi. Ekim, Ankara.
- Kildokum, H. (2012). Girişim Sermayesi’nin Türkiye Serüveni-Bir Modele Yönelik Fırsat Arayışı. Namık Kemal Üniversitesi Dergileri, Balkan Sosyal Bilimler Dergileri, C.1, S. 1, 1-18.
- Kilimlioğlu, S. (2006). Kobi’lerin Risk Sermayesi Finansman Modelinden Yararlanma Olanakları ve Beklenen Faydalar: (Eskişehir İl Merkezindeki Kobi’ler Örneği). Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.
- Kuğu, T.D. (2005). Girişimcilik Finansmanında Risk Sermayesi ve Türkiye Uygulamaları Üzerine Öneriler. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Manisa.
- Külahcı, M. H. (2015). Girişim Sermayesi ve Firma Performansı. Yayımlanmış Doktora Tezi. Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Medium (2018). Girişim Sermayesi Fonu Uygulaması İle Vergi Ertelemek Mümkün Web: <https://medium.com/@vergiuzmani/giri%C5%9Fim-sermayesi-fonu-uygulamas%C4%B1-i-%CC%87le-vergi-ertelemek-m%C3%BCmk%C3%BCn-472cb3a21495> 20 Aralık 2018’de alınmıştır.
- Mevzuat.spk.gov.tr (2018). Girişim Sermayesi Yatırım Ortakları III-48.3 Sayılı Esaslar Tebliği. Web:

<http://mevzuat.spk.gov.tr/PrinterFriendly.aspx?nid=134483> 20 Mart 2018'de alınmıştır.

- Okka, O. (2009). Finansal Yönetim Teori ve Çözümlü Problemler. (3. baskı). Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Okka, O. (2010). İşletme Finansmanı. (4. baskı). Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Orak, S. (2015). Ankara İli Sağlık Bakanlığı Hastanelerinin 2008-2013 Dönemi Finansal Performansının Oran Analizi İle İncelenmesi. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Orhan, A. (2014). Finansal Başarısızlığın Oran Analizi ve Diskriminant Analizi Kullanılarak Ölçümlenmesi: Bist'de İşlem Gören Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri İşletmeleri Üzerine Bir Araştırma. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir
- Orman, F. (2017). Türkiye'de Çimento Sektöründe Finansal Tablo Analizi ve Büyüme Trendleri. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İstanbul.
- Özgel, F. (2007). İlaç Sektöründe Mali Tablolar Analizi ve Bir Uygulama. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul
- Özkılınç, D. N. (2014). Türk KOBİ'leri İçin Alternatif Finans Bulma Yöntemleri ve Sermaye Piyasası. Journal of Yaşar University, C. 9, S, 34, 5833-5850.
- Özolgün, H. (2017). Karşılaştırmalı Mali Tablolar Analizi. Journal Of Emerging Economies And Policy, S. 2, (1) Temmuz, 55-62.
- Özsaraç, Y. (2008). Para Vakıfları ve Risk Sermayesi Örnek Olay:(Vakıf Risk Sermayesi A.Ş). Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Gazi Üniversitesi Eğitim Bilimleri Enstitüsü, Ankara.
- Özyürek, H. ve Erdoğan, E. (2011). Finansal Kurumlarda Mali Analiz Ve Bir Uygulama. Ekonomi Bilimleri Dergisi, Cilt 3, No 2, 229-238.
- Piyasarehberi.org (2018). Fiyat Kazanç Oranı ve Hesaplanması. Web: <http://piyasarehberi.org/yatirim/temel-analiz/77-fiyat-kazanc-orani-ve-hesaplanmasi> 26 Nisan 2018'de alınmıştır.
- Poyraz, E. ve Tepeli, Y. (2016). Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi Finansman Sisteminin Önemi: Türkiye Uygulamaları. Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, C.31, S.1; 35-56.
- Rençber, Ö. F. ve Akbulut, R. (2018). Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Finansal Göstergeleri Arasındaki İlişki Üzerine Bir Araştırma. Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi, 18. Özel sayısı, 667-680.
- Rheagirisim (2018). Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı. Web: <http://www.rheagirisim.com/tr/tarihçe> 17 Temmuz 2018'de alınmıştır.

- Rheagirisim (2018). Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı. Web: <http://www.rheagirisim.com/tr/yatirim-felsefemiz> 17 Temmuz 2018’de alınmıştır.
- Rheagirisim (2018). Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı. Web: <http://www.rheagirisim.com/tr/oncelik-sektorler> 17 Temmuz 2018’de alınmıştır.
- Rheagirisim (2018). Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı. Web: <http://www.rheagirisim.com/files/rhea/PDF/faaliyetraporlari/RHEAG%2031032018%20Faaliyet%20Raporu.pdf> 17 Temmuz 2018’de alınmıştır.
- Sandıkçı, M. (2014). İşletmelerde Kar Payı Dağıtım Politikaları ve Finansal Performans Üzerine Etkileri: Borsa İstanbul’da Ampirik Bir Çalışma. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Sarıaslan, H. (1995). Küçük Ve Orta Ölçekli İşletmelerin Finansmanı İçin Yeni Model Önerileri. Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi C. 50, S. 1, 313-321.
- Savcı, M. (2011). Mali Tablolar Analizi. (4. baskı). Trabzon: Murathan Yayınevi.
- Sermaye Piyasası Kurulu. (2016). Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları. Ankara: T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu.
- Sevil, G., Temizel, F. ve Meriç, E. (2017). Fiyat Kazanç Oranı Ve Ortalamaya Dönüş: Bist Holding Uygulaması. Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, ICMEB17 Özel Sayısı, 780-787.
- SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-6. (2010) Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları. Mart
- Spk.gov.tr (2018). Girişim Sermayesi. Web: <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/206> 20 Mart 2018’de alınmıştır.
- Spk.gov.tr (2018). SPK Aylık Verileri Web: <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylikIstatistikBultenleri> 01 Haziran 2018’de alınmıştır.
- şamiloğlu, F. ve Akgün, A.İ. (2010). Finansal Tablolar Analizi. Bursa: Ekin Basın Yayın Dağıtım.
- Taner, B. ve Akkaya, G. C. (2009). Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Tekin, İ. (2017). Finansal Analiz Teknikleri ve Finansal Analiz Üzerine Bir Uygulama. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Adıyaman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adıyaman.

- Temizer, Z. (2015). Finansal Analizde Kullanılan Oranlar İle Firma Değeri İlişkisi: Bist'te Bir Uygulama. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon.
- Tr.linkedin (2018). Sürdürülebilir Kalkınma ve Büyüme İçin, Girişimciliğin Finansmanı. Web: <https://tr.linkedin.com/pulse/giri%C5%9Fim-sermayesi-finansman-modeli-elif-boz-uluta%C5%9F1> 1 Ağustos 2018'de alınmıştır.
- Tubitak.gov (2018). TÜBİTAK Girişim Sermayesi Destekleme Programı Uygulama Esasları. Web: https://www.tubitak.gov.tr/sites/default/files/3654/276_bk-ek_1.pdf 20 Aralık 2018'de alınmıştır.
- Tubitak.gov (2018). Girişim Sermayesi Destekleme Programı (GİSDEP). Web: <https://www.tubitak.gov.tr/tr/destekler/girisimcilik/ulusal-destek-programlari/icerik-1514-girisim-sermayesi-destekleme-programi-gisdep> 20 Aralık 2018'de alınmıştır.
- Tuna, K. ve İsabetli, İ. (2014). İnovasyonun Finansmanı ve Risk Sermayesi. İktisat Fakültesi Mecmuası, C. 64; 27-47.
- Tuncel, K. (2000). Risk Sermayesi Finansman Modeli. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.
- Türk, V. E. (2013). Finansal Analiz Oranları ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB'de Bir Uygulama. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kahramanmaraş.
- Türker, H. (2010). İslami Finans Sisteminde Finansal Aracılık: Dünyadaki Gelişmeler ve Sermaye Piyasasının Geliştirilmesi Açısından Türkiye İçin Öneriler. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Aracılık Faaliyetleri Dairesi
- Türkiye Cumhuriyeti Ekonomi Bakanlığı (2012). Girişim Sermayesi: Türkiye İçin Çıkarımlar ve Öneriler. Ankara: Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı yayınları.
- Uludağ, İ. (1996). Gümrük Birliği Sürecinde KOBİ'ler ve Risk Sermayesi Şirketleri Modeli. İstanbul Ticaret Odası Yayınları.
- Vergidunyası (2018). Girişim Sermayesi Fonu. Web: <http://www.vergidunyasi.com.tr/Makaleler/6141> 20 Aralık 2018'de alınmıştır.
- Verusaturk (2018). Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı. Web: <http://www.verusaturk.com/hakkimizda/tarih%C3%A7e.aspz> 17 Temmuz 2018'de alınmıştır.
- Verusaturk (2018). Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı. Web: <http://www.verusaturk.com/yatirimlarimiz.aspz> 17 Temmuz 2018'de alınmıştır.

- Wilmerhale (2018). 2017 Venture Capital Report (2017 Girişim Sermayesi Raporu). Web:http://www.wilmerhale.com/uploadedFiles/Shared_Content/Editorial/Publications/Documents/2017-WilmerHale-VC-Report.pdf 29 Mart 2018’de alınmıştır.
- Yalçınar, K., Tanrıöven, C., Bal, H., Aksoy, E.E. ve Kurt, Ç. (2011). Finansal Teknikler ve Türev Araçlar. (2. baskı). Ankara: Detay Yayıncılık.
- Yaşa, S. (2016). Bilgi ve İletişim Teknolojileri Sektöründe Girişim Sermayesi Uygulamaları. Ankara: T.C. Kalkınma Bakanlığı.
- Yenidünya, S. T. (2006). Risk Sermayesinin Türkiye’de Uygulama Olanakları. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Yılmaz, B. (2010). Dış Ticaretin Finansman Araçları: Dış Ticaret şirketleri (DTSS ve SDş), Risk Sermayesi, Eximbank, Leasing (Finansal Kiralama), Faktoring ve Forfaiting. Denizli: Detkib Yayınları
- Yılmaz, B. (2010). Risk Sermayesi Finansman Yönteminin KOBİ’ler İçin Uygulama Olanakları. KOBİ’lerden Aylık Bilişim Kùltürü Dergisi. Ekim 2010; 146-151.
- Yılmaz, H. (2014). Girişim Sermayesi Finansman Modeli: İstanbul İlinde Bir Uygulama. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.
- Yılmaz U. (2009). İşletmelerde Oran Analizi Yoluyla Finansal Performans Ölçümlemesi ve Bir Uygulama. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Zaimoğlu, T. (2001). Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları. 2. Baskı Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı ve Soyadı : Yasin İLGÜN
Doğum Yeri ve Tarihi : Güzelyurt 1987
Medeni Hali : Evli, 2 Çocuk Sahibi
İletişim Bilgileri : yilgun@ohu.edu.tr
0 543 466 9294 (GSM)



EĞİTİM

1999-2003 Aksaray Lisesi
2006-2010 Niğde Ömer HALİSDEMİR Üniversitesi İşletme Bölümü
2010-2019 Niğde Ömer HALİSDEMİR Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı Muhasebe Finansman Dalı Yüksek Lisans Programı

İŞ DENEYİMİ

2011-2019 Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi Döner Sermaye İşletme Müdürlüğü - Memur

YABANCI DİL

İngilizce YDS: 27,50