

## ARAŞTIRMA MAKALESİ



Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi

*The Journal of International Social Sciences*

Cilt: 30, Sayı: 1, Sayfa: 223-240, OCAK – 2020

**Makale Gönderme Tarihi:** 01.11.2019 **Kabul Tarihi:** 16.01.2020

# BİST'E KAYITLI GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARININ FİNANSAL PERFORMANSININ CRITIC VE ORESTE YÖNTEMLERİYLE ANALİZİ

*Financial Performance Analysis Of Venture Capital Investment Trusts In Registered  
Istanbul Stock Exchange With Critic and Oreste Methods*

Haşim BAĞCI<sup>1</sup>

Semiha KILIÇASLAN<sup>2</sup>

### ÖZ

Girişimcilik günümüzün hem popüler hem de yapılması istenilen konularından biridir. Girişimci bireylerden istenilen; yeni fikir ve düşünceler üretmeleri ve bu düşünceleri hayata geçirmeleri için yeni teknolojiler kullanılmaktadır. Ancak bu bireyler sermaye yetersizliği nedeniyle fikirlerini yaşama dahil etmede zorluk yaşamaktadır ve bu noktada devreye girişim sermayesi yatırım ortaklıkları girmektedir. Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, borsaya kayıtlı olarak faaliyet gösteren sermaye piyasası kurumlarıdır. Bu kurumların amacı; girişimci bireylerin fikirlerini yaşama dahil etmektir. Ancak sadece yeni kurulan işletmeleri değil, büyüme hedefindeki işletmeleri de desteklemektedir.

Bu çalışmada 2013-2018 yılları arasında Borsa İstanbul (BİST)'e kayıtlı 7 işletmenin finansal durumları; cari oran, finansal kaldıraç oranı, aktif devir hızı ve aktif karlılığı olmak üzere 4 mali oran yardımıyla incelenmiştir. Çalışmanın amacı; her oranın ağırlığını hesaplamak ve belirlenen ağırlıklara göre girişim sermayesi yatırım ortaklıklarını kıyaslamaktır. Belirlenen amaç doğrultusunda; Critic ve Oreste yöntemleri kullanılmıştır. Bu iki yöntemin seçilmesinin sebebi; birbirleriyle ilişkili ve birbirini tamamlayıcı yöntemler olmasıdır. Critic tekniğine göre; girişim sermayesi yatırım ortaklıkları için kârlılık oranı en önemli iken aktif devir hızı ise en az önem verilen mali oranlardır. Araştırma sonucunda; firmaların karşılaştırılması için kullanılan Oreste yöntemine göre; Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı mali durumu en iyi firma olarak tespit edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Girişimcilik, Girişimciliğin Finansmanı, Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı, Critic ve Oreste Yöntemi

### ABSTRACT

Entrepreneurship is both popular and desirable. Entrepreneurial individuals are required to produce new ideas and ideas and use new technologies to implement these ideas. However, these individuals have difficulty in bringing their ideas into life due to lack of capital and venture capital investment trusts come into play at this point. Venture capital investment trusts are capital market institutions operating on the stock exchange. The purpose of these institutions is to bring the ideas of entrepreneurial individuals into life. However, it supports not only the newly established enterprises, but also the enterprises with the target of growth.

In this study, the financial conditions of 7 companies registered to Istanbul Stock Exchange between 2013 and 2018 are analyzed with the help of 4 financial ratios: current ratio, financial leverage ratio, asset turnover rate and asset profitability. The aim of the study is to calculate the weight of each ratio and compare

<sup>1</sup> Dr. Öğretim Üyesi, Aksaray Üniversitesi, Sağlık Bilimleri Fakültesi, Sağlık Yönetimi Bölümü, AKSARAY, e-posta: [hasimbagci1907@hotmail.com](mailto:hasimbagci1907@hotmail.com), ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-5828-2050>

<sup>2</sup> Dr. Öğretim Üyesi, Malatya Turgut Özal Üniversitesi, Arapgir Meslek Yüksekokulu, Büro Hizmetleri ve Sekreterlik Bölümü, MALATYA, e-posta: [semihaklc34@gmail.com](mailto:semihaklc34@gmail.com), ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-7500-9283>

the venture capital investment trusts according to the determined weights. For this purpose, Critic and Oreste methods were used. The reason for choosing these two methods is that they are related and complementary methods. According to Critic technique; profitability ratio is the most important for venture capital investment trusts, while asset turnover is the least important financial ratio. As a result of the research, according to the Oreste method used for comparison of firms, the financial position of Hedef Venture Capital Investment Trust was determined as the best firm.

**Keywords:** Entrepreneurship, Entrepreneurship Financing, Venture Capital Investment Trust, Critic and Oreste Method

## GİRİŞ

Dünya ekonomisinde 1980’li yıllardan itibaren etkisini göstermeye başlayan küreselleşme nedeniyle işletmeler arasında ülke sınırları içinde yaşanan rekabet, uluslararası alana taşınmıştır. Ülke ekonomileri de bu durumdan etkilenmiş ve daha güçlü bir ekonomi için çok sayıda başarılı girişimlerin varlığına duyulan gereksinim artmıştır. Girişimcilik, üretim için gerekli olan; emek, doğal kaynaklar ve sermayeye ek olarak, tüm bu üretim faktörlerini bir araya getirip üretime yönlendiren bir güç olarak dördüncü üretim faktörü kabul edilmektedir.

Ekonomist R. Cantillon 18.yy başında akademik olarak ilk kez girişimci kavramını kullanmış ve girişimciyi; riski azaltmak konusunda istekli, öngörü sahibi ve daha fazla kar elde etmek için harekete geçen kişi olarak tanımlamıştır (Tülüce vd., 2015: 721). Girişimciliğin önemi, girişimcilerin toplumun ihtiyaçlarını belirleyip, bunu yatırıma, sonucunda da toplumsal refaha dönüştürmelerinde yatmaktadır. Çünkü yatırım neticesinde istihdam ve gelir düzeyi yükselmekte, bireylerin ve genel olarak toplumun refah düzeyi artmaktadır (Kasalak, 2014: 253).

Bu çalışmada; BİST’e kayıtlı 7 GSYO’nun belirlenen değişkenler bağlamında finansal performanslarının analizi ele alınmıştır. Çalışma, 2013-2018 yılları arası 6 yıllık zaman dilimini kapsamaktadır. Çalışmada cari oran, finansal kaldıraç oranı, aktif devir hızı ve aktif kârlılığı olmak üzere 4 finansal oran kullanılmıştır. Bu değişkenler, her finansal oran grubunun en önemli finansal oranlardır. Hangi finansal oranın ne düzeyde öneme sahip olduğunu belirlemek bağlamında Critic yöntemi kullanılmış ve finansal oranların önem dereceleri belirlenmiştir. Ardından GSYO’ları finansal performanslarına göre sıralamak için Oreste yöntemi tercih edilmiştir. Bu iki yöntem; Critic yönteminin değişkenler arasındaki korelasyonu incelemesi ve Oreste yönteminin de ilişkiye dayalı performans ölçümü yapabilmesi dolayısıyla tercih edilmiştir.

## 1. GİRİŞİMCİLİK

Türkçeye girişimci olarak çevrilen “entrepreneur” kavramı Fransızca “entreprendre” sözcüğünden türetilmiş olup kelime olarak “bir şey yapmak” anlamına gelmektedir (Akış, 2017: 751). Girişimciliği teorik olarak ilk kez tanımlayan R. Cantillon (1755)’e göre; girişimciler; “belirsizlik karşısında karar veren ekonomik bir aktör olarak ele alınmış ve şimdiki zamanda belirli bir fiyattan satın aldığı, gelecekteki bir zamanda belirli olmayan fiyattan satmayı göze alan kişi” olarak tanımlanmıştır (Karlsson vd., 2004: 4; Long, 1983: 47). Schumpeter ise girişimci tanımında “yenilik” fikrini odak noktası olarak almış ve girişimciyi “yeni ürün ve yeni düşünceler yoluyla ekonomik gelişimin ve değişimin yaratıcısı (taşıyıcısı)” olarak nitelendirmiştir (Karlsson vd., 2004: 17). Literatürde girişimciliğin farklı tanımları bulunmakla birlikte en çok kabul gören tanımı, Hisrich ve Peters tarafından yapılmış ve girişimci; “emek, hammadde ve diğer varlıkları daha büyük değer yaratacak şekilde bir araya getiren kişi” olarak ifade edilmiştir. (Bozkurt ve Alparslan, 2013: 9). Çetindamar (2002: 34) girişimciliği, risk alarak fırsatları değerlendirmek ve yenilik yapmak olarak ele almıştır. Schumpeter (1934: 37), “yaratıcı yıkıcılık” (Creative Destruction) olarak ifade ettiği, “geleneği yıkarak yeniyi yaratma” durumunu girişimci olmanın temel şartı kabul etmiştir. Ayrıca, girişimci olmayla özdeşleşen risk üstlenmeyi, girişimci olmak için tek başına yeterli görmemekte ve risk almanın girişimciliğin doğasında olduğunu (Barton vd., 1991: 49), bununla birlikte girişimcinin işlevinin, mevcut ürünlerin yeni bileşimlerini uygulamak ve bu yolla ekonomik gelişmeyi sağlamak olduğunu ifade etmektedir (Schumpeter, 1934: 139).

Schumpeter (1934: 132) girişimcilerin orijinal üretim araçları yaratmadıklarını fakat avantajlı, uygun ve farklı üretim araçları kullandıklarını, bu şekilde de yeni kombinasyonları uyguladıklarını ifade etmiştir. John Stuart Mill (1984), ekonomi alanında girişimcilik kavramını ilk kez kullanmış ve risk almayı, girişimci ve yöneticiyi birbirinden ayıran en önemli faktör olarak değerlendirmiştir. Risk almak sadece finansal konularda değil, aynı zamanda kariyer fırsatları, aile ilişkileri, fiziki sağlık gibi kişinin yaşamını ilgilendiren farklı konular içinde söz konusu olmaktadır (Barton vd., 1991: 49).

Girişimci, risk alarak yenilik yapan ve ekonomik gelişime katkı sağlayan kişi olarak, fırsatları gözlleyen ve onları bulduğunda her türlü riski üstlenerek sahip olduğu düşüncesini uygulamaya aktaran kişidir. Bu nedenle girişimci olabilmek için fikir üretmek ve yenilik yapmak gerektiği söylenebilir (Akyüz vd., 2006: 235). Schumpeter'in girişimcilik tanımı yenilik yapmayı içerdiği için, girişimcilik sürekli geçerli olan bir statü olarak görülmemekte, girişimci sadece yenilik faaliyeti yapıyorsa "girişimci" olarak kabul edilmektedir. Bir diğer deyişle girişimcilik, bir anlayış ve davranış biçimi olarak görülmektedir (Çetindamar, 2002: 35). Jean Baptise Say ise girişimciliği ve girişimcide olması gereken tanımları geliştirerek, girişimcinin temel özelliği olan risk üstlenmenin yanı sıra, girişimcinin üretim girdilerini örgütleme ve yönetme niteliğine de vurgu yapmıştır (Gerni vd., 2013: 762).

Schumpeter (1934: 66), "The Theory of Economic Development" adlı kitabında girişimci davranışını; yeni bir ürün oluşturma ya da ürünün kalitesini artırma, yeni üretim yöntemleri yaratma, yeni pazarlara açılma, hammadde ve yarı mamul temini için yeni kaynaklar bulma ve herhangi bir sektörde yeni organizasyonlar gerçekleştirme şeklinde beş madde de özetlemiştir. Schumpeter bu sınıflandırmasıyla ekonomik gelişmenin, her alanda yeni kombinasyonların uygulanması ile mümkün olacağını belirtmiştir.

Girişimcilik, bireye bağımsız çalışma, esnek çalışma saatleri, sabit bir gelir yerine yüksek kazanç imkânı gibi pek çok fırsat sunmasına rağmen, her insan girişimci olamamakta ya da istenilen başarıyı gösterememektedir. Bu nedenle girişimci bireyi diğer bireylerden ayıran bazı davranışsal ve tutumsal farklılıkların olduğu düşünülmektedir.

Girişimcilerde aranan özellikler; ekonomik fırsatları keşfetmek ve araştırmak ekonomik fırsatları değerlendirmek, gerekli finansal kaynakların uygun dağılımını yapmak yönetsel sorumluluk almak, belirsizliği ve riski üstlenmek, ekonomik bilgiyi araştırmak, yeni bilgiyi pazara, tekniğe ve ürüne transfer etmek, iş grupları için liderlik yapmak, pazardaki boşlukları doldurmak ve girdi sağlamak olarak sayılabilir. Bu özelliklerin girişimcilik için gerekli olan dört temel unsuru oluşturduğu düşünüldüğünde bu unsurlar; farklı pazarlarla bağlantı kurmak, pazarın eksikliklerini telafi etme kapasitesine sahip olmak (pazardaki boşluğu doldurma) girdi temin etmek ve girdileri birimler arasında dağıtmak şeklinde açıklanabilir (Libenstein, 1968: 75). Tüm bu özellik ve yetkinliklerin her bireyde bulunması mümkün olmayacağından, girişimcilik de diğer üretim faktörleri gibi kıt kaynak olarak değerlendirilmektedir.

Johnson (2001: 137-138) ise girişimciyi; "sorumluluk üstlenen, yenilik yaratan, engel ve zorluklarla karşılaştığında sürecin içerdiği riskleri yöneten kişi" olarak tanımlamış ve girişimci tutum ve davranışlarını;

1. Başarı ve rekabet için motive olmak
2. Mülkiyet sahibi olmak ve hesap verebilir olmak
3. Kararları bağımsız şekilde verebilmek
4. Belirsizlik ve şüphe karşısında tolerans gösterebilmek
5. Karar verme ve problem çözümede esnek ve yaratıcı düşünebilmek
6. Riskleri hesap edebilmek
7. Vizyon belirleme ve formüle edilmesinde tutarlı ve sabırlı olmak

8. Etki yaratma kapasitesine sahip olmak şeklinde açıklamıştır.

Bu nitelikler, örgütsel seviyede bireyler için teşvik edilirse, örgüt liderliğini ya da stratejik girişimcilik çabasını destekleyecektir. Girişimciliğin daha önceden var olmayan bir şeyin inşa edildiği yaratıcı bir eylem olması, ayrıca çevrede fark edilmeyen bir fırsatı yakalama ve algılamaya dayalı yaratıcılık içermesi nedeniyle, birey, grup ve toplum içinde değer yaratan bir olayla sonuçlanacağı söylenebilir.

Çetindamar (2002) girişimciliğin son dönemde popüler olmasının başlıca sebepleri arasında üç önemli neden ileri sürmektedir. İstihdam sorununun artması, değişen ekonomik yapıyla birlikte ekonomi ve işletme alanlarındaki teorik gelişmeler ve girişimciliğin genel kabulü. Özellikle ülke ekonomilerinin gelişimine ve de işsizlik sorununa sağladığı çözümler girişimcilik kavramını önemli kılmaktadır.

Girişimcilik faaliyeti ekonomik büyüme ve gelişmenin itici gücü olarak görülmekte, yenilik ve yaratıcılığın kaynağı olarak değerlendirilmektedir. Girişimciliğin geçmişten günümüze yeniliği ve ekonomik gelişmeyi teşvik eden bir motor görevini üstlendiği ifade edilmektedir (Busenitz vd., 2000: 994). Girişimciliğin önemi, yeni iş alanları yaratması, pazara yenilik getirmesi ve böylelikle ekonomik etkinliği artırması noktasında ortaya çıkmaktadır (Zhao ve Seibert, 2005: 1265).

Yu (1997), Schumpeter bakış açısıyla girişimci kişinin, “yaratıcı yıkıcılık” özelliği ile ekonominin durağan bir dengeye gelmesini engellediğini ifade etmektedir (Karlsson, 2004: 5). Ampirik çalışmalar girişimciler arasında rekabette yaşanan artışın istihdamı artırdığı, bunun sonucunda da toplam faktör verimliliğindeki büyümenin arttığını göstermektedir. (Karlsson, 2004: 17). Ayrıca girişimcilik, ekonomik refah için de bir reçete olarak görülmektedir. Özellikle girişimcilik yoluyla işsizliğin azaltılması, girişimciliğin önemini daha da görünür hale getirmiştir. Özellikle küçük girişimler ekonomik büyümede, verimlilik elde etmede ve istihdam yaratmada kritik öneme sahip olan kuruluşlar olarak değerlendirilmektedir (Deviren ve Yıldız, 2017: 625). Girişimcilik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkide girişimcilik, istihdam ve refah artışı oluşturarak ekonomik gelişmeyi hızlandırmaktadır. Diğer bir ifadeyle girişimcilik, ekonomide yeniliklerin artmasına olanak sağlayarak ekonomik büyümeyi, verimliliği ve iş olanaklarını artırmaktadır. Audretsch ve Thurik (2004) ile Carree ve Thurik (2005) de benzer şekilde girişimciliğin ekonomik büyümeyi; bilgi yayılımı, artan rekabet ve çeşitliliğin artması yoluyla etkilediğini belirtmişlerdir (Gerni vd., 2013: 761). Schumpeter (1911) de ekonomik büyümenin, yeni düşüncelerin yeni ürün ve hizmetlere dönüşmesiyle sağlanacağını ifade ederek girişimciliğin önemini altını çizmiştir (Mousa Hamdan, 2019: 66). Thurik (2002), girişimciliğin üretim kapasitesini artırarak, Minniti ve Lavesque (2006) ise girişimciliğin kullanılmayan kaynakları da harekete geçirmesi sebebiyle ekonomik gelişmeye katkı sağladığını ifade etmiştir (Mousa Hamdan, 2019: 67). Leibenstein (1968)’e göre girişimci, girdi temin eden ve pazardaki boşluğu dolduran kişi olarak yaratılan büyüme kapasitesinin ana taşıyıcısı olmaktadır.

Milli ekonomi açısından bakıldığında girişimcilerin faaliyetleri; milli gelirde artış sağlaması, gizli ve açık işsizliğin giderilmesi, gelir dağılımında adaletsizliğin önlenmesi, kalkınma ve sanayileşmenin yaygın hale getirilmesi, dış ödemeler dengesinde açığın kapatılması, yerli hammaddelerin üretimde değerlendirilmesini sağlamaktadır. Genel olarak girişimciliğin, ekonomideki makro dengelere, istihdama, bölgesel ve sektörel kalkınmaya önemli etkileri olduğu söylenebilir (Kasalak, 2014: 253).

## 2. GİRİŞİM SERMAYESİ

İşletmelerin hayata geçirmeyi planladıkları yeni projeleri için gerekli sermayeyi her zaman bulmaları mümkün olmamaktadır. Böyle durumlarda KOSGEB, TÜBİTAK ve Sanayi ve Ticaret Bakanlığı gibi kamu kurumlarının ihtiyaç duyduğu sermayeyi karşılamak konusunda hibe destek programlarından yararlanmalarına imkân tanımaktadır. Fakat buralardan elde edilen sermayede

kısıtlı olduğundan işletmeler farklı finansman kaynaklarına yönelmektedirler. Bu kaynaklardan biri de tüm dünyada oldukça talep gören “Girişim Sermayesi” modelidir (Günay ve Basalp, 2011: 163).

İngilizce “Venture Capital” kelimesine karşılık gelen ve Türkçe yazında risk sermayesi ya da girişim sermayesi olarak adlandırılan kavram; tasarruf sahiplerinin ellerinde atıl olarak buldukları fazla fonları, bu fonlara ihtiyaç duyan, yeni ve farklı projeler gerçekleştirmeye çalışan, fakat bunun için yeterli miktarda sermayeye sahip olmayan işletmelere aktardıkları uzun vadeli yatırım (Aytaç, 2015: 65) olarak kabul edilmektedir ve bu çalışmada “Girişim Sermayesi” (GS) ismiyle anılacaktır. Özellikle 2. Dünya Savaşı'ndan sonra teknoloji ağırlıklı sanayileşme stratejisinin benimsendiği ABD, İngiltere, Fransa, Japonya, Hollanda ve Almanya gibi ülkelerde ortaya çıkan girişim sermayesi, genellikle yeni ve yaratıcı fikirler içeren projelere sahip ancak bu projeleri gerçekleştirecek finansal gücü olmayan girişimcilerin, yatırım fikirlerini gerçekleştirmeye yardımcı olan yatırım finansmanı biçimi olarak tanımlanmaktadır (SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-6 / Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları, 2007: 4). Girişim sermayesi finansman modelinde yüksek risk karşılığında yüksek gelir elde etmek isteyen yatırımcı firmalar, yeni kurulan ya da kurulmuş olan işletmelerin hisse senetlerini satın alarak girişimci şirketin hissedarı olmaktadır. Bu finansman yöntemiyle girişimci şirkete hem öz sermaye hem de yönetim desteği sağlanmaktadır. Vade sonunda girişimci şirketin istenilen başarıya ulaşması durumunda, daha önce alınan hisse senetleri daha yüksek bedelle satılarak, yatırımcı şirketin başlangıçta katlandığı yüksek risk elde edilen yüksek gelirle karşılanmaktadır (Akkaya ve İçerli, 2001: 67).

Genel bir tanımla girişim sermayesi finansman modeli, teknoloji ağırlıklı ürün ya da süreç geliştirmek isteyen işletmelerin, ihtiyaç duydukları finansmanı karşılamak amacıyla geliştirilmiş, uzun vadeli ve riskli yatırımlar için tercih edilmektedir (Akkaya ve İçerli, 2001: 63).

Yeni bir ürün ya da süreç fikrine sahip girişimci işletme, girişim sermayesi finansman modeli ile projesini uygulamaya aktarma fırsatı bulurken, yatırımcılar ise birikmiş fonları için uzun vadede yüksek kazanç fırsatı yakalamış olurlar. Dolayısıyla girişim sermayesi için, tarafların her ikisine de fayda sağlayan bir finansman modeli olduğu söylenebilir.

Girişim sermayesinin tanımından hareketle söz konusu finansman yönteminin unsurlarını; risk, yenilik, girişimciler için finansman yöntemi, yatırımcılar için ise yüksek getirili ve uzun vadeli bir yatırım aracı olarak sıralamak ve taraflar arasında bilgi ve deneyim paylaşma platformu olarak ifade etmek mümkündür (Yatmaz, 2012: 10). Girişim sermayesi yatırımında söz konusu olan risk, yeni bir ürünün yaratılması ve piyasada tutunabilme riskidir. Yüksek riskin yüksek getiriye getireceği çıkarımına dayanan bu finansman modelinde katlanılan riskin başarıya dönmesi durumunda sağlanan yüksek kar marjı ve büyük satış hacminin sağlayacağı verimlilik artışı, bu şirketlere ortak olmak isteyen yatırımcının faydasını oluşturmaktadır (SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-6 / Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları, 2007: 4).

Girişim sermayesi şirketleri ellerinde buldukları fonları belli bir değerlendirme sürecinden geçirdikten sonra uygun buldukları projelere aktarırlar ve girişimciye destek olurlar. Girişim sermayesi şirketleri, özkaynak biçiminde aktardıkları bu fonlarla girişimci şirkete sermaye desteği sağladıkları gibi, gerektiğinde de söz konusu şirkete hem yönetsel hem de teknik destek vermektedirler (Çonkar, 2017: 102).

Aypek (1998)'de belirttiği gibi girişim sermayesi şirketi, girişimci şirkete hisse senedi alımı karşılığında yatırım yapmaktadır. Yatırımcısına sürekli olarak kar payı üzerinden kazanç sağlayan ve bir yatırım aracı olan hisse senetleri, yatırımcıların beklentilerini karşılayan oranda getiri sağladığı anda yatırımcı tarafından satılabilmektedir. Fakat girişim sermayesi modelinde durum farklılık arz etmektedir. Girişim sermayesi finansman yönteminde yatırımcı, girişimcinin iş projesine güvenerek ve önceden belirlenmiş bir süre için yatırım yapmaktadır. Bu nedenle belirlenmiş süreden önce hisselerini satması durumunda zarar etmesi kaçınılmazdır. Bu duruma neden olarak ise, girişim sermayesi yatırımlarının uzun vadede kazanç sağlaması ve böylelikle ortaklarına kar sağlaması gösterilmektedir (Bayazıt vd. 2015: 87).

Girişim sermayedarının yatırım süreci, girişim sermayesine yatırılacak fonların toplanması ve yeni kurulacak ve/veya desteklenecek girişimin özkaynak niteliğinde hisse senetlerinin satın alınmasıyla başlamaktadır. Bu finansman modelinde girişim sermayedarının amacı sermaye kazancını elde etmek olduğundan, girişimden beklenen ticari başarı elde edildiği takdirde yatırımcı, hisse senetlerini halka arz ederek yatırımdan çıkmaktadır (Karasioğlu ve Duman: 2006: 152).

Girişim sermayesinin finansmanında; yatırımcılar, girişim sermayesi şirketi, girişimci şirketler ve menkul kıymetler borsaları olmak üzere dört taraf bulunmaktadır. Yatırımcılar, tasarruflarını girişim sermayesi ortaklığının çıkardığı katılma paylarına yatıran kişi veya kuruluşlardır. Girişim sermayesi şirketi, kişi ve kuruluşlardan elde ettiği fonları, kendisine finansman ihtiyacı için başvuran ve bunun için uygun gördüğü şirketlere, hisse senedi aracılığıyla ortak olmakta ve kaynak aktarmaktadır. Girişim sermayesi şirketleri için ortak oldukları girişimlerin gelişimi önem taşıdığından, bu şirketlere sağladıkları destek fon aktarımıyla bitmemekte, aynı zamanda firmanın kuruluş aşamalarında ve yönetsel konularda da destek olmaktadır (İştar, 2013: 190). Girişimci şirketler, girişim sermayesi finansman modelinden yararlanarak öz sermaye niteliğinde fon elde etmektedirler. Menkul kıymet borsaları ise, yatırımcı ve girişim sermayesi şirketlerinin yüksek riski göze alarak girişimci sermayeye aktardıkları fonları, daha yüksek bedelle geri alabilmelerini sağlamak amacıyla girişim şirketinin hisselerinin değer kazanmasını, sonrasında ise bu hisselerin satılmasını sağlayan taraftır (Çonkar, 2017: 103-104).

Girişim sermayesinde amaç teknolojik yeniliğin gerçekleştirilmesi olduğundan, bu finansman modeli uzun vadede yüksek gelir elde etmeyi amaçlamaktadır. Girişim sermayesinde elde edilecek kar ise, teknolojik yenilik sonucu ortaya çıkan verimlilik artışından kaynaklanmaktadır (İştar, 2013: 189).

Girişim sermayesi esas olarak yenilik içeren projelere aktarıldığından, bu süreçte yapılan araştırma geliştirme giderleri vergiden düşülmekte bu da hem yatırımcının hem de girişimci şirketin maliyetini düşürmektedir. Yapılan yatırımlar ise ülke sanayinin gelişmesini sağlarken istihdama da katkı sağlamaktadır (İpekten, 2006: 395-396).

### 3. GİRİŞİM SERMAYESİ TÜRLERİ

Her yatırımın ihtiyacına göre 5 farklı girişim sermayesi modeli bulunmaktadır: (Yatırım Ortamını İyileştirme Koordinasyon Kurulu, 2019):

**Çekirdek Sermayesi (Seed Capital):** Yeni bir fikir ya da buluş içeren projelere sahip firmaların, projelerini gerçekleştirmeye dönük olarak kullanılan bir finansman türüdür. Bu tür projelerin riski yüksek olmakla birlikte getirisi hisse senedi alım satımlardan daha yüksek olabilmektedir. Projenin geri ödeme süresi 10 yıl ve üzeri olduğundan bu konuda deneyimli girişim sermayedarları tarafından daha çok tercih edilmemektedir

**Başlangıç Finansmanı (Startup capital):** Girişim sermayesi finansmanının amacına en uygun finansman türüdür. Yeni kurulmuş ya da kurulacak olan girişimlerin ürün ve hizmetlerinin ticarileştirilmesi amacıyla bu finansman türü kullanılır. Girişimci araştırma sürecini tamamlamış ve iş planlarını gerçekleştirmiştir. İşletme bu aşamada kurulmuş olsa bile henüz ticarileşmemiş olduğundan bu finansman türüne ihtiyaç duymaktadır (Yatmaz, 2012: 18).

**Erken Aşama ve Geçit Finansmanı (Early Stage and Gate Financing):** Bu finansman türü firmanın pazara sürdüğü mal ya da hizmeti için pazar üstünlüğünü sağlayacak bir marka imajı ve önemli bir pazar payı için finansmana ihtiyacı olduğunda kullanılan finansman türüdür. Risk sermayedarı bu aşamadaki firmaya aynı zamanda yönetsel destek de vermektedir.

**Köprü Finansman (Bridge Financing):** Hisse senetlerinin arzı iyi bir yapıda olan ve 6 ay ile 1 yıl içerisinde halka açılmayı planlayan şirketlere aktarılan finansman türüdür.

**Kuruluşun Kendi Yönetici Kadrosu Tarafından Alınması (Management Buy Out):** Bu finansman yöntemi girişimci işletmenin tümüyle elde edilmesine yönelik bir finansmandır. Günümüzde yenilenen versiyonu ile dünyada en çok kullanılan yöntemlerden biridir.

#### **4. GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARI (GSYO)**

Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları; risk sermayesi yatırım ortaklığı olarak da ifade edilebilen, sermayeleri borsaya kayıtlı ve sermayelerini doğrudan girişim sermayesi yatırımlarına yönelen işletmelerdir. Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının kullandığı girişim sermayesi yatırımları bir kişi, kuruluş veya firma da yapabilir. Ayrıca GSYO'lar mali kuruluşlar sektöründe faaliyet gösterdiği için yatırımcının ihtiyacına göre şekillenebilmektedir. Bir GSYO'nun kurulmasının asıl amacı; yeni bir teknolojiyle üretilmiş bir projeyi destekleyerek ortaya çıkan yeni iş fikrini hayata geçirebilmektir. Girişim sermayesi yatırımı teşvik edicidir; çünkü devlet teknolojik gelişmeleri desteklediği girişim sermayesi yatırımlarına vergi muafiyeti avantajı tanımaktadır. Bu avantajlarından dolayı tercih edilen GSYO'lar 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPK) ile Türkiye'de hukuki boyutta işlem görmeye başlamıştır. GSYO'lar bir anonim şirket oldukları için Türk Ticaret Kanunu hükümlerine tabidir. GSYO kurulabilmesi için;

- Anonim şirket olarak kayıtlı sermaye esasına uygun olmaları,
- Kurulurken gerekli olan başlangıç sermayelerinin minimum SPK'nın belirlediği tutar kadar olması,
- Ortaklık hisselerinin nakit olması,
- Ticari unvanlarında girişim sermayesi yatırım ortaklığı veya risk sermayesi yatırım ortaklığı unvanı olması,
- Sözleşmelerinin SPK'ya uygun olması,
- GSYO'yu kurmak isteyen kişi veya kişilerin iflas etmiş olmamaları, rüşvet, kaçakçılık vb. suçlardan hüküm giymemiş olmaları,
- GSYO kurucularından en az birinin lider sermayedar olması gerekmektedir.

Lider sermayedar; sermayenin en az %25'ine sahip olan, mali açıdan güçlü, itibarı yüksek ve yeterli deneyime sahip ortak veya ortaklardır. Lider sermayedar önderliğinde kurulan GSYO'lar; girişim firmalarına yatırım yaparak onların yönetimine katılıp danışmanlık hizmeti verebilir, ayrıca ikinci el piyasalardaki sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirler. Ancak bu yatırımın miktarı vadeye göre değişmektedir. Kısa vadeli için özsermayenin yarısı iken orta ve uzun vadeli için özsermayenin iki katını aşmamaktadır. Bu araçlara örnek olarak; opsiyon, forward, futures ve vadeli işlem sözleşmeleri verilebilir. GSYO'lar yatırım yaparken bağımsız denetim kuruluşları tarafından 6. ve 12.ay sonunda denetlenmektedir. Ayrıca borsaya kayıtlı oldukları için hisse alım-satımı yapılabilir. GSYO'lara yatırım yapan kişiler de diğer yatırım araçlarındaki gibi birtakım haklara sahiptir. Bunlar;

- Kâr payı hakkı,
- Tasfiye hakkı,
- Rüçhan hakkı,
- Hisseleri bedelsiz alma hakkı,
- Yönetime katılma hakkı,
- Oy kullanma hakkı,

•Tüm faaliyet ve raporlarla ilgili bilgi alma ve inceleme hakkıdır (SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-6 / Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları, 2016).

Bir ülkenin sürdürülebilir ekonomik büyüme elde etme potansiyelinin, teknolojik değişim ve girişimciliğin bir işlevi olan daha üretken olma yeteneğine bağlı olması, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında paralel bir ilişki olduğuna işaret etmektedir. Girişim sermayesi, özellikle yeni kurulan ya da kurulma aşamasında olan, yenilik ve teknolojik gelişim fırsatı sunan girişimcilere finansman desteği sağlamasıyla bu anlamda, ülkenin ekonomik ve finansal gelişimine katkıda bulunmaktadır. Girişim sermayesi finansman modelinde yatırımda bulunan girişimlere hisse senedi olarak ortak olunması, sermayedarlara girişimin yönetiminde de söz sahibi olma imkânını tanımaktadır. Bu nedenle girişim sermayesi şirketleri ya da sermaye sahipleri ortak olduğu girişimlere aynı zamanda teknik ve yönetsel destek de verebilmektedir (Gürünlü, 2018: 298).

GSYO ise, girişim sermayesi yatırımlarının gerçekleştirilmesinde kullanılan araçlardan biri olup, kayıtlı sermayeli olarak kurulan ve çıkarılmış sermayelerini esas olarak girişim sermayesi yatırımlarına yönelten ortaklıklardır (Sermaye Piyasası Kurulu, 2016).

Uzun vadeli yatırımlarda bulunarak ve gerektiğinde yönetsel destek sağlayarak, ekonomik değer artışı temin etmek yoluyla portföylerindeki menkul kıymetlerin değerini arttırmak ve zamanı geldiğinde de değerlendirilen menkul kıymetleri elden çıkarmak suretiyle yüksek getiri sağlamak, girişim sermayesinin en önemli amacı olarak ifade edilmektedir (Yiğit ve Güner, 2008: 263).

Girişimlerin finansmanında son yıllarda oldukça önemli yer tutan ve vergi muafiyeti teşvikiyle de devlet desteğinden yararlanan girişim sermayesi finansman modeliyle ilgili yapılan çalışmalar, söz konusu finansman modelinin önemini ortaya koymaktadır.

Özkılınç (2014), KOBİ'lerin bankacılık kesiminden alabilecekleri kredi miktarlarının düşük seviyelerde kaldığını, bununla birlikte bankalar tarafından uygulanan yüksek faiz oranları, karşılama güç teminatlar ve yüksek oranda komisyonların KOBİ'leri farklı finans kaynaklarına yönelttiğini belirtmiştir. Bu durumda girişim sermayesi finans modelinin, KOBİ'ler için alternatif bir finans kaynağı olarak öne çıktığı söylenebilir.

Sakaryalı (2014), girişim sermayesinin inovasyon ile ilişkisini değerlendirdiği çalışmada; girişim sermayesinin, yeni bir buluş ya da teknolojik yeniliği ticari bir ürüne dönüştürme konusunda çok yönlü desteklemesinin önemine vurgu yapmıştır.

Tuna ve İsabetli (2014)'e göre de inovatif olan ürün gün geçtikçe öne geçmekte ve işletmeye rekabette avantajı sağlamaktadır. İşletmeler inovatif fikir ve projelerini hayata geçirebilmek için belli maliyetlere katlanmak zorunda olsalar da, girişim sermayesinin bu aşamadaki işletmeler için önemli bir finans kaynağı olduğu ifade edilmektedir.

Çolak (2015) araştırmasında, girişim sermayesi yatırımlarının yüksek teknolojik alanlarda daha çok uygulandığına vurgu yaparak, GSYO'ların Rüzgar Enerjisi Sektöründe de uygulanmasının önemli olduğu sonucunu elde etmiştir.

Aydın (2015), büyüme potansiyeli yüksek olan yenilikçi girişimcilerin erken aşama dönemindeki finansman kaynaklarını incelediği çalışmada, elektronik ticaret yapan çiçeksepeti.com şirketini incelemiştir. Şirketin çekirdek ve startup evresinde kendi tasarruflarından faydalandığı, büyüme aşamasında ise girişim sermayesi şirketinden kaynak sağlandığı ve yatırım teklifinin girişim sermayesi şirketi tarafından yapıldığı bilgisine değinmiştir.

Türkan (2015), nanoteknolojik ürünlerin yatırım modellerini ele aldığı çalışmada, nanoteknolojik üründe yaşanan finansman sıkıntısını gidermek amacıyla da GSYO şirketlerine başvurulduğunu, bu şirketlerin desteği ile üretimin gerçekleştiğini ve ürünlerin pazara sunulduğunu belirtmiştir. GSYO'lar da bu yönüyle yeniliğin ortaya çıkmasında ve teknolojik gelişimin sağlanmasında ekonomi ve finans sistemine doğrudan katkı sağlamaktadır.



Girişim sermayesi yatırımlarının gerçekleştirilmesinde kullanılan araçlardan biri olan GSYO'ların performansının incelendiği çalışmalardan biri olan Akbulut vd. (2016)'daki araştırmasında, GSYO'ların karlılıklarına göre performanslarının yıldan yıla değişiklik gösterdiği sonucuna ulaşmıştır.

Elmas ve Yılmaz (2016) çalışmalarında, işletmelerin girişim sermayesi finansman modeline yönelmesinde profesyonel yönetim tarzına sahip olmalarının etkili olduğunu, teknolojik yatırımlar gerçekleştirilmeyi düşünen işletmelerin sayısı arttıkça girişim sermayesi finansman yönteminin de gelişeceği yönünde sonuca ulaşmışlardır.

Gün ve Karadağ (2016) araştırmalarında, Borsa İstanbul'da işlem gören 6 adet Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Şirketlerinin 2015-2016 yıllarında arasındaki üç aylık finansal verilerini analiz etmiş ve firmaların; likidite, finansal yapı ve kârlılık oranları açısından birbirinden farklı performans sergiledikleri bulgusuna ulaşmıştır.

Uygurtürk ve Soylu (2016), Borsa İstanbul'da işlem gören girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının 2013-2015 dönemindeki likidite ve karlılık performanslarını incelediği çalışmasında; girişim sermayesi işletmelerinin yıllar itibariyle farklı performans sergiledikleri sonucuna ulaşmış ve işletmelerin elde ettikleri karların yıldan yıla yüksek oranda değişiklik göstermesinin bu duruma neden olduğunu ifade etmiştir.

Garipcin (2017), çalışanların eğitim düzeyi ve çalışma yılı yükseldikçe girişim sermayesi yöntemleri hakkında bilgi ve farkındalık düzeylerinin arttığını ifade etmektedir.

Münyas (2017) ise çalışmasında, 2008 ile 2016 yılları arasında Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklık sayısının yıllar itibariyle yükselme eğiliminde olduğunu, portföylerindeki girişim sermayesi yatırımlarının yıllar içinde artış gösterdiğini belirtmiştir.

Ertuğrul ve Altundal (2018)'e göre, yeni doğan (startup) ve kuruluş süresi 3-10 yıl arasındaki işletmeler açısından finansman kaynaklarına ve yatırımcıya ulaşmak oldukça güç olduğundan, girişim sermayesi finansman modeli, başlangıç aşamasındaki bu işletmelerin en önemli finans kaynaklarından biri olarak öne çıkmaktadır. Girişim sermayesi şirketleri, ilgilendikleri girişimcinin fikir ya da projesini ön değerlendirmeye tabi tuttuktan sonra ilgilenmeye değer görürse, ekonomik açıdan nasıl gerçekleştirileceğine yönelik rapor hazırlar ve sonrasında ise yatırım sürecine başlamaktadır.

Türkiye'de Aralık 2019 itibariyle faaliyet gösteren 7 GSYO bulunmaktadır. Bu işletmeler Tablo 1'de gösterilmiştir.

**Tablo 1: BİST'e Kayıtlı GSYO**

<b>KODU</b>	<b>GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARI</b>
EGCYO	EGELİ & CO TARIM GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
GOZDE	GÖZDE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
HDFGS	HEDEF GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
HUBVC	HUB GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
ISGSY	İŞ GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
RHEAG	RHEA GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
VERTU	VERUSATURK GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

## **5. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ**

Araştırmada kullanılan yöntemlere değinmeden önce; araştırmanın amacı, önemi, sınırları ve varsayımları ve literatüre katkısı hakkında bilgi verilmiştir.

Araştırmanın amacı; mali oranlar yardımıyla GSYO'ların finansal durumunu görebilmek, BİST'e kayıtlı GSYO'lar hakkında kıyaslama yapabilmek ve bu işletmelerin finansal yapısı hakkında bilgi sahibi olarak yatırımcılar için finansal tahmin yapabilmektir. Bu amaç doğrultusunda belirlenen çalışmanın, hem işletmeler hem de kişiler için oldukça önemli olduğu düşünülmektedir. Çünkü araştırmada kullanılan GSYO; girişimci bireylerin düşüncelerini hayata geçirmelerine yardım eden ve büyüme potansiyeli olan firmalara da destek olan işletmelerdir. Dolayısıyla GSYO; yeni fikirleri hayata kazandırarak yeni teknolojileri ve buluşları desteklemektedir. Araştırmada kullanılan veri seti ise araştırmanın sınırını oluşturmakta ve 2013-2018 yılları arasında faaliyet gösteren 7 GSYO'dur. Araştırmada kullanılan yöntemlerdeki adımların doğru uygulandığı ve yöntemlerin uygulanmasında kullanılan programın güvenilir olduğu varsayılmıştır. Bu çalışmanın yeni gelişmekte olan GSYO firmalarının etkinliğini arttıracak ve bu firmalarla ilgili finansal performans tahmini sayesinde hem yatırımcılara hem işletmelere fikir sunarak literatürdeki boşluğu tamamlayacağı düşünülmektedir.

Araştırmada 2 yöntem kullanılmıştır. 1. yöntem, araştırmadaki değişkenlerin önem düzeylerini belirlemek amacıyla kullanılan Critic tekniğidir.

### **Critic Yöntemi**

Yapılan çalışmalarda alternatifleri sıralamak veya kıyaslamak için birtakım kriterler gereklidir. Bu kriterlerin ağırlığı farklı metodlar yardımıyla belirlenebilir. Örneğin; kişilerin subjektif kararlarına göre şekillenen Delphi, Analitik Hiyerarşi Proses (AHP) gibi yöntemler mevcut iken, kişilerin düşüncelerini dikkate almayan tamamen nesnel ve objektif olan Entropi, Critic, ortalama ağırlık ve standart sapma gibi yöntemler de bulunmaktadır. Bu çalışmada kriterleri değerlendirmek için Critic metodu kullanılmıştır.

Critic metodu; kriterlerin önem düzeylerini belirlerken hem standart sapma hem de korelasyonu dikkate alarak ağırlıkları belirlemektedir. Critic yönteminin 4 adımı bulunmaktadır (Diakoulaki, Mavrotas & Papayannakis, 1995: 765-767; Jahan vd., 2012: 413).

1. Adım: Araştırma için oluşturulan veri setinden karar matrisi elde etmek ve bu karar matrisinin verilerini standartlaştırarak normalize etmektir.

$$R_{ij} = (X_{ij} - X_j^{\min}) / (X_j^{\max} - X_j^{\min}) \text{ olumlu ve pozitif kriterler için;} \quad (1)$$

$$R_{ij} = (X_j^{\max} - X_{ij}) / (X_j^{\max} - X_j^{\min}) \text{ olumsuz ve negatif kriterler için geçerlidir.} \quad (2)$$

1. adımda 1 numaralı formülde karar matrisindeki değişkenin kâr, kazanç gibi fayda kriterleri olduğundaki hesaplanış biçimi; 2 numaralı formülde ise gider kalemleri ve maliyet gibi düşük olması istenilen kriterler olduğundaki hesaplanması görülmektedir. Dolayısıyla öncelikle kriterin fayda veya maliyet gibi olumlu veya olumsuz kriter olup olmadığı belirlenmelidir.

2. Adım: Normalleştirilen karar matrisindeki kriterlerin arasındaki ilişkileri belirlemek için korelasyon katsayıları hesaplanarak korelasyon matrisi oluşturulur. Kullanılan formül 3 numaralı denklemlerle gösterilmiştir.

$$\rho_{jk} = \frac{\sum_{i=1}^m (r_{ij} - \bar{r}_j)(r_{ik} - \bar{r}_k)}{\sqrt{\sum_{i=1}^m (r_{ij} - \bar{r}_j)^2 \sum_{i=1}^m (r_{ik} - \bar{r}_k)^2}} \quad (j, k = 1, 2, \dots, n)$$

(3)

3. Adım: Korelasyon matrisi oluşturulan veri setine ait öncelikle standart sapmalar hesaplanır ve ardından kriterde bulunan toplam bilgi düzeyi ölçülür. Standart sapma ölçümü 4 numaralı, toplam bilgi düzeyi ölçümü 5 numaralı denklemlerle gösterilmiştir.

$$\sigma_j = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^m (r_{ij} - \bar{r}_j)^2}{m}}$$

(4)

$$C_j = \sigma_j \sum_{k=1}^n (1 - \rho_{jk}) \quad j = 1, 2, \dots, n$$

(5)

4. Adım: Critic yönteminin son aşaması olan kriter ağırlıklarının hesaplanması safhasıdır. Bu safhada kullanılan formül, 6 numaralı denklemde gösterilmiştir.

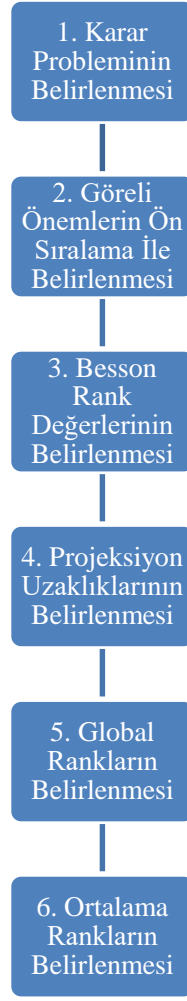
$$w_j = \frac{C_j}{\sum_{k=1}^n (C_k)} \quad (j = 1, 2, \dots, n)$$

(6)

Critic yöntemi sonucunda belirlenen ağırlıkların toplamı 1'e eşit olmalı ve en çok puana sahip değişken, en önemli değişkendir.

#### **Oreste Yöntemi**

Oreste yöntemi; M. Roubens (1979) tarafından geliştirilen çok kriterli karar verme tekniğidir. Oreste; "Organisation, rangement et synthèse de données relationnelles -in French" kelime grubunun birleşimidir ve ilişkili verilerin depolanması, sentezi ve analizi anlamına gelmektedir. Oreste yönteminde ilişkili veriler incelendiği için önem ağırlıklarının tespitinde aralarındaki ilişkiyi ölçen Critic metodu tercih edilmiştir. Oreste yöntemi; tam sıralama (Oreste-I) ve uyumsuzluk analizi (Oreste-II) olmak üzere 2 yöntemin birleşiminden oluşmaktadır. Oreste yönteminin adımları Şekil 1'de sırasıyla gösterilmiştir (Pastijn ve Leysen, 1989: 1261; Pastijn ve Leysen, 2003: 7).



**Şekil 1:** Oreste Adımları

Şekil 1’de görüleceği üzere Oreste yöntemi 6 adımdan oluşmakta ve her adım sırasıyla uygulanmaktadır. Bu aşamalar, iki yöntemin birleşimi olup Oreste-I ve Oreste-II’nin adımlarının tamamıdır. Oreste yöntemi sonucunda; en az puana sahip alternatif, en iyi alternatiftir. Bu yöntemin uygulanış biçimi, bireysel olarak zor ve hatalı sonuçlar verme riski yüksek olduğu için Excel programının eklentisi olan Sanna programı aracılığıyla yapılmıştır.

## 6. ARAŞTIRMANIN BULGULARI

Araştırma, Borsa İstanbul’a kayıtlı GSYO’ların 2013-2018 yılları arası 6 yıllık zaman dilimine ait finansal oranları kullanılarak yapılmıştır. Araştırmaya ait verilere kap.org.tr internet sitesinden erişilmiş ve indirilen mali tablolar yardımıyla finansal oranlar hesaplanmıştır. Araştırmada kullanılan finansal oranlar, her grubun en önemli kalemi olan finansal oranlardan oluşmaktadır. Bunlar; cari oran, finansal kaldıraç oranı, aktif devir hızı ve aktif karlılığıdır. Bu oranların hesaplanış biçimi ve hangi oran grubu içerisinde olduğu Tablo 2’de gösterilmiştir.

**Tablo 2:** Araştırmanın Değişkenleri

Değişkenler	Finansal Oran Grubu	Formülü
Cari Oran	Likidite Oranları	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar

Finansal Kaldıraç Oranı	Finansal Yapı Oranları	Yabancı Kaynaklar Toplamı (Uzun Vadeli + Kısa Vadeli) / Aktif Toplamı
Aktif Devir Hızı	Faaliyet Oranları	Net Satışlar / Aktif Toplamı
Aktif Kârlılığı	Kârlılık Oranları	Net Kâr / Aktif Toplamı

Tablo 2'de görülen değişkenler, her oran grubuna ait en önemli oranlar olup, bu oranların niteliğine göre analiz yapılmıştır. Finansal kaldıraç oranı, olumsuz bir gösterge olduğu için minimum, diğer oranlar ise pozitif olarak değerlendirilmiştir. Hangi oranın ne düzeyde önemli olduğunu görmek amacıyla yapılan Critic yöntemi sonucunda ulaşılan skorlar, Tablo 3'de görülmektedir.

**Tablo 3: Critic Puanları**

Yıllar	Cari Oran	Finansal Kaldıraç Oranı	Aktif Devir Hızı	Aktif Kârlılığı
2013	0,236764702	0,205342568	0,275230344	0,282662385
2014	0,221571776	0,248767031	0,229557429	0,300103764
2015	0,19009459	0,318345083	0,215205549	0,276354779
2016	0,236796277	0,269492307	0,212508422	0,281202994
2017	0,278811293	0,26051784	0,188325387	0,272345479
2018	0,312403549	0,313694843	0,196730969	0,17717064

Tablo 3'deki Critic puanları incelendiğinde; 2013-2018 yılları arası tüm yıllarda finansal oranların toplamı 1'e eşittir. Bu sonuç, Critic yönteminin doğru uygulandığını kanıtlamaktadır. Ayrıca finansal oranlar yıl bazlı yorumlandığında;

- 2013 yılında GSYO'lar için en önemli finansal oran aktif kârlılığı iken, en az öneme sahip olan ise finansal kaldıraç oranıdır.
- 2014 yılında GSYO'ların en önem verdiği oran aktif kârlılığı iken, en az önem verdiği oran ise cari orandır.
- 2015 yılında GSYO'ların en önemli finansal oranı finansal kaldıraç oranı iken, en yetersiz oranı cari orandır.
- 2016 yılında GSYO'lar için en önemli finansal oran aktif kârlılığı iken, en az öneme sahip olan ise aktif devir hızıdır.
- 2017 yılında GSYO'ların en önem verdiği finansal oran cari oran iken, en az önem verdiği oran ise aktif devir hızıdır.
- 2018 yılında GSYO'ların en önemli finansal oranı finansal kaldıraç oranı iken, en yetersiz oranı aktif kârlılığıdır.

Tüm oranlar bir bütün olarak yorumlandığında; GSYO'lar için kârlılık oldukça önem arz etmekte dolayısıyla aktif kârlılığı en yüksek düzeyde öneme sahiptir. Ayrıca aktif devir hızı, bu oranlar içerisinde en az öneme sahiptir, bu nedenle GSYO'lar yapmış olduğu faaliyetlerinin satışlara dönüşmesine diğerlerine göre az önem vermektedir. Borçlanma durumunu gösteren finansal kaldıraç oranı ve nakit durumunu gösteren cari oran ise orta düzeyde öneme sahip diğer oranlardır.

Critic yöntemiyle elde edilen finansal oran skorları baz alınarak GSYO'ların finansal performans sıralamaları yapılabilmesi için Oreste yöntemi kullanılmış ve sonuçları Tablo 4 ve 5'de gösterilmiştir.

**Tablo 4:** Oreste Skorları (2013-2014-2015)

2013 yılı			2014 yılı			2015 yılı		
GSYO	Puan	Sıralama	GSYO	Puan	Sıralama	GSYO	Puan	Sıralama
ISGSY	41	1.	HUBVC	29	1.	HDFGS	19,5	1.
HUBVC	44,5	2.	ISGSY	29,5	2.	HUBVC	30	2.
VERTU	47	3.	EGCYO	45,5	3.	VERTU	46	3.
EGCYO	52	4.	VERTU	54	4.	ISGSY	52,5	4.
HDFGS	65,5	5.	RHEAG	78,5	5.	EGCYO	79,5	5.
RHEAG	66	6.	GOZDE	79	6.	GOZDE	84,5	6.
GOZDE	90	7.	HDFGS	90,5	7.	RHEAG	94	7.

Tablo 4'e göre;

- 2013 yılında İş GSYO en iyi finansal performansa sahip iken, Gözde GSYO finansal anlamda en yetersiz işletmedir.
- 2014 yılında Hub GSYO en iyi, Hedef GSYO en kötü finansal performansa sahiptir.
- 2015 yılında Hedef GSYO en yüksek düzeyde finansal performans gösterirken, Rhea GSYO finansal açıdan en yetersiz firmadır.

**Tablo 5:** Oreste Skorları (2016-2017-2018)

2016 yılı			2017 yılı			2018 yılı		
GSYO	Puan	Sıralama	GSYO	Puan	Sıralama	GSYO	Puan	Sıralama
HDFGS	25,5	1.	HDFGS	21	1.	HUBVC	21	1.
HUBVC	33	2.	ISGSY	44	2.	VERTU	26,5	2.
VERTU	42,5	3.	VERTU	57,5	3.	HDFGS	37,5	3.
ISGSY	49,5	4.	HUBVC	59,5	4.	ISGSY	57,5	4.
GOZDE	71,5	5.	GOZDE	67,5	5.	RHEAG	73	5.
EGCYO	90	6.	RHEAG	70,5	6.	GOZDE	95	6.
RHEAG	94	7.	EGCYO	86	7.	EGCYO	95,5	7.

Tablo 5'e göre;

- 2016 yılında Hedef GSYO en iyi, Rhea GSYO en kötü finansal performansa sahiptir.
- 2017 yılında Hedef GSYO finansal performans açısından ilk sırada iken, Egeli & Co Tarım GSYO son sıradadır.
- 2018 yılında Hub GSYO en üst düzey finansal performans göstermiş iken, Egeli & Co Tarım GSYO finansal performans açısından yetersizdir.

Tüm yıllar birlikte değerlendirildiğinde; finansal oranların önem derecelerinin yıllara göre değişmesinin finansal performanslar üzerinde etkisi olduğu aşıkardır, dolayısıyla GSYO'ların finansal performansları yıldan yıla farklılaşmaktadır. Bu farklılaşma sonucunda; genellikle en iyi finansal performans gösteren firma Hedef GSYO iken, Hub GSYO ikinci sıradadır. Yetersizlik

durumlarına bakıldığında; finansal performansı en zayıf firmalar Rhea GSYO ve Egeli & Co GSYO'dur.

## **7. SONUÇ ve ÖNERİLER**

Girişim sermayesi sayesinde yeni projeler hayata geçirilerek, yetersiz ve sınırlı sermaye problemi azalacaktır. Girişim sermayeleri; yeni iş fikri üreten, girişimcilik fikrini destekleyen, gelişime açık firmaların önünü açan, etkin kaynak kullanımını gerçekleştiren, yerel sermayeden ziyade ihracat odaklı çalışıp yabancı sermayeyi arttıran, rekabet oluşturarak üretimin artmasını sağlayan ve teknolojik imkânlar sayesinde istihdam fırsatları yaratan bir sermaye türüdür. Bu sermaye sayesinde işletmelerdeki atıl fonlar değerlendirilerek ülke ekonomisinin büyümesine destek olunmaktadır. Günümüz ekonomik hayatı içerisinde girişim sermayesi kullanan ve borsaya kayıtlı işletmeler bulunmaktadır. Bu işletmeler GSYO adı verilmektedir. GSYO; yatırımcıların yeni kurulan genç işletmelere yatırım yapmalarını teşvik etmek için oluşturulmaktadır. Ayrıca GSYO'lar, bireylerin yatırımlarında özel olarak tercih ettiği, riski azaltmak ve portföy çeşitlendirmesi yapmak için kullandığı bir finansal ürün veya girişim sermayesi aracıdır.

Bu çalışmada BİST'e kayıtlı 7 GSYO'nun 2013-2018 yılları arası 6 yıllık zaman dilimini kapsayan finansal performansları incelenmiştir. Finansal performans incelemesi yapabilmek için her grubun en önemli oranı olan; cari oran, aktif kârlılığı, aktif devir hızı ve finansal kaldıraç oranından yararlanılmıştır. Finansal performans ölçümü yapabilmek için öncelikle bu oranların ağırlıkları belirlenmiştir. Ağırlık belirlemek için Critic yöntemi tercih edilmiştir. Critic yöntemiyle belirlenen ağırlıklara göre; GSYO'ları sıralamak için Oreste yöntemi kullanılmıştır. Oreste yöntemi sonucunda GSYO'lar her yılda finansal performanslarına göre sıralanmıştır. Araştırmada Critic yönteminin seçilme nedeni; oranlar arasındaki ilişki durumunu göz ardı etmemek ve kullanılan yöntemin oranlar arasındaki korelasyonu ölçmesidir. Diğer yöntem olan Oreste yöntemi ise ilişkiye dayalı performans analizi yaptığı için tercih edilmiştir. Dolayısıyla Critic ve Oreste yöntemleri birbirlerini tamamlayarak daha sağlıklı analiz yapabilme imkanı vermektedirler.

Çalışmanın sonucunda; finansal oranlar arasında en fazla önem verilen oranın aktif kârlılığı, en az önem verilen oranın ise aktif devir hızı olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuç, GSYO'ların faaliyetlerinin geri dönüş düzeyinden çok kârlılıklarına önem verdiklerini göstermektedir. Finansal oranların önem düzeylerine göre yapılan performans sıralamasına göre; Hedef GSYO'nun en iyi ve Hub GSYO'nun ikinci sırada oldukları belirlenmiştir. Performans düşüklüğüne göre ise; Rhea GSYO ve Egeli & Co Tarım GSYO en zayıf finansal performans gösteren firmalardır.

Gerçekleştirilen bu araştırma, literatürdeki diğer çalışmalardan kullanılan yöntemin konuya ve finansal oranların yapısına doğrudan uyum sağlaması nedeniyle özgünlük taşımaktadır. Çünkü Critic ve Oreste yöntemleri, finansal oranların sadece tek tek değil birbirleriyle de bağlantılı olarak ölçümünü gerçekleştirmiş ve bu ölçümle ilgili olarak da finansal performans skoru ortaya koymuştur. Araştırma sonuçları bu bağlamda yatırımcılar için referans niteliği taşımaktadır. Araştırma, sadece belirli bir zaman diliminde ve sadece BİST'e kayıtlı GSYO'lar üzerinde gerçekleşmiştir. Bu konuya ilgi duyan araştırmacılar zaman dilimini daha da açarak araştırmayı tekrarlayabilecekleri gibi yurtiçindeki ve yurtdışındaki girişim firmalarını karşılaştırarak da daha geniş kapsamlı çalışmalar yapabilirler.

## **KAYNAKLAR**

- Akbulut, R., Rençber, Ö.F. ve Şen, B. (2016). Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Karlılıklarına Göre Performanslarının Analizi. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 19(36): 273-290.
- Akış, M. L. (2017). Girişimcilik Seminerleri Ve Türkiye İş Kurumu İçin Öneriler. T.C. Çalışma Ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı Türkiye İş Kurumu Genel Müdürlüğü. Uzmanlık Tezi. Ankara.
- Akkaya, G.C. ve İçerli, M.Y. (2001). Kobi'lerin Finansal Problemlerinin Çözümünde Risk Sermayesi Finansman Modeli. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 3(3): 61-70.

- Akyüz, K. C., Gedik, T., Akyüz, İ. ve Yıldırım, İ. (2006). Rize İlindeki Lise ve Üniversite Öğrencilerinin Girişimcilik Yeteneklerinin İncelenmesi. *Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi*. 20(1): 233-246.
- Aydın, E. (2018). Girişim Sermayesi Yatırım Fon ve Ortaklıklarının Gelir Vergisi Ve Kurumlar Vergisi Bakımından Vergilendirilmesi. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi*. 37(2): 57-82.
- Aytaç, D. (2015). Yeniliğin Finansmanı: Girişim Sermayesi. *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*. 16(1): 59-80.
- Barton C. ve Lischeron J. (1991). Defining Entrepreneurship. *Journal of Small Business Management*. January. 29: 45-61.
- Bayazıtlı, E., Özdemir, F.S. ve Çolak, A. (2015). Risk Sermayesi Yatırımı ve Rüzgâr Enerjisi Sektöründe Örnek Olay İncelemesi. *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 8(3): 83-100.
- Bozkurt, Ö.Ç. ve Alparslan, A.M. (2012). Girişimcilerde Bulunması Gereken Özellikler İle Girişimcilik Eğitimi: *Girişimci ve Öğrenci Görüşleri*. *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi*. 8(1), 7-28.
- Busenitz, L. W., Gomez, C.& Spencer, J.W. (2000). Country Institutional Profiles: Unlocking Entrepreneurial Phenomena. *Academy of Management Journal*. 43(5): 994-1003.
- Çetindamar, D. (2002). Türkiye’de Girişimcilik. TÜSİAD Yayınları. İstanbul.
- Çolak, A. (2015). Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı Ve Rüzgâr Enerjisi Sektöründeki Uygulaması: Türkiye’den Örnek Bir Çalışma. *Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Doktora Tezi*. Ankara.
- Çonkar, M.K. (2017). Bir İslami Finansman Aracı Olarak Girişim (Risk) Sermayesi Finansman Yöntemi: İşleyişi, Finans Sistemimize Katkıları. *Uluslararası İslam Ekonomisi ve Finansı Araştırmaları Dergisi*. 3(2): 100-124.
- Deviren, N. V. ve Yıldız, O. (2017). Ekoturizm Girişimciliğinin Toplum Temelli Turizm Açısından Değerlendirilmesi: Muğla Karabağlar Yaylası Örneği. 3. *Uluslararası Girişimcilik, İstihdam Ve Kariyer Kongresi*. 623-63412-15 Ekim 2017 Muğla.
- Diakoulaki, D., Mavrotas, G. & Papayannakis, L. (1995). Determining Objective Weights in Multiple Criteria Problems: The Critic Method. *Computers & Operations Research*, 22: 763-770.
- Elmas, B. Ve Yılmaz, H. (2016). Firmaların Finansman Sorununa Alternatif Olarak Girişim Sermayesi Finansman Modelinin Kullanımı: İstanbul İlinde Bir Araştırma. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*. 30(4): 811-830.
- Ertuğrul, M. ve Altundal, V. (2018). Startup Finansmanında Katılım Bankalarının Potansiyel Rolü Üzerine Bir Değerlendirme. *AKÜ İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 20(1): 27-40.
- Garipcin, S.A. (2017). Girişimcilerin Melek Finansman ve Risk Sermayesi Finansman Tekniklerine İlişkin Bilgi Ve Farkındalıklarının Belirlenmesi: Afyonkarahisar ve Uşak İlleri Üzerine Bir Araştırma. *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi*. Afyon.
- Gerni, M., Nişancı, M., Alkan, A. ve Yurttañıkımaz, Z. Ç. (2013). Geçiş Ekonomilerinde Girişimciliğın Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri. *Uluslararası Avrasya Ekonomileri Konferansı*, 18 – 19 Eylül, 2013. St. Petersburg, Rusya. 761–767.
- Gün, M. Ve Karadağ, H. (2016). A Study On Venture Capital: Performance Analysis Of Venture Capital Investment Trust Incorporations In Turkey. *Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 16(1): 57-74.
- Günay, S.G. ve Basalp, A. (2011). Girişimciler, Melek Yatırımcılar ve Risk Sermayesi Firmaları Arasında Kurulacak Bir Ağ, Bu Ağın Yapısı ve Önemi. *Business and Economics Research Journal*. 2(2): 153-164.
- Gürünlü, M. (2018). Gelişmekte Olan Piyasalarda İnovasyon Ve Girişimciliğın Finansmanı Sorunu Ve Alternatif Çözüm Önerileri. *İşletme Araştırmaları Dergisi*. 10(4): 286-303.
- İpekten, O.B. (2006). Risk Sermayesi Finansman Modeli. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 7(1): 385-408.



- İştar, E. (2013). Alternatif Bir Finansman Modeli Olarak Risk Sermayesi. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*. 12(46): 183-198.
- Jahan, A., Mustapha, F., Sapuan, S. M., Ismail, Y. & Bahraminasab, M. (2012). A Framework For Weighting of Criteria in Ranking Stage of Material Selection Process. *International Journal of Advanced Manufacturing Technology*, 58: 411-420.
- Johnson, D. (2001). What is Innovation and entrepreneurship? Lessons for Larger Organisations. *Industrial and Commercial Training*. 33(4): 135-140.
- Kamuyu Aydınlatma Platformu, (2019). <https://www.kap.org.tr/>, Erişim Tarihi: 15.06.2019
- Karasioğlu, F. ve Duman, H. (2006). Gelişmekte Olan Ülkelerde Girişimcilik Kültürü ve Risk Sermayesi Üzerine Bir İnceleme. *Uluslararası Girişimcilik Kongresi*. Kırgızistan-Türkiye Manas Üniversitesi Yayınları: 86 Kongreler Dizisi: 11. Bışkek. 148-159.
- Karlsson, C., Friis, C., & Paulsson, T. (2004). Relating Entrepreneurship to Economic Growth, *CESIS Electronic Working Paper Series*. Paper No: 13.
- Kasalak, M. A. (2014). Bölgesel Kalkınma Açısından Sosyokültürel Yapının Girişimciliğe Etkisi, *SDÜ Fen Edebiyat Fakültesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 31: 249-266.
- Leibenstein, H. (1968). Entrepreneurship and Development. *American Economic Review*. 58: 72-83.
- Long, W. (1983). The Meaning Of Entrepreneurship. *American Journal of Smal Business*. 8(2): 47-56.
- Mousa Hamdan, (2019). Entrepreneurship And Economic Growth: An Emirati Perspective. *The Journal of Developing Areas Volume*. 53(1): 65-78.
- Münyas, T. (2017). Girişim Sermayesi Yapısı ve Verilerle Türkiye Uygulaması. *Maliye Finans Yazıları (Özel Sayı)*: 277-294.
- Özkılınç, D.N. (2014). Türk Kobi'leri İçin Alternatif Finans Bulma Yöntemleri ve Sermaye Piyasası. *Journal of Yasar University*. 9(34): 5833-5850.
- Pastijn, H. & Leysen, J. (1989). Constructing an Outranking Relation with Oreste. *Mathematical and Computer Modelling: An International Journal*, 12 (5): 1255-1268.
- Pastijn H. & Leysen J. (2003). Using an Ordinal Outranking Method Supporting The Acquisition of Military Equipment. *Royal Military Academy Renaissance Avenue*, 8 (3): 4-12.
- Sakaryalı, A.M.D. (2014). İnovasyon ve Risk Sermayesi. *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi*. 9(1): 183-210.
- Schumpeter, A. J. (1934). *The Theory of Economics Development*. Oxford University Press. Oxford. U.K.
- Sermaye Piyasası Kurulu (2019). Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları. (<https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/16/5/0>, Erişim Tarihi: 04/10/2019).
- Sermaye Piyasası Kurulu, (2007). *Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları*. Ankara: SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-6.
- Sermaye Piyasası Kurulu, (2016). *Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları*. Ankara: SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-6.
- Tuna, A.K. ve İsaletli, İ. (2014). İnovasyonun Finansmanı Ve Risk Sermayesi. *İktisat Fakültesi Mecmuası*. Cilt: 64. 2014/1: 27-47.
- Tülüce, N. S. ve Yurtkur, A.K. (2015). Term of Strategic Entrepreneurship and Schumpeter's Creative Destruction Theory. *Procedia Social and Behavioral Sciences*. 207: 720-728.
- Türkan, Y. (2015). Nanoteknoloji Yatırımları ve Yatırım Modelleri. *Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 5(10): 79-116.
- Uygurtürk, H. ve Soylu, N. (2016). Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Likidite Ve Karlılık Performanslarının Copras Yöntemi İle Analizi. *Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 9(2): 637-650.

- Yatırım Ortamını İyileştirme Koordinasyon Kurulu (2019). Girişim Sermayesi yatırım Ortaklığı Sistemi. (<http://yoikk.gov.tr/upload/komiteler/kobi/gsyo.pdf>) Erişim tarihi: 03/10/2019
- Yatmaz, F.E. (2012). Girişim Sermayesi: Türkiye İçin Bölgesel Model Önerisi. *T.C. Kalkınma Bakanlığı Uzmanlık Tezi*.
- Yiğit, M. ve Güner, Ü. : (2008). Dış Ticaret ve Girişimcilik Perspektifinden Türkiye’ de Risk Sermayesi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 20: 257-275.
- Zhao, H., Seibert, S.E.& Hills, G. E. (2005). The Mediating Role of Self-Efficacy in The Development of Entrepreneurial Intentions. *Journal of Applied Psychology*, 90(6): 1265–1272.