

**T.C.  
ANKARA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**GİRİŞİM SERMAYESİ SEKTÖRÜNDEKİ YATIRIM TERCİHLERİ  
VE KURUMSAL YÖNETİM ÇERÇEVESİNDE GİRİŞİMLERE  
YAPILAN MÜDAHALELERİN ANALİZİ:  
TÜRKİYE’DEKİ GİRİŞİM SERMAYESİ UYGULAMALARI**

**Doktora Tezi**

**Hakan ERTÜRK**

**Ankara-2017**

**T.C.  
ANKARA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**GİRİŞİM SERMAYESİ SEKTÖRÜNDEKİ YATIRIM TERCİHLERİ  
VE KURUMSAL YÖNETİM ÇERÇEVESİNDE GİRİŞİMLERE  
YAPILAN MÜDAHALELERİN ANALİZİ:  
TÜRKİYE’DEKİ GİRİŞİM SERMAYESİ UYGULAMALARI**

**Doktora Tezi**

**Hakan ERTÜRK**

**Tez Danışmanı**

**Prof. Dr. Güven SAYILGAN**

**Ankara-2017**

**T.C.**  
**ANKARA ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETME ANABİLİM DALI**

**GİRİŞİM SERMAYESİ SEKTÖRÜNDEKİ YATIRIM TERCİHLERİ**  
**VE KURUMSAL YÖNETİM ÇERÇEVESİNDE GİRİŞİMLERE**  
**YAPILAN MÜDAHALELERİN ANALİZİ:**  
**TÜRKİYE’DEKİ GİRİŞİM SERMAYESİ UYGULAMALARI**

**Doktora Tezi**

**Tez Danışmanı: Prof. Dr. Güven SAYILGAN**

**Tez Jürisi Üyeleri**

**Adı ve Soyadı**

**İmzası**

Prof. Dr. Güven SAYILGAN .....

Prof. Dr. Hasan ŞAHİN.....

Prof. Dr. Kadir GÜRDAL.....

Prof. Dr. Ahmet AKSOY.....

Prof. Dr. Güray KÜÇÜKKOCAOĞLU.....

Tez Sınavı Tarihi .....

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ**  
**ANKARA ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE**

Bu belge ile bu tezdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik davranış ilkelerine uygun olarak toplanıp sunulduğunu beyan ederim. Bu kural ve ilkelerin gereği olarak, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce ve sonuçları andığımı ve kaynağını gösterdiğimi ayrıca beyan ederim.(16/11/2017)

Tezi Hazırlayan Öğrencinin

Adı ve Soyadı

Hakan ERTÜRK

İmzası

.....

## TEŞEKKÜR

Doktora tezi çalışmam süresince manevi desteğini benden esirgemeyen ve tezimde büyük emeği ve katkısı olan danışman hocam Sayın Prof. Dr. Güven SAYILGAN'a, tezin bu aşamaya gelmesindeki öneri ve katkılarından dolayı kendilerine şükranlarımı sunmayı borç bildiğim tez jürisi hocalarım Sayın Hasan ŞAHİN, Kadir GÜRDAL, Ahmet AKSOY, Güray KÜÇÜKKOCAOĞLU'na sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Çalışma süresince beni hep destekleyen ve bana her zaman güvenen eşim Ayşe'ye ve gösterdikleri sabır için kızım Azra Ceren ve oğullarım Muhammed Kerem ve Berat Alp'e sonsuz minnet ve teşekkürlerimi sunarım.

## ÖZET

Gelişmiş ekonomilerde erken aşama yenilikçi ve teknoloji odaklı girişimcilerin finansmana erişim problemlerinin çözümünde ve bu girişimlerin profesyonel yönetim anlayışı çerçevesinde büyümesinde melek yatırımcılar ve girişim sermayesi fonları önemli görevler üstlenmektedir. Melek yatırımcılar ve girişim sermayesi fonları, teşebbüslere doğrudan sermaye koyarak ortak olmakta ve bu teşebbüslerin orta ve uzun vadede satışlarını ve kârlılıklarını dolayısıyla değerlerini artırmaya çabalar. Bu çabalarının sonucunda ise, değerini arttırdıkları teşebbüslerdeki paylarını diğer şirketlere satma veya halka arz yoluyla yüksek getiri elde etmeyi amaçlarlar. Melek yatırımcılık ve girişim sermayesi fonlarının gelişimi Türkiye’de istenilen seviyede olmamış fakat son yıllarda bu alanda hem özel sektör tarafında hem de kamu tarafında giderek artan bir farkındalık oluşmaya başlamıştır. Bu artan farkındalıkla birlikte kamu kurumları bu alanda önemli destek programları açıklamaya başlamıştır. Bu çerçevede, melek yatırımcılığın desteklenmesi, girişim sermayesi fonlarına önemli vergi avantajlarının sağlanması ve girişim sermayesi fonlarına kaynak sağlayan fonların fonu yapılarına kamu tarafından kaynak sağlanmasına yönelik programların hayata geçirilmesi önemli adımlar olmuştur. Bununla birlikte, girişimcilerin finansmana erişiminde sağlıklı bir finansman yapısının kurulması için ekosistemin bir bütün olarak görülmesi, en aşağıdan en yukarıya tüm aşamaların dikkatli tasarlanması gerekmektedir. Bu tezde melek yatırımcılık ve girişim sermayesi fonları çeşitli açılardan araştırılmış ve bu araştırmalar temelinde sektörün gelişmesine yönelik önerilerde bulunulmuştur.

## **ABSTRACT**

### **Investment Preferences in Venture Capital Sector and Analysis of Interventions to Enterprises based on Corporate Governance: Venture Capital Applications in Turkey**

In developed economies, angel investors and venture capital funds undertake crucial roles for solving early stage innovative and technology focused enterprises' access to finance problem and helping their growth in the professional management framework. Angel investors and venture capital funds invest into enterprises as a shareholder by directly injecting equity capital and strive to increase these enterprises' mid and long term sales and profitability to enhance the value of the enterprise. As a result of their efforts, they intend to sell their shares, which they have achieved to increase the value, to the other enterprises or by using initial public offering to get high yield. The development of angel investment and venture capital funds is not in the desired level in Turkey, but in the recent years, public and private sector awareness has been started to increase. Together with this increased awareness, public sector entities have started to announce important support programs regarding this area. In this regard, initiation of the support to angel investment, important tax advantages to venture capital funds and providing public resources to the fund of funds structures to support venture capital funds programs have been crucial steps. However, in order to establish healthy financing structures regarding entrepreneurs' access to finance, all ecosystem should be seen as a whole and all financing stages should be designed carefully from bottom up. In this thesis, the policy recommendations to improve angel investment and venture capital funds are suggested based on best practices and the field research.

## İÇİNDEKİLER

|                                                                                                                 |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| GİRİŞ .....                                                                                                     | 1   |
| BİRİNCİ BÖLÜM.....                                                                                              | 1   |
| GİRİŞİM SERMAYESİ SEKTÖRÜNÜN FİNANSMANA ERİŞİMDEKİ<br>ROLÜ VE YAPISAL ÖZELLİKLERİ.....                          | 1   |
| 1.1 Kavramsal Çerçeve ve Tezde İzlenen Yöntem.....                                                              | 1   |
| 1.2 Yeniliklerin Önemi ve Küçük Girişimlerin Yeniliklerdeki Rolü .....                                          | 3   |
| 1.3 Girişim Sermayesi'nin Önemi .....                                                                           | 8   |
| 1.4 Girişimlerin Gelişim Evreleri ve Finansman .....                                                            | 15  |
| 1.5 Melek Yatırımcılar ve Girişim Sermayesi Fonları .....                                                       | 22  |
| 1.6 Girişim Sermayesi Alanında Dünya'daki Gelişmeler .....                                                      | 29  |
| 1.6.1 Fonların Fonu ve Ortak Yatırım Fonu .....                                                                 | 32  |
| İKİNCİ BÖLÜM .....                                                                                              | 37  |
| MELEK YATIRIMCILARIN VE GS FONLARININ GİRİŞİMCİLİĞE VE<br>İNOVASYONA KATKILARI .....                            | 37  |
| 2.1 Melek Yatırımcıların Girişimcilğe ve İnovasyona Katkıları .....                                             | 37  |
| 2.1.1 Girişimcilğe Katkı.....                                                                                   | 38  |
| 2.1.2 İnovasyona Katkı.....                                                                                     | 44  |
| 2.2. GS Fonlarının Girişimcilğe ve İnovasyona Katkıları.....                                                    | 48  |
| 2.2.1 Girişimcilğe Katkı.....                                                                                   | 51  |
| 2.2.2 İnovasyona Katkı.....                                                                                     | 57  |
| ÜÇÜNCÜ BÖLÜM .....                                                                                              | 62  |
| MELEK YATIRIMCILARIN VE GS FONLARININ YATIRIM SÜREÇLERİ<br>VE YATIRIM STRATEJİLERİ.....                         | 62  |
| 3.1 Melek Yatırımcıların Yatırım Süreçleri ve Yatırım Stratejileri .....                                        | 62  |
| 3.2 GS Fonlarının Yatırım Süreçleri ve Yatırım Stratejileri.....                                                | 72  |
| DÖRDÜNCÜ BÖLÜM .....                                                                                            | 92  |
| MELEK YATIRIMCILIKTA VE GİRİŞİM SERMAYESİ FONLARINDA<br>BİLGİ ASİMETRİSİ, SÖZLEŞMELER VE KURUMSAL YÖNETİM ..... | 92  |
| 4.1 Melek Yatırımcıların Bilgi Asimetrisi Sorunları ve Çözüm Yolları .....                                      | 97  |
| 4.2 GS Fonlarının Bilgi Asimetrisi Sorunları ve Çözüm Yolları .....                                             | 108 |

|                                                                                                                                                       |            |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>BEŞİNCİ BÖLÜM .....</b>                                                                                                                            | <b>125</b> |
| <b>MELEK YATIRIMCILARIN VE GİRİŞİM SERMAYESİ FONLARININ YATIRIMDAN ÇIKIŞ VE GETİRİ PERFORMANSI.....</b>                                               | <b>125</b> |
| 5.1 Melek Yatırımcıların Yatırımdan Çıkışı ve Getiri Performansları.....                                                                              | 125        |
| 5.2 GS Fonlarının Yatırımdan Çıkış ve Getiri Performansı.....                                                                                         | 134        |
| 5.2.1 GS Fonlarının Risk ve Getiri Düzeyi .....                                                                                                       | 135        |
| 5.2.2 GS Fonlarının Ücret Yapısı ve Bu Yapıyı Etkileyen Faktörler .....                                                                               | 145        |
| <b>ALTINCI BÖLÜM .....</b>                                                                                                                            | <b>151</b> |
| <b>TÜRKİYE’DE MELEK YATIRIMCILIK VE GİRİŞİM SERMAYESİ FONLARININ YATIRIM TERCİHLERİ VE KURUMSAL YÖNETİM ÇERÇEVESİNDE YAPTIKLARI MÜDAHALELER .....</b> | <b>151</b> |
| 6.1 Melek Yatırımcılar ve Girişim Sermayesi Fonlarına İlişkin Araştırma Sonuçları .<br>.....                                                          | 152        |
| 6.1.1 Melek Yatırımcıların Yatırımlarını Teknoloji Odaklı Girişimlere Yapması.....                                                                    | 154        |
| 6.1.2 GS Fonlarının Yatırımlarını Teknoloji Odaklı Girişimlere Yapması .....                                                                          | 157        |
| 6.2.1 Melek Yatırımcıların Yatırımlarını Erken Aşama Girişimlere Yapması .....                                                                        | 159        |
| 6.2.2 GS Fonlarının Yatırımlarını İleri Aşama Girişimlere Yapması .....                                                                               | 164        |
| 6.3.1 Melek Yatırımcılar Yatırım Yaptıkları Girişimlerin Kontrolünü ve Yönetimini Ele Geçirmesi.....                                                  | 168        |
| 6.3.2 GS Fonları Yatırım Yaptıkları Girişimlerin Kontrolünü ve Yönetimini Ele Geçirmesi .....                                                         | 170        |
| <b>YEDİNCİ BÖLÜM .....</b>                                                                                                                            | <b>172</b> |
| <b>SONUÇ VE ÖNERİLER.....</b>                                                                                                                         | <b>172</b> |
| 7.1 Sonuç .....                                                                                                                                       | 172        |
| 7.2 Öneriler.....                                                                                                                                     | 182        |
| <b>KAYNAKÇA.....</b>                                                                                                                                  | <b>186</b> |
| <b>EKLER .....</b>                                                                                                                                    | <b>1</b>   |

# **GİRİŞ**

## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **GİRİŞİM SERMAYESİ SEKTÖRÜNÜN FİNANSMANA ERİŞİMDEKİ ROLÜ VE YAPISAL ÖZELLİKLERİ**

#### **1.1 Kavramsal Çerçeve ve Tezde İzlenen Yöntem**

Literatürde girişim sermayesi kavramı çeşitli anlamlara gelecek şekilde kullanılmaktadır. Bu bölümde bir teşebbüse sermaye koymak suretiyle finansman sağlayıp aynı zamanda teşebbüse ortak olma şeklinde özetlenebilen girişim sermayesi yatırımlarının hangi büyüklükteki yatırımları kapsadığı ve bu yatırımları birbirinden ayıran özelliklerin neler olduğuna kısaca değinilmiş ve bu tezde kullanılan kavramlar için tanımlamalar yapılmıştır.

Literatürde şirketlere sermaye koymak suretiyle yapılan yatırımlar “Private Equity” (Özel Sermaye) olarak tanımlanmakta ve bu yapı içerisinde “Business Angels” (İş Melekleri-Melek Yatırımcılar), “Venture Capital Fund” [Girişim Sermayesi (GS) Fonları] ve “Private Equity Fund” (Özel Sermaye Fonları) yer almaktadır. Özel Sermaye Fonları, GS fonları gibi birçok ülkede yasal düzenlemelerle nitelikli yatırımcı olarak kabul edilen bankalar, sigorta şirketleri, emeklilik fonları ve aile ofisleri gibi kurumsal niteliği haiz kişiler tarafından aktarılan fonlarla kurulmaktadır.

GS fonları ile özel sermaye fonları arasındaki temel fark, yatırım yapılan şirketlerin erken aşama mı yoksa ileri aşama olduklarında ortaya çıkmaktadır. Özel sermaye fonları; ileri aşama şirketlere veya halka açık şirketlere ait payları fon kaynaklarını kullanmak yoluyla yatırım yapmalarının yanı sıra borçlanarak sağladıkları fonlar ile de ileri aşama şirketlere veya halka açık şirketlere yatırım yapabilirler. Tez kapsamında sadece melek yatırımcılar ve GS fonları ele alınacağından, girişim sermayesi kavramı ile erken aşama girişimlere melek yatırımcılar ve girişim sermayesi fonları tarafından yapılan yatırımlar kast edilmektedir. Tezde özel sermaye fonlarının yatırımları ve bu fonların yapıları ele alınmamıştır. Bununla birlikte, bu fon yapıları ile girişim sermayesi fonları birçok yönden birbirine benzer özelliklere sahip olduğu için sadece girişim sermayesi fonlarından bahsetmenin de tezin amacı itibarıyla yeterli olduğu düşünülmektedir. Tezde bu amaçla erken aşama girişimlerin finansmanında önemli rol oynayan finansal araçlardan melek yatırımcılık ve birçok açıdan melek yatırımcılığa benzeyen ve melek yatırımcılığı tamamlayıcı bir finansman kaynağı olan girişim sermayesi fonlarının yapısı ve yatırımları konusunda inceleme ve açıklamalarda bulunulmuştur.

Tezde işlenecek konular belirlenmesinde melek yatırımcılık ve GS fonları hakkında bugüne kadar yapılan araştırmaların önemli bir bölümü incelenmiş ve incelemeler sonucunda; ulusal ve uluslararası literatürde melek yatırımcılık ve GS fonları hakkında yapılan araştırmaların temelde 5 alanda yapıldığı görülmüştür. Melek yatırımcılar ve GS fonları;

- i. Girişimcilere ve inovasyona katkıları,
- ii. Yatırım süreçleri ve stratejileri,

- iii. Bilgi asimetrisi, bilgi asimetrisine yönelik sözleşmeler ve kurumsal yönetim,
- iv. Yatırımdan çıkış ve getiri performansları,
- v. Yatırım tercihleri ve kurumsal yönetim çerçevesinde yaptıkları müdahaleler açısından araştırılmışlardır.

Tezde de bu konu başlıkları göz önüne alınarak araştırmalar yapılmıştır. Tezin sonuç bölümünde araştırma sonuçlarına ve melek yatırımcılığın ve GS fonlarının geliştirilmesine yönelik politika önerilerine yer verilmiştir.

## **1.2 Yeniliklerin Önemi ve Küçük Girişimlerin Yeniliklerdeki Rolü**

Yenilikler, ekonomik büyüme için zorunludur ve ancak bu yenilikleri yapacak yeni girişimciler ekonomik büyümeyi canlandırabilir. Günümüz dünyasında teşebbüslerin üretim sürecindeki girdi miktarını artırarak büyümesinden ziyade, çıktı verimliliğini sağlamaya yönelik araştırma ve geliştirmeye yönelik faaliyetleri, büyümeye en önemli katkıyı sağlamaktadır (Lichtenberg ve Siegel, 1989). Bu itibarla, bir ülkenin ekonomik geleceği, neyi ne kadar ürettiğine değil bunu üretirken kendisine rekabet imkânı sağlayacak yeni ürünlerin geliştirilmesine ve bu ürünlerinde üretiminde ne kadar verimlilik sağlandığına bağlıdır. Yeni girişimciler, bir ekonominin kalkınmasında en büyük katkıyı yapan ekonomik birimlerdir (Lerner 2009).

Günümüzde ülke ekonomilerinin tümü için yenilik, ekonomik büyümenin temel anahtarı olarak kabul görmektedir. Ulusların refahı, yeni istihdam olanaklarının yaratılması ve eski istihdam türlerinin ortadan kalkması doğrudan yeniliklerle ilişkilendirilmektedir. The Economist dergisi tarafından 2007 yılında yapılan bir araştırmada<sup>1</sup> ülkelerin uzun dönemli büyümelerinin yenilikleri teşvik eden bir eko-çevreye sahip olmaları gerektiğini ortaya koymaktadır.

Yenilikler, ekonomik büyüme ve uzun dönemli verimlilik için anahtar bir güçtür. Verimlilik artışları günümüz dünyasının yüksek rekabet ortamında şirketlerin kullanabileceği en etkili araçtır. Bu konuda yapılan birçok araştırma mevcut olup bunlardan Boston Consulting Group'un 2010 yılında "Innovation<sup>2</sup>" adıyla yayımladığı bir araştırmanın sonucunda; şirket üst yöneticilerine yöneltilen sorulara verilen cevaplardan katılımcıların %26'sının yeniliği en önemli stratejik öncelik olarak belirtmiş ve verilen cevaplara göre yenilik en üst sırada öneme sahip unsur olarak öne çıkmıştır. Mckinsey'in 2010 yılında şirket yöneticileri ile yaptığı bir başka çalışmada<sup>3</sup>, şirket yöneticilerinin %84'ünün yeniliğin şirketlerin büyüme stratejilerinde olağanüstü veya çok büyük öneme sahip olduğunu belirtmişlerdir.

Şirketleri yenilikçi olmaya iten en önemli gerekçelerden birisi de, teknolojinin hızlı değişmesi ve bu değişimin beraberinde firmalar arası rekabetin

---

<sup>1</sup> Economist Intelligence Unit (2007): <http://graphics.eiu.com/upload/portal/ciscoinnosmallfile.pdf> (Erişim tarihi: 08/02/2015)

<sup>2</sup> BCG Innovation 2010: <http://www.bcg.com/documents/file42620.pdf> (Erişim tarihi: 08/02/2015)

<sup>3</sup> Mckinsey, Innovation and commercialization 2010: [http://www.mckinsey.com/insights/innovation/innovation\\_and\\_commercialization\\_2010\\_mckinsey\\_global\\_survey\\_results](http://www.mckinsey.com/insights/innovation/innovation_and_commercialization_2010_mckinsey_global_survey_results) (Erişim tarihi: 08/02/2015)

artırması ve tüketicilerin yeni ürün tercihlerinde daha seçici olmalarıdır. Tüketiciler bir ürün hakkında çok detaylı bilgilere anında ulaşabilmekte ve diğer kullanıcıların yorumlarına göre tercihlerini belirleyebilme avantajına sahip olabilmektedir. Bu durum ise firmalar arasındaki rekabeti, dolayısıyla yenilik yapma arzusunu da artırmaktadır. Yeniliğin hangi gerekçelerle neden çok önemli olduğu başlıklar halinde aşağıda gruplandırılarak özetlenmiştir<sup>4</sup>:

***Piyasa Etkisi:***

- Değişen piyasa koşullarına cevap verip hayatta kalabilmek,
- Rekabetçi bir avantaj kazanmak,
- Piyasa payını korumak,
- Teşebbüse yeni bir pozisyon kazandırmak ve piyasadaki görünümünü iyileştirmek,
- Piyasada lider oyuncu olabilmek,
- Teşebbüse yeni boyutlar kazandırarak teşebbüsün içinde bulunduğu sınırlı ortamın dışına çıkabilmek,

***Dışsal Güçler:***

- Bir düzenlemenin gereklerini yerine getirebilmek (mevcut veya beklenen),
- Rakiplerin, teşebbüs üzerindeki etkisini veya rekabet düzeyini azaltmak,

***Beşeri Sermaye ve Organizasyon:***

- Yüksek kalitede personeli cezbetmek ve onları teşebbüste tutabilmek,

---

<sup>4</sup> <http://www.innovationforgrowth.co.uk/whysisinnovationimportant.pdf> (Erişim tarihi: 08/02/2015)

- Personeli iddialı projelerle teşvik etmek,
- İşgücü için istikrarlı bir ortam sağlamak,
- İyi fikirlere sahip kişileri şirkete çekebilmek,
- Ortaklık kurabilecek şirketleri etkilemek,

#### ***Finansal Olarak;***

- Daha fazla fon çekebilmek,
- Kârlılığı artırabilmek,
- Teşebbüs sahiplerinin servetlerini arttırabilmek.

Yenilik, hem büyük hem de küçük firmalar için büyümede en önemli unsur olarak ön plana çıksa da, Schumpeter'in iddia ettiği gibi büyük firmaların yenilikleri getirme konusunda en önemli aktörler olduğunu destekleyen çok az araştırma vardır. Yukarıda belirtilen faktörler her iki firma grubu içinde geçerli olmakla birlikte esas olarak küçük firmaların yeniliklerin avantajlarından daha fazla yararlandığı söylenebilir. Yenilikler konusunda genel kanı, küçük girişimlerin yeniliklerin ana kaynağı olduğu yönündedir. Girişimcilerin ve küçük firmaların, yeni teknolojilerin müşteri ihtiyaçları ile teknolojinin buluşmasını sağlama ve buna ilişkin çok hızlı ürünler çıkarma konusunda büyük firmalara göre daha yetenekli oldukları şeklinde birçok araştırma sonucu mevcuttur (Lerner 2009).

Lerner (2009), büyük firmaların yenilikler konusunda, küçük firmalar kadar başarılı olamadıklarının temel nedenlerini şu şekilde sıralamıştır:

- Büyük firmaların çalıştırdıkları personelin bulduğu yenilikler karşısında sağladığı imkânlar veya teşvikler çok düşük kalmakta ve personele verilenler altın bir saat hediyesinin ötesine gidememektedir. Bu durum, personeline çok yüklü hisse senedi opsiyonu sağlayan ve bu şekilde yenilikten azami ölçüde yararlanmayı mümkün kılan başlangıç evresindeki girişimlerin tam aksidir.
- Büyük firmalar, var olan müşteri tabanlarına çok fazla odaklandıklarından yeniliklerin bulunmasında etkili olamamaktadır. Büyük firmalar kaynaklarını mevcut müşteri tabanlarının korunması ve bu tabanın genişletilmesi üzerine kullanmaktadırlar. Bunun bir sonucu olarak, endüstriye yeni giren bir firma endüstri liderlerinin göremediği fırsatları yakalayabilmektedir.
- Yeni firmalar stratejik olarak, büyük firmaların aksine daha riskli projelere yönelebilmektedirler. Bu, yeni firmaların sıklıkla başarısızlıkla sonuçlanan durumlarla karşılaşmalarına neden olurken, aynı zamanda daha fazla yenilikçi ürünler ile piyasaya çıkabilmelerini sağlamaktadır.
- Diğer bir başka neden de, büyük firmaların organizasyon yapılarının bir sonucu olarak yatırımlarını girişim sermayesi yatırımlarında olduğu gibi evrelere ayıramamaları veya bu konuda isteksiz olmaları ve projeleri belli bir gelişim sürecinden sonra bile terk etme konusunda muhafazakâr oluşlarıdır. Yeni bir girişimin başarılı olması için en az 5 ila 6 seneye ihtiyaç vardır.

- Büyük firma yöneticileri başarısızlıkla anılmak istemezler. Bu nedenle, yatırım yaptıkları girişimlerin gidişatının kötü olmasına bakmaksızın bu girişimlere sürekli bir şekilde finansman sağlanmasını sürdürürler. Ancak bir girişimin başarılı olup olmadığının anlaşılması iki yılda ortaya çıkmaktadır.

Bu başarısızlık nedenlerinden dolayı, büyük şirketler yeni girişimlere girmekten ziyade istedikleri ürünleri üreten veya pazarda ilerleme gösteren küçük şirketleri satın almayı daha etkin bir yol olarak tercih etme eğilimindedirler.

### **1.3 Girişim Sermayesi'nin Önemi**

Bir şirkete sermaye koymak suretiyle finansman sağlamak ve bunun yanında şirkete ortak olmak yüzyıllardır uygulanan bir finansman yöntemidir. Fakat yüksek büyüme potansiyeline sahip işletmelerin girişim sermayesinin bir aracı olan melek yatırımcılar gibi önemli bir finansman kaynağı tarafından desteklenmesi fikri ABD'de ortaya çıkmış yeni sayılabilecek bir finansman metodudur. Melek yatırımcılık dünyada hızlı bir şekilde yaygınlaşmakta ve melek yatırımcılar kendi ağlarını ve örgütlerini kurmaktadır. Dünya'da da giderek artan oranda birçok kamu idaresi de bu sistemi destekleyici politikalar üretmektedir.

Birçok araştırma sonucu, yeniliklerin teşvik edilmesinde girişim sermayesinin önemli rollerinin olduğunu göstermektedir. Girişim sermayesi yoluyla desteklenen girişimlerin başarılı olması, girişim sermayedarı yatırımcılara önemli getiriler kazandırabilmektedir. Ancak girişim sermayesi yatırımları her zaman istenildiği gibi

sonuçlar vermeyebilmektedir. Yatırımcıların genellikle yanlış tercihlerinden kaynaklanan bu durum, girişimci ve yatırımcı arasındaki bilgi asimetrisinden kaynaklanır. Girişim sermayesi alanında bilgi asimetrisi sorununa geliştirilen değerlendirme mekanizmaları ile cevap verilmeye çalışılır. Girişim sermayesi profesyonelleri tarafından gerçekleştirilen tarama ve durum tespit (due diligence) süreci, en iyi yatırım fırsatının ortaya çıkarılmasında önemli bir etkidir. Tarama ve durum tespit süreçlerindeki diğer finansman modellerine göre sağlanan bu görece etkinlik, girişim sermayesinin yenilikçi yatırımlara yönelmesinde ve yatırımlarını artmasında önemli bir etkiye sahiptir (Lerner 2009).

Yeniliklerin finansmanı açısından melek yatırımcılar ve GS fonları arasında bir karşılaştırma yapılırsa, melek yatırımcıların GS fonlarına göre daha geniş kapsamda yenilikçi faaliyetleri veya sektörleri destekledikleri söylenebilir. Bu geniş kapsam yatırımların sadece sektörel açıdan genişliğini değil aynı zamanda coğrafi yaygınlığını da ifade eder. Melek yatırımcıların hemen hemen her bölgede bulunabilmesi onlara GS fonlarına göre coğrafi açıdan üstünlük sağlamaktadır.<sup>5</sup>

Melek yatırımcılar tarafından yapılan yatırımların boyutunu araştıran çalışmalarda günümüzde melek yatırımcılar tarafından yapılan yatırımların ABD başta olmak üzere birçok Avrupa ülkesinde GS fonları tarafından yapılan yatırımları aştığı görülmektedir. Melek yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen yatırımların, GS fonlarını sadece yatırım sayısı açısından değil, son zamanlarda yatırım tutarı olarak

---

<sup>5</sup> OECD (2011), *Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors*, OECD Publishing.

<http://dx.doi.org/10.1787/9789264118782-en> (Erişim tarihi: 08/02/2015)

da geçmiştir. Yapılan araştırmalara göre<sup>6</sup> ABD’de 2013 yılında yapılan melek yatırımı toplamı 24,8 milyar ABD Doları ve yatırım yapılan girişimci sayısı 70.730’dur. 2013 yılı itibariyle ABD’deki aktif melek yatırımcı sayısı 298.800’dür. 2015 yılına gelindiğinde ise melek yatırım toplamı 24,6 milyar ABD Doları, yatırım yapılan girişimci sayısı 71.110’dur. 2015 yılı itibariyle ABD’deki aktif melek yatırımcı sayısı 304.930’dur. Görüldüğü gibi melek yatırımlar istikrarlı bir şekilde devam etmiş ve yatırımcı sayısı da aynı düzeyde kalmaya devam etmiştir.

Aynı araştırmaya göre melek yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen yatırımların 2013 ve 2015 yıllarındaki değişimi ve sektörler arasındaki dağılımı ise şu şekildedir. En fazla yatırım yapılan sektör her iki yılda da yazılım sektörü olup toplam melek yatırımları içinde %23 (2013) ve %18 (2015) ile en yüksek paya sahipken diğer sektörlerden medyanın payı %16’dan %9’a gerilemiş, sağlık hizmetleri ve tıbbi araçların payı %14’den %16’ya, biyoteknolojinin payı %11’den %13’e, perakendenin payı da %7’den 10,6’ya yükselmiştir.

GS fonları tarafından yapılan yatırımlar toplum içinde genel olarak daha ön planda gözükmekle birlikte, çekirdek ve ilk evre girişimlerin birincil finansman kaynağı melek yatırımcılardır. Melek yatırımcıların dirençlerinin piyasadaki dalgalanmalara karşı daha yüksek olması onları girişimciler için daha güvenilir kaynak haline getirmektedir. Bununla birlikte, piyasa koşullarının kötüleşmesi melek

---

<sup>6</sup> Sohl, Jeffrey (2014-04-30 ve 2016-05-25). "Full Year Angel market 2010 ve Full Year Angel Market Trends 2015". University of New Hampshire Center for Venture Research. (Erişim tarihleri: 08/02/2015 ve 23/04/2017)

yatırımcılar dâhil GS fonlarının yatırımlardan çıkışını zorlaştırmakta, bu ise gelecekteki girişim sermayesi yatırımların önündeki en büyük engel olarak ortaya çıkmaktadır.

Melek yatırımcıların yatırımları tüm dünyada hem ulusal hem de bölgesel düzeyde ekonomik kalkınmada çok önemli roller üstlenmektedir. Birleşik Krallık'ta yapılan bir çalışmada (ACOST, 1990)<sup>7</sup> melek yatırımcıların, müteşebbis ruha sahip güçlü bir ekonomin ön şartı olduğu ifade edilmektedir.

Ekonomik kalkınma perspektifi açısından melek yatırımların üç önemli yönü vardır (Mason 2006). İlk önemli yönü, melek yatırımcılar tarafından yapılan veya yapılabilecek finansmanın boyutunun çok önemli tutarlara ulaşabilmesidir. Maalesef, organize bir piyasa söz konusu olmadığı için ve melek yatırımcıların girişimciler tarafından rahatsız edilmemek amacıyla kendilerini gizlemeyi tercih etmeleri, melek yatırımcıların ve yaptıkları yatırımların sayısını ve tutarlarını kesin olarak belirlenmesini mümkün kılmamaktadır (Benjamin ve Margulis 2005). Bu itibarla, melek yatırımcıların yaptıkları yatırımlar ve bunların tutarları kabaca yapılan tahminlerden ibarettir. 2003 yılında ABD'de yapılan bir çalışmaya (Sohl 2003) göre, ABD'de yaklaşık 300.000 ila 350.000 arasında melek yatırımcı bulunmaktadır. Bunlar yıllık olarak yaklaşık 50.000 girişimciye 30 milyar ABD Doları civarında yatırım yapmaktadır. Birleşik Krallık'ta ise melek yatırımcıların yaptığı yıllık yatırım tutarı 0,5 milyar Pound ile 1 milyar pound arasında olup, 20.000 ila 40.000 arasında melek yatırımcı bulunduğu tahmin edilmektedir. Başlangıç evresinde yer alan

---

<sup>7</sup> ACOST, The Enterprise Challenge: Overcoming Barriers to Growth in Small Firms, 1990, HMSO, London.

girişimlere melek yatırımcılar tarafından yapılan yatırımlar, GS fonları tarafından yapılan yatırımlardan yaklaşık 8 kat fazla olmakla birlikte toplam yatırım tutarları birbirine çok yakındır (Mason ve Harrison 2000).

Melek yatırımların ekonomik olarak önemi sermayenin yatırıldığı yerden kaynaklanmaktadır. Melek yatırımların önemli bir bölümü büyüme aşamasındaki küçük işletmelerdir. Melek yatırımcılar aynı zamanda finansman zincirinde GS fonlarının ulaşamadığı girişimlere yatırım yaparak önemli bir boşluğu da doldurmaktadır. GS fonları için yatırım yapılabilir işletmelerin büyüklüğü Birleşik Krallıkta 1 milyon Pound, ABD’de 5 milyon ABD Dolardır(Sohl 2003). Melek yatırımların büyüklüğü Birleşik Krallıkta 100.000 ila 250.000 Pound arasındadır. Melek yatırımların birlikte yaptığı yatırımlarda ise bu tutar 500.000 Pound ve üzeridir. Son yıllarda GS fonlarının yatırım eşiklerinin daha da yükselmesi melek yatırımcıların başlangıç aşamasındaki girişimlere olan yatırımlarının önemini çok daha fazla artırmıştır (Mason ve Harrison 2000).

İkinci önemli yönü, melek yatırımcıların yatırım yaptıkları girişimler ile sıkı bir iş ilişkisi içinde olması ve bu çerçevede girişimcilerin melek yatırımcılardan kaynak sağlamanın yanında, bu yatırımcılardan elde ettiği tecrübe bu finansman kaynağını diğer kaynaklardan daha değerli kılmaktadır (Cressy ve Olofsson 1997; Lindström ve Olofsson 2001; Sætre, 2003). Mason (2005), melek yatırımcıların genel olarak bilgi sahibi oldukları sektörlerde yatırımda bulunduğunu ve bunun bir sonucu olarak kendisine kaynak sağlanan girişimcilerin melek yatırımcının bu alandaki bilgisinden, tecrübesinden ve uzmanlığından büyük fayda elde etme fırsatı

yakaladığını, bu durumun ise girişimcinin performansı üzerinde olağanüstü olumlu etki yarattığını ve hatta girişimcilerin sıklıkla temin ettikleri sermayeye kıyasla melek yatırımcıların yaptığı koçluğun daha kıymetli olduğunu belirttiklerini ifade etmektedir.

Melek yatırımcıların finansman sağlayarak belli bir aşamaya getirdiği girişimler, GS fonları için de yeni bir yatırım fırsatıdır. Madill vd. (2005) yaptıkları bir araştırmada, Ottawa’da melek yatırımcılardan finansman kullanan teknoloji firmalarının %57’sinin GS fonları ile finansman sağlarken, GS fonlarını kullanan teknoloji firmalarının sadece %10’unun melek yatırımcılardan finansman kullanmadığı sonucu çıkmıştır. Bu durum açıkça göstermektedir ki, GS fonları piyasasının büyümesi için sağlıklı ve iyi işleyen bir melek yatırım sistemine ihtiyaç vardır. Tabii ki bu ilişkinin tersi de geçerlidir. Melek yatırımcılığın gelişebilmesi için çıkışta melek yatırımcıların yatırım yaptığı teşebbüslere yatırım yapacak GS fonlarına da ihtiyaç vardır.

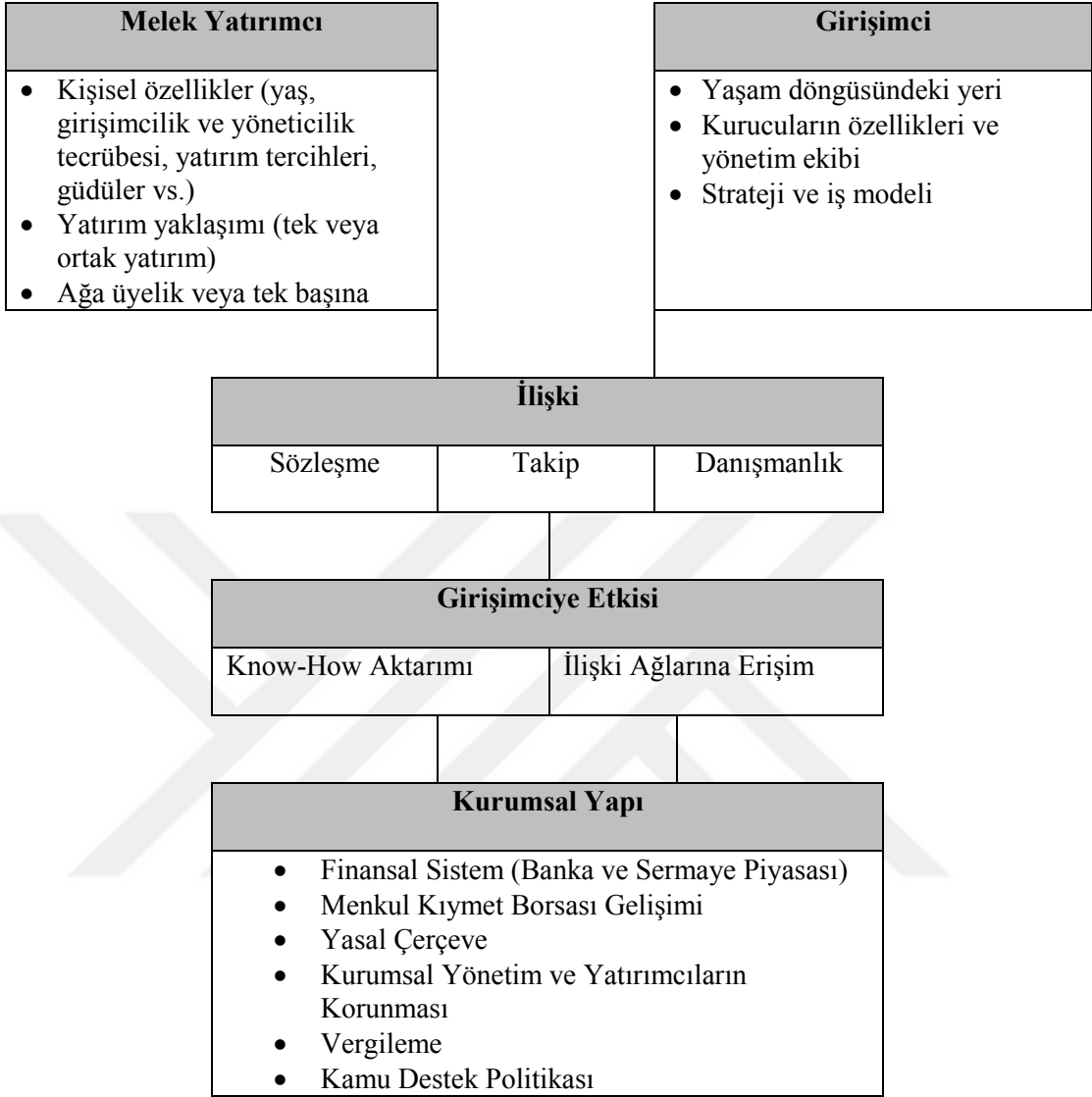
Melek yatırımların, ekonomik kalkınmaya katkısının üçüncü yönü ise, bu yatırımların coğrafi özelliklerine dayanmaktadır. Coğrafi açıdan önem iki boyutludur. Melek yatırımların coğrafi açıdan birinci boyutu, bu sistemdeki melek yatırımcıların her yerde bulunabilmesidir. Melek yatırımcılar, bir ülkenin hemen hemen her bölgesinde bulunurlar. İkinci boyut ise, melek yatırımcıların yatırımlarının çoğunluğunun yerel nitelikte olması başka bir ifadeyle, melek yatırımcıların yatırımlarında yakın çevrelerini tercih etmesidir. Bu, bir bakıma girişimci ve melek yatırımcı arasındaki sıkı iş ilişkisinin bir gereğidir. Melek

yatırımların sadece belli bir bölgeyi değil ülkenin tümünü kaplayan bir özelliğe sahip oluşu ekonomik açıdan bu yatırımların az gelişmiş veya GS fonlarının bulunmadığı yörelerdeki girişimlere ulaşmasına imkân vermekte ve bu aracın önemini bir başka açıdan daha göstermektedir (Gaston 1990).

Melek yatırımcıların girişimciliğe katkısı, melek yatırımcı ve girişimciler arasındaki ilişki üzerinden aşağıdaki Şekil 1 üzerinden gösterilebilir (Mitter 2012). Şekil 1’deki birinci kutuda melek yatırımcıların tecrübeleri, yatırımlarında hangi alanlara öncelik verdikleri, yatırımları tek başlarına mı yoksa melek yatırımcılardan oluşan bir sendikasyon ile mi yaptıkları gibi kişisel özellikleri bulunduğu ve bunların onların yatırım stratejilerini etkilediği vurgulanırken, ikinci kutu girişimcilerin iş stratejilerinin ve modellerinin, yönetim ekibinin kalitesinin, girişimin içinde bulunduğu evrenin melek yatırımcıların yatırımlarında göz önüne alındığını göstermektedir.

Üçüncü ilişki kutusunda ise girişimcilerin bu üç kriterde de başarılı olması halinde melek yatırımcılardan yatırım alacağı gösterilmiştir. Kutuda melek yatırımcı ve girişimci arasındaki ilişkilerin öncelikle bir sözleşme çerçevesinde belirlendiği, sözleşme sonrasında ise melek yatırımcının takip ve gerekirse danışmanlık fonksiyonlarının söz konusu olduğu gösterilmiştir. İlişkinin etkisi ise dördüncü kutuda gösterilmiştir. Son kutuda ise melek yatırımcı ve girişimci arasındaki ilişkinin kurumsal yönetim açısından boyutunu etkileyen faktörlere yer verilmiştir.

**Şekil 1: Melek Yatırımcı ve Girişimci Arasındaki İlişki**



#### 1.4 Girişimlerin Gelişim Evreleri ve Finansman

Girişimlerin gelişme süreçleri çeşitli evrelere ayrılabilir. Girişimlerin içinde bulundukları gelişme evresi bir bakıma onun finansman kaynaklarının belirleyicisidir. Bir iş fikrinin ilk doğduğu anda bu iş fikrine yatırım yapacak bir banka bulmak neredeyse imkânsızdır. Bir bankanın bir iş fikrine yatırım yapabilmesi için bu iş fikri karşılığında yatırdığı paranın karşılığında bir güvenceye (teminata)

sahip olması onun için zorunludur. Bankacılık sisteminin kendi koşulları bankaların bu tür iş fikirlerine yatırım yapmalarına müsait değildir. Ayrıca bankalar için bu tür çok küçük yatırımları takip etmek ve gerekli gözetim fonksiyonlarını icra etmek çok masraflıdır. Girişimcilerin içinde bulundukları gelişme evreleri ve bu evrelerde ulaşabilecekleri finansman kaynakları her bir girişimci için aynı hızda gelişmez. Bazı girişimciler gelişme evrelerini çok hızlı geçerken, bazıları daha yavaş ilerleme kaydederler. Aşağıdaki tablo ve devamında girişimcilerin gelişim aşamaları ve bu aşamalarda sahip oldukları finansman olanakları özetlenmiştir:

**Tablo 1: Girişimin Bulunduğu Aşamaya Göre GS Yatırımları**

|                                                                       | <b>Çekirdek Finansmanı</b>                                                                                                                                                                                                                                         | <b>Erken Aşama Finansmanı</b>                                                                                                                                                                                                                                          | <b>Büyüme Finansmanı</b>                                                                                                                                                                                                                                                        | <b>Satın Alma Finansmanı</b>                                                                                                                                                        |
|-----------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Girişimin Özellikleri</b>                                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>Girişimci Yeni iş fikri</li> <li>Tasdiksiz iş planı</li> </ul>                                                                                                                                                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>Yönetim ekibi bulunur</li> <li>Ürün pazarlama için hazırdır</li> </ul>                                                                                                                                                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>Pazarlama faaliyetleri başlamıştır.</li> <li>Girişim büyüme ve gelişmeye hazırdır</li> </ul>                                                                                                                                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>Oturmuş şirket yapısı</li> </ul>                                                                                                             |
| <b>Fonlamanın Temel Amacı</b>                                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>Ar-Ge'ye imkân sağlama</li> <li>İş fikri geliştirme</li> </ul>                                                                                                                                                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>Pazarlama ve satış için yapılandırma</li> </ul>                                                                                                                                                                                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>Pazarlama faaliyetlerini tam kapasite çalıştırma</li> </ul>                                                                                                                                                                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>Yönetimin hisseleri satın alması</li> <li>Borç ile hisselerin satın alınması</li> <li>Borsadan çıkartma</li> </ul>                           |
| <b>Girişim Sermayesi Sermayedarları</b>                               | <ul style="list-style-type: none"> <li>Melek yatırımcı</li> <li>Kurumsal GS Fonu</li> </ul>                                                                                                                                                                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>GS Fonu</li> <li>Kurumsal GS Fonu</li> <li>Bazen Melek yatırımcı</li> </ul>                                                                                                                                                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>GS Fonu</li> <li>Kurumsal GS Fonu</li> </ul>                                                                                                                                                                                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>GS Fonu</li> </ul>                                                                                                                           |
| <b>Girişim Sermayedarlarının Finansman Dışı Sağladığı Faydalar</b>    | <ul style="list-style-type: none"> <li>Yapı, disiplin, güçlü yönetim kurulu, ilave finansman imkânları çekme</li> <li>Girişim yasal formunun belirlenmesinde yardımcı olma</li> <li>Teknoloji desteği</li> </ul>                                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Pazarlama tecrübesi, insan kaynaklarına erişim, ilişki ağları, ilave finansmana erişim olanağı</li> <li>Teknoloji desteği, pazarlama ve pilot uygulama olasılıkları</li> <li>GS'nin itibarından (ününden) yararlanma</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Pazarlama tecrübesi, insan kaynaklarına erişim, ilişki ağları, ilave finansmana erişim olanağı, çıkışta yardımcı olma</li> <li>Teknoloji desteği, pazarlama ve pilot uygulama olasılıkları</li> <li>GS'nin ününden yararlanma</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Satın alma finansmanına ilişkin anlaşmanın yürütülmesinde uzmanlık</li> </ul>                                                                |
| <b>Girişimci Açısından Girişim Sermayesinden Kaynaklanan Sorunlar</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Anlaşmaların müzakeresi ve imza sürecinin uzunluğu</li> <li>GS fonlarının raporlama ve kurumsal yönetim taleplerinin zaman alması</li> <li>Erken aşama şirketlerin değerlendirme rakamlarının düşük hesaplanması</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Anlaşmaların müzakeresi ve imza sürecinin uzunluğu</li> <li>GS fonlarının raporlama ve kurumsal yönetim taleplerinin zaman alması</li> <li>Kurumsal GS fonların girişimin stratejisini belirleme niyeti olabilir</li> </ul>     | <ul style="list-style-type: none"> <li>Anlaşmaların müzakeresi ve imza sürecinin uzunluğu</li> <li>GS fonlarının raporlama ve kurumsal yönetim taleplerinin zaman alması</li> <li>Kurumsal GS fonların girişimin stratejisini belirleme niyeti olabilir</li> </ul>              | <ul style="list-style-type: none"> <li>Anlaşmaların müzakeresi ve imza sürecinin uzunluğu</li> <li>GS fonlarının raporlama ve kurumsal yönetim taleplerinin zaman alması</li> </ul> |

Kaynak: (De Clerq, vd. 2006)

Çekirdek Evre (Seed): Bir fikrin ortaya konduğu veya bir sürecin organize edildiği evreyi ifade etmektedir. Bu evrede sağlanan finansman genel olarak hazırlık faaliyetleri olarak adlandırılabilir pazar analizinde ve ürün geliştirme süreçlerinde kullanılmaktadır. Bu evrede girişimcinin ihtiyacı olduğu finansman genellikle girişimcinin kendisi, arkadaşı ve yakın aile çevresinden, melek yatırımcılardan ve bu alanda özel olarak faaliyet göstermek üzere kurulmuş girişim sermayesi fonlarından yararlanılmaktadır.

Bu evrede girişimci kendisinin fikrine veya ürününe yatırım yapacak yatırımcıyı (ailesini, melek yatırımcıyı veya GS fonunu) ikna etmek zorundadır. Yatırımcılar girişimcinin getirdiği fikri veya ürünü teknik açıdan ve ekonomik fizibilite açısından sorgulayıp anlamaya çalışırlar. Bu evrede yatırımcılara getirilen fikir ve ürünler genel olarak test edilmemiş ve denenmemişlerdir. Yatırımcılar, bu aşamada bu fikir ve ürünlerin fizibilitesini değerlendirip yatırım yapma veya yapmama kararı alırlar.

Bu evrede yapılan yatırımlarda yatırımın geleceğine ilişkin belirsizliğin çok fazla olması nedeniyle yatırılan paranın tamamının kaybedilmesi söz konusu olabileceğinden yatırımcılar açısından çok risklidir. Kerr vd. (2010) tarafından yapılan bir çalışmada, melek yatırımcılar tarafından desteklenen girişimcilerin daha yüksek oranda başarılı oldukları sonucu ortaya çıkmıştır.

İlk Evre (First Stage): Çekirdek evresinden sonra gelen gelişim evresine ilk evre veya başlangıç evresi isimleri verilmiştir. Çekirdek evresinde gerekli finansmanı sağlayarak bir sonraki aşamaya geçen ve sonraki aşamadaki faaliyetlerini finanse

etmek amacıyla olan girişimciler için bu tanımlama yapılmıştır. Bu evredeki yatırımlarda artık girişimciler belirli bir büyüklüğe ulaşmışlar ve girişimlerini yönetecek bir yönetim ekibine sahiptirler. Girişimciler girişimlerine finansman sağlamak amacıyla bir iş planı hazırlamıştır. İş planı, girişimcinin iş fikrini nasıl gerçekleştireceğini ve yapılan yatırımın nasıl ve ne zaman geri kazanılacağını ve şirketin katlanacağı maliyetleri gösteren bir plandır. Girişimcilerin elinde beta testlerini tamamlamış (firma içi testleri başarıyla geçmiş) ve artık kullanıcılara sunulacak çalışan bir prototip vardır ve ticarileştirme aşamasına geçmiş bir girişim söz konusudur. Girişimin şirketleşmesi söz konusudur. Melek yatırımcılar ve GS fonları için kurumsallaşma sürecini kurmaya başlayan bir şirket ve yönetim ekibi tarafından oluşturulmuş bir üretim hattı söz konusudur.

Melek yatırımcıların ve GS fonlarının bu yapıya sahip girişimlere finansman sağlaması için yatırımın belirli şartları taşıması önem kazanmaktadır. İlk olarak yatırım yapılan alanda piyasa yeteri kadar büyük olmalıdır. Diğer bir ifade ile üretilen ürün veya hizmetin yeteri kadar talebi olmalıdır. Girişimci şirketin yüksek büyüme potansiyeli taşıması da dikkat edilen diğer bir husustur. Şirketin istenen büyümeyi gösterememesi durumunda yatırımcıların şirketi terk etmesi veya şirketin yönetim ekibini değiştirme yönünde baskıları söz konusu olmaktadır.

Çekirdek evresi yatırımlarına göre bu yatırımlardaki risk düzeyi daha düşük olmakla birlikte yapılan yatırımların başarılı olma beklentisi yine de çok yüksek değildir. Bu nedenle bu evredeki yatırımlar içinde yatırımcıların bekleyeceği getiri düzeyi çok yüksektir. Girişimcilerin iş planlarında öne sürdükleri faaliyetlerin

gerçekçi ve yüksek getiri potansiyeli taşıması bu yatırımların finansmana ulaşması için çok önemlidir.

Gelişim Evresi (Expansion Stage): İlk evredeki ticarileştirme evresini daha da ileri götürmüş ve girişimcinin fikri alınıp satılan ticari bir ürüne dönüşmüştür. Girişimcinin bu evrede artık rakipleri vardır ve rakiplerinden pay kapma yarışına girmiştir. Girişimci şirket bu hedefine ulaşmak için ürün farklılaştırması da dâhil kalite ve maliyet açısından en uygun ürünü müşterisine sunma çabasındadır. Girişimci şirket maliyetlerini de azaltarak bir an önce başabaş noktasına ulaşmak istemektedir.

Girişimci şirketin tüm bu faaliyetleri yerine getirmesi, istenen büyümeyi sağlayabilmesi için ilave sermayeye ihtiyaç duyacaktır. Bu aşamada gereken finansman esas olarak GS fonlarınca sağlanmaktadır. Melek yatırımcıların bir araya gelerek oluşturdukları sendikasyonlar vasıtasıyla (ortak yatırım) da bu evredeki yatırımlar finanse edebilmektedirler. GS fonları veya melek yatırımcılar bu evrede yönetim ekibinin yeteneklerini gözetlemektedir. Bu gözetimi yönetim ekibinin piyasa koşullarına, rekabete ve ürün geliştirme süreçlerindeki etkinliğini izleyerek gerçekleştirir. Girişimcinin iş planında sunduğu faaliyetlerin gerçekleştirilme derecesi de bu izleme faaliyetlerinin önemli bir bölümünü oluşturur.

Yatırımın risk düzeyi önceki evrelere göre büyük ölçüde düşmüştür. Bu evredeki yatırımların başarı oranı daha yüksek seviyelere çıkmıştır. Bunun temel nedeni girişimci şirketin artık piyasada alınıp satılan bir ürüne sahip olması ve

başabaş noktasındaki üretim ölçeğine ulaşmada yüksek potansiyele sahip olmasıdır. Bu evrede girişim şirketi ürünlerini pazarlama ve daha yüksek cirolara ulaşma çabasıdır.

Ara Evre (Mezzanine): Bu evre artan satış hacmiyle, başabaş noktasına ulaşmış veya kâra geçen girişimi anlatır. Bu evre gelişme ve olgunlaşma evreleri arası bir gelişmişlik seviyesini anlatır. Girişimci şirket, gelişim evresinde sahip olduğu piyasa payını artırma çabası içindedir. Bu ise daha fazla mal veya hizmet satarak veya iyi bir pazarlama stratejisiyle gerçekleşebilir. Girişimci şirket mevcut durumda avantajlarının neler olduğunu, kendisini tehdit eden unsurları, fırsatlarını ve zayıf olduğu alanları belirleyerek bir strateji geliştirme çabasıdır.

Girişimci şirketin büyüyebilmesi ve büyüyen ölçeğe bağlı olarak artan işletme (çalışma) sermayesi gereksinimini karşılamak için ek fonlara ihtiyacı vardır. Bu aşamada, bu girişimlere ihtiyaç duyduğu fonları GS veya Özel Sermaye Fonları sağlamaktadır. Bu fonlar önceki aşamada olduğu gibi girişimci şirketin faaliyetlerini gözetler ve istediği gelişmelerin olmaması durumunda yönetim ekibi başta olmak üzere gerekli değişiklikleri girişimci şirketten talep edebilir. Şirket yeniden yapılanma süreçleri de bu durumlarda başvurulacak bir yöntemdir. İstenilen gelişmelerin olmaması durumunda bu fonlar şirketten çıkabilir veya ek finansmanı sağlamayabilir.

Bu evredeki girişim şirketleri için yapılan yatırımların başarı düzeyi çok yükselmiştir. Yatırım yapılan şirket ürettiği ürünler üzerinden gelir sağlanmaktadır

ve bu gelir ile kendi kendine yeterli olabilmektedir. Bu evrede satış düzeyini ve pazarlama faaliyetlerini artırmak için gerekli olan işletme (çalışma) sermayesi gereksiniminin sağlanması temel amaç olmaktadır.

**Köprü (Bridge) Evresi:** Bu evre girişim sermayesi süreçlerindeki son evreyi temsil etmektedir. Bu evrede yer alan girişim şirketlerinin temel amacı halka arz sürecine geçebilmektir. Bu evrede yer alan girişim şirketinin belirli büyüklükte bir piyasa payına sahip olması gerektiği açıktır. Belirli piyasa büyüklüğüne erişmek için girişim şirketleri ya başka şirketleri satın almayı ya da başka şirketlerle birleşmeyi tercih edebilecekleri gibi rakiplerini piyasadan çıkarmak için pazarlama stratejileri yürütebilirler. Bu faaliyetlerinin tamamı girişimci şirket için ilave finansman ihtiyacı doğurur. Sermaye ihtiyacı kısa dönemlidir ve istikrarlı bir piyasa büyüklüğüne ulaşmak temel amaçtır.

Satın alma veya rakiplerini küçültme stratejileri girişimci şirketin kendi ürünlerinde de yeni pozisyonlar belirleme yoluyla da gerçekleştirilebilir. Bunun için mevcut ürünleri tamamlayıcı yeni ürünlerin veya hizmetlerin piyasaya sürülmesi de söz konusu olabilir. Bu evredeki girişimci şirketlere yapılan yatırımlarda da azda olsa yapılan yatırımın başarısız olma olasılığı söz konusudur. Bununla birlikte, başarısızlık yüzdesi artık oldukça düşüktür.

Firmaların içinde bulundukları evreleri ve bu evrelere karşılık gelen finansman olanaklarını aşağıdaki şekilde özetleyebiliriz:

**Şekil 2: Gelişim Evreleri ve Finansman Seçenekleri**



Sonuç olarak, girişimciler şirketlerin hangi gelişim sürecinde veya hangi evrede yer aldığını bilmek zorundadır. Eğer bilmezlerse, yanlış yatırımcılar ile zaman kaybedeceklerdir. Girişimcilerin içinde bulunulan evreye uygun finansman tutarı ve iş planları oluşturulmaları bu kaynaklara ulaşmaları açısından önem arz etmektedir.

### 1.5 Melek Yatırımcılar ve Girişim Sermayesi Fonları

Melek yatırımcılar, kişisel varlıklarını ve tecrübe ile birikimlerini yenilikçi, güçlü büyüme potansiyeli olan çekirdek, başlangıç veya gelişim aşamasındaki şirketlere aktaran gerçek kişiler'dir. Buna karşın girişim sermayesi fonlarında gerçek kişilerin yerine nitelikli yatırımcı olarak adlandırılan bankalar, sigorta şirketleri, emeklilik fonları vs. gibi kurumsal yatırımcılar söz konusu olup, bunların kurdukları girişim sermayesi fon yönetimi şirketleri/girişim sermayesi şirketleri yatırım kararlarını ve yatırımları yönetmektedir.

Melek yatırımcılar, iş fikri üreterek hızlı büyüme potansiyeli sağlayan erken aşama firmalara yaptıkları yatırımlar karşılığında finansman sağlamakta ve yatırım sonucu sahip oldukları hisseleri orta veya uzun vadede satarak yüksek getiri beklentisi içinde olurlar. Melek yatırımcılar tarafından yapılan yatırımlar, yüksek risk, yüksek getiri sağlanması esasına dayanır. Melek yatırımcılar genelde genç, dinamik, hızlı büyüme ve yüksek kârlılık potansiyeli olan ancak yatırım ve büyümenin gerçekleştirilmesi için gerekli olan finansal kaynakların temininde sıkıntı çeken küçük boyutlu işletmelere kaynak aktarmaktadır (Freear, Sohl, ve Wetzel 1996; Freear and Wetzel 1989; Aram 1989; Sohl 2002). Melek yatırımcılar tarafından yapılan yatırımların boyutu 1 milyon ABD Dolarına kadar çıkabilmektedir (Gaston, 1989). Bu itibarla, melek yatırımcıların yüksek gelir sahibi kişiler oldukları söylenebilir. Fakat bu kişilerin tüm servetlerini bu yatırımlar için kullandığı söylenemez. Genel olarak melek yatırımcıların servetlerinin sadece %5 ila %15 arasındaki kısmını bir yatırım portföyü oluşturacak şekilde ayırdıkları söylenebilir (Mason 2005). Bu nedenle yaptıkları yatırım dolayısıyla hayat tarzlarında herhangi bir değişim olması beklenmez.

Melek yatırımcıların, kişisel özellikleri üzerinde Japonya’da Tashiro (1999) tarafından yapılan bir araştırmada diğer araştırmalarda yapılanlara benzer sonuçlara ulaşılmış ve melek yatırımcıların genellikle aşağıdaki özelliklere sahip kişiler olduğu ifade edilmiştir:

Erkek; çeşitli ülkelerde yapılan araştırmalarla da tutarlı şekilde melek yatırımcıların %95’inin erkek olduğu ortaya çıkmış, fakat kadın melek

yatırımcıların diğer özellikler açısından erkek melek yatırımcılara benzedikleri ifade edilmiştir.

45 ila 65 yaş arası: Bu yaş aralığının kişisel servet birikimi için gereken bir zaman dilimi olduğu açıktır. Fakat günümüz dünyasında teknoloji alanındaki gelişmeler kişilerin çok daha genç yaşta yüksek servete ulaşabildiğini göstermektedir. Başarılı bir kariyere sahip olup sonrasında girişimlere yatırım yapma faaliyetlerine girildiği görülmektedir. Yapılan birçok araştırmada melek yatırımcıların ortalama yaşının 47 ve 50 yaşlar arasında olduğu tespit edilmiştir (Hill ve Power 2002; Wetzel ve Freear 1994; Van Osnabrugge ve Robinson 2000; Gaston 1989; Aram 1989).

Başarılı girişimciler: Genel olarak, melek yatırımcılar başarılı girişim tecrübesi olan kişilerdir. Büyük şirketlerde profesyonel yönetici olan veya özel ticari yetenekleri olan kişilerin de diğer melek yatırımcı grubunu oluşturduğu söylenebilir.

İyi eğitim görmüş kişiler: İş melekleri genel olarak bir lisans derecesine sahip ve/veya profesyonel bilgi sahibi kişilerdir. Yapılan birçok araştırma melek yatırımcıların %70 - %85'inin önceden birer girişimci olduğunu ortaya koymuştur. (Sullivan 199; Gaston 1989; Van Osnabrugge and Robinson 2000; Aram 1989). Bununla birlikte Sullivan (1991), bu melek yatırımcıların girişimci geçmişine sahip olmakla birlikte, bunların çok farklı meslek gruplarından

geldiklerini, hiçbir meslek grubunun %20’lik veya daha yüksek bir paya sahip olmadığı yönünde bulgular elde etmiştir.

Melek yatırımcılar teşebbüslere ortak olmak suretiyle finansman sağladıkları için sağlanan finansmanın kaynağı uzun vadeli, geri ödemesiz ve faizsizdir. Ortak olunan teşebbüse yeni ürün ve hizmet geliştirme, kurumsallaşma konularında yardımcı olunmaktadır (Van Osnabrugge ve Robinson, 2000). Küresel marka haline gelmiş Bell Telephone, Ford, Apple, Go2Net, Firefly ve Facebook<sup>8</sup> henüz erken aşama şirketler iken tarihlerinde bir dönem melek yatırımcılar tarafından desteklenmiştir.

Melek yatırımcılara benzer şekilde girişimlere yatırım yapan GS fonlarını melek yatırımcılardan ayıran en önemli farklardan birisi bu fonların genelde başlangıç evresindeki ya da çekirdek (seed) olarak adlandırılan firmaları değil, daha ileriki aşamalarda yer alan teşebbüsleri diğer bir ifadeyle büyük şirketleri hedef almalarıdır (Freear ve Wetzel 1990, Roberts 1991, Freear vd. 1995, Harrison ve Mason 2000). Melek yatırımcılar yatırım yaptıkları girişimlere sadece sermaye değil aynı zamanda tecrübe, bilgi ve önceki yatırımlarından elde ettikleri deneyimleri kazandırır. Bir bakıma sermaye sağlamanın yanında profesyonel danışmanlık da yaparlar. Bu şekilde yatırım yaptıkları girişimlerle çok sıkı iş ilişkisinde olmaları ve yatırımın başarısı için birbirlerine duydukları ihtiyacın üst düzeyde olması “bilgi

---

<sup>8</sup> The Untold Story Of Two Early Facebook Investors  
<http://www.forbes.com/sites/tomiogeron/2012/02/01/the-untold-story-of-two-early-facebook-investors/> (Erişim Tarihi: 08.02.2015)

asimetrisi” denilen girişimci ve yatırımcı arasındaki bilgi farklılığından kaynaklanan problemler ile “ahlaki tehlike” (moral hazard) olarak adlandırılan ve girişimcinin yatırımcının desteğini suiistimal etmesi olarak tanımlanabilecek problemi azaltmaktadır (Elitzur ve Gaviious, 2003). Melek yatırımcıların bu fonksiyonları yatırım riskini azaltıcı bir rol oynayarak yatırımlardan elde edilecek başarıları arttırıcı bir rol oynar.

Diğer önemli bir fark ise, melek yatırımcıların kendileri adlarına yatırım yapmaları, buna karşın GS fonlarının kendilerine fon aktaran yatırımcılar adına yatırım yapmalarıdır. GS fonları, yönetimleri altındaki fonlardan aldıkları %1-2 tutarındaki ücretler onlar için en önemli gelir kaynağı olduğundan yönetimleri altındaki fonların tutarının büyük olmasına ve yaptıkları yatırımların (genellikle 7 milyon ABD Dolarının üzerinde) melek yatırımcıların yatırımlarına göre daha büyük ölçekli olmasına çaba sarf ederler. GS fonları için yüksek tutarlı bir kaç yatırımcı ile birkaç girişimcinin desteklenmesi, çok fazla yatırımcı ve girişimci ile uğraşmaktan daha ekonomiktir (Benjamin ve Margulis 2005). Melek yatırımcıların yatırım değerlendirme sürecini kendilerinin yürütmesi ve daha az profesyonel yardım ve hukuksal destek kullanmaları onların katlandıkları maliyetlerin çok daha düşük kalmasına fırsat vermektedir.

Melek yatırımcılar yaptıkları yatırımlarda sadece yüksek getiri beklentisi içerisinde değildirler. Yüksek getiri beklentisi yanında katma değer yaratmak, eğlenmek ve iş tatmini de onlar için önemlidir. Bazı melek yatırımcıların sosyal amaçlı yatırım yapmaları da yüksek getiri beklentisi dışındaki faktörlerinde bu

yatırımcılar için göz ardı edilemeyecek faktörlerden birisi olduğu gerçeğini ortaya koymaktadır (Ramadani 2009; Aernoudt 1999; Politis ve Landström 2002). Ramadani (2009)'nin çalışmasında melek yatırımcıların yatırım motivasyonlarının ne olduğuna yönelik Fransız melek yatırımcılarıyla yapılan bir ankete<sup>9</sup> yer verilmiş ve ankete göre melek yatırımcıların %34,5'inin katma değer yaratmak, %27'sinin eğlence ve macera, %12,7'sinin yeni girişimlere yardımcı olma, %10,5'inin yerel ekonominin kalkınmasına yardımcı olma ve %7,8'inin kâr etme amaçlarıyla yatırım yaptıkları sonucu elde edilmiştir. Ülkemizde ise Hazine Müsteşarlığı tarafından melek yatırımcı olunmasının gerekçesini araştırmaya yönelik lisans başvurusu yapan melek yatırımcılarla yapılan ankete<sup>10</sup> göre Türkiye'deki melek yatırımcıların yatırım motivasyonunu %42 yüksek getiri elde etme, %26 maddi ve manevi destek, %19 yenilikçi iş fırsatlarına katkı sağlama ve %13 alternatif yatırım olanaklarını değerlendirme oluşturmaktadır.

Melek yatırımcıların yatırımlarını kendileri yürütürken GS fonları farklı bir mekanizma ile çalışmaktadır. GS fonları genel olarak limited ortaklık olarak adlandırılan bir yapıda faaliyet gösterdikleri görülmektedir. Bu fonların ortaklık yapısına baktığımızda iki tür hissedar bulunmaktadır: Lider ortak (general partner) ve limited ortak (limited partner). Limited ortak, GS fonuna sermaye koyan ana hissedardır (%99). Lider ortak, GS fonunun yöneticisi olup, fona %1 civarında sermaye koymaktadır. Limited ortak, fonun yükümlülüklerine ilişkin olarak sınırlı

---

<sup>9</sup> Fransız Melek Yatırımcılar, Melek Yatırımcı Araştırması 2003, CDC PM, Ocak 2004, s.22.

<sup>10</sup> BKS İlerleme Raporu Ocak 2017

<http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=nj0aHH7S8CHH8fx6hDzdgg=-H7deC+LxBI8=&nm=1179> (Erişim Tarihi: 18.02.2017)

sorumludur. Lider ortaklar ise sınırsız sorumludur. Ancak genelde borç kullanılmadığı için sınırsız sorumlu olmak önem arz etmemektedir. Bu model ABD ve Birleşik Krallık'ta yaygın olarak kullanılmış ve başarısını kanıtlamıştır. Japonya da bu modeli 1997 yılında uygulamaya koymuştur. 100 kişiden az hissedarı olan bu ortaklık yapısı; sermaye artırımını sürecini daha verimli hale getirmekte, sınırlı süreli kurulabilmesi sayesinde ise fon tasfiyesini kolaylaştırmaktadır. Başarısı nedeniyle bu model GS dışında serbest yatırım fonlarında (hedge funds) ve diğer özel sermaye (private equity) fonlarında da kullanılmaktadır.<sup>11</sup>

GS fonları değişken sermayeli olup limited ortaklar, fonun kuruluş aşamasında belirli bir sermayeyi yatırıma başlamadan önce taahhüt etmektedirler. Fonun karşısına uygun bir yatırım çıktığında ya da portföydeki bir şirkette ilave yeni bir yatırım turu başladığında taahhüt edilen sermayenin belirli bir bölümünü ödemeleri için yatırımcılara çağrı yapılmaktadır. Taahhüt ettiği halde sermaye ödemesine katılmayanlar için ciddi maddi yaptırımlar işletilmektedir.

Melek yatırımcılar ve GS fonları arasındaki temel farklar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir (Benjamin ve Margulis 2005):

---

<sup>11</sup> The SME Financing Gap (Vol. I): Theory and Evidence, OECD 2006

**Tablo 2: Melek Yatırımcı - GS Fonu Karşılaştırması**

| <b>Melek Yatırımcılar</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | <b>GS Fonları</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Kendisi eski bir girişimcidir,</li><li>▪ Kendi parasını kullanır,</li><li>▪ Yatırımlar, çekirdek ve ilk aşama girişimlere yapılır,</li><li>▪ Bir yatırım döneminde ortalama 4 yatırım yapar,</li><li>▪ Küçük işletmeler hakkında tecrübe sahibidir,</li><li>▪ Yarı zamanlı çalışır,</li><li>▪ Melek yatırım ağlarını kullanır,</li><li>▪ Katma değer sağlar, aktiftir,</li><li>▪ Yatırımın tek nedeni yüksek getiri değil kişisel tatmin de önemlidir,</li><li>▪ Yatırım değerlemesini kendisi yapar,</li><li>▪ Yakın çevresine yatırım yapar,</li><li>▪ Yatırım değerlendirme çalışmaları ve müzakereler kısa sürer</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Finansman ve danışmanlık vb. gibi endüstriden gelirler,</li><li>▪ Diğerlerinin parasını kullanır,</li><li>▪ Yatırımlar ileri evredeki girişimlere yapılır,</li><li>▪ Bir yatırım döneminde ortalama 20 civarı yatırım yapar,</li><li>▪ Akademik referanslara sahiptir,</li><li>▪ Tam zamanlı çalışır,</li><li>▪ Tarama yapar ve çevresini kullanır,</li><li>▪ Stratejik yatırımcıdır, pasiftir,</li><li>▪ Yüksek getiri çok önemlidir,</li><li>▪ Yatırım değerlemesini, fon yönetimi yapar,</li><li>▪ Yurt çapında yatırım yapar,</li><li>▪ Yatırım değerlendirme çalışmaları ve müzakereler uzun sürer</li></ul> |

## **1.6 Girişim Sermayesi Alanında Dünya'daki Gelişmeler**

Girişim sermayesi ana aktörlerinin (melek yatırımcıların ve GS fonlarının) üstlendiği fonksiyonları başarılı olarak yerine getirmesi; içinde bulunan ekonominin, bu finansman aracının daha etkin şekilde çalışmasını sağlayacak uygun bir ekosisteme sahip olmasını gerektirmektedir. Girişim sermayesi alanında, melek

yatırımcının ve GS fon yöneticisinin iş tecrübesi, yatırım değerlendirme süreçlerindeki uzmanlığı, ülkenin sunduğu kuluçka olanakları, yatırım yapılan sektördeki tecrübe, finansman bolluğu, çıkış mekanizmalarının elverişliliği ve yatırımcılar ile girişimcileri bir araya getirecek ağların ve diğer araçların varlığı, yatırımlardaki çeşitlendirme, eğitim ve profesyonel danışmanlık hizmetlerinin kalitesi gibi unsurlar büyük önem taşır.

Girişim sermayesi alanında dünyadaki gelişmeler bu faktörlerdeki başarılar göz önüne alınarak değerlendirilebilir. 90'lı yılların başından itibaren tüm dünyada internetin kullanımında görülen hızlı artış, girişim sermayesi içinde birçok fırsatı beraberinde getirmiştir. Özellikle melek yatırım alanında tüm dünyada çok hızlı gelişmeler yaşanmıştır. Yaşanan gelişmeler sektöründe yapısında önemli değişimlere yol açmıştır. ABD'de 2000'li yılların başlarında "dot com" diğer bir deyişle internet firmalarında yaşanan büyük kriz en çok GS fonlarını etkilemiş ve bu durum melek yatırımcıların ikinci tur sermaye ihtiyaçlarını giderdikleri GS fonlarına olan güvenlerini sarsmıştır. Bu durum melek yatırımcıların tek başına yatırım yapması yerine bir sendikasyon çerçevesinde yatırım yapma fikrine yol açan en önemli nedenlerden birisi olmuştur (Harrison vd. 2010). Ortak yatırım, melek yatırımcılığa farklı bir boyut katmıştır. Ortak yatırımlar, melek yatırımcıların yatırım riskini paylaşmalarına ve tecrübe paylaşımına katkı sağlamak gibi çok önemli bir fonksiyonu da yerine getirmektedir.

Melek yatırımcılık hemen hemen her ülkede farklı gelişme seviyeleri göstermektedir. Melek yatırımcılık konusunda; en fazla yatırım yapılan ülke olan

ABD, dünyanın en başarılı ülkesidir. ABD’de özellikle silikon vadisi ve Boston bölgesi hem GS fonları hem de melek yatırımcıların yatırımlarında öne çıkan bölgeler olarak bilinmektedir. Kanada ve Birleşik Krallık’ta GS yatırımcılarının ve melek yatırım ağlarının yoğun olduğu ülkelerdir. Birleşik Krallıkta özellikle İskoçya melek yatırım alanında ön plana çıkmıştır. Türkiye ise bu alanda yeni olup henüz çok aktif bir GS piyasası mevcut değildir. Son yıllarda özellikle teknoloji parkları, ar-ge destekleri ve kuluçka merkezleri alanındaki gelişmeler hızlanmıştır. Dünya’da girişim sermayesi alanındaki gelişmeler çoğunlukla gelişmiş ülkelerde gerçekleşmektedir. Aşağıda GS alanındaki gelişmeler, gelişmiş ülkeler temelinde gösterilmiştir.

**Şekil 3: Küresel Yıllık GS Fonları Yatırımları 2006-13**



Kaynak: Dow Jones VentureSource, 2014

**Tablo 3: ABD ve Avrupa Piyasasında Melek Yatırımcılık**

|                                      |                         | 2011        | 2012       | 2103        |
|--------------------------------------|-------------------------|-------------|------------|-------------|
| <b>Avrupa Melek Yatırım Piyasası</b> | Yatırım Sayısı          | 26.158      | 29.130     | 33.430      |
|                                      | Yatırım Tutarı (Milyon) | \$4.744,00  | \$5.099,00 | \$5.543,00  |
|                                      | İstihdama Katkı         | 154.597     | 178.813    | 184.170     |
|                                      | Melek Yatırımcı Sayısı  | 241.444     | 261.430    | 271.000     |
|                                      |                         | 2011        | 2012       | 2103        |
| <b>ABD Melek Yatırım Piyasası</b>    | Yatırım Sayısı          | 66.230      | 67.030     | 70.730      |
|                                      | Yatırım Tutarı (milyon) | \$22.500,00 | 22.900,00  | \$24.800,00 |
|                                      | İstihdama Katkı         | 165.600     | 274.800    | 290.020     |
|                                      | Melek Yatırımcı Sayısı  | 318.480     | 268.160    | 298.800     |

**Kaynak:** Jeffrey Sohl, The Angel Investor Market in 2011, 2012, 2013 CVR ve EBAN Statistics Compendium 2014

### 1.6.1 Fonların Fonu ve Ortak Yatırım Fonu

Gelişmiş ekonomilerde kanun ve düzenlemeler yoluyla firmaların kuruluş ve iflasını kolaylaştıran değişiklikler yaparak işletme maliyetlerini düşürerek, GS sektörü için de olumlu bir ortam oluşturulmaktadır. Bir ülkedeki iflas kanunu ve uygulaması GS ve girişimciliği etkileyen önemli bir değişkendir. İşten çıkarma maliyetlerinin düşük olması ve yeni şirket kurmanın kolaylaştırılması da girişimciliği artırmaktadır.

Fikri mülkiyet haklarının korunmasına ilişkin düzenlemeler de yenilikçiliğin ödüllendirilmesi açısından GS'ni destekleyen önemli bir değişkendir. Fikri mülkiyet hakları konusunda kaydedilen gelişmelerin teknoloji transferini teşvik ettiği genel kabul görmektedir.

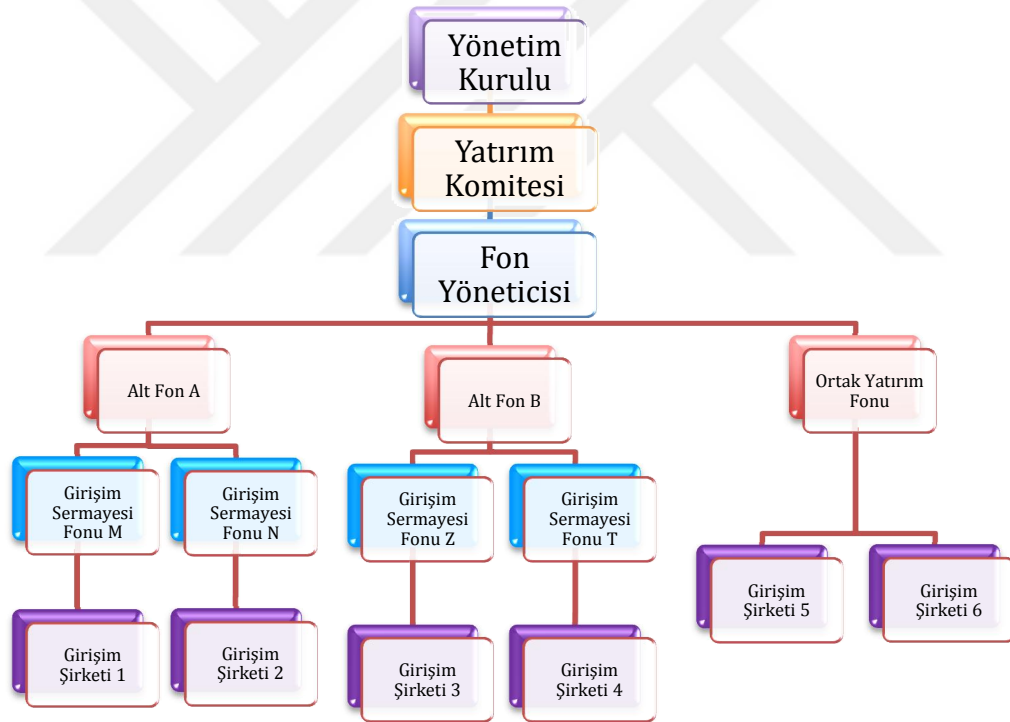
Girişimciliği destekleyen düzenlemeler yanında arz tarafında GS ve özel sermaye yatırımlarını teşvik eden düzenlemeler de mevcuttur. Kurumsal yatırımcıların GS sektörünü olumlu yönde etkilediği yönünde ampirik bulgular bulunmaktadır. Örneğin, ABD’de kabul edilen “Employee Retirement Income Security Act” (ERISA) emeklilik fonlarının GS sektörüne yatırım yapabilmesine izin vermektedir. Hollanda’da 2006 yılında yapılan düzenleme ile kurumsal yatırımcıların GS sektörüne yatırım yapması kolaylaştırılmıştır. Kurumsal yatırımcıların GS fonlarında limited ortak olabilmemesinin  n n n açılması da bu sektöre yapılan yatırımlarda artışı desteklemektedir.

GS’ni doğrudan desteklemek amacıyla da birçok gelişmiş ekonomide fonların fonu ve ortak yatırım fonu türü oluşumlara doğrudan kamu kaynağı aktarılmaktadır. Kanada, Yeni Zelanda, Almanya, İsrail ve Güney Kore’de GS’ni desteklemek amacıyla fonların fonu ve ortak yatırım fonlarına kamu idaresi doğrudan kaynak aktarmıştır. Bu fonların büyük çoğunluğu sadece kamu kaynaklarından oluşmaktadır. Türkiye’de ise ilk fonların fonu İstanbul Girişim Sermayesi İniyatifi (İVCİ-İstanbul Venture Capital Initiative) adında 2007 yılında Avrupa Yatırım Fonu öncülüğünde kurulmuş ve Kamu bu fona 50 milyon Avro kaynak aktarmıştır. İVCİ şuan itibariyle toplam 10 GS fonunu desteklemekte olup taahhüt tutarının 150 milyon Avronun  zerine çıkması beklenmektedir.

Ayrıca İVCİ’de yatırımcı olan Avrupa Yatırım Fonu, İVCİ portföyünde yer alan fonlara doğrudan veya dolaylı olarak 120 milyon Avronun üzerinde ek taahhüt sağlanması aracılık etmektedir. Söz konusu fonlara bu ve benzeri taahhütler ile

sağlanan tasdik etkisi ile İVCI portföyünde yer alan GS fonlarının yatırım için yaklaşık 1,5 milyar Avro'ya yakın fon oluşturması beklenmektedir. Bu sayede İVCI tasarımıyla yer alan çarpan etkisi ile kendi kaynağının yaklaşık 10 katı kaynağın Türk firmalarına aktararak büyümelerine katkı sağlanmasına aracılık etmektedir. İVCI'nin devamında 2016 yılında 200 milyon Avro büyüklüğünde ikinci fonların fonu Türkiye Büyüme ve İnovasyon Fonu (TGIF-Turkish Growth and Innovation Fund) Kamu tarafından 120 milyon Avro kaynak aktarma taahhüdü ile kurulmuştur.

**Şekil 4 : Fonların Fonu ve Ortak Yatırım Fonu Yapısı**



Yukarıdaki Şekil 4’de Ortak Yatırım Fonu’nu da içerecek şekilde bir fonların fonu modeli yapısı ana hatlarıyla yer almaktadır. Bir fonların fonunda temel olarak üç ana organ bulunmaktadır. Bunları fonun yönetim kurulu, yatırım komitesi ve fon

yöneticisidir. Fon yönetim kurulu, genellikle fona kaynak aktaran nitelikli yatırımcıların atadığı temsilciler tarafından oluşturulan fonun en üst düzey yönetim organıdır. Yönetim kurulu, fon yönetimi ve yatırım komitesi tarafından alınan kararların onayladığı üst organdır. Yatırım komitesi ise, fon yönetimi tarafından yatırım yapılması önerilen GS fonlarına ilişkin kararı alan organdır. Yatırım komitesi, fonun yatırım kararlarının alındığı birimdir. Fon yönetimi ise fonun işletilmesine ilişkin her türlü idari, mali ve hukuki fonksiyonları icra eden idari birimdir(Ertürk ve Sayılğan, 2014).

Alt fonlar, belirli ölçütlere göre oluşturulmuş girişim sermayesi fonlarına kaynak aktaran fonların fonunun yatırım stratejisinin biçimlendiği hesap niteliğindeki hesaplarıdır. Örneğin «Teknoloji Odaklı Alt Fon» sadece teknoloji odaklı girişim sermayesi fonlarına yatırım yapılacağını ifade eder. Bu alt fonları bir fon yönetimi ekibi yönetmektedir. Bu ekip bir portföy yönetim şirketi de olabilir. Farklı bir alt fon olan Ortak yatırım fonu ise, melek yatırımcıların yatırım yaptığı şirkete doğrudan eş finansman desteği sağlayan diğer bir ifadeyle, melek yatırımcının her 1 TL'lik yatırımına karşılık, Ortak Yatırım Fonu da 1 TL yatırım yaptığı özel bir alt fon yapısıdır. Ortak yatırım fonlarının hedef kitlesi genellikle erken aşama girişim şirketleridir. Alt fonlar ise genel olarak daha ileri aşama girişimlere yatırım yapan GS fonlarına kaynak sağlamaktadır. Fonların fonu yapısında alt fonlar ve ortak yatırım fonları birlikte olabileceği gibi sadece alt fonlardan oluşan fonların fonu kurulması da mümkündür. Fonların fonu içinde farklı alt fon (borç fonu vb. gibi) yapılar da bulunabilmektedir.

Dünya uygulamalarına bakıldığında GS fonların fonu modelinde hem başarılı hem başarısız örnekler olduğu görülmektedir. Özellikle İsrail, başarılı olan ve Yeni Zelanda, Avustralya, Danimarka, Kore, Latvia, Rusya ve Şili gibi birçok ülkede taklit edilen Yozma Programı yanında, yine İsrail’de başarısız olan ve son verilen Inbal programı ile Almanya’daki BTU programı özel önem arz etmektedir.

Başarılı programların ortak özellikleri genel olarak şunlardır:

- Vergi iadesi gibi ilave devlet destekleriyle beraber sunulmaktadır.
- Yabancı GS fonlarının önündeki engeller kaldırılmakta, yabancı fonlar ile ortaklık teşvik edilmektedir.
- Bireysel emeklilik fonlarının sektöre yatırım yapabilmesine imkân tanınmaktadır.
- Gelişmiş bir KOBİ halka arz piyasası başarı oranını artırmaktadır.
- Devlet, yatırımları garanti etmemekte ve yatırımcının riskini üstlenmemektedir. Bu şekilde verimsiz yatırımların desteklenmesi önlenmektedir.
- Fonların yönetimlerine kamu doğrudan müdahil olmamaktadır.

Başarısız olan İsrail’deki Inbal ve Almanya’daki BTU programlarında ise şu özellikler dikkat çekmektedir:

- GS yatırımlarında devlet yatırımcının riskini üstlenmektedir. Böylece verimsiz yatırımlar da sistemden yararlanabilmektedir.
- Yönetimleri tamamen kamuya ait olup, aşırı bürokratik yapıları vardır.
- Almanya özeline bakıldığında, kamu desteğinin piyasanın aşırı ısınmasına yol açtığı, KOBİ halka arz piyasasının hacminin çok üstünde halka arz başvurusunun geldiği görülmektedir. Bunun sonucu olarak GS fonları portföylerindeki şirketleri elden çıkaramamış ve bu durum BTU’nun çöküşünü getirmiştir.

## **İKİNCİ BÖLÜM**

### **MELEK YATIRIMCILARIN VE GS FONLARININ GİRİŞİMCİLİĞE VE İNOVASYONA KATKILARI**

Melek yatırımcıların bizatihi kendileri, GS fonları ise kendilerini yöneten tecrübe sahibi profesyonel yatırımcılar tarafından girişimcilere çeşitli şekillerde müdahalelerde bulunur. Bu müdahaleler genellikle girişimcilerin kurumsallaşmasından, işletme stratejilerinin belirlenmesine; onların faaliyetlerinin gözetiminden, denetimine; melek yatırımcıların ve GS fonların sahip olduğu ilişki ağından, ilave finansman kaynaklarına erişiminin kolaylaştırılmasına ve girişimcilere sağlanan profesyonel danışmanlık hizmetlerine kadar geniş bir alanı kapsar. Bu bölümde, melek yatırımcıların ve GS fonlarının girişimciliğe katkıları inovasyon üzerindeki etkileri de dâhil edilerek anlatılmıştır.

#### **2.1 Melek Yatırımcıların Girişimciliğe ve İnovasyona Katkıları**

Günümüzde melek yatırımcılar, erken aşama girişimlerin büyümesinde ve bu girişimlerin gelişimlerini devam ettirmesinde hem finansmana erişim açısından hem de sağladıkları mentorluk ve sahip oldukları ilişki ağları yoluyla çok önemli roller üstlendikleri konusunda geniş bir kabul söz konusudur (Mason 2006; Kelly 2007). Bu geniş kabulün arkasında yatan temel neden melek yatırımcıların birçoğunun geçmişte girişimcilik tecrübesinin bulunması ve şu an sahip oldukları servetin bu girişimlerin satılması yoluyla elde edilmiş olmasıdır (Aernoudt 1999; Politis ve Landström 2002; De Clerq vd. 2006). Wetzel'in (1981) ABD'de melek yatırımcılar

üzerine yaptığı bir çalışmaya göre, melek yatırımcıların %78'inin daha önceden bir girişimci geçmişe sahip olduğu belirtilmektedir. Benzer şekilde Gaston (1989) tarafından melek yatırımcılar üzerine yapılan başka bir araştırmada da melek yatırımcıların %83'ünden daha fazlasının önceden bir girişimcilik tecrübesinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Diğer ülkelerde yapılan araştırmalarda da benzer sonuçlar elde edilmiştir (Politis 2008).

Yapılan bu çalışmalardan melek yatırımcıların önceki kariyerlerinin, erken aşama girişimlere yapılan yatırımların durum tespiti için yapılması (due-diligence) ve bu yatırımların risk ve getirilerini değerlendirilmesinde onları hazırladığı ve melek yatırımcıların geçmiş tecrübelerinden edindikleri birikimlerini girişimcilere aktarmalarına olanak tanıdığı yargısına ulaşılmıştır makul kılmalıdır (Politis ve Landström 2002). Melek yatırımcıların girişimcilere sağladığı katkıların; ticari yetenekler, girişimcilik tecrübesi, iş bilgisi (know-how) ve ilişki ağları gibi birçok alandaki hizmetleri içereceği söylenebilir (Lumme, Mason, ve Suomi 1998; De Clercq vd. 2006; Mason 2006; Karabayır, Gülşen, Çiftçi ve Muzaffar, 2012).

### **2.1.1 Girişimciliğe Katkı**

Melek yatırımcıların girişimcilere katkıları birçok akademik araştırmanın konusu olmuştur. 1992 ve 2005 yılları arasında melek yatırımcıların girişimcilere olan katkılarını anlamaya yönelik 14 ampirik çalışma yapılmıştır (Politis 2008). Bu çalışmalardan birisi de Birleşik Krallık'ta melek yatırımcıların yatırım yaptığı 36 girişim şirketiyle yapılan bir çalışma olup, Harisson ve Mason (1992) bu

alışmalarında melek yatırımcılar tarafından sağlanan desteklerin türlerini belirlemişlerdir. alışmalarında melek yatırımcıların yönetim kurulu üyeliği yoluyla girişimcilere pazarlama iş planlarının belirlenmesi, işletme stratejisinin ve ürünlerinin geliştirilmesinde sağladıkları desteklerin en değerli katkı sağlayan faaliyetler olduğunu tespit etmişlerdir. Harrison ve Mason (1992) melek yatırımları diğer yatırımlardan farklılaştıran üç alan tespit etmişlerdir. Bunlardan birincisi, melek yatırımcıların öncelikle yoğun ve küçük miktarlarda sermaye ihtiyacı bulunan erken aşama şirketlere odaklanmalarıdır. İkincisi, girişim sermayesi fonlarına göre daha yüksek risk üstlenmelerine karşı onlarla aynı getiri oranını ve yatırım zamanını hedefler ve girişimcilere yatırım yapma oranları daha yüksektir. Son olarak, melek yatırımcılar coğrafi ve endüstri bakımından daha geniş bir alanda yatırım yaparlar.

Bu çalışmadaki benzer sonuçlar, ABD’de 47 girişimci üzerine yapılan bir başka araştırmada da ortaya konulmuştur (Ehrlich vd. 1994). Ehrlich vd. (1994), melek yatırımcıların girişimcilere sağladığı en önemli faydaların işletmenin mali sonuçlarının gözetimi, yönetim kurulu üyelikleri yoluyla şirket yönetimine müdahil olunması ve iş stratejisinin belirlenmesindeki katkıları olduğu sonucuna ulaşmışlardır. ABD’de yapılan bir başka çalışmada ise Freear vd. (1995) 124 firma hakkında yaptıkları araştırmanın sonucunda; melek yatırımcıların girişimcilere katkı sağlamasında, girişimin yönetimi ile kurulan verimli ve güvenilir bir çalışma ilişkisinin önemli bir rol oynadığını belirtmişlerdir.

Mason ve Harrison (1996)’un Birleşik Krallık’ta 28 girişimci ve 31 melek yatırımcıyla yaptıkları bir araştırmada, melek yatırımcıların girişimcilere sağladıkları

ana katkının işletme stratejine yönelik tavsiyeleri olduğu sonucu çıkmıştır. Diğer önemli katkılarının ise ilişki ağlarından yararlanma (networking), muhasebe-finance ve genel işletme yönetimi alanında olduğu sonucu çıkmıştır. ABD ve Birleşik Krallık dışındaki ülkelerde yapılan çalışmalarda da benzer sonuçlara ulaşılmıştır. Bu çalışmalardan birisi de Tashiro (1999)'nun 20 Japon melek yatırımcıyla yaptığı araştırmadır. Araştırmaya göre, melek yatırımcılar genellikle yönetim alanında destek sağladıklarını, bunun dışında bazen özel olarak teknoloji, insan kaynakları ve finans alanında katkılarda bulunduklarını ifade etmektedirler. Saetre (2003)'nin Norveç'te 20 melek yatırımcı ile yaptığı bir araştırmaya göre, melek yatırımcıların en önemli katkılarının girişimcilerin stratejik karar almalarında ihtiyaç duydukları endüstri bilgisine erişmelerini kolaylaştırmaları olduğu ifade edilmektedir. Almanya'da faaliyet gösteren 40 melek yatırımcı ile yapılan bir araştırmada ise, melek yatırımcıların girişimcilere sağladıkları en önemli katkının; girişimcilerin ilişki ağlarından faydalanmalarına imkân sağlamaları, girişimcilere verilen mentorluk hizmetleri ve finansman alanındaki know-how olduğu sonucu çıkmıştır (Brettel 2003).

Politis (2008), melek yatırımcıların girişimcilere sağladıkları katkıları bu yapılan araştırmalar temelinde 4 ana başlık altında gruplandırmıştır. Bu katkılar şu şekildedir:

- **Yönetim müdahale etmek/işletme stratejini belirlemek**

Yapılan araştırmalar, melek yatırımcıların girişimcilere sağladığı faydalardan en sık olanının melek yatırımcıların yönetim tecrübelerini ve işletme yönetimi

tecrübelerini yönetime müdahale ederek katkı sağlamak ve işletme stratejisini belirlemek şeklinde olduğunu ortaya koymuştur (Harrison ve Mason 1992; Ehrlich vd. 1994; Mason ve Harrison 1996; Stevenson ve Coveney 1996; Lumme, Mason, ve Suomi 1998; Tashiro 1999; Brettel 2003; Paul, Whittam, ve Johnston 2003; Amatucci ve Sohl 2004; Madill, Haines, ve Riding 2005). Melek yatırımcıların sahip oldukları tecrübe ve işletme bilgileri, katma değerin nasıl ortaya çıkarılacağı ve bunun zamanlaması konusunda girişimcilere önemli faydalar sağlamaktadır. Melek yatırımcıların derinlemesine iş tecrübeleri, girişimcilerin girişimlerine değer kazandırılmasına önemli roller üstlenmektedir (Wetzel 1994; Mason and Harrison 1996; Politis and Landström 2002).

#### ▪ Denetim ve gözetim

Melek yatırımcıların yatırım yaptıkları girişimleri gözetimleri altında bulundurmaları işin doğası gereği beklenen bir davranıştır. Melek yatırımcılar yatırım yaptıkları girişimlerin iyi yönetildiğinden ve sağladıkları kaynakların kendilerine sunulan iş planı çerçevesinde kullanıldığından emin olmak ister. Diğer bir deyişle, melek yatırımcılar potansiyel olarak girişimcilerin işletme çıkarları yerine kendi çıkarlarını ön plana koyarak işletme kaynaklarının kişisel amaçlarla kullanılmasını istemezler (Markman, Balkin, ve Schjoedt 2001; Van Osnabrugge 2000). Bu amaçla gerçekleştirilecek denetim ve gözetim fonksiyonlarını icra etmede en çok uygulanan yöntem ise, iyi işleyen bir muhasebe sisteminin girişimde kurulması (Mitchell, Reid, ve Terry 1997) ve bu girişimin yönetim kurulunda bizzat görev alınmasıdır (Gabrielsson ve Huse 2002). Bu denetim ve kontrol sistemlerinin, melek yatırımcıların girişimcinin operasyonlarını izlemesine, girişimin sahip olduğu

varlıkların muhafazasına ve yöneticilerin yaptıkları eylemlerden sorumlu tutulmasına olanak sağlayarak; girişimin başarısına ve yaşamını devam ettirmesine yardımcı olması beklenmektedir.

▪ **Finansman dışında kaynak sağlama**

Melek yatırımcıların sahip oldukları ilişki çevresi onların girişimcilere sağladıkları finansman dışı kaynakların da artmasına ve girişimcilere ilave olanaklar sağlamasına yol açmaktadır. (Harrison ve Mason 1992; Ehrlich vd. 1994; Mason ve Harrison 1996; Lumme, Mason, ve Suomi 1998; Brettel 2003; Paul, Whittam, ve Johnston 2003; Sætre 2003; Amatucci ve Sohl 2004). İlişki çevresinin dayandığı faaliyetler, yatırımcı gruplarıyla olan yakın ilişkiler, önemli iş çevrelerine yakınlık ve ek finansman olanaklarına erişme olanağıdır. Bu ilişki çevresi, erken aşama girişimlerin ilk gelişme süreçlerinde, girişimcilerin önemli paydaşlar ile bir ilişki ağı geliştirmesine yardımcı olabilir (Sorheim 2003). Bu geliştirilen ilişki ağları sayesinde elde edilen bilgiler gerektiğinde beklenmedik fırsatları da beraberinde getirebilmekte ve önemli stratejik pencerelerin açılmasına olanak sağlamaktadır (Harvey ve Evans 1995).

Melek yatırımcıların finansman dışı kaynak sağlama rolleri; firma başarısı ve firmanın uzun dönemde hayatta kalmasını, dış çevresi ile ilişki kurabilme yeteneğine bağlayan kaynak bağımlılığı perspektifiyle de ilişkilendirilebilir (Pfeffer ve Salancik 1978). Bu teoriye göre firmalar kaynak bağımlılıklarını azaltmak amacıyla önemli bağlantı noktalarıyla, varlıklarla ve firmanın dış çevresindeki kişilerle ilişki kurulmalı ve bu ilişki kontrol altında tutulmalıdır. Bu bağlamda melek yatırımcılar

tarafından kritik kaynaklara erişmede melek yatırımcıların ilişki çevresi vasıtasıyla sağlanan yardımlar, kaynak bağımlılığı perspektifinde dış desteğe erişim yeteneği olarak kabul edilebilir(Ardichvili vd. 2002).

#### ▪ **Danışmanlık (Mentorluk)**

Mentorluk faaliyeti ile tecrübeli bir melek yatırımcının sahip olduğu bilgi ve tecrübenin daha az deneyim sahibi bir girişimciye aktarımı süreci ifade edilmektedir (Freear, Sohl ve Wetzel 1995; Mason ve Harrison 1996; Saetre 2003; Brettel 2003). Mentorluk faaliyeti kapsamına gözetim, moral destek, teşvik, iş yükünün paylaşımı, vizyon kazandırma ve hassas kişisel konuların tartışılması ve sonuçlandırılması faaliyetleri girebilir. Melek yatırımcının mentorluk faaliyeti çerçevesinde stratejik planlama ve karşılaşılan problemlerin çözümü gibi önemli işlerde girişimciye destek olması, melek yatırımcı ve girişimci arasında birlik ve beraberlik ve güven duygusunun gelişmesine yardımcı olabilir. Güven duygusunun gelişmesi girişimcinin kendisini işine daha fazla adanmasına ve dolayısıyla performansının artmasına ve işlem maliyetlerinin azalmasına yol açar(Child ve Rodrigues 2003).

Bununda ötesinde, Sullivan (1991), Duxbury, Haines ve Riding (1996) çalışmalarında melek yatırımcıların mentorluk faaliyetleri çerçevesinde kendilerini finansçı yerine girişimci gibi hissetmeleri ve girişimcilerin başarı, bağımsızlık, kontrol vb. kaygılarını paylaşmaları durumunda mentorluk faaliyetlerinin etkinliğinin arttığını ifade etmektedir. Başka çalışmalarda göstermektedir ki melek yatırımcılar kendilerini hala (eski bir girişimci gibi değil) bir girişimci gibi görme eğilimindedirler (Sullivan 1991; Aernoudt 1999).

### 2.1.2 İnovasyona Katkı

Yenilik, sağlık ve eğitim gibi devlet hizmetleri dâhil ekonominin her sektöründe ortaya çıkabilir. Ancak yenilik denilince sadece ticari teşebbüslerde yapılan değişiklikler kastedilmektedir. Ticari alanda bir teşebbüsün çalışma yöntemleri, üretim faktörlerini kullanımı ve çıktı türleri üzerindeki üretkenliği ve/veya ticari performansını iyileştiren çok çeşitli değişiklikler yapılabilir. Teşebbüslerde bu tür değişikliklerin yol açtığı inovasyon dört grup içerisinde tanımlanabilir. Ürün yenilikleri, süreç yenilikleri, organizasyonel yenilikler ve pazarlama yenilikleri.

Ürün yenilikleri, mal ve hizmet kapasitelerinde önemli değişiklikleri kapsar. Süreç yenilikleri ise üretim ve teslim yöntemlerinde önemli değişiklikleri temsil etmektedir. Organizasyonel yenilikler, yeni organizasyonel yöntemlerin yürütülmesini ifade etmektedir. Ticari uygulamalardaki, işyeri organizasyonundaki veya firmanın dış ilişkilerindeki değişiklikler bu kapsamda yapılan değişikliklerdir. Pazarlama yenilikleri ise yeni pazarlama yöntemlerinin gerçekleştirilmesini kapsamaktadır. Ürün tasarımı ve ambalajlamasında, ürün promosyon ve konumlandırma ile mal ve hizmetlerin fiyatlama yöntemlerinde yapılan değişiklikleri bu çerçevede değerlendirilebilir.<sup>12</sup>

---

<sup>12</sup> Oslo Kılavuzu: Yenilik Verilerinin Toplanması ve Yorumlanması İçin İlkeler, 3. Baskı 2006 OECD/Avrupa Birliği Eurostat Ortak Yayını

İnovasyonun teşebbüslerin verimliliklerine ve başarılarına etkileri tartışılan bir konu olmuştur. Aynı endüstride, ülkede veya bölgede faaliyet göstermekle birlikte neden bir işletme yenilik yapma konusunda başarılı olurken; diğerlerinin başarısız olduğunu anlamak her zaman mümkün olmamaktadır. Firma başarısında inovasyonun etkilerini anlamlandırmada firma performansı yerine firma yetkinlikleri üzerine odaklanması yaklaşımı daha popülerdir (Penrose 1959; Chandler 1977; Nelson ve Winter 1982, Teece vd. 1997). Bu perspektif heterojen yetkinliklerin ve iç kaynakların, yeniliklerin üretilmesinde ve rekabet gücünün kazanılmasında önemli rol oynadığı anlamına gelmektedir. Bir firmanın yenilik yapabilme yetkinliğinin anlaşılması için firmanın yenilik alanındaki yetkinliklerini kanıtlamak gerekir. Firmaların inovasyon yeteneğini belirleyen unsurların neler olduğuna yönelik literatür çok geniş olup, bu konuda çok farklı yaklaşımlar söz konusudur (Pisano vd. 2010).

Bunlardan Cohen ve Levinthal (1990) yaptıkları ampirik çalışmalarda, firma içi yetkinliklerin artırılması ve geliştirilmesinde Ar-Ge faaliyetlerinin faydalarına değinmiştir. Firmaların, kendileri dışında üretilen bilgiyi kullanma ve bu bilgidен değer kazanabilme yeteneklerinin, Ar-Ge yatırımlarıyla ortaya çıkan içsel bilgi ve yeteneklere sıkı sıkıya bağlı olduğunu belirtmişlerdir. Yaparak öğrenme veya süreci kullanarak öğrenme şeklinde de inovasyonun ortaya çıkması diğer önemli bir nedendir (Arrow 1962; Rosenberg 1982; Mowery ve Rosenberg 1989). Bu analizler aynı zamanda yenilikçilik koşulu olarak; pazarlama, üretim ve Ar-Ge faaliyetleri arasındaki etkileşimin dikkate alındığını göstermesi açısından önemlidir (Cohen, 2005).

Yapılan diğer araştırmalar, inovasyon ile yabancı sahipliği, firma yetkinlikleri ve rekabet gücü arasında önemli bir bağ olduğunu vurgulamaktadır (Hujer ve Radic 2003). Crespi (2004)'ye göre piyasa yapıları, finansal yapı, beşeri sermaye, teknoloji politikaları ve yasal düzenlemeler inovasyon faaliyetlerini belirleyen temel öğelerdir. Endüstri bölgelerinin coğrafî olarak kümelenmesi, bilginin yayılmasına yol açmakta, bu ise belirli bölgelerde inovasyon ve ekonomik büyümeye pozitif katkı sağlamaktadır (Crespi 2004; Marshall 1920 ve Arrow 1962). İnovasyon ile ilgili bu çalışmalar, bilginin yayılımının inovasyonun ortaya çıkmasında önemini ortaya da koymuştur. Pisano vd. (2010) bir firmanın yenilikçi olarak kabul edilebilmesi için aşağıdaki 4 kriterden en az birisini yerine getirmesi gerektiğini belirtmektedir. Bunlar;

- i. Firmanın tamamıyla yeni veya çok gelişmiş bir ürün üretmesi,
- ii. Firma bir ürün veya hizmetin üretilmesi/verilmesi süreçlerinde önemli gelişmeler sağlaması,
- iii. Firma, Ar-Ge faaliyetlerini de içerecek şekilde yeni veya gelişmiş ürünlerin hazırlanması ve piyasaya sürülmesi amacıyla önemli faaliyetlere girişmesi,
- iv. Firma, iii. sıradaki faaliyetlere benzer faaliyetlere girişmesi ancak bu faaliyetleri zamansız bir şekilde terk etmesi.

İnovasyon faaliyetleri beşeri sermaye yoğun faaliyetler olup, sermaye harcamasından ziyade daha farklı harcamaları (insan kaynağı, araştırma ve geliştirme giderleri vs.) gerektirmektedir. Bu harcamalar ise, sermaye varlıklarının alınması niteliğinde olmayıp teminat olarak kullanılamayan harcamalardır. Finans sisteminin

büyük bir kısmı teminata dayalı finansman sağladığından bu tür inovasyon faaliyetlerinin finansmanında risk sermayesi (melek yatırımcılar ve girişim sermayesi fonları) önemli bir finansal kaynak olarak ortaya çıkmaktadır.

Pisano vd. (2010) yaptıkları çalışmada inovasyon eğilimi yüksek firmalarda kurumsal yönetimin melek yatırımcıların önem verdiği bir alan olduğunu ileri sürmektedir. Bunun arkasında yatan temel nedenlerden birisinin yüksek inovasyon eğiliminin risk algısını yükseltmesi olduğunu, ancak melek yatırımcıların diğer yatırımcı türlerine göre (girişim sermayesi fonları, kuluçka merkezleri) iş yaptığı alanda ve endüstriye ilişkin bilgi sahibi olmalarının onların bu yenilikçi girişimlere yatırım yapmaktan vazgeçirmemekle birlikte kurumsal yönetime daha fazla önem vermelerine yol açtığını belirtmektedirler.

İkinci bir neden olarak melek yatırımcıların yatırım yapmadan önce girişimcileri sıkı bir tarama sürecinden geçirmeleri, bunun sonucunda yatırım yapacakları iş hakkında daha fazla bilgiye sahip olmaları ve bu şekilde bilgi asimetrisini azaltarak yatırım risklerini düşürebilmeleri olduğu ileri sürmektedirler. Bunun dışında melek yatırımcıların seçim kriterlerinin de daha yenilikçi girişimlere yatırım yapmalarına yol açtığını söz konusu araştırmada Pisano vd. (2010) belirtmektedir.

Özetle, yenilikçi firmalarda insan kaynağı ve insan kaynağının yönetimi en önemli unsurlar olarak öne çıkmaktadır. İnovasyonun gerçekleştirilmesinde firma yetkinliklerinin belirleyici faktör olarak öne çıkması ve firma yetkinliklerinin esas

itibariyle bu iki unsurun birleşiminden oluştuğu göz önüne alınırsa, firma yetkinliklerinin oluşturulması için gerekli olan finansman ihtiyacı en önemli sorunlardan birisi olarak öne çıkmaktadır. Yenilikçi girişimlerin insan kaynağına dayalı yapıları nedeniyle teminat yetersizliği finansmana erişimde kredi kaynaklarını kullanmalarının önünde önemli bir engel olarak karşılına çıktığı söylenebilir. Bu itibarla, yenilikçi ve teknoloji odaklı girişimciler için en önemli finansal kaynak olarak melek yatırımcılık öne çıkmaktadır.

## **2.2. GS Fonlarının Girişimcilğe ve İnovasyona Katkıları**

GS fonları da melek yatırımcılar gibi girişimcilerin finansmana erişimde önemli roller üstlenmektedir. Erken aşama girişimlere yönelik bilgi asimetrisi GS fonlarının finansmana erişimde karşılaştıkları en önemli sorunlardan birisidir. Bilgi asimetrisi nedeniyle erken aşama girişimlerin finansman kaynakları; kamu kaynakları, yakın aile ve arkadaş çevresi, kuluçka merkezleri, melek yatırımcılar ve girişim sermayesi fonları ile sınırlı kalmaktadır. Melek yatırımcılar erken aşama girişimlere yatırım yaparken, GS fonları daha ileri aşamadaki girişimlere yatırım yapmaktadır. GS fonları da melek yatırımcılar gibi yatırım yaptıkları girişimlere finansman dışında önemli katkılar sağlamaktadırlar. GS fonlarının finansman dışında girişimlere sağladığı en önemli katkı profesyonel yönetim anlayışının kazandırılmasına yönelik faaliyetlerdir. Bu anlayış yatırım kararı sırasında yapılan ön inceleme ve yatırım sonrasında yapılan gözetim faaliyetleri esnasında kendisini göstermektedir.

GS fonlarının yatırım süreçleri, yatırım yapılan girişim hakkındaki bilgilerin kısıtlı olması nedeniyle (bilgi asimetrisi) risklerin minimize edilmesine yönelik önlemler içerir. Bu önlemlerden gözetim faaliyetleri GS fonları için çok önemlidir. GS fonları, gözetim faaliyetleri kapsamında çeşitli araçları kullanırlar. Girişimcilere sağlanacak finansmanın performans temelinde zaman içerisinde sağlanması, girişimin yönetim kurulunda temsilci bulundurulması ve ücretlerin bir bölümünün hisse opsiyonundan oluşması en sık kullanılan yöntemlerdir. Bu yöntemlerin tamamı, girişimcileri profesyonel yönetim anlayışına sahip olmaya zorlamaktadır. Özellikle girişimcinin performansına göre ilave finansman sağlanması, kullanılan yöntemler içerisinde en etkin olan mekanizmadır (Sahlman 1990).

GS fonları, girişim şirketlerinin yönetim kurullarında bulunarak girişimcilere önemli tavsiyelerde bulunmakta ve onlara destek olmaktadır. Yönetim kurulunda temsil özellikle gözetim ihtiyacının daha fazla olduğu girişim şirketlerinde daha sıklıkla rastlanmaktadır (Lerner 1995). Lerner (1995), özellikle girişim şirketinin sıkıntıda olduğu dönemlerde GS fonunun temsilci sayısının yönetim kurulunda artmasının gözetim ihtiyacının artmasının ve bu dönemlerde şirket genel müdürünün değiştirilmesinin bir sonucu olduğunu ileri sürmektedir.

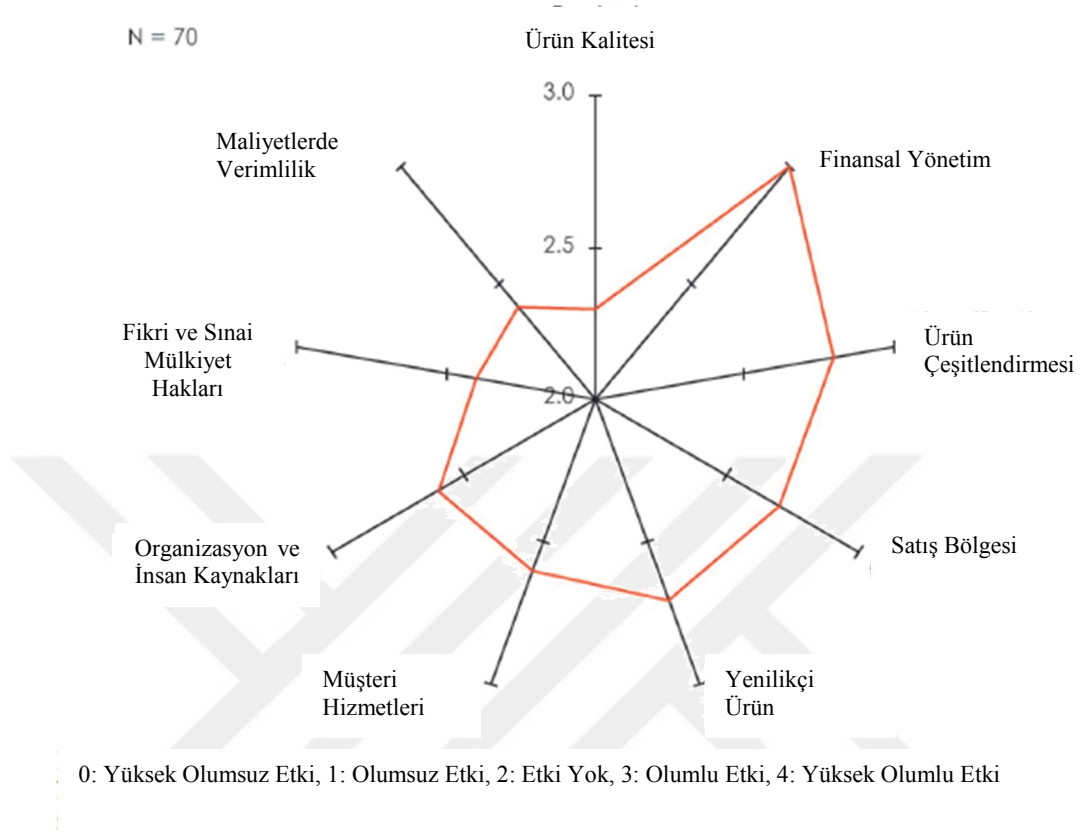
GS fonlarının özellikle 1990'larda ABD'de başarılı bir performans göstermesi ve bu başarının ABD'de inovasyonun hızlı bir yükseliş göstermesinin nedeni olduğu yönündeki ortak inanış, tüm dünyada ABD'dekine benzer GS fonlarının kurulmasına yol açmıştır (Kortum ve Lerner 2000). GS fonları ve inovasyon arasında doğrudan bir ilişkinin varlığı konusunda; Kortum ve Lerner

(2000), GS fonlarının alınan patentlerin sayısına etkisini araştırmış ve 30 yıllık süreyi ve 20 endüstriyi kapsayacak şekilde yapılan araştırmada; GS fonlarının patent sayısının artmasına olumlu yönde ve istatistiki olarak anlamlı katkıların olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Yapılan başka araştırmalarda ise bu durumun aksine GS fonlarının yenilikçi (innovative) ve teknoloji odaklı girişimlere yatırım yaptıkları yönünde sonuçlar elde edilmiştir (Engel ve Keilbach 2007).

GS fonlarının katkıları üç fonksiyonel alanda kendini göstermektedir. GS fonlarının birinci fonksiyonları, yüksek risk taşıyan ve bilgi asimetrisi nedeniyle geleneksel finansmana erişimleri zor olan erken aşama girişim şirketleri için önemli bir finansman kaynağı olmalarıdır. İkinci fonksiyonları, kısıtlı finansman kaynaklarının en kârlı girişimlere aktarılmasına olanak sağlamalarıdır, üçüncü fonksiyonları ise profesyonel yönetim anlayışının girişimcilere kazandırılması ve danışmanlık sağlanmasıdır (Peneder 2010).

Aşağıda Şekil 5'te Peneder (2010) tarafından GS fonlarının girişimcilere katkıları ile ilgili olarak yapılan araştırma sonuçlarına yer verilmiş ve GS fonlarının girişimcilere çeşitli alanlarda sağladığı katkıların etkilerinin dereceleri gösterilmiştir. Şekil 5'te GS fonlarının girişimlere en olumlu katkısının finansal yönetim alanında olduğu, buna karşın ürün kalitesi ve maliyetlerde verimlilik açısından bir etkisinin olmadığı gösterilmektedir.

**Şekil 5: GS Fonlarının Girişimcilere Sağladığı Katkılar**



### 2.2.1 Girişimciliğe Katkı

1980'lerden itibaren GS fonu endüstrisi hızlı bir büyüme göstermiştir. GS fonları özellikle yeni firmaların desteklenmesinde önemli fonksiyon görürken, bankacılık sektörü yeni firmaların desteklenmesinde önemli fonksiyonları bulunmakla birlikte, bu firmaların ihtiyaçlarını karşılamakta GS fonlarına göre geri kalmışlardır. Bankaların küçük işletmelere kullandırdıkları krediler 1977'den itibaren sürekli olarak düşmüştür. Buna karşın GS fonlarının yatırımları 1977'deki seviyesinden 2001'e kadar 100 kat artış göstermiştir (Ueda 2004).

Ueda (2004), GS fonu kullanılarak finanse edilen projelerin bankalar tarafından finanse edilen projelere göre daha yüksek getiriye, büyümeye ve riske sahip olduğunu, daha yüksek finansman sağlandığını ve fikri mülkiyet haklarının iyi korunduğu yasal ortamların, girişimcileri GS fonlarını kullanmayı teşvik ettiğini ileri sürmektedir. Ueda (2004), fikri mülkiyet haklarının iyi korunduğu ortamların, fikirlerinin çalınması riskini azalttığı için girişimcilerin projelerini GS fonlarına açıklamayı kolaylaştırdığını ve dolayısıyla GS fonlarının daha sık kullanılmasına yol açtığını ileri sürmektedir. Diğer bir çalışmada ise, GS fonlarının bilgi asimetrisi problemini azalttığı ve GS fonlarının ekonomik refahı arttırdığı da ileri sürülmektedir (Chan 1983).

GS fonlarının diğer finansal araçlara göre, girişimciler ile daha yakın ilişki içinde oldukları ve bu durumun girişimcilerin profesyonelleşmesine önemli etkilerde bulunduğu sıklıkla dile getirilmektedir. Bu konuda Hellman ve Puri (2002)'nin yaptıkları araştırma önemli bilgiler vermektedir. Hellman ve Puri (2002) girişimcilerin profesyonelleşmesinde istihdam süreci, insan kaynakları politikaları, personel hisse opsiyonları ve pazarlama ve satış bölümü yöneticilerinin seçimlerinin önemli göstergeler olduğunu belirtmektedir. İyi yetişmiş personeli istihdam etmenin önemli bir zorluk olduğunu, özellikle yüksek teknoloji gerektiren alanda bunun daha da önem kazandığını belirtmektedir. Bu itibarla istihdam süreci ve insan kaynakları politikaları iyi yetişmiş personelin kazanılmasında önemli rol oynar.

Aynı şekilde personel hisse opsiyonu planları da iyi niteliklere sahip personelin şirkette tutulmasında önemli bir araçtır (Saxenian 1994). Hellman ve Puri

(2002) bu aracın aynı zamanda işçi ve işveren arasında sözleşmeleri standartlaştırdığı için profesyonelleşmenin önemli bir aracı olduğunu ifade etmektedir. Hellman ve Puri (2002) pazarlama ve satış bölümü üst yöneticisinin değiştirilmesinin; takım kurma ve teşebbüsün ticari açıdan oryantasyonunda profesyonelleşme açısından önemli bilgiler sağladığını ifade ederek, bu değişkenler üzerinden GS fonlarının profesyonelleşmeye katkılarını araştırmışlar ve GS fonu kullanan şirketlerin daha hızlı ve daha yüksek olasılıkla profesyonelleşmeye katkı sağladıkları yönünde önemli bulgulara erişmişlerdir. Hellman ve Puri (2002), kurumsal yönetim alanında GS fonlarının diğer aracı kurumlara nazaran daha fazla role sahip olduğunu ve GS fonu alan şirketlerde genel müdürün değiştirilmesinin çok sık rastlanan bir durum olduğunu ve GS fonlarının şirkete hem destek hem de kontrol açısından önemli katkılar sağladıkları sonuçlarına ulaşmışlardır.

Peneder (2010) çalışmasında, GS fonlarının yatırım yaptıkları firmaları; yasal yapının, endüstrinin, firma yaşının, firma büyüklüğünün, sermaye yapısının, inovasyon davranışının ve ihracat odaklılığının kontrol edildiği bir başka firma grubuyla karşılaştırmış ve GS fonu alan firmaların satış hasılatı ve istihdam üzerinde güçlü bir pozitif etkisinin olduğunu tespit etmiştir. Çalışmasında Peneder (2010), her iki firma grubu arasındaki büyüme performansları açısından temel farklılığın, GS fonlarının girişimcilere sağladığı profesyonel yönetim ve danışmanlık gibi katkılardan ve bu fonların özellikle yüksek büyüme potansiyeli taşıyan firmalara yatırım yapmalarından (seçim etkisinden) kaynaklandığını ileri sürmüştür.

Teknoloji odaklı firmaların kurucularının yetkinlikleri ve GS fonlarına erişim yetenekleri bu firmaların başarılı olmalarının arkasında yatan temel faktörler olduğu sıklıkla vurgulanmaktadır (Colombo ve Grilli 2010). Colombo ve Grilli (2010)'nin yaptıkları araştırmaya göre; bu tür teşebbüslerin kurucularının yönetim ve ekonomi bilimleri alanındaki eğitim seviyeleri, teşebbüsün faaliyette bulunduğu sektöre ilişkin teknik bilgi gibi unsurlar, bu teşebbüsleri diğer teşebbüslere göre daha başarılı kıldığını tespit etmiş ve bu yüzden teşebbüsün kurucu insan kaynağının firma başarısı üzerinde doğrudan pozitif bir etkisi olduğunu ileri sürmüşlerdir. Colombo ve Grilli (2010) bu durumun aynı zamanda GS fonlarına erişimde dolaylı da olsa pozitif bir etki doğurduğunu ve bu sonucun GS alanındaki literatürle paralel olduğunu ifade etmişlerdir. Colombo ve Grilli (2010) GS fonları açısından bu tür teşebbüsleri çekici kılan temel nedenin teşebbüs kurucusu yöneticilerin yetkinlikleri ve özellikle de yönetim alanındaki tecrübelerinin olduğunu belirtmektedir. Colombo ve Grilli, dolaylı etkinin GS fonları tarafından teşebbüslere sağlanan yön gösterme ve mentorluk faaliyetlerinden kaynaklandığını, teşebbüs kurucularının yetkinlikleri ile birlikte GS fonlarının sağladığı bu desteğin teşebbüsün başarısını getirdiğini ifade etmişlerdir.

Bununla birlikte, Baum ve Silverman (2004) tarafından Kanada orijinli biyoteknoloji başlangıç evresi firmalar üzerinde yapılan bir araştırmada ise, tam tersi sonuçlar elde edilmiş ve GS fonlarının firma başarısı üzerinde önemli derecede bir açıklama gücünün olmadığı ifade edilmiştir. Bu sonuç, teşebbüs başarısının bütünüyle GS fonlarının yol göstericilik ve mentorluk etkilerine bağlanamayacağını

ve dolayısıyla GS fonlarının teşebbüslere katkısının her zaman istenilen sinerjinin doğmasına yol açmayabileceğini de göstermesi açısından önemlidir.

Yenilikçi girişimlerin gelişmesinde hangi türden yatırımcıların daha fazla yardımcı olabileceği konusu piyasa davranışı ve finansman arasındaki etkileşim bağlamında araştırmacıların literatürde üzerinde durduğu önemli bir konu olarak her zaman gündemde olmuştur (Hellmann ve Puri 2000). Bu çerçevede literatürde genellikle borç seviyesi ve piyasa davranışı arasındaki etkileşim araştırmaların odaklandığı alan olmuştur (Brander ve Lewis 1986).<sup>13</sup>

GS fonlarının mentorluk, stratejik tavsiye, gözetim, dış paydaşlara verdiği güvenilirlik algısı, kurumsal yönetim ve profesyonelleşme alanındaki girişimlere katkıları ve bunun beraberinde getirdiği maliyetlerde bulunmaktadır. GS fonlarının teşebbüslerin yönetimindeki müdahaleleri zaman kaybına yol açabilmekte ve girişimcilerin teşebbüsün yönetiminde kontrolü kaybetmelerine neden olabilmektedir. Bu fayda ve maliyetin yanı sıra piyasa davranışları da finansmanın niteliği konusunda belirleyici olabilmektedir. Girişimcinin yenilikçi bir ürün stratejisi mi yoksa ürün taklidi stratejisi mi benimseyeceği de finansmana erişimde hangi aracın kullanılacağını etkileyebilmektedir. Hellmann ve Puri (2000)'nin ürün stratejisinin GS fonlarına erişime etkisini inceledikleri araştırmada, yenilikçi firmaların GS fonlarına erişiminin daha olası olduğu ileri sürmektedir. Aynı araştırmada, Hellmann ve Puri (2000) ayrıca GS fonlarının ürünlerin piyasaya

---

<sup>13</sup> Sermaye yapısı ve Oligopolist fiyatlandırma arasındaki ilişkinin araştırılması buna örnek olarak verilebilir.

sürülmesinde zaman açısından etkilerini incelemişler ve GS fonu kullanan yenilikçi girişimlerin ürünlerini piyasaya daha hızlı sürdükleri sonucuna ulaşmışlardır. Bu sonuçlar, firmanın stratejik amaçlarına göre uygun finansman kaynağının belirlenmesinin önemini diğer bir bakış açısıyla da GS fonlarının başlangıç aşamasındaki girişimlerin gelişiminde önemli etkilerinin olduğunu göstermektedir (Hellmann ve Puri 2000).

GS fonlarının itibarı (ünü) girişimciler tarafından nasıl karşılık bulduğu da diğer bir araştırma konusudur. GS fonları tarafından sağlanan hizmetlerin kalitesi GS fonlarına göre değişmektedir. Aynı zamanda GS fonlarının uzmanlaştığı alanların da birbirinden farklı olması girişimciler tarafından değerlendirilen bir başka husustur. Yapılan araştırmalar girişimcilerin itibarı yüksek GS fonlarından yatırım çekmek amacıyla daha yüksek değerlendirme rakamlarından vazgeçebildiklerini göstermektedir (Hsu 2004). Hsu (2004)'nın yaptığı araştırmada GS fonlarının finansman dışında girişim şirketlerine sağladıkları hizmet türleri ve yaptıkları yatırım nedeniyle getirdikleri onamanın (sertifikasyon-piyasalara firma hakkında verilen güven) onları girişimciler nezdinde de farklılaştırdığını ileri sürmektedir.

GS fonları kendilerini, diğer GS fonlarından yatırım yaptıkları işletmelere sundukları hizmet kalitesi ve sahip oldukları itibardan yararlandırmak suretiyle de farklılaştırmaktadırlar. Yapılan bu farklılaştırma girişimci tarafında önemli etkiler doğurmakta ve girişimcilerin bu farklılaştırmalardan elde etmeyi düşündükleri ilave faydalar nedeniyle daha düşük bedelle hisselerinin bir kısmını devretmelerine yol açmaktadır. Hsu (2004), yüksek itibara sahip GS fonlarının %10-14 arasında bir

iskonto ile girişimci şirket hisselerini iktisap edebildikleri sonucuna ulaşmıştır. Bu sonuç, GS fonları tarafından sunulan finansman dışı hizmetlerin, sağlanan finansmana göre girişimciler açısından daha belirleyici olabileceğini göstermesi açısından önemlidir (Hsu 2004).

### **2.2.2 İnovasyona Katkı**

GS fonu kullanan teşebbüsler ile kullanmayan teşebbüsler arasında sistematik bir performans farkı olup olmadığı, eğer var ise bu farklılığın GS fonlarının seçimdeki etkinliklerden mi yoksa teşebbüsün performansına doğrudan katkı sağlama niteliklerinden mi kaynaklandığı, diğer bir ifade ile GS fonlarının inovasyon ve büyümeye katkıları, literatürde araştırma konularından birisi olmuştur. GS fonlarının teşebbüs performansına olumlu katkı sağlayacağına yönelik beklenti, bu fonların aktif yatırımcı olarak sadece finansman sağlamamaları, girişimcilere finansman dışı diğer katkılarından kaynaklanmaktadır.

GS fonlarının, girişimcilerin inovasyon davranışlarını anlamaya yönelik Alman Patent Ofisindeki patent kayıtları üzerinden yaptıkları araştırmada Engel ve Keilbach (2007), GS fonlarının doğrudan inovasyon davranışları üzerinde etkisi olmadığını ancak, yenilikçi firmaların GS fonları tarafından yatırım yapılma olasılığının daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Engel ve Keilbach (2007), GS fonlarının yenilikçi firmalara yatırım yapma ve sonradan yeni ürünlerin pazarlanması ve ticarileştirilmesine yönelik çaba gösterme eğilimlerinin yüksek olduğunu ileri sürmüşlerdir.

GS fon yapıları içerisinde kurumsal GS fon yapıları da bulunmaktadır. Kurumsal GS fonları, büyük şirketler tarafından girişimci şirketlere yatırım yapmak amacıyla kurulurlar. Kurumsal GS fonları günümüzde büyük şirketler tarafından sıklıkla kullanılan araçlardır. Bunların sıklıkla kullanılmasının temel olarak iki nedeni vardır. Birinci neden bu fonların büyük şirketlere birçok yenilikçi girişime yatırım yapma olanağı sağlamalarıdır. Kurumsal GS fonları aracılığıyla birçok yeni girişime yatırım yapılması, büyük şirketlerin yeni kabiliyetler elde etmesine ve teknolojinin bu kadar hızla demode olduğu günümüzde karşı karşıya kaldıkları risklerin düşürülmesine imkân sağlamaktadır. Kurumsal GS fonları, büyük şirketlerin belirsiz bir gelecek vadeden teknolojilere yapılacak Ar-Ge harcamalarını sınırlamalarına olanak sağlarken, teknolojik gelişmelerin belirginleştiği ve ulaşılabilirliğinin arttığı durumlarda ise bu fonlar vasıtasıyla yatırım yaparak teknolojik gelişmelerin sağlayacağı potansiyellerden yararlanma fırsatını sağlarlar (Basu vd. 2006).

İkinci neden, kurumsal GS fonlarının büyük şirketlere yeni iş fırsatları yaratmasıdır. Büyük şirketler, yeni firmalara ait yenilikçi teknolojilere bu fonlar sayesinde erişebilmekte ve kendi teknolojisi ile bu yeni teknolojileri birleştirerek yeni ürünler ve hizmetler oluşturabilme kabiliyeti kazanabilmektedirler (Deeds 2001; Gompers ve Lerner 2001; Kann 2000). Bu itibarla, kurumsal GS fonlarının yatırımlarında finansal getiri dışında stratejik çıkarların ön plana çıktığı söylenebilir.

Yenilikçiliğin finansmanı konusunda kurumsal GS fonlarının önemini optimizasyon modeli çerçevesinde ortaya koyan Fulghieri ve Sevilir (2009)'ın

alışmasına göre, firmalar yenilik konusundaki rekabetin şiddeti arttıkça diğerk firmalara karşı rekabetçi bir avantaj elde etmek niyetiyle iç kaynaklardan sağladıkları finansman yerine dışarıdan finansman arayışına yönelmektedir. Sağlanan bu finansmanın da büyük çoğunluğu kurumsal GS fonları aracılığıyla yapılmaktadır. Fulghieri ve Sevilir (2009), GS fonları aracılığıyla yapılan Ar-Ge projelerinin başarı şansının arttırdığını ve ayrıca kurumsal GS fonlarının desteğinin teşebbüslerin rakiplerini rekabetten caydıracağı için onlara stratejik avantaj da sağlayacağı yönünde sonuçlara ulaşmışlardır.

Kurumsal GS fonları kendilerine finansman sağlayan kurumsal yapıların toplam değerini artırmak amacıyla hareket ettikleri için kurumsal GS fonları tarafından finansman sağlanan girişimlerin fonu temin eden kurumsal yapının faaliyetlerini tamamlayıcı nitelikte olması önem arz eden bir husus olarak öne çıkmaktadır (Park ve Steensma 2012; Dushnitsky ve Lenox, 2005; Katila vd. 2008). Girişimciler, kurumsal GS fonlarından uzmanlık, ürün geliştirme yasal destek, dağıtım, pazarlama ve satış ile müşteri hizmetleri alanlarında tamamlayıcı nitelikte değerli varlıklara erişim olanağı elde ederler (Dushnitsky ve Lenox, 2005; Katila vd., 2008). Bu türde tamamlayıcı varlıklara kısa dönemde girişimcilerin tek başlarına erişimi sıkıntılı olduğu için bu varlıklara etkin ve hızlı erişim yeni teknolojilerden yüksek kâr etmede önemli rol oynar (Teece 1986; Tripsas 1997; Gans vd. 2002).

Park ve Steensma (2012) bilgisayar, yarı iletken ve kablosuz teknoloji alanında yaptıkları araştırmalarında, kurumsal GS fonlarının sıradan varlıklara kıyasla özel nitelikte tamamlayıcı varlıklara ihtiyaç duyan girişimci firmalar için

daha faydalı olduğunu, girişimci ve kurumsal girişimci arasındaki ilişkinin yoğunluğunun yüksek olmasının da tamamlayıcı varlıkların girişimcilere sağlayacağı faydanın artmasına yol açacağını tespit etmişlerdir. Araştırmacılar aynı zamanda, çevresel belirsizliğin yüksek olduğu ortamlarda tamamlayıcı varlıklara erişimin istikrarlı ortamlara göre sıkıntılı olması nedeniyle kurumsal GS fonlarının girişimcilere daha yüksek performans sağlama yönünde daha fazla katkı sağladığı sonucuna ulaşmışlardır.

Kurumsal GS fonları dışında, teşebbüslerin sadece içeride yaptıkları Ar-Ge faaliyetleri ile yeni kabiliyetlerin gelişmesini ve teknolojik ilerlemeler sağlamaları çok zordur (Gompers ve Lerner 2001; Hagedoorn 2002). Ar-Ge faaliyetleri ile yeni kabiliyetlerin elde edilmesi görece çok yavaş ve esnek olmayan bir süreçtir. Bu süreç büyük şirketler tarafından yeni girişimlere yatırım yapılarak da hızlandırılabilir (Chesbrough ve Tucci, 2004; Gompers ve Lerner, 2001; Maula vd. 2003). Ancak, Ar-Ge ve kurumsal GS fonunun birbirlerinin alternatifi olduğu düşünülmemelidir. Bunlar birbirlerinin alternatifi değil ancak tamamlayıcılarıdır. (Cassiman ve Veugelers, 2002; Dushnitsky ve Lenox, 2005; Gompers ve Lerner 2001). Ar-Ge faaliyetleri boyunca elde edinilen bilginin, yeni girişimlerde değerli yeteneklerin elde edilebilmesini ve bu yetenekleri kullanabilme yeteneğini artırabildiği yönünde araştırmalar bulunmaktadır (Cohen ve Levinthal, 1990; Kamien ve Zang, 2000).

Sahayma, Steensma ve Barden (2010), büyük şirketlerin yeni iş fırsatlarını yakalama ve tanımlama kapasitesini artırmak amacıyla teknolojik gelişmelere bağlı olarak ortaya çıkan çevresel baskıların ve endüstri koşullarının elverişliliğinin,

kurumsal GS fonu kullanımının çekiciliğini artırıp artırmadığını araştırmıştır. Sahayma, Steensma ve Barden (2010), Ar-Ge faaliyetleriyle şirketlerin teknolojik değişikliklerden doğacak pozitif katkıları emme kapasitesinin arttığını ve bu artan kapasitenin şirketlerin kurumsal GS fonlarını kullanarak yeni ehliyetler kazanmalarında bir alt yapı oluşturduğunu ileri sürmüşlerdir. Sahayma, Steensma ve Barden (2010), bu emme kapasitesi ile birlikte çevresel baskıların ve endüstrinin elverişliliğinin kurumsal GS fonlarının kullanımını da belirlediğini ve Ar-Ge faaliyetleri ile kurumsal GS fonu kullanımının teşebbüslerin yenilikçilik kapasitelerini de artırdığını ileri sürmüşlerdir. Sonuç olarak araştırmacılar, Ar-Ge faaliyetlerinin, teknolojik değişimin ve hızlı büyüyen endüstrilerin kurumsal GS kullanımını artırdığı sonucuna ulaşmışlardır.

Bu araştırmalar, GS fonlarının (kurumsal GS fonları dâhil) bizatihi kendilerinin yenilikçilik faaliyetlerine doğrudan olumlu katkılarının olmadığını, ancak yenilikçi firmalara yatırım talebini artırma ve dolayısıyla yenilikçi teşebbüslerin finansmana erişim olanağını artırma şeklinde etkilerinin olduğunu göstermektedir.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### MELEK YATIRIMCILARIN VE GS FONLARININ YATIRIM SÜREÇLERİ VE YATIRIM STRATEJİLERİ

Seçtikleri girişimlere genellikle özkaynak koymak suretiyle yatırım yapan melek yatırımcılar ve GS fonlarının yatırım süreçlerinde takip ettikleri stratejiler ve yatırım modelleri geleneksel finansman araçlarına göre farklılık arz etmektedir. Geleneksel finansal araçlarda, finansman sağlanan firmaların bu finansmanı geri ödeyebilme kabiliyetleri temel şart olarak öne çıkarken, melek yatırımcılar ve GS fonları çok farklı saiklerle firmalara kaynak sağlamaktadır. Melek yatırımcılar ve GS fonları için bir firmaya kaynak sağlamada temel saik, firmanın büyüme potansiyeli ve piyasa oluşturabilme yeteneğidir. Melek yatırımcılar ve GS fonları girişimcilere yaptıkları yatırımlarından ellerindeki hisselerini satarak çıktıklarından yatırım yaptıkları firmaların diğer yatırımcılar için de cazip olması, yatırımlardan başarılı çıkış için bir ön şarttır. Sonuç olarak, melek yatırımcıların ve GS fonlarının yatırımlarında karar alma süreçleri geleneksel finansman araçlarından farklılaşmaktadır.

#### 3.1 Melek Yatırımcıların Yatırım Süreçleri ve Yatırım Stratejileri

Melek yatırımcıların yatırım süreçlerini, yatırım öncesi tarama, müzakere ve sözleşme ve son olarak yatırım sonrası olmak üzere üç ana bölümde inceleyen araştırmalar olduğu gibi sekiz ana süreçte inceleyen araştırmalar da bulunmaktadır

(Amatucci ve Sohl 2004; Haines, Madill ve Riding 2003; Van Osnabrugge ve Robinson 2000). Melek yatırım süreçlerine ilişkin yapılan çalışmaların büyük çoğunluğu arz yönlü diğer bir ifadeyle finansman sağlayanın yatırım süreçlerinde dikkate aldığı noktalara değinmiş ve bu noktaların ayrıştırılması üzerinde yoğunlaşmıştır. (Stuart vd. 2007). Mason ve Harrison (1996), yaptıkları araştırmada yatırım süreçleri boyunca karar alma süreçlerinde melek yatırımcıların değerlendirme kriterleri üzerinde durmuş ve araştırmalarında melek yatırımcıların girişimcinin sahip olduğu yeteneklerin ve geçmiş başarılarının yatırım kararlarında öncelik verdikleri konular olarak öne çıkmıştır. Yatırım süreçlerinde ön plana çıkan bir diğer konu ise girişime ilişkin risk ve getiri potansiyelidir. Payne vd. (1992) melek yatırımcının yatırım kararlarında belirsizlik, karmaşıklık ve çelişki seçenekleriyle karşı karşıya kalacağını ifade etmektedir. Bunlardan belirsizliğin girişimcinin yetenekleri konusundaki şüphelerden, karmaşıklığın melek yatırımcının birden çok yatırım fırsatına sahip olmasından ve çelişkinin ise daha iyi bir anlaşma düzlemine ulaşabilme isteğinden kaynaklandığını ifade etmişlerdir.

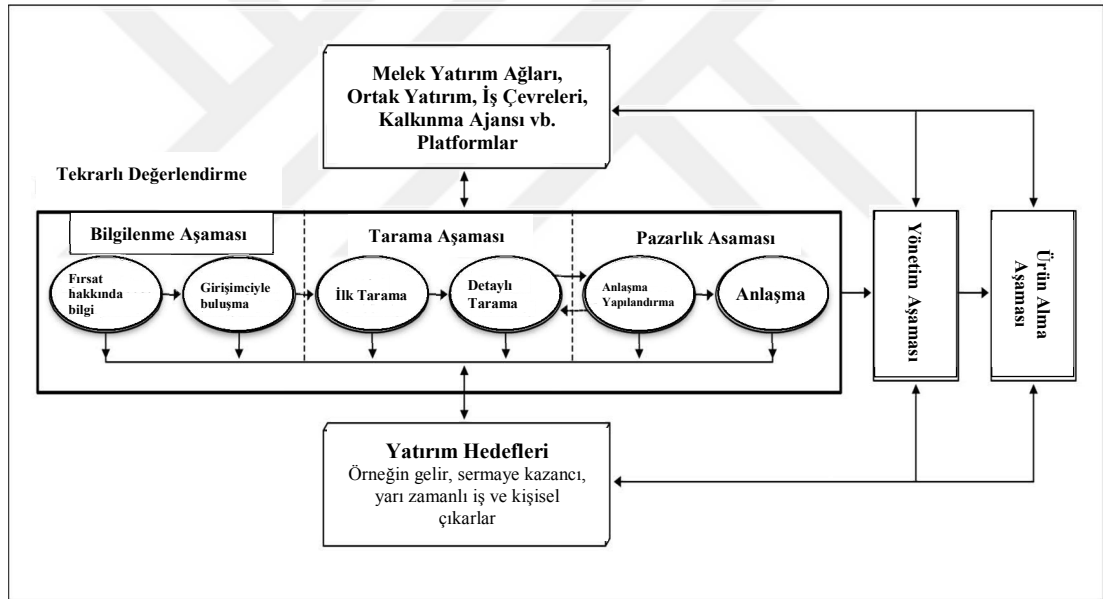
Stuart vd. (2007) yatırım süreçlerine ilişkin olarak yaptıkları araştırmada, yatırımın basit bir düzen içerisinde değil belli süreçleri takip eden bir süreç içerisinde yapıldığını, alınan yatırım kararlarının birçoğunda sürecin pürüzsüz ilerlemediğini ve sürecin birçok nedenden dolayı kolaylıkla durabildiğini belirtmiştir. Buna örnek olarak da, yatırım tutarının toplanabilmesi için birden fazla melek yatırımcıya ihtiyaç duyulması ve melek yatırımcıların bir kısmının isteksiz olması, korku nedeniyle yatırımın ertelenmesi ve melek yatırımcıların birbirini tanıma ihtiyacı karşılaşılan sorunlar olarak gösterilmiştir. Bunun dışında da, dış faktörlerde yatırımların

ertelenmesine yol açabilmektedir. Dış faktörlere ekonomik gelişmeler, melek yatırımcının sağlığı vs. gibi hususlar girmektedir.

Stuart vd. (2007) araştırmaları sonucunda melek yatırım sürecinin tanıma, tarama, pazarlık, yönetim ve ürün alma şeklinde beş bölüme ayrılabilirliğini ve bunlardan ilk üç sürecin tekrar eden bir süreç olduğunu belirtmektedirler. Aşağıda bu araştırmacılar tarafından yapılan melek yatırım süreci modeline yer verilmiştir.

### Şekil 6: Melek Yatırım Süreci

#### Genel Çerçeve



Şekil 6'da melek yatırımcıların organize ve organize olmayan ilişki ağlarına da yer verilmiştir. Şekilde melek yatırım ağlarının, ortak yatırımların ve kalkınma ajanslarının melek yatırım faaliyetlerine önemli katkılar sağladığı vurgulanırken, melek yatırımcıların yatırım amaçlarının da belirleyici bir unsur olduğu ifade edilmektedir. Örneğin melek yatırımcının gelirinde meydana gelen değişmelerin

yatırım amaçları üzerinde doğrudan etkide bulunacaktır. Bu itibarla, ekonomik, sosyo-kültürel, politik ve teknolojik birçok faktörün yatırım sürecini etkilediği ve yatırımları sınırlayabildiği yapılan araştırmalar tarafından ileri sürülmektedir (Stuart vd. 2007).

Şekil 6'daki yatırım süreçlerindeki aşamalardan tanıma aşamasında temel olarak iki faaliyet vardır. Bunlar; yatırımın getirdiği fırsatlar ile girişimcinin tanınmasıdır. Bu aşamada, melek yatırımcılar girişimciler tarafından kendilerine sunulan iş planlarını incelerler. Melek yatırımcılar bu aşamada öncelikle yatırım yerinin ve içinde bulunulan sektörün değerlendirmesini yaparlar. Melek yatırımcılar kendilerine yakın olan yatırım yerlerini tercih ederler. Daha uzaktaki bir yatırım ile ilgilenmeleri için çok daha iyi nedenler ararlar.

İkinci aşama tarama aşamasıdır. Bu aşamada melek yatırımcılar ellerindeki verilerden yatırımın getireceği fırsatı ve bu fırsatı sunan girişimcileri anlamaya çalışırlar ve eldeki verilere göre fırsatları elemeye tabi tutarlar. Özellikle bu aşamada girişimcilerle birçok defa görüşmeler yapılır ve sunulan iş fırsatının incelikleri daha detaylı olarak anlaşılmaya çalışılır. İş planları detaylı olarak incelenir. Eğer sunulan iş fırsatı melek yatırımcının yabancı olduğu bir sektöre ait ise, bu sektördeki kişilerin bilgisine başvurulur. Yapılan araştırmaların sonucunda gerekirse, iş planlarında değişiklik istenir.

Üçüncü aşama pazarlık aşamasıdır. Bu aşamada yatırıma ilişkin tespitler (due diligence) neticelendirilir. Bu aşamada yapılacak yatırım tutarının boyutu belirlenir

ve bu konuda girişimci ile yatırımın değeri üzerinde müzakereler sonuçlandırılır. Yatırım yapılan aşamanın girişimin henüz başlangıç aşamasında olması yatırım değerinin düşük olmasına yol açar. Erken aşama girişimlerde değerlendirme genel olarak sezgiseldir. Bu aşamada girişimci ile yatırımcı arasında risk ve getiri düzeyi belirlenir. Bu aşamanın sonunda girişimci ve melek yatırımcılar arasında yapılacak anlaşmanın detayları belirlenir.

Dördüncü aşama yönetim aşamasıdır. Bu aşama yatırım sonrası süreci ifade etmektedir. Bu aşamada yatırımcıların girişimcilere sağlayacağı katkılar ön plana çıkmaktadır. Melek yatırımcıların girişimcilere sağladığı finansman dışındaki olanaklar girişimin başarısında önemli rol oynar. Bununla birlikte bu katkı melek yatırımcıların girişimlere sürekli müdahalede bulunduğu anlamına gelmemelidir.

Son aşama ürün alma aşamasıdır. Bu aşamada melek yatırımcılar, yatırımlarından hisse satışı, halka arz veya geri satışı yöntemlerinden birisini kullanarak çıkış yaparlar. Çıkış zamanı belirsizdir.

Mason ve Harrison (2003) bu süreçte girişimcilerin sahip oldukları yönetim kabiliyetlerinin dış finansman sağlamada belirleyici olduğunu belirtmektedir. Tarama sürecinde kişisel faktörler ön plana çıkmaktadır. Manigart ve Sapienza (2000) melek yatırımcılar için insan kaynakları faktörünün en önemli karar verme faktörü olduğunu ifade ederken, Hall ve Hofer (1993) pazar koşullarının örneğin girişimin büyüme potansiyelinin yatırım kararlarında en önemli faktör olduğunu ifade etmektedir. Bununla birlikte yapılan diğer araştırmalarda Mason ve Rogers (1997);

Feeney, vd. (1999); Paul vd. (2003); Mason ve Stark (2004) projenin arkasında yer alan girişimciye olan güvenin tüm faktörlerden önce geldiği yönünde bulgular elde etmiştir.

Melek yatırım sürecinin diğer tarafı olan girişimcilerin melek yatırımcılardan finansman sağlamasını imkân sağlayacak şartların öncelikle sağlanması gerektiği de araştırmalarda ifade edilmektedir (Brush vd. 2012). Brush vd. (2012)'nin yaptıkları araştırmada, girişimcilerin teknolojik olarak hazır oluşları, organizasyonel kabiliyetlere sahiplikleri ve stratejik hazırlıkları finansmana erişim açısından daha önemli olduğunu tespit etmişlerdir. Girişimcilerin finansman için hazır olduklarına yönelik algıları ile melek yatırımcıların yatırım yapılabilir girişimci algıları arasında önemli farklar vardır. Bu algı farkının finansmana erişimde yarattığı olumsuz durumun aşılabilmesi için girişimcilerin yapabilecekleri çeşitli imkânlar bulunmaktadır.

Girişimciler öncelikle melek yatırımcıları teknolojik olarak, organizasyonel yetkinlikler ve strateji açısından hazır olduklarına ikna etmelidirler. Girişimciler, teknolojik olarak hazır olduklarını, fikri mülkiyet haklarına veya çalışan bir prototipe sahip olduklarını göstermek suretiyle (ayrıca teknolojik olarak getirdikleri önerilerin uygulanabilirliği konusunda önemli otoritelerin onayını alabilmeliler) melek yatırımcıları ikna edebilmeli, organizasyonel ve stratejik yetkinlikler açısından yeterli yönetim tecrübesine sahip olduklarını, önemli bir müşteri kitlesine ulaşabildiklerini, ihtiyaçları olan sermaye konusunda realist olduklarını gösterebilmelidirler.

Erken aşama girişimlerin yüksek nakit ihtiyaçları, düşük müşteri tabanları, henüz teknolojik olarak gelişme aşamasının başında yer alan ürünlere sahip olmaları ve fikri mülkiyet haklarına sahip olmamaları onların melek yatırımcılar tarafından reddedilmesine neden olmaktadır. Brush vd. (2012) melek yatırımcılardan finansman talebinde bulunmadan önce girişimcilerin iyi bir yönetim ekibine sahip olmalarının, önemli bir müşteri kitlesine erişebildiklerinin, teknolojik olarak işleyen bir prototipe sahip olmalarının ve tüm bunlarla birlikte girişimcinin sahip olduğu stratejiyi uygulayabilmek açısından kendine güveninin tam olmasının finansmana erişimde olmazsa olmaz koşullar olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Melek yatırımcıların cinsiyetinin yatırım sürecinde erkek yatırımcılara göre farklılaşıp farklılaşmadığı konusu da melek yatırımcıların yatırım stratejilerinin üzerinde etkiye bulunmaktadır. Bu konuda Becker-Blease ve Sohl (2008) tarafından yapılan bir çalışma, kadın melek yatırımcıların erkek melek yatırımcılara göre daha düşük güven düzeyine sahip oldukları ve bu nedenle erkek melek yatırımcılara kıyasla daha az melek yatırımı yaptıklarını ve yatırımlarında genellikle ileri aşama girişimleri tercih ettiklerini göstermektedir. Ancak bu farklılığın kadın melek yatırımcıların servetleri üzerinde olumsuz bir etkisinin olmadığı ifade edilmektedir. Aynı çalışmada ayrıca kadın girişimcilerin melek yatırımcılardan finansman ararken daha çok kadın melek yatırımcılarını tercih ettiklerini bu durumun ise kadın girişimcilerin erkek girişimcilere nazaran daha az finansmana erişim olanağına sahip olmaları sonucu doğurduğu tespitinde bulunulmuştur.

Melek yatırım stratejilerinde önemli etki doğuran diğer bir unsur ise, melek yatırımcıların birlikte yatırım (ortak yatırım) yapmaları durumudur. Genel olarak melek yatırımcıların birlikte hareket edip birlikte yatırım yapılacak girişimciyi seçmeleri ve seçtikleri bu girişimciye sermaye aktarmaları bireysel yatırımlara göre bir takım avantajları vardır. Öncelikle birbirinden farklı tecrübeye sahip melek yatırımcıların takım olarak yaptıkları yatırımlarda bir tecrübe paylaşımı oluşması ve yatırımlarında tecrübe paylaşımı sayesinde daha rasyonel hareket ettikleri söylenebilir.

Ortak yatırım aynı zamanda, yatırım riskinin yatırımcılar arasında paylaşımına imkân sağlar. Gregson, Mann ve Harrison (2013) tarafından İskoçya’da ortak melek yatırımları (Business Angel Syndication) üzerine yapılan bir araştırmada büyük ortak yatırım grubu oluşturan melek yatırımcıların ortak yatırımlarında daha seçici oldukları ve bu nedenle yeni yatırım kararlarının daha zor alındığı bunun da yeni yatırım olanaklarını azalttığı, daha fazla kaynağı devam yatırımlarında kullanmalarına yol açtığı ve daha da önemlisi çıkış için girişimcileri daha az baskı altında tuttuğu sonucuna ulaşılmıştır.

İskoçya’da yapılan araştırmaya benzer bir diğer araştırmada Lahti (2011) tarafından Finlandiya’da yapılmıştır. Lahti (2011) Finlandiyalı melek yatırımcıların 90’lı yıllara göre risklerini azaltmak amacıyla ortak yatırımlara yöneldiklerini ve daha ileri aşamadaki girişimlere yatırım yaptıklarını, girişimlerde daha fazla pay aldıklarını, tarama süreçlerinde daha seçici olduklarını ve durum tespit çalışmalarına (due diligence) daha fazla odaklandıklarına yönelik tespitlerde bulunmuştur.

GS fonlarının melek yatırımcıların önceden yatırım yaptığı girişimlere yatırım yapmasının girişimciler tarafından arzu edilen bir durum olup olmadığı konusunda İbrahim (2011) tarafından yapılan bir çalışmaya göre, melek yatırımcılar ve girişimcilerin özellikle başka bir şirkete satış yoluyla erken çıkışı tercih ettikleri sonucu ortaya çıkmıştır. GS fonlarının yatırım yapması durumunda yatırımlardan çıkışın daha uzun zaman aldığı sonucuna ulaşmışlardır. Örneğin Ulusal GS Derneği (NVCA)'nin yayınladığı istatistiklere göre<sup>14</sup> GS fonu tarafından yatırım almış erken aşama girişimlerin halka arzı 1999 ve 2000'de sırasıyla ortalama 4.3 ve 5.3 yıl alırken, 2009, 2010 ve 2011'de sırasıyla bu süre 10,3, 9,2 ve 8,2 yıl almaktadır. Bu istatistikler GS fonlarının son yıllarda daha uzun süre girişimlerde kaldıklarını göstermekle birlikte, 2008 yılındaki finansal krizin de etkisi bu istatistiklerden açıkça görülmektedir. Melek yatırımcılar bu etkiyi kendi varlıkları açısından göz önüne almalıdırlar.

Melek yatırımcılar ile GS fonlarının yatırım stratejileri; risk, yatırım yapılan firma yaşı, yatırım tutarı ve kontrol hakları açısından bakıldığında, melek yatırımcılar ve GS fonları arasında çeşitli farklılıklar ortaya çıkmaktadır (Goldfarb, vd. 2013). Araştırmacılar;

- Küçük yatırım miktarlarının girişimciler açısından yeterli olduğu durumlarda, girişimcilerin sadece melek yatırımcı, sadece GS fonu veya her iki kaynaktan birden yatırım talebinde bulunduğu, ancak daha yüksek tutarlı yatırımlarda kıdemli melek yatırımcıların bile yetersiz kaldığı ve GS fonu ihtiyacı doğduğu,

---

<sup>14</sup> NVCA Yearbook 2012, supra note 7, sayfa 52.

- Seri A yatırım turlarında melek yatırımcıların aynı GS fonlarında olduğu gibi daima girişimlerde tercihli pay senedine sahip oldukları, bununla birlikte kıdemli melek yatırımcıların yatırım yaptığı girişimlerde, GS fonlarının bu girişimlere yatırım yapsın yapmasın, girişimdeki kontrol haklarının zayıf olduğu, bu sonucun yatırım büyüklüğünden bağımsız olduğu,
- Daha küçük tutarlı yatırımlarda, sadece melek yatırımcıların yatırım yaptığı girişimlerde başarısızlık durumunun en az seviyede olduğu veya diğer bir deyişle tasfiyeye gitmelerinin daha uzun zaman aldığı,
- Sadece GS fonu tarafından finanse edilen daha yüksek tutarlı yatırımlarda ise, başarının en az bir melek yatırımcının dahil olduğu yatırımlara göre daha yüksek olduğu, küçük tutarlı yatırımlarda bu tarz bir farklılaşmanın olmadığını, ancak yüksek tutarlı yatırımlarda başarının GS fonunun kontrol gücünün şirket üzerinde varlığına bağlı olduğunu tespit etmişlerdir.

Melek yatırımcıların GS fonlarının yatırımlarını kabul ederken göz önüne almaları gereken diğer bir neden ise kurumsal yönetimdir. GS fonu yatırımları, yüksek işlem ve vekillik maliyetini de beraberinde getirmektedir. Bunun temel nedeni GS fonları yatırım yaptıkları girişimlerde melek yatırımcıların aksine tercihli pay senetleri şartını koşmaları, GS fonlarının ayrıntılı sözleşme yapma maliyeti, girişimleri izleme ve kontrol maliyetleri nedeniyle çok yüksek olabilmektedir. Bu itibarla, melek yatırımcılar GS fonlarının kurumsal yönetim nedeniyle katlanacağı ilave maliyetleri göz önüne almalıdır. Melek yatırımcıların, GS fonları ile birlikte yatırım yaparken bu hususları göz önüne alarak, ilave finansmanın sağlayacağı fayda ile bu maliyetleri birlikte değerlendirerek karar alması gerektiği ileri sürülmektedir (İbrahim 2011).

### 3.2 GS Fonlarının Yatırım Süreçleri ve Yatırım Stratejileri

GS fonları profesyonel yatırımları amacıyla kullanacakları kaynağı genellikle emeklilik fonları, aile ofisleri, nitelikli yatırımcılar gibi kurumsal yatırımcı denilen kişilerden sağlar. Sağlanan bu finansman kaynağı bu yatırımcıları GS fonunun sınırlı sorumlu ortakları yapar ve onların yatırım kararları içinde yer almasına mani olan bir yapı oluşturur. GS fon yöneticisi (GS firması-Genel Partner) bu kaynağı erken aşama ve gelişme aşamasındaki girişimlere bir portföy mantığı çerçevesinde yatırır. Portföy mantığı çerçevesinde yapılan GS fonu yatırımları, fonun ters seçim riskini minimize etme çabasına yönelik bir stratejidir.

GS fonları, yatırımlarında öncelikle girişimcilerin geçmiş performanslarına odaklanmaktadır. Erken aşamada bu durum çok daha belirgin hale gelir. Yatırım yapılan girişimin yönetiminin piyasadaki büyüme başarısı, yatırım sonrasında göz önüne alınan en önemli etkidir. Bu nedenle şirket üst yöneticisinin görevden alınması çok sık karşılaşılan bir olgu olarak ön plana çıkar (Wright ve Robbie 1998; Tyebjee ve Bruno 1984). Bu nedenle GS fon yöneticileri yatırım yaptıkları girişimlerin takibine çok önem verir ve dönemsel olarak yöneticilerin performanslarını gözden geçirirler (Busenitz, Moesel ve Fiet 2004). Bununla birlikte, GS fonlarının girişimdeki payları dolayısıyla girişimi kendilerinin yönetmek istediği söylenemez. Aksine yatırım yaptıkları girişimcilerin motivasyonlarını yüksek tutmak isterler. Bu nedenle GS fonları girişimlerde azınlık pay sahibi olarak kalmayı tercih etmekle birlikte, girişim üzerinde kontrolü bırakmak istemez ve yönetim kurulunun kontrolünü elinde tutmak isterler (De Clerq, vd. 2006). Tüm özel sermaye fonlarında

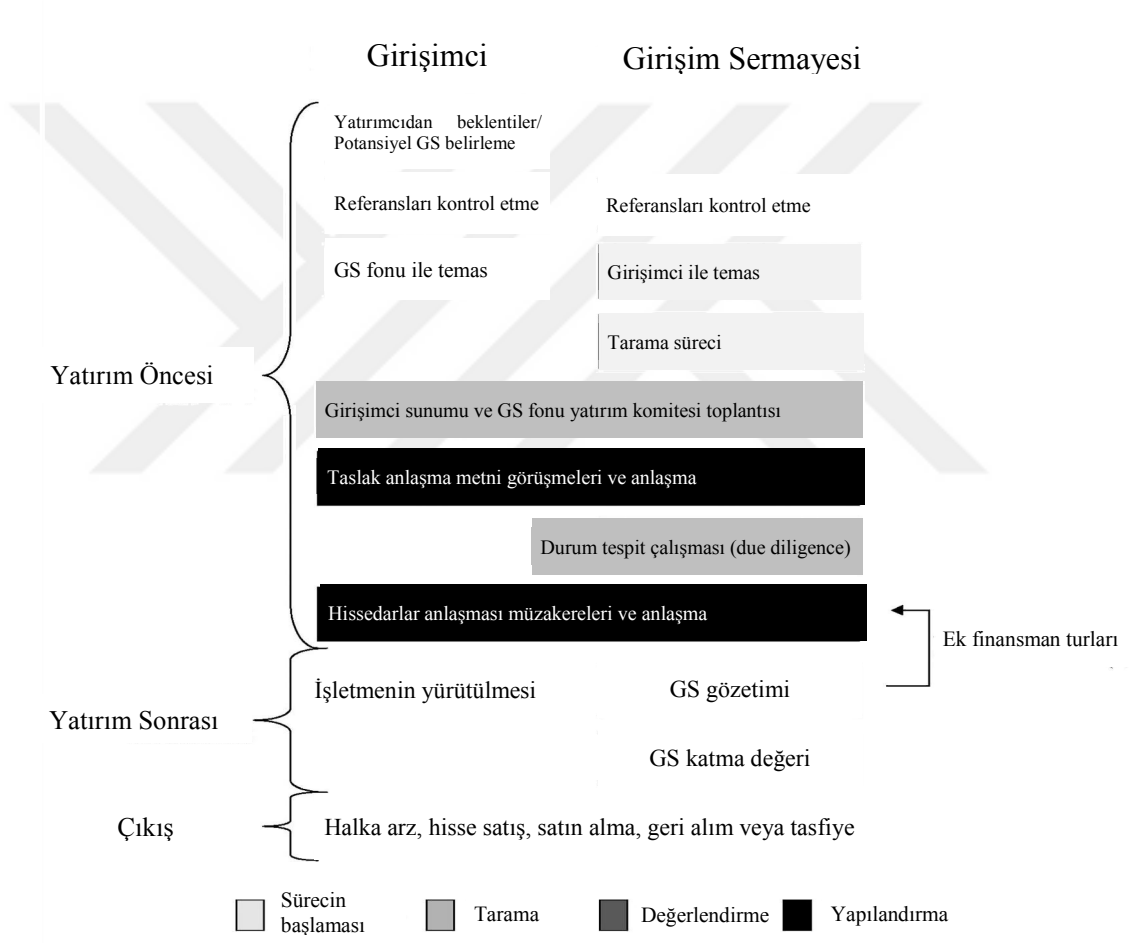
olduğu gibi GS fonları da yatırımlarından en yüksek getiriyi almalarına imkân kılacak çıkış yönetimi olan halka arz yoluyla veya en azından başka bir yatırımcıya/şirkete satarak çıkmayı hedeflerler.

GS fonlarının yatırım yaptıkları sektörler itibariyle coğrafi bölgeler arasında farklılaştırmaya gidebildikleri de görölmektedir (Patzelt vd. 2009). Patzelt vd. (2009) tarafından yapılan araştırmaya göre, GS fonlarının yaşam bilimleri endüstrisinde Avrupa ve Kuzey Amerika bölgeleri için yatırım stratejilerinde farklılaştırma yaptıkları ileri sürölmektedir. Araştırmacılar, yaptıkları araştırmada Avrupalı GS fonlarının yaşam bilimleri alanında Kuzey Amerikalı firmalara yaptıkları yatırımların Kuzey Amerikalı GS fonlarının Avrupalı firmalara yaptıkları yatırımdan daha az olduğunu bulmuşlar ve bu farklılığın Avrupa'daki sektörün erken gelişme aşamasında olması nedeniyle aktif yatırım fırsatları yakalamanın zorluğundan kaynaklandığını ileri sürmüşlerdir. Bu bulgular, GS fonları açısından yatırım stratejilerinin bölgesel özelliklere göre değiştiğini ve endüstriler arasındaki bölgesel farklılıkların göz önünde bulundurulduğunu ve global piyasalardaki gelişmelerin de dikkate alınması gerektiğini ortaya koymaktadır.

GS fonları yatırımlarını profesyonel olarak belirli süreçler içerisinde geçirdikten sonra yaparlar. GS fonlarının yatırım süreçleri 3 aşamada özetlenebilir. Bunlar, yatırım öncesi, yatırım sonrası ve çıkış süreçleridir (Tyebjee ve Bruno 1984). Aşağıdaki Şekil 7'de bu süreçler özetlenmiştir. Aşağıdaki şekilden göröleceğı üzere bu süreçler girişimci ve GS fonu için farklı anlamlar ifade edebilmektir. Örneğin girişimcinin GS fonu referans araştırması ile GS fonunun girişimci hakkındaki

referans araştırması farklı amaçlarla yapılabilmektedir. Girişimci, GS fonunun yeterliliği, sektördeki tanınmışlığı ve GS fonunun kendisine katkı sağlayabileceği alanlar açısından GS fonu hakkında referans ihtiyacı duyarken GS fonu, yatırım yapılacak girişimcinin güvenilirliği, girişimcinin yetkinlikleri ve yönetim ekibinin kalitesi vb. alanlarda referans ihtiyacı doğar.

Şekil 7: GS Fonları Yatırım Süreci



Kaynak: (De Clerq, vd. 2006)

**Yatırım öncesi süreç:** GS fonlarının bu süreçteki amacı uzun vadede yüksek sermaye kazancı elde etmek olup yatırım hedefinde yıllık %30 ila %60 getiri sağlayabilecek girişimleri bulmak ve bunlara yatırım yapmak vardır. Bu nedenle

yatırım yapılacak girişimin sürdürülebilir bir gelir büyümesine ve 3 ila 7 yıl içinde çıkış fırsatı sunacak girişimler olması gerekir (Sahlman 1990).

GS fonlarının yatırım kararlarında 2 nokta öne çıkmaktadır. İlk olarak GS fonları mükemmel yatırım fırsatı sunan firmaların arayışı içindedirler. Bu tür firmaların en önemli özellikleri; piyasa potansiyelinin büyük olması, yeni bir alana hitap etmesi, fikri mülkiyet haklarıyla fırsatın korunuyor olması, firmanın oturmuş bir pazar stratejisinin bulunması, belli bir piyasa büyüklüğüne ulaşmış, üretim ve finansal planları belirlenmiş bir firma olmasıdır (Shane 2003). Bunun yanı sıra GS fonları makul bir sürede makul bir sermaye ile belirlenen hedeflere erişme potansiyeli çerçevesinde yatırım yaparlar. Diğer bir ifadeyle, GS fonu yatırımı, rekabetçi ve kendisine önemli miktarda kâr ve büyüme potansiyeline sağlayacak fırsatları ifade eder. Bu ise yatırım fırsatının GS fonu için en az yarım milyar ABD doları büyüklüğü olan bir piyasa hitap etmesi anlamına gelir.

İkinci nokta, yatırım yapılacak girişimin operasyonlarını yürütecek ekibin yetkinliğidir. Girişim ekibi GS fonu ile aynı amaçları hedeflemeli, büyüme ve değer maksimizasyonunu öne almalı, ekibi oluşturanlar dürüst, güvenilir, kendilerini adanmış ve girişimleri konusunda hırs sahibi olan kişiler olmalıdır. Özellikle de girişim ekibinin içinde bulunulan endüstriye ilişkin yeterli tecrübeye sahip kişilerden oluşması ve özellikle anahtar başarı faktörlerini ve değer zincirini anlama konusunda tecrübeli olmaları önem arz eder (De Clerq, vd. 2006).

Yatırım öncesi süreç 4 ana evreden oluşur. Bunlar; yatırım fırsatlarının bulunması, yatırım fırsatlarının filtreden geçirilmesi, yatırım fırsatlarının derinlemesine değerlendirilmesi ve anlaşma yapma evreleridir. Bu süreçlerin tamamlanması ve yatırım kararının alınması yaklaşık 3 aylık bir süre ve 100 saatlik bir işi gerektirmektedir (Fried ve Hisrich 1994). Yatırım fırsatlarının bulunması sürecinde GS fonu girişimcilerle temas halindedir. GS fonları ilişki ağları, GS fonunun internet sayfası, önemli girişimcilik faaliyetleri gibi çeşitli vasıtalar kullanarak yatırım fırsatı arayışı içinde olurlar. Özellikle ilişki ağlarında yer alan kişilerin referanslarının kullanılması yatırım fırsatlarının bulunmasında önemli rol oynar. GS fonları için önemli referans kaynakları ticari bankalar, hukuk ve muhasebe büroları, danışmanlar, başarılı şirketlerin yöneticileri ve kişisel arkadaşlıklardır (Shane ve Cable 2002). Ortak yatırımlar da bir nevi referans olarak kabul edilebilir. Diğer GS fonları ve melek yatırımcı gruplarının birlikte yatırım yapma çağrıları, GS fonları için önemli yatırım fırsatları sunmaktadır.

Yatırım fırsatlarının filtreden geçirilmesi evresinde GS fonlarının kararlarını etkileyen en önemli noktalar girişimin GS fonunun ilgi alanında bulunan endüstri içinde olup olmaması, girişimin içinde bulunduğu büyüme evresi, coğrafi lokasyon ve ihtiyaç duyulan sermaye büyüklüğüdür (Shepherd 1999; Zacharakis ve Meyer 2000). Yatırım fırsatlarının değerlendirilmesi çok uzun zaman aldığı için yatırım fırsatı tarama süreçlerinde çok sınırlı sayıda girişim ile temasa geçilmektedir. Bu nedenle birçok girişimcinin teklifi daha iş planı okuma sürecinde elenmektedir. Filtreleme sürecindeki en önemli faaliyet, girişimci ile yapılan görüşme

toplantılarıdır. Bu toplantılarda girişimciler, fikirlerini ve projelerini GS fonuna sunarlar ve GS fonu yöneticilerinin birçok sorusunu cevaplamaya çalışırlar.

Filtreleme aşamasından sonra girişimlerin derinlemesine analizinin yapılması (durum tespit süreci) süreci gelir. Bu süreçte girişimci tarafından sunulan iş planının ne kadar gerçekçi ve uygulanabilir olduğu, girişim ekibinin yetkinliği, girişim tarafından ileri sürülen iş modeli ve iş fikrinin teknik olarak geçerliliği, fikrin orijinallliği ve uygulanabilirliği derinlemesine analiz edilir.

Son süreç ise anlaşmanın yapılmasıdır. Bu süreçte öncelikle girişimin değeri tartışma konusudur. Anlaşılan değer üzerinden girişimden alınacak pay tespit edilir. Firma değerinin tespitinde girişimin GS fonu tarafından çıkış yapıldığı andaki değerinin ne olacağı tahmin edilmeye çalışılır. Teorik olarak, değerlemede genellikle net bugünkü değer, benzer girişimlerin piyasada gerçekleşmiş satın alım fiyatları ve firma mali tabloları finansal performans göstergeleri (çarpan değerleri) kullanılarak firma değeri tespit edilmeye çalışılır. Bununla birlikte kullanılan bu yöntemler erken aşama girişimler için çok gerçekçi sonuçlar verememektedir. GS fonları bu nedenle firmanın çıkış esnasında bekledikleri değere ulaşıp ulaşamayacağı konusunda fikir sahibi olmaya çalışır.

Bu süreçte fiyatlamanın yanı sıra firma üzerindeki kontrolün nasıl yapılandırılacağı da önemli bir husus olarak öne çıkar. GS fonunun yatırım yaptığı girişimdeki yönetim kurulundaki temsil oranı, GS fonunun onayına tabi harcama kalemleri ve borçlanma limitleri, girişimi satmak amacıyla GS fonlarına verilen

çıkışa zorlama araçları, yönetim ekibinin değiştirilmesine ilişkin şartlar, firma başarısızlığı durumunda tasfiyede GS fonunun imtiyazlı hakları vb. gibi birçok hukuki konuda detaylı olarak bu süreçte netleştirilir. Tüm bu süreçler müzakere edilir ve bir ön mutabakat metni imzalanır. Bu ön mutabakat metni çerçevesinde nihai anlaşma metni hazırlanır. Ön mutabakat metnin hazırlık süreci genellikle durum tespit süreci ile başlar (De Clerq, vd. 2006).

**Yatırım sonrası süreç:** GS fonları yatırım sonrası süreçte yatırım yaptıkları girişimlere katma değer sağlayan faaliyetlerde bulunmanın yanı sıra girişimin faaliyetlerinin izlenmesi rollerini üstlenirler. Yatırım yapılan girişime katma değer sağlayıcı faaliyetlerde bulunmanın arkasında yatan temel mantık girişimden daha yüksek getiri sağlanması amacıyla. Pratch (2005) tarafından yapılan bir çalışmada GS fonlarının yatırım portföyündeki girişimlerde aktif rol almaları durumunda toplam getirilerinin (aggregate return) %70'e ulaştığı, buna karşın pasif rol alındığında getiri seviyesinin %8'lerde olduğu ileri sürülmektedir.

Pratch (2005) tarafından yapılan araştırmaya göre, GS fonları finansman sağlamanın dışında aşağıdaki alanlarda da girişimlere önemli katkılar sağlamaktadır. Bunlardan birincisi GS fonu tarafından girişimlere sağlanan stratejik danışmanlıktır. Bu kapsamda GS fonları girişimin yönetim kurulunda girişimin yaşamında önem arz eden pazarlama, strateji ve kurumsal gelişim gibi konularda anahtar kararların şekillenmesinde tavsiyelerde bulunarak katkı sağlar. İkinci olarak, GS fonları girişimlerin kendi ilişki ağlarından faydalanmasını sağlarlar. Bu ilişki çevresinde yeni finansman kaynakları, yönetim danışmanlığı, önemli hizmet sağlayıcılardan

yararlanma olanağı ve daha fazla müşteri tabanına ulaşma imkânı gibi birçok alanda fırsattan yararlanma olanağı girişimin kullanımına açılır.

Üçüncü olarak, girişimciler GS fonları ile kişilerarası bir ilişki kurarak, karşı karşıya oldukları ve kimse ile paylaşmadıkları sıkıntıları ve çekinceleri GS fonları ile paylaşma ve GS fonlarından bu konuda yardımcı olmalarını isteme olanağı elde eder. Dördüncü olarak, girişimciler GS fonlarının itibarından faydalanma olanağı da elde ederler ve GS fonunun vermiş olduğu güven ile girişime daha yetkin yöneticileri istihdam edebilme olanağı, yatırım bankalarına erişim imkânını ve halka arzda daha kolay kabullenilme olanağını elde ederler. Son olarak, GS fonları başarı odaklı finansman sağladıklarından girişimlere daha disiplinli çalışmaları yönünde önemli bir baskı unsuru olarak girişimlerden daha yüksek verim alınmasına vesile olurlar.

**Çıkış süreci:** GS fonlarının yatırım yapılan girişimden çıkış için açık ve net bir stratejinin belirlenmesi onların yatırımlarından nakde dönme imkânı sağlayan en önemli faaliyetlerin birisidir. Bu nedenle GS fonlarının, girişimde sonsuza dek kalmak gibi bir amaçları olmayıp, belli bir süre sonunda yatırımlarını nakde dönüştürmeye çalışırlar. GS fonları için alternatif çıkış yollarından en çok istenilen yöntem halka arz yoluyla çıkıştır. İkinci olarak talep edilen yöntem GS fonlarının girişimdeki paylarının başka bir şirkete veya fona satılmasıdır. Bu iki yöntem GS fonları için en kârlı çıkış alternatifleridir. Diğer yöntemler, GS fonlarının hisselerini girişime geri satışı ve girişimin tasfiyesi yoluyla yapılan çıkışlardır. Bu son iki yöntem arzu edilmemekle birlikte yatırımın likidasyonu için zorunlu olarak yapılmak durumunda olan çıkışlardır.

Halka arz yoluyla çıkıştan elde edilecek getiri, başka bir şirkete satışa göre daha avantajlıdır. Halka arzın başka bir şirkete satışa göre GS fonları için en önemli dezavantajı, GS fonunun halka arz yoluyla yapılan satışta likiditeye geç ulaşmasıdır. Bunun bir nedeni pay senedi fiyatının yüksek satış hacmi nedeniyle düşmesini engellemek amacıyla halka arzın kademeli olarak gerçekleştirilmesi diğer bir nedeni ise halka arz nedeniyle GS fonu paylarının belirli bir süre için satışının yapılan sözleşme gereği yasak olması veya bu konudaki yasal sınırlamalardır. Bu her iki durumda da GS fonunun hisselerini uzun süre satamaması, halka arz sonrası çıkış yapılan teşebbüsün değerindeki aşağı yönlü hareketler GS fonlarını düşük değerlendirme riskiyle karşı karşıya bırakmaktadır (Bartlett 1995).

Halka arzın girişimci açısından en önemli avantajı, girişimcilerin firma yönetiminden ayrılmaksızın mevcut ve gelecekteki faaliyetleri için ihtiyaç duydukları finansmanı sağlamalarına olanak vermesidir. Bununla birlikte halka arz yoluyla çıkışın zor olması ve piyasa koşullarının belirleyici unsur olması nedeniyle GS fonları tarafından en çok tercih edilen çıkış yolu değildir. Hisse satışı yoluyla çıkış, GS fonlarının en çok kullandıkları çıkış yoludur (Relander vd.1994).

Diğer bir çıkış yolu da GS fonunun paylarının girişim şirketi tarafından geri alınmasıdır. Bu yöntemde GS fonunun payları girişim şirketi tarafından geri alınır. Girişim şirketi genellikle borç almak suretiyle bu geri alım işlemini gerçekleştirmektedir. Girişim şirketinin tasfiyesi (iflası) de istenmemekle birlikte

ıkış için bir başka yoldur. Girişim şirketinin tasfiyesinden elde edilen gelir şirket hissedarlarına dağıtılır. Genellikle GS fonu yatırdıklarının çoğunu kaybeder.

Yatırım yapılan girişimlerden çıkış süresini belirleyen önemli unsurlardan birisi de GS fonunu yöneten fon yönetiminin tecrübesidir. Tecrübe ile esas olarak GS fon yöneticilerinin yapmış oldukları başarılı çıkış sayısı kast edilmektedir. Gompers (1996), GS fonları tarafından yapılan 433 halka arz üzerine yaptığı araştırmada, yeni kurulan (genç) GS fon yönetim şirketlerinin üne kavuşmak ve yeni fonları için daha hızlı kapanış yapabilmek amacıyla, tecrübeli ve sektörde önde gelen GS fon yönetimi şirketlerine göre yatırım yaptıkları girişimleri, fonun getirisi üzerinde olumsuz etki yapmakla birlikte, halka arz veya satış sürecine daha hızlı bir şekilde götürdüklerini ileri sürmüştür. Yapılan araştırmalar, genç GS fonları tarafından yapılan halka arzların genellikle düşük fiyatlandığını, bunun arkasında genç GS fonlarının tecrübe eksikliği nedeniyle asimetric bilginin boyutunun daha yüksek olması ve çıkış sürecine daha erken gidilmesi nedeniyle yatırımcıların girişim hakkında değerlendirmelerinde kullanacakları yeterli bilgilerinin bulunmamasını göstermektedir (Muscarella ve Vetsuypens 1989, Rock 1986).

Gompers (1996) ayrıca genç GS fon yönetimi şirketlerinin girişimlerde daha küçük pay sahibi olduklarını, çıkış sürecine kadar daha kısa bir süre için girişim şirketinin yönetim kurulunda görev aldıklarını ve halka arz zamanlamasını kendi fon toplama süreçleriyle denk getirdiklerini ileri sürmektedir.

Genç GS fonlarının yatırım yaptıkları girişimleri daha hızlı halka arz sürecine götürmelerinin arkasında yatan temel nedenin genç GS fonunun yapmış olduğu çıkışın yatırımcıların fona bakışını değiştirme ve bu sayede gelecekte fon toplama sürecinde daha çok yatırımcıya ulaşma ve dolayısıyla daha büyük fon toplama olanağını kazandırmasıdır. Çünkü fon yöneticisinin ilk yönettiği fondan herhangi bir getiri elde edememesi onun ikinci fon için yatırım almasını zorlaştırır. Örneğin Jummer-Winblad adında iki fon yöneticisi ilk fonlarını 1989 yılında kurarak kapanışı tamamlamış ve ikinci fonları için 1992’de yatırım taahhüdü toplamak için çalışmalarına başlamışlarken, yaklaşık 6 ay boyunca yaptıkları pazarlama çalışmalarına rağmen yatırımcıları ikinci fona çekmekte özellikle ilk fondan yapılan yatırımlardan halka arz yoluyla herhangi bir çıkış yapamadıkları için çok zorlanmışlar. Ancak 1993’ün şubat ayında yaptıkları başarılı bir halka arz sonrasında kısa sürede 60 milyon Dolarlık bir fon taahhüdü almışlardır (Gompers 1996).

Halka arz ile çıkış konusunda yapılan araştırmalar onaylama (certification) ve yeniden dönüşüm başlıkları altında gruplandırılabilir. Onaylama başlığı altındaki açıklamalara göre, GS fonları yatırım yapılan girişimin kalitesi ve piyasalara girişim hakkında halka arzda aşırı değerlendirme olmadığı konusunda bir güvence verdiği için GS fonlarınca yatırım yapılmayan girişimlere göre daha önceden halka arz yapılmasına olanak sağlar. Ayrıca GS fonları halka arz maliyetini azaltıcı ve düşük fiyatlamayı da önleyici roller oynar (Megginson ve Weiss 1991; Barry vd. 1990).

Yeniden dönüşüm (recycling) başlığı altındaki açıklamalara göre ise, erken halka arzın nedenini yatırımcıların çeşitli varlık sınıflarına yatırım yapmalarına ve

dolayısıyla paralarını bu varlık sınıfları arasında dolaştırarak yeniden dönüşüme tabi tutmalarına bağlamaktadır. Bu açıklamaya göre, eğer yatırımcılar önceki GS fon yatırımlarından elde ettikleri kârı yeniden bir başka GS fonuna yatırırlarsa, GS fon yöneticilerinin yatırımcılara parayı geri döndürmelerinin kendileri için daha erkenden kaynağa veya finansmana kavuşmalarına yol açacağını ileri sürmektedir. Bu açıklamaya göre genç veya tecrübeli fon olmak arasından bir fark bulunmamaktadır.

GS fonlarının yatırım stratejileri arasında portföy şirketlerine yapılan yatırımlarda özel ve belirli nitelikli portföy şirketlerine yatırım yapmak veya bu şekilde bir sınırlama yapmaksızın sadece endüstri, girişimin gelişme evresi, girişimin bulunduğu bölgeler göz önüne alarak portföy çeşitlenmesi sağlayacak genel nitelikleri taşıyan yatırımları yapma fırsatları vardır. Her iki stratejiden hangisinin başarılı olacağı konusunda Knill (2009) tarafından yapılan bir araştırmada, bu iki stratejiden hangisinin GS fonunun büyümesinde ve yatırımlardan çıkışta üstünlük sağlandığı araştırılmıştır. Knill (2009) her iki stratejinin de birbirine üstün olmadığı sonucuna ulaşmış ve GS fonunun yatırım yaptığı alandaki uzmanlığı portföy çeşitlemesi üzerinde önemli etkide bulunduğunu belirtmiştir. Araştırmada özellikle tecrübesiz GS fonlarına portföy çeşitlendirmesinin (uluslararası portföy çeşitlendirmesi hariç) herhangi bir katkı sağlamadığı ve her durumda başarısızlığın yüksek olduğu tespiti yapılmıştır. Ortalama bir GS fonu için ise, portföy çeşitlendirmesinin başarısızlık yüzdesini azalttığı, bununla birlikte nitelikli ve alanında uzman GS fonları için portföy çeşitlendirmesinin başarısızlık yüzdesi üzerinde önemli bir katkı sağlamadığı görülmüştür.

Benzer bir çalışma Gompers vd. (2009) tarafından yapılmış ve bu çalışmada özel ve belirli niteliklere sahip portföy şirketlerine yatırım yapan GS fonları ile genel portföy yaklaşımına sahip GS fonlarının performansı karşılaştırılmıştır. Araştırmacılar, genel portföy yaklaşımına sahip fonların, özel nitelikli portföye yatırım yapan GS fonlarına göre daha düşük getiriye sahip olduklarını, genel portföy yaklaşımına sahip GS fonlarının, fonlarını tüm endüstriler arasında yeteri kadar dağıtamadıklarını ve bir endüstri içinde dahi yatırımlarının özel nitelikli fonlara göre düşük getiri sağladığını iddia etmektedir. Araştırmacılara, GS fon yönetiminin özel alanlardaki uzmanlıkları arttıkça; bu fonların, yatırım yapılacak endüstrileri daha başarılı bir şekilde seçtiği ve bu seçtikleri endüstrilerde daha iyi yatırımlar yaptıklarına ilişkin bulgulara ulaşmışlardır. Ancak uzmanlaşmanın çok ileri seviyelere ulaşmasının getireceği performans katkısının çok sınırlı kaldığı ve tecrübeli fonların tecrübesiz fonlara göre daha yüksek performansa sahip olduğu da araştırmada ileri sürülmektedir (Gompers vd. 2009).

Knill (2009)'in araştırmasında çıkan diğer önemli bir sonuç da, nitelikli ve alanında uzman GS fonları ve ortalama GS fonları için yatırım yapılan girişimlerin içinde bulunduğu evrenin birleşme ve satın alma yoluyla yapılan çıkışlar üzerinde önemli bir etki yaptığının görülmesidir. Sonuçlar yine tecrübesiz GS fonları aleyhine olup, fon yöneticilerinin tecrübesinin önemine işaret etmektedir. Araştırma portföy çeşitlendirmesinin GS fonlarının kârlılıklarında önem arz eden hızlı çıkış üzerinde olumsuz etki yaparak çıkış sürecinin uzattığı sonucunu da vermiştir. Bu itibarla portföy çeşitlendirmesinde kullanılacak araçların çıkış üzerindeki etkisi de göz önüne alınarak bir çeşitlendirme stratejisinin seçilmesinin yararlı olacağı görülmektedir.

Örneğin coğrafi çeşitlendirme piyasaların durumunun iyi veya kötü olmasına göre kullanılabilecek ve çıkışta GS fonuna fayda sağlayacak bir strateji olarak kullanılabilir (Knill 2009).

GS fonlarının yatırımlarında izledikleri bir diğer önemli strateji de portföy şirketlerine yaptıkları yatırımlara ilişkin taahhütlerini her bir girişim için belirledikleri performans göstergelerine göre basamaklandırarak gerçekleştirmeleridir. Hsu (2010), taahhütlerin basamaklandırılmasının en azından iki amaca hizmet ettiğini belirtmiştir. Bunlardan birincisi, basamaklandırmanın girişimcinin daha az riskli faaliyetlere yönelmesine ve böylelikle GS fonundan talep edeceği ikinci finansman aşamasına kadar faaliyetlerini devam ettirmesini sağlayacak kadar risk almasını önlemesidir. Çünkü, GS fonu yatırım yaptığı girişimin değerinin artması için risk düzeyinin yüksek olması gerektiğini ister ve ikinci finansmanı girişimci ile yaşayacağı vekillik riskini minimize etmek amacıyla kullanır. Basamaklandırmanın ikinci nedeni olarak, GS fonunun bekle ve gör stratejisi olduğu ileri sürülmektedir. Diğer bir ifadeyle, GS fonunun girişimciye ilave bir yatırım taahhüdünde bulunmasının gerekliliğinin, girişimin istenilen değeri yakalayıp yakalamadığı değerlendirilmesine bağlı olduğu belirtilir. Hsu (2010) araştırmasında, yatırım yapılacak girişimin piyasa değerinin düşük beklendiği durumlarda da GS fonlarının yatırım taahhütlerini basamaklandırıldıklarını ileri sürmektedir.

GS fonlarının yatırımlarında kullandıkları diğer bir strateji de diğer GS fonlarıyla veya melek yatırımcılarla birlikte yatırım yapmaktır. Bilindiği üzere her

girişim bir fırsat olmakla birlikte içerisinde doğası gereği önemli düzeyde risk barındırır. Bu risk düzeyi erken aşama girişimlere yatırım yapan GS fonları için çok yüksektir. GS fonlarının riski, yatırım yaptığı girişimlerin kanıtlanmamış iş modellerinden, kendisini ispat etmemiş teknolojik faaliyetleri barındırmasından ve piyasada henüz var olmayan kendine özgü bir ürün sunuşundan kaynaklanır. Bazı durumlarda risk, yatırımların uluslararası nitelik taşması nedeniyle daha fazla özel bilgiye ve çabaya ihtiyaç duyulacak olması nedeniyle daha da yüksek olabilir ve bu nedenle yatırımcıların güveninin sağlanması için yapılacak anlaşmalarda ilave sınırlamalara ihtiyaç duyulmasını gerektirebilir. GS fonları, yatırım yaptıkları girişimlerde gözetim ve kontrol süreçlerinde etkinliği artırmak ve ihtiyaç duyulan ilave bilgi ihtiyacını azaltmak amacıyla genellikle yerel piyasalarda kendilerine yakın uzaklıktaki girişimlere yatırım yaparlar. Erken aşama girişimlerde kontrol faaliyetlerinin yanısıra sağlanan rehberlik ve danışmanlık hizmetleri nedeniyle yerel piyasada faaliyet gösteren girişimlere yatırım yapma isteği daha fazladır (Lerner 1995; Gupta ve Sapienza 1992; Norton ve Tenenbaum 1993; Sorenson ve Stuart 2001).

GS fonlarının diğer GS fonları ile ortak yatırım yapmalarının arkasında bir çok neden bulunabilmektedir. Hopp (2010) ortak yatırımların en çok genç GS fonları ile tecrübeli GS fonları arasında olduğunu, Lerner (1994) ise girişimci tarafından üretilen ürünün ticarileştirilmesinin uzak ve çok riskli olduğu durumlar ile girişimci firma seçiminde zorlanması ve müteakiben ortaklık yapılacak GS fonunun yönetsel tavsiyenin önem arz ettiği durumlarda GS fonlarının birlikte yatırım yapmayı tercih ettiklerini ileri sürmektedir. Bu itibarla GS fonlarının yatırım uzmanlıklarının riskin

yüksek olduğu durumlarda birleştirilmesinin kendileri açısından faydalı olacağı söylenebilir.

Hopp (2010) GS fonlarının özelliklerine bağlı olarak, belirli bir endüstri alanında daha fazla tecrübeye sahip GS fonlarının ortak yatırım yapmaya daha meyilli olduklarını tespit etmiştir. Bunun yanı sıra GS fonunun ilişki ağı içindeki pozisyonunu geliştirmesi de girişimci firma kalitesini (deal flow quality) arttırmakta ve yeni bilgilere erişim olanağı sağlamaktadır(Hochberg vd. 2007). Bu nedenle, GS fonlarının ortaklaşa yatırım yapmaya ne kadar açıklarsa, bu onlara çok daha etkin bir ilişki ağı sağlayacak ve bu durum onların daha kaliteli bir ilişki ağından yararlanmalarına imkan tanıyacaktır. Bu tür bir ortak yatırım ise yüksek kaliteli firmalara erişim olanağı ve bu firmaların büyüme potansiyelinin arttırılması gibi ana etkenlerde olumlu katkılar sağlayacaktır (Verwal, vd. 2008).

Hopp (2010), GS fonlarının ilave yatırım turları da endüstri tecrübesi eksikliği nedeniyle diğer GS fonlarının ortak yatırımlara daveti ile yeni bilgilerin edinilmesini sağladığını tespit etmiş ve ulaştığı sonuçların GS fonlarının teknik, finansal, yönetim ve ilişki ağları ile yeteneklerin kazanılması konusundaki kaynak ihtiyacına cevap vererek bu alanlardaki boşluğun doldurulmasında ortak yatırımların önemli bir işlev gördüğünü ve ortak yatırımlarda bu durumun bir meşruiyet kazandırdığını iddia etmektedir. Türkiye’de de büyük finansal kuruluşların GS yatırımlarını birlikte yaptıkları tezi, amprik çalışmalar yapılırken müşahade edilmiştir.

Guler ve Guillen (2005) tarafından yapılan bir araştırmada, uluslararası niteliği olan yatırımların uluslararası alandaki altyapı özellikleri nedeniyle getirilerinin aşağıdaki nedenler dolayısıyla olumlu yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır:

- Yasal altyapı: Sözleşmeye dayalı hukuksal yapılarda örneğin ABD’de yatırımcıların olası vekillik problemlerinin hafifletilmesi diğer hukuksal sistemlere nazaran daha etkindir (Lerner ve Schoar 2006; Guler ve Guillen 2005).
- Finansal piyasalar: GS fonlarının yatırımlardan çıkarken kullandıkları en önemli yollar birleşme ve satın alma ile halka arzdır. Bu her iki çıkış mekanizması en etkin olarak gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ölkelerde işlemektedir. (Guler ve Guillen 2005; Black ve Gilson 1998)
- Politik çevre: İş hayatını düzenleyen regülasyonları sıklıkla değiştiren ölkelerde yatırımcı kazançlarının ölkeler tarafından alıkonulması riski çok yüksektir (Henisz 2000). Politik yapı tarafından oluşturulan olumsuz bir siyasi ortamda uluslararası yatırımların karşı karşıya kaldığı risk daha da artmaktadır (Guler ve Guillen 2005).
- Bölgesel anlaşmalar: Bölgesel bağlar kuran anlaşmalar (AB, ASEAN, NAFTA vs.) üye ölkeler arasındaki rekabeti engelleyen bariyerleri kaldırarak ölkeler üzerindeki izolasyonun kalkmasına ve bölgeler arası ithalat ve ihracatı artırıcı yönde etki eder.

Ortak yatırımlar belirli bir bölge içinde olabileceği gibi uluslararası alanda da söz konusu olabilmektedir. Ortak yatırım yapmanın arkasında yatan temel mantık yatırım riskinin minimizasyonu, birlikte seçim nedeniyle tecrübe paylaşımı yoluyla daha iyi girişimlere yatırım yapma olanağı ve GS fonlarının diğer GS fonlarını birlikte yatırıma davet ederek GS fonunun ilerki yatırımlarda kendine referans olacak GS fonlarına ihtiyaç duymasıdır. Guler ve McGahan (2006) GS fonlarının risk minimizasyonu çerçevesinde yaptıkları uluslararası ortak yatırımların ABD ve diğer ülkeler için farklı sonuçlar verdiğini, ABD dışındaki ülke GS fonlarının yaptıkları uluslararası ortak yatırımların risk minimizasyonu yönünde katkı sağlamadığını buna karşın, ABD’li GS fonlarının yaptıkları ortak yatırımların risk minimizasyonu sağladığını ileri sürmektedir. ABD dışındaki GS fonlarının yaptığı ortak yatırımların istenilen risk minimizasyonunu gerçekleştirememesini Guler ve McGahan (2006) üç nedene bağlamaktadır. Bunlardan birincisi, ABD dışındaki girişimlerin taşıdığı riskin ABD’deki girişimlerin taşıdığı riskten daha büyük olmaması, ikincisi ortak yatırımlarda ABD dışındaki girişimlerin riski minimize etmek amaçlı olarak kullanılmaması ve son olarak kullanılan verilerin araştırmayı yeteri kadar temsil etmemesidir. Guler ve McGahan (2006) ABD’li GS fonlarının bu konudaki başarısının onların uluslararası girişimlere yaptıkları yatırımları daha çok risk yönetimi bağlamında gerçekleştirdiğinden kaynaklandığını iddia etmektedir.

GS fonlarının yerel ve uzmanlık alanlarındaki girişimlere yatırım yapmasının arkasında yatan en önemli nedeninin girişimleri izleme, gözetleme ve danışmanlık alanındaki faaliyetler nedeniyle girişimlerin sürekli olarak takip edilmesi ve sahip olunan uzmanlığın aktarılması gereği olduğu önceden ifade edilmişti. Bununla

birlikte, bu durum GS fonları için iyi fırsatlara ulaşma noktasında kısıtlayıcı bir etki oluşturmaktadır. Bu kısıtlayıcı etkini aşılmasında kişisel ve profesyonel ilişki ağları önemli roller oynar.

Sorenson ve Stuart (2001) araştırmalarında, GS fonu topluluğunda firmalar arasındaki ilişkinin coğrafi ve endüstriyel sınırları erozyona uğrattığını göstermişlerdir. Yerel yatırımlarda bulunma konusunda epey bir geçmişi olan ve herhangi bir ortak yatırım kültürüne sahip olmayan bir GS fonunun yine yerel yatırımlarda bulunması beklenir. Bununla birlikte hem coğrafi hem de endüstri seviyesinde profesyonel ve kişisel ilişki ağlarına sahip bir GS fonunun hem farklı coğrafi bölgelerde hem de uzmanlık alanı dışındaki endüstri alanlarında yatırım yapması sıklıkla karşılaşılan bir durumdur. Elbette bu yatırımların gerçekleşmesi için GS fonu yöneticilerinin diğer fon yöneticilerine ve kendilerine sağlanan bilgilere önemli ölçüde güven duymaları gerekmektedir. Bu itibarla, GS alanındaki ilişki ağlarının GS fonlarına coğrafi ve endüstri sınırlarının ötesinde yatırım fırsatları sağladığı söylenebilir (Sorenson ve Stuart 2001).

Ortak yatırımların girişim şirketi seçiminde ve yönetiminde nasıl bir katkı sağladığı da araştırmaların konusu olmuştur. Brander vd. (2002) ortak yatırımların proje seçiminde etkinliğe etkisi ve ortak yatırımda bulunan GS fonunun yönetim yeteneğine katkısı konusunu derinlemesine incelemişlerdir. Brander vd. (2002) yatırım yapılacak girişimin seçiminde (proje seçimi), ortak yatırım teklifinde bulunan lider GS fonunun düşük kalitede bir projeyi teklif etmesi durumunda projenin diğer yatırımcı GS fonu tarafından reddedilmesi veya yüksek kaliteli bir proje durumunda

ise, lider GS fonunun bu projeyi teklif etmemesi beklendiğini, bu itibarla sadece orta kalitede projelerin ortak yatırım için teklif edildiği ve ortak yatırım yapılan projelerin tek başına yatırım yapılan projelere göre daha düşük getiri sağlayacağı yönündeki hipotezlerini getiri seviyelerini kullanarak test etmişlerdir.

Brander vd. (2002) aynı zamanda GS fonunun yatırım yaptığı girişimlere önemli katkılar sağladığını ve buradan hareketle birlikte ortak yatırım yapılan GS fonlarının sahip olduğu farklı yönetim yeteneklerinin getirdiği katkıya ilişkin geliştirdikleri hipotezleri de test etmişlerdir. Brander vd. (2002) geliştirdikleri modelle her iki hipotezi karşılaştırmış ve bu alanda yaptıkları ampirik araştırmalar; GS fonunun getirdiği yönetim yeteneklerinin sağladığı faydanın seçim nedeniyle kaybedilen kazançtan (orta kalitedeki yatırımlara yapılan yatırımlardan elde edilen getirinin tek başlarına yaptıkları yatırımın getirisinden) yüksek olduğu ve bu nedenle ortak yatırım yapılmasının arkasında yatan en önemli nedenin ortak yatırım yapan GS fonunun sağladığı yönetsel katkılar olduğunu ileri sürmüşlerdir. Araştırmacılar ortak yatırım yoluyla girişimlere yapılan yatırımlardan elde edilen getirinin, GS fonunun girişimlere tek başına yaptığı yatırımlardan daha yüksek olduğunu ileri sürmektedirler.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### MELEK YATIRIMCILIKTA VE GİRİŞİM SERMAYESİ FONLARINDA BİLGİ ASİMETRİSİ, SÖZLEŞMELER VE KURUMSAL YÖNETİM

Bilgi asimetrisi kavramı bir tarafın diğerine göre daha iyi veya daha fazla bilgi sahibi olduğu alım ve satım işlemlerinde ortaya çıkan güç dengesizliği ve bunun yol açtığı sorunlar için kullanılır. Güç dengesizliği burada daha fazla veya daha iyi bilgi sahibi olan kişi lehine karşı tarafın aleyhine önemli avantajlar elde etmesine yol açar. Bu sorunun en sık karşılaşılan örnekleri ters seçim (adverse selection) ve ahlaki tehlikedir. Birinci bölümde kısaca değinilen bilgi asimetrisi sorunu girişim sermayesi alanında en sık olarak, müvekkil-vekil sorunu/ temsil maliyetleri (principal-agent problem) çerçevesinde incelenmektedir.

Vekilin tüm hareketlerinin sürekli şekilde izlenmesi mümkün olmadığından vekil müvekkilinin aleyhine olabilecek bir çok faaliyette bulunabilir. Temsil maliyetleri bilgi asimetrisi içerisinde ahlaki tehlike kavramına karşılık gelir ve kısmen müvekkil ve vekil arasında yapılan sözleşme ile bu maliyetler azaltılmaya çalışılır ama tamamen bu risklerin bertaraf edilmesi söz konusu olamaz. Vekille yapılan sözleşmeler temsil maliyetlerinin ortadan kaldırılması amacıyla kurgulanabilir. Örneğin bir şirket çalışanın ücreti sabit olarak belirlendiğinde bu çalışanın sorumluluklarını azaltma gayreti içerisinde olma olasılığı, komisyonla çalışan ve performans ücreti alan bir çalışana göre çok daha fazla olacaktır. Sözleşmeler yoluyla tüm vekillik problemlerinin halledilmesi söz konusu olmamakla

birlikte, tahmin edilen ve gerçekleşmesi olası durumlar için gerekli tedbirler sözleşmelerde yer almaldır.

GS alanında da karşı karşıya kalınan bilgi asimetrisi müvekkil-vekil sorunu çerçevesinde ele alınabilir. Müvekkil-vekil ilişkisinden kaynaklanan maliyetler müvekkil-vekil maliyeti (agency cost) olarak adlandırılır. Ters seçim süreci ise GS’nde yatırım yapılacak girişimcilerin seçimi sürecinde karşı karşıya kalınır. Yatırım fırsatlarının değerlendirilmesi sırasında amaç, bilgi asimetrisinin yatırımcının (GS fonu veya melek yatırımcı) girişimciye göre girişim hakkında sahip olduğu bilgi eksikliğinin giderilerek yatırım için sıhhatli bir durum tespitinin yapılmasıdır. Yatırım yapıldıktan sonraki süreçte artık ters seçimden değil ahlaki tehlikeden söz edilir. GS alanında ahlaki tehlikenin kendisini hissettirdiği en önemli alan müvekkil-vekil ilişkisidir. Başlangıç düzeyindeki işletmelere ilişkin risk içeren durumlar ve bu durumlara karşı yönetim ekibinin veya girişimcinin eylemlerinin yetersizliği ve sonuç olarak yönetim ekibinin istenilen etkinliğe sahip olmaması önemli boyutlarda müvekkil-vekil maliyetlerine yol açar.

Örneğin, yönetim ekibinde yer alan üyelerinin aralarında problemlerin bulunması nedeniyle teşebbüsün istenilen verimi ve etkinliği sağlayamaması “Ekip Riski veya Yönetim Riski” olarak adlandırılır. Yönetim riski sadece yönetimi oluşturan kişilerin özelliklerine odaklanarak ortaya konulamaz. Gerçek yönetim riski, yönetimde yer alan kişilerin bir takım olarak hareket edip etmedikleri ve girişimi çıkışa hazır hale getirip getiremeyeceklerinin ortaya konulmasıyla ölçülür.

Girişimcinin yatırımı terk etmesi bir yönetim riski olarak düşünölebilir ve yatırımcılar açısından en önemli tehdittir.

Hedeflenen piyasaya ilişkin koşullarda değışimlerin (örneğin tüketici tercihlerinin değışmesi vs) ve yönetim ekibinin buna gereken cevabı verememesi durumunda işletme “Strateji Riski” ile karşı karşıyadır. Strateji riski altında işletmenin güven kaybı nedeniyle iş geliştirme alanında yaşadığı sorunlar, işletmenin iş yaptığı bölgelerdeki koşullarda değışime ayak uyduramama problemleri, dünya piyasalarındaki dalgalanmalardan kaynaklanan talep daralması, teknoloji alanında piyasanın istediğı ürünleri çıkaramama ve öngörölemeyen politik durumlar söz konusu olması nedeniyle katlanılacak problemler strateji riski kapsamına değerdendirilir. Bu risklerin büyük bir kısmı yönetimin önceden hazırlıklı olması, iyi bir plan ve programa sahip olması ve zamanında gereken müdahalelerde bulunması ile aşılabilecek risklerdir.

Başlangıç seviyesindeki yatırımlarda ürün geliştirmeye yönelik hazırlanan prototiplerin çalışıp çalışmadığının anlaşılmasından önce girişime kaynak aktarılması söz konusu olduğundan, yatırımcılar ciddi bir “Ürün Riski”yle karşı karşıyadır. İşletme yönetimi yatırımcıların ürün riskiyle karşı karşıya kalmaması için iyi bir teknik ekibe sahip olması ve ürünün hazır olması için gereken gayreti göstermesi gerekir. Ürün riski bu yatırımlar için büyüme potansiyelinin ortadan kalkması şeklinde sorunlara yol açabilir.

Piyananın talep ettiği miktarda ürünün hazır hale getirilmemesi veya zamanında ürün teslimatının yapılamaması, işletmenin stok yönetiminde problemler yaşaması, Ar-Ge ve üretimin planlandığı gibi gerçekleştirilememesi işletme için birer “Operasyonel Risk”tir. Operasyonel riskler de yönetim ekibinin istenilen gayreti göstermediğinin ve zamanında gerekli müdahalelerde bulunmadığının bir göstergesidir.

Müvekkil-vekil ilişkisinden kaynaklanan ahlaki tehlike çok çeşitli şekillerde kendisini göstermektedir. Örneğın GS fonunun ideal olarak yönetebileceğinden çok daha fazla girişimde yatırıma girişmesi onların her bir girişime ayırabileceğı zamanı azaltmakta ve hatta bazı durumlarda sadece bir kaç girişime zaman ayrılması söz konusu olmaktadır. Bu ise girişimcinin GS fonu yöneticilerinin bilgi ve tecrübesinden istenilen düzeyde yararlanamamasına neden olmakta ve sonucunda işletmenin daha iyi yönetilebilmesi olanağı azalmaktadır.

Yatırımcılar, yatırım yapıldıktan sonraki süreçte risklerini yönetmek amacıyla girişimin performansını izlemek ve bunun içinde gözetim stratejilerini Kurumsal Yönetim ilkeleriyle uyumlu olarak yerleştirmeleri gerekmektedir. Gözetim süreci, problemleri tanımlamak ve problemler büyümeden çözme amaçlı stratejilerin tasarlanmasını gerektirir. GS gibi başlangıç düzeyi yatırımlarda gözetim bir kontrol mekanizması şeklidir. Bu kontrol mekanizması; yatırımcıya, yatırımın gidişatı hakkında bilgi sunan ön uyarı sistemi ve bu uyarılara karşı alınması gereken tedbirlerin ortaya konulmasını sağlayan bir sistemi ifade eder.

Herhangi bir yasal boşluk durumunda, gözetim mekanizmasının önemi bu boşluğu doldurmak amacıyla artar. Gözetim sürecinin öneminden haberdar olan yatırımcılar anlaşma müzakerelerinde gözetim fonksiyonlarını yönetim kurulunda temsil veya performans hedeflerinin oluşturulması vasıtasıyla gerçekleştirilmesini zorunlu hüküm olarak istemektedirler.

Girişimlerin performanslarının gözetimi aktif ve pasif gözetim ile değerlendirme olmak üzere iki kategori içerisinde değerlendirilebilir. Pasif gözetim de, finansal performans bilgilerinin periyodik olarak (aylık veya üç aylık) gözden geçirilmesi şeklindeki faaliyetler, telekonferans veya kişisel toplantılarda planlanan hedeflere göre performansın ne olduğunun tartışılması, müzakere edilen ve imza edilen anlaşmalara ait hükümlerin uygulanıp uygulanmaması konusunda tetikte olma gibi hususlar söz konusudur. Yatırımcılar, sermayenin nasıl kullanıldığını ve sermayenin kullanım hızının ne olduğunu izleyecektir. Maliyetleri, satışları, kazançları, kârları, siparişleri ve ürün geliştirme takvimlerini, işe almaları, bütçeye uyum ve benzeri hususlara ilişkin var olan problemleri saptamaya çalışacaktır. Birebir veya bir bütün olarak bu gözetim araçları artık müdahale etmenin çok geç olduğu durumlara gelmeden yardıma ihtiyaç duyulduğu zamanlarda yardımcı olabilmelidir.

Yönetime ilişkin sorunlarla ilgili en iyi pasif gözetim örneği yönetim veya danışma kuruluna katılımdır. Gelişim aşamasının başlangıcındaki şirketlerde yönetim kurulları yönetimin performansını gözetir ve değerlendirir ve şirket sahiplerinin yararına olacak kararların alınmasını sağlar.

Aktif yatırım ve danışmanlık fonksiyonları yönetimin karar alma mekanizmasını etkileyerek yatırımcıların işletmeye değer katmasına olanak verir. Çünkü yönetim ekipleri tüm ihtiyaç duyulan yetenekleri nadiren bir arada bulundurur. Spesifik hedefler, yatırımcı açısından yapılan yatırımların ilerlemesini ölçümlemeye yardımcı olarak, yapılan hataların düzeltilmesine olanak sağlayarak, sermaye ihtiyacının gerektiği durumlar hakkında bilgi vererek yatırımcıları rahatlatır (Benjamin ve Margulis 2005).

Girişimcilere sağlanacak finansmanın belirli şartlara ve performans kriterlerine bağlanması yatırımcılar açısından en iyi kontrol mekanizması olarak görülür. Girişimcinin ihtiyacı olan sermayenin önceden belirlenmiş performans kriterlerine bağlanması ve girişimcinin performansına göre ihtiyaç duyulan sermayenin serbest bırakılması girişimcinin üzerinde çok önemli bir kontrol gücü sağlayacaktır. Aşağıdaki bölümlerde bilgi asimetrisi sorunu ve bu sorun ile baş etmede kullanılan yöntemler melek yatırımcılar ve GS fonları için ayrıntılı olarak anlatılmıştır.

#### **4.1 Melek Yatırımcıların Bilgi Asimetrisi Sorunları ve Çözüm Yolları**

Yatırımcı ve girişimciler arasındaki çatışma, girişimden beklenen performansı olumsuz yönde etkiler ve yatırımcıların hedefi olan firma değerinin maksimizasyonunu istenilen seviyeye ulaşmasına mani olur (Collewaert 2012). De Dreu ve Gelfand (2007) yatırımcı ve girişimci arasındaki çatışmanın hedef

farklılığından, kaynak yetersizliğinden, hedeflere ulaşma konusunda kişisel farklılıklardan, hedeflere ulaşmada müdahalede bulunulmasından, yetersiz iletişim kanalları ve birbirlerine olan bağımlılıklardan kaynakladığını ileri sürmektedir.

Girişimin yönetiminde ortaya çıkan ahlaki tehlike kendisini; yatırımcıların rakip girişimlerle de ilgilenmesi nedeniyle oluşan haksız rekabet, sözleşmelerle kazanılan ve dengesizliğe yol açan gücün kötüye kullanımı, aşırı iyimser yaklaşımlarla veya yanlış bilgiler yoluyla yapılan sorunlu iletişim, yatırımcı veya girişimcinin kendisine iltimasta bulunması, anlaşmalara riayet etmeme ve yolsuzluk gibi bir çok şekilde gösterir (Crane and Matten 2004). Aşağıdaki tabloda Collewaert ve Fassin'in (2013) ahlaki tehlike örnekleri ve buna karşı melek yatırımcıların aldığı tepkilere ilişkin bulgularına yer verilmiştir.

**Tablo 4: Ahlaki Tehlike ve Bu Zafiyete Melek Yatırımcıların Cevapları**

| Örnekler | Ahlaki Tehlike Türü                                       | Ahlaki Tehlikenin Niteliği                                                           | Verilen Tepki                                                                                                                                                                                                                                                                              | Sonuç                                                                                                              |
|----------|-----------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| A        | Sorunlu iletişim, iltimas, anlaşmaya aykırılık, yolsuzluk | Girişimcinin yatırımcıyı dolandırması                                                | 1. Yatırımcı usulsüz masrafların karşılanması talep eder.<br>2. GM kovulur.<br>3. Yatırımcı verdiklerini geri almaya çalışır.                                                                                                                                                              | 1. GM kovulmuştur.<br>2. Girişim başarısız olmuştur.                                                               |
| B        | Haksız rekabet, sorunlu iletişim, anlaşmaya aykırılık     | Yatırımcının girişimi yönetmekte girişimciyi başarısız bulması                       | 1. GM'nin işi bırakması istenir.<br>2. Yatırımcı Yönetim Kurulu (YK) dan ayrılır.<br>3. Birbirini suçlayıcı epostalar alınır ve gönderilir.<br>4. Yatırımcılar fonları geri çeker.<br>5. Yatırımcı girişime ilave fon koymayı reddeder.                                                    | 1. İlave fon talepleri reddedilir.<br>2. Yatırımcılar çıkış yapar.<br>3. Girişim başarısız olmuştur.               |
| C        | Sorunlu iletişim, iltimas, gücün kötüye kullanılması      | Yatırımcı girişimde kontrol sahibidir ve girişimi kendi çıkarları için kullanmıştır. | 1. Yatırımcı çözüm için sürekli aynı talepleri tekrarlar.<br>2. Yatırımcı, girişimciye ilave fatura göndermekten başka eylemde bulunmaz.<br>3. Girişimci tamamen farklı bir yapıya doğru kayar ve artık yatırımcı için yararsızdır.<br>4. Yatırımcı çıkış ve birleşme fırsatlarını kollar. | 1. Melek yatırımcı başka bir şirketle birleşip çıkış yapar.<br>2. Birleşme aynı zamanda girişimciyi de rahatlatır. |

|   |                                                                                          |                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                                                                                              |
|---|------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| D | Haksız rakabet, sorunlu iletişim, iltimas, gücün kötüye kullanılması, iltimas, yolsuzluk | Yatırımcılar, birbirine benzer girişimlere yatırım yapmış ve bunlardan en azından birisinin başarılı olmasını beklemiştir.           | 1. Girişimci hukuki tavsiye almış ve durumu yasal olarak teyit ettirmişlerdir.<br>2. Yatırımcılar, YK toplantılarına katılmamıştır.<br>3. Yatırımcılar girişimciyi dava açmakla korkutmuşlardır.<br>4. Girişimci yatırımcıların hisselerini yüksek maliyetten geri almak zorunda kalmıştır.                                                                            | 1. Yatırımcılar çıkış yapmıştır.<br>2. Girişimciler kendilerini kandırılmış hissetmişlerdir. |
| E | Haksız rakabet, sorunlu iletişim, iltimas, gücün kötüye kullanılması, iltimas            | Girişimci, yatırımcıları yatırım esnasında yanıltmış ve şirketin geliştirdiği prototip yatırım sonrasında çalışmadığı anlaşılmıştır. | 1. Yatırımcılar önce pasif tepkilerde bulunmuşlar.<br>2. Yeni bir şirket ortağının şirkete girmesi çatışmayı artırmış ve iki yatırımcı girişimdeki yatırımlarını geri çekmiş, diğer iki yatırımcı ilave finansman turlarına katılmamışlardır.<br>3. Yeni şirket ortağı, eski yatırımcılara dava açmakla tehdit etmiştir.<br>4. Eski yatırımcılar girişimden çıkmıştır. | 1. Tüm melek yatırımcılar şirketten ayrılmak zorunda kalmıştır.                              |
| F | Sorunlu iletişim, iltimas, gücün kötüye kullanılması, iltimas                            | Yatırımcıların bazı uygulamaları kurumsal yönetim ilkelerinin aksine olup girişimci tarafından kabul edilemez bulunmuştur.           | 1. Girişimci yasal tavsiye almış fakat eli kolu bağlıdır. Başka bir kurtuluş yolu olmadığı için girişimci, şirketten çıkış yolları aramaya başlamıştır.                                                                                                                                                                                                                | 1. Girişimci, şirketten çıkış için hazırlanmıştır.                                           |
| G | Haksız rakabet, sorunlu iletişim, iltimas, gücün kötüye kullanılması, anlaşmaya uymama   | Girişimci tarafından sunulan ve yatırımcılar tarafından kabul edilen plan yatırımcılar tarafından delinmek istenmiştir.              | 1. Girişimci yasal tavsiye almıştır.<br>2. Girişimci YK toplantılarını avukatının bürosundan konferans çağrısı ile uzaktan katılmıştır.<br>3. Girişimci, girişim için iflas talebinde bulunmak istemiştir.<br>4. Yatırımcılar, girişimciyi kişisel sorumluluğu bulunduğu gerekçesiyle dava etme tehdidinde bulunmuştur.<br>5. Girişimci, girişimi terk etmiştir.       | 1. Girişimci, girişimden ayrılmıştır.<br>2. Girişim başarısız olmuştur.                      |

Collewaert ve Fassin'in (2013) yukarıdaki tüm vakalarda tarafların birbirini ahlaki nedenlerden dolayı suçladığını belirtmekte ve ahlaki sorunların, tarafların birbirine adil ve dürüst davranılmadığı izlenimini verdiğini ve bunun taraflarda mağduriyet hissinin doğmasına neden olduğunu ileri sürmektedir. Bu durum ise melek yatırımcılar ve girişimcilerin çatışma sürecine girmelerine neden olmaktadır.

Yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere ahlaki tehlike, girişimleri başarısızlığa götürebilmektedir. Bu durum ise yatırımlardan beklenen getirinin yatırımcı veya girişimci tarafından ulaşılmasını engellemektedir.

Yatırımcılar ve girişimcilerin birbirlerine olan güvenlerinde bir sarsılma; onların birbirlerine karşı daha şüpheli olmaya itmekte, bilgiye erişim ve bilgi alışverişi zorlaşmakta, koordinasyon azalmakta ve yapılan eylem ve öneriler karşı tarafça kolaylıkla yanlış anlamaya yol açmakta ve ortaklığın sona ermesine yol açabilmektedir (Jehn 1995, Simons and Peterson 2000).

Kurumsal yönetim anlayışı kıta avrupası hukuk sistemi ile anglo-sakson hukuk sistemlerinde birbirinden farklıdır. Bu farklılık melek yatırımcılarında şirkette uyguladıkları kontrol mekanizmalarını etkiler. Anglo-sakson hukuk sisteminin etkili olduğu ülkelerde hukuk sistemi yatırımcıları korumada daha etkin olduğu için yatırımcılar daha yüksek risk almaya ve uzaktan kontrol mekanizmalarını kullanmaya eğilimli iken, kıta avrupası hukuk sisteminin etkili olduğu ülkelerde yatırımcılar ilişki ağı bazlı kurumsal yönetime güvenirliler (Hoskisson vd. 2004).

Kurumsal yönetim alanında yapılan araştırmalarda özellikle girişimlerde sahiplik yoğunluğunun etkileri incelenmiş ve sahiplik payının yüksek yoğunlaşma gösterdiği girişimlerde, şirket yönetiminde ikramiye türü harcamaların azaldığı ve şirket yöneticilerinin girişimin sahiplerinin çıkarına çalıştıkları ve şirketin değerinin arttığı yönünde bulgular elde edilmiştir (Jensen ve Meckling 1976). Halka arz açısından bakıldığında kurumsal yönetimde yüksek yoğunluklu sahipliğin asil-vekil

çıkar çatışmalarını uyumlaştıran bir etkiye neden olduğu ve halka arz sonrasında girişimin sahiplerinin belli bir süre girişimde kalmalarını zorunlu tutan anlaşma örneğinde olduğu üzere, halka arz sonrasında bile girişimde yüksek yoğunluklu sahipliğin, yatırımcıların ters seçimden kaynaklanan risklerin minimize etme yönünde piyasalara bir işaret verildiği yönünde bulgulara ulaşılmıştır (Leland ve Pyle 1977).

Leland ve Pyle (1977) yüksek yoğunluklu sahipliğin ikinci etkisinin halka arzda birden çok türde yatırımcı sınıfı arasındaki koordinasyon maliyetlerinin azaltılmasıyla ilişkili olduğunu ileri sürmüştür. Dharwadkar vd. (2000) yüksek yoğunluklu girişim sahipliğinde bir kaç yatırımcı bulunduğu için koordinasyon maliyetlerinin düşük olmasının bekleneceğini iddia etmektedir. Son olarak, Jensen ve Meckling (1976) yüksek yoğunluklu girişim sahipliğinde birden çok asil-vekil rolüne sahip erken aşama yatırımcılarının tercihlerini hissedarlardan yöne kullanmalarına ve bu yatırımcılar ile halka arz piyasası arasındaki nizamı teşvik edici etki doğurduğunu iddia eder. Dolayısıyla melek yatırımcıların yüksek yoğunluklu girişim sahipliğinin, önemli bir kurumsal yönetim aracı olduğu ve halka arz performansını artırıcı ve asil-vekil çıkar çatışmasının neden olduğu halka arz iskonto primini azaltıcı etkiler doğurduğu söylenebilir (Bruton vd 2010).

GS fonları ve melek yatırımcıların her ikisi de özel sektör yatırımcıları olmakla birlikte, asil-vekil çatışmasına yaklaşımları yatırımlarının doğası gereği temel farklılıklar gösterir. Bu farklılıkların temel olarak nedeni asil-vekil çatışmasını algılamalarındaki farklılaşmalardan kaynaklanır ve her ikisinin de asil-vekil

çatışmasına yönelik uyguladıkları mekanizmalar farklılaşır (Osnabrugge 2000). GS fonları genel olarak piyasa riskine daha fazla önem verirken, melek yatırımcılar asil-vekil çatışması riskine daha fazla odaklanırlar (Fiet 1995; Mason ve Stark 2004). GS fonları gözetim ve kontrol fonksiyonlarını icrada daha çok resmi sözleşmeye dayalı mekanizmaları kullanırlarken (Lerner 1994) melek yatırımcılar daha çok ilişkiye dayalı bir kurumsal yönetimi tercih ederler ve yatırımlarını da girişimciye olan güven üzerine yaparlar (Fiet 1995). Türkiye’de ise Türk Ticaret Kanunu’nun da etkisiyle melek yatırımcıların resmi sözleşmeye dayalı kontrol mekanizmalarına da sahip oldukları görülmüştür.

GS fonları asil-vekil çatışması açısından ikili bir rol icra ederler. Şöyle ki, GS fonları yatırımcılarının vekili olarak zaman baskısı altındadırlar ve bir an önce yatırım yaptıkları şirketlerden çıkış yapmayı isterler. Fakat aynı zamanda uzun dönemde yatırımlardaki başarılarının belirlediği bir repütasyon baskısı altında çalışırlar (Arthurs vd. 2008). Bunun aksine melek yatırımcılar kendi paralarını kullandıkları için belli bir dönem sonra çıkış baskısı altında olmadıklarından uzun vadeli yatırım yapma konusunda daha sabırlıdırlar ve melek yatırımcıların kendileri bu açıdan asildir. Bu durum GS fonlarının önceden çerçevesi belirlenmiş bir gözetim ve kontrol mekanizmasıyla yatırımcılara işaret vermelerini önemli hale getirirken, melek yatırımcılar için sonradan kontrole yönelik yakın bir ilişki kurma yönündeki çabalar daha fazla önem arz eder.

GS fonlarının portföylerinde bulunan şirketleri gözetimi çok yüksek fırsat maliyetini beraberinde getireceğinden bu maliyetler onların yeni yatırımlar için

kullanacağı kaynakları sınırlayıcı etki doğurur. GS fonlarının portföylerindeki firmalar üzerinde aktif gözetimi sınırlı olduğundan halka arz sonrasında da yüksek bir performans beklenemez. Zira, GS fonlarının kurumsal yatırımcılara olan bağımlılığı (vekillik ilişkisinin yoğunluğu) fazla olduğundan halka arz sonrası girişim şirketinde daha düşük yoğunluklu bir sahiplik ve bunun sonucu olarak daha geniş bir yatırımcı çevresi GS fonlarının halka arz sonrası kaynaklarını kontrol amacıyla kullanma isteğini azaltır (Arthurs vd. 2008).

Melek yatırımcılar ise GS fonlarının aksine çıkış baskısı altında olmadıklarından uzun vadeli taahhütlerde bulunabilir ve yönetimi etkilemeye yönelik bir güven ilişki kurarak girişimin performansını artırmaya yönelik çaba içerisinde bulunurlar (Politis 2008). Bu itibarla teşebbüste sahip oldukları sahiplik payının yüksekliği onların yatırımlarına inandıklarını ve yüksek gözetim maliyetlerini de göze aldıkları yönünde bir sinyal verir. Bu ise halka arz sonrasında melek yatırımcıların girişimdeki payları gereği yatırımcıların girişimde yaşayacakları vekillik problemlerini hafifletme yönünde pozitif bir etki yapar (Bruton vd. 2010).

Bilindiği üzere melek yatırımcılar bilgi asimetrisinin neden olduğu riskleri mümkün olduğunca azaltmak ve yatırımlarının başarılı olması için birçok stratejiyi uygulamak zorunda kalır. Bu amaçla da melek yatırımcılar, yatırımlarında karşı karşıya kaldıkları riskleri çeşitli kontroller mekanizmalarını kullanarak uyumlaştırmaya ve risklerini asgari düzeye indirmeye çalışırlar. Wiltbank vd. (2009) araştırmalarında, melek yatırımcıların yatırımlarını kontrol etmek amacıyla iki farklı stratejiyi uyguladığını varsaymış ve bunların öngörüye dayalı ve öngörüye dayalı

olmayan kontrol mekanizmaları olarak iki başlık altında incelediklerinde hangi yöntemin daha başarılı olduğunu araştırmışlardır. Öngörüye dayalı kontrol mekanizması; anket ve riske göre düzeltilmiş beklenen getiri sonuçlarına dayanan detaylı finansal modellerin sonuçları gibi piyasa araştırmalarına göre oluşturulan ve gelecekte karşı karşıya kalınılabilecek riskleri hesaba katarak yatırım sonucunu kontrol altına almaya dayalı bir mekanizmadır. Bu stratejide yatırım performansı geleceğe ilişkin öngörülerin doğruluğuna bağlıdır. Bununla birlikte, geleceğe ilişkin belirsizlikler bu stratejinin öngörülerinin doğruluğunu azaltabilmektedir (Knight 1921).

Diğer bir kavramda öngörüye dayalı olmayan kontrol mekanizmasıdır. Geleceği ne kadar kontrol edebilirsen, o kadar az öngörüye ihtiyacın olur mottosu kavramın ana felsefesini oluşturur. Bu yaklaşımda geleceğe ilişkin öngörüde bulunmak yerine girişimciler içinde bulundukları çevre ortamına adapte olmaya, dönüşüme ve yeniden yapılanmaya odaklı çalışır ve girişimin faaliyetlerinin kontrolü ana strateji olur (Sarasvathy 2001). Öngörüye dayalı kontrol stratejilerinde yatırım öncesi seçim kritik önem taşırken, öngörüye dayalı olmayan kontrol stratejilerinde yatırım sonrası kontrol daha kritiktir.

Wiltbank vd. (2009) yatırım sonrası kontrole dayalı stratejilerin yatırımcıların daha az negatif getirili çıkış yapmalarına, öngörüye dayalı kontrol stratejisinde ise yatırımcıların daha yüksek tutarlarda yatırım yapmalarına neden olduğunu ancak bunun çok yüksek getirili (homerun exit) çıkışlara yol açmadığı yönünde bulgular elde etmişlerdir. Wiltbank vd. (2009) melek yatırımcıların yatırım öncesi daha

detaylı durum tespit incelemeleri (due diligence) yapmaları durumunda daha fazla yüksek getirili (homerun) çıkış yaptıklarını ve çok daha az negatif getirili çıkış ile karşı karşıya kaldıkları sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca melek yatırımcıların yatırım sonrası girişimle daha fazla etkileşimde olmalarının daha az negatif getirili çıkış yaşadığı yönünde bulgular elde edilmiştir. Bu stratejiye uygun melek yatırımlarda melek yatırımcıların girişimin ihtiyacı olan finansmandan daha az kaynak sağladığı görülmüştür. Normal koşullar altında melek yatırımcıların her iki strateji bir arada kullanması beklenir. Ancak burada araştırmacılar hangi odaklı stratejinin daha başarılı olduğunu anlamaya çalıştıklarından bir ayrıştırmaya gitmişlerdir.

Erken aşama yatırımlar; belirsizlik, bilgi asimetrisi ve girişimcilerin fırsatçı davranışları nedeniyle olası temsil maliyetleri ile içiçedir. GS fonları bu problemlerle baş edebilmek için genellikle kapsamlı sözleşmeleri kullanırlar. Buna karşın melek yatırımcıların girişimcilerle olan ilişkileri daha informaldır ve daha fazla koruma sağlayan detaylı ve kapsamlı sözleşmeler yerine daha basit sözleşmeleri kullanır. İlk başta bu durum çok rasyonel gözükmemekle birlikte esasen melek yatırımcıların basit sözleşmeler kullanmalarının arkasında yatan akılcı nedenler bulunmaktadır (İbrahim 2008). İbrahim (2008)'e göre bunun birinci nedeni, melek yatırımcıların yatırım yaptıkları girişimi çıkış için daha cazip hale getirme çabasıdır. Melek yatırımcıların yatırımlarında çok fazla şart koymaları, çıkış için GS fonlarından mahrum kalmasına neden olabilir. Stanco ve Akah (2005) tarafından yapılan bir araştırmaya göre melek yatırımcıların girişimciyle yaptıkları sözleşmelerin gereğinden çok detaylı ve kapsamlı olmasının GS fonlarının %44'ü için girişimlere yatırımın yapmanın cazip olmamasına neden olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bu

nedenle melek yatırımcılar kendi yatırımlarının ilk fakat son olmadığına bilincinde hareket eder. Özellikle teşebbüste çok fazla pay sahipliği GS fonlarını ve diğer yatırımcıları dışlayıcı bir etki doğurmaktadır.

İkinci neden olarak, melek yatırımcıların girişimciler üzerinde uyguladıkları informel tarama ve gözetim methodlarının GS fonlarının resmi sözleşmelerinin yerine geçmesi gösterilebilir. Melek yatırımcılar sektör spesifik girişimlere, kişisel ilişkilerine dayanarak ve yerel unsurları kullanarak yatırım yaptıkları için hem bilgi asimetrisinin neden olduğu belirsizliği azaltır, hem de bu yöntem ile tarama süreçlerini ekonomik olarak gerçekleştirirler. Girişimin gelişiminde aktif olarak yer aldıklarından gözetim fonksiyonunda da önemli maliyet avantajı elde ederler. Son olarak, düşük yatırımlar için ayrıntılı ve kapsamlı sözleşmeler tasarlamak yüksek maliyetli olup melek yatırımcıların hazırladığı türde basit sözleşmeler daha akılcıdır.

Bunun yanı sıra finansal motivasyon yanında yeni bir girişimde başarılı olma, kazandıklarının bir kısmını topluma geri verme gibi diğer motivasyonlar da melek yatırımcıların neden daha basit sözleşmeler ile yetindiklerini açıklamakta önemli katkı sağlayabilir. Bunun dışında diğer bir neden de çok kapsamlı koruyucu sözleşmeler hazırlamanın girişimci ve yatırımcı arasındaki güven ilişkisini zedelemesi ve girişimcilerin melek yatırımcıların girişime katılmaları yönündeki isteklerini azlatmasıdır (İbrahim 2008).

Bununla birlikte melek yatırımcıların giderek artan şekilde melek yatırım gruplarıyla birlikte yatırım yapmaları onların da sözleşmelerinin GS fonlarına

benzemesine yol açmıştır. Bu durum, melek yatırımcıların basit sözleşme yapmak suretiyle elde ettiği avantajlar arasında bir çelişki gibi gözüke de esasen bu durumun da arkasında bir rasyonalite yatar. Şöyle ki, melek yatırımcı grupları tarafından yapılan yatırımlar çeşitli yönlerden GS fonlarına daha çok benzemektedir. Öncelikle melek yatırım gruplarının doğası gereği daha profesyonel oluşu, daha yüksek tutarda yatırım yapmaları ve biraz daha geç aşama girişimlere yatırım yapmaları onları bireysel melek yatırımcılara kıyasla çıkışta GS fonlarına olan ihtiyaçtan korkmaksızın daha agresif hareket etmelerine yol açmaktadır.

İkinci olarak, melek yatırım gruplarıyla girişimciler arasındaki ilişki daha fazla piyasa dinamikleri doğrultusunda gerçekleşmekte ve gözetim ve tarama faaliyetleri ise daha az ilişkiye dayalı olacak şekilde tasarlanmaktadır. Bunun nedeni melek yatırım gruplarının daha istikrarlı ve daha çok yatırım yapmaları nedeniyle bireysel olarak yaptıkları yatırımlara göre yatırım hakkında daha az bilgi sahibi olurlar. Bu ise bireysel melek yatırımcılara kıyasla daha fazla belirsizlik, bilgi asimetrisi ve daha çok asil-vekil maliyetine neden olmakta ve melek yatırım gruplarının risklerini minimize etmek amacıyla sözleşmelere daha fazla önem atfetmelerine neden olmaktadır. Üçüncü olarak, melek yatırım gruplarının yukarıdaki nedenlerden dolayı katlandıkları yüksek işlem maliyetleri ancak daha yüksek tutarlı yatırımlar ve daha uzun süreli yatırımları şart koşmaktadır. Son olarak, detaylı ve kapsamlı sözleşmeler melek yatırım gruplarının motivasyonuna etkisi azdır. Bu açıdan GS fonlarından ayrılırlar ve bireysel melek yatırımcılara daha yakındırlar (İbrahim 2008).

Melek yatırımcıların ününün ve geçmiş yatırım tecrübelerinin, girişimci hakkındaki asimetrik bilginin neden olduğu ters seçim riski üzerinde önemli etkileri olabilmektedir. Sorheim (2003) yaptığı araştırmada, melek yatırımcıların sahip oldukları ün ve/veya yatırım tecrübelerinin çeşitli yönlerden yatırımların kalitesini etkilediği yönünde bulgular elde etmiştir. Sorheim (2003), melek yatırımcının itibarı ve/veya yatırım tecrübesinin ilk olarak, melek yatırımcının tanınırlığını arttırdığını ve onu girişim sermayesi piyasasında görünür hale getirdiğini ve bu durumun girişimcilerden doğrudan yatırım teklifi almalarına yol açtığını iddia etmektedir. Daha da önemlisi bu durumun aynı zamanda onların kaliteli yatırım fırsatlarıyla muhatap olmasında artışa yol açarak gelecekte daha iyi projelerde yatırım yapma olanağı sağladığını ileri sürmektedir. Melek yatırımcının bilgi ve tecrübesi spesifik bir endüstri alanında ise, bu onların bu alana daha fazla yönelmesine neden olmakta ve sahip oldukları bilgi birikiminden daha fazla yararlanmalarına yol açmaktadır.

Melek yatırımcıların içinde bulundukları coğrafi çevrede yatırım tercihlerinde önemli yer tutar. Şöyle ki, melek yatırımcının iş ve kişisel ilişkileri yakın coğrafi çevresinde bulunur ve yaptığı yatırımlarda bu ilişki çevresinden edindiği bilgilere güvenir. Aynı zamanda yakın coğrafi çevre içinde yatırım yapması yatırımların gözetimi ve kontrolü için melek yatırımcıya büyük kolaylık sağlar (Sorheim 2003).

#### **4.2 GS Fonlarının Bilgi Asimetrisi Sorunları ve Çözüm Yolları**

GS fonları son 30 yılda erken aşama girişimciliği desteklemede kullanılan araçlardan en etkin olanlardan birisidir. Özellikle 90'lı yıllarda internet

yatırımlarında büyük başarıların altında GS fonlarının katkısı büyük olmuştur. GS fonlarının erken aşama girişimcilere en önemli katkısı kendi ilişki ağlarını kullanarak yetenekli ve uzman yöneticileri girişimlerde istihdam etmek suretiyle girişimlerin profesyonel yönetim anlayışını kazanmalarını sağlamak ve dönemsel olarak karar alma fonksiyonlarında bulunarak girişimin stratejisinin belirlenmesinde ve kârlı çıkış olanaklarının sağlanmasında önemli roller üstlenmelerinden kaynaklanır (Lerner 1994; Klausner ve Litvak 2001).

Daha önceden de belirtildiği üzere ahlaki tehlike, GS fonlarının karşı karşıya kaldığı en temel sorunlardan birisidir. GS fonlarında ahlaki tehlike tarafların diğer tarafın durumunu düşünmeksizin sadece kendi çıkarını düşündüğü ve ona göre hareket ettiği durum için kullanılmaktadır. Elitzur ve Gavius (2003) araştırmalarında, bir girişimdeki tarafların girişimin faaliyetlerine başlamadan önce, girişimi başarısızlığa götüreceğini bilmelerine rağmen sahip oldukları kaynakları arttırarak girişimde kullanmayı planlamadıkları durumların olası olduğunu ortaya koymuşlardır. Elitzur ve Gavius (2003) bunun temel nedeninin girişimdeki tarafların kendilerine düşen kaynağı olması şeklinde yerine getirirken taraflardan sadece birisinin dahi kendi payına düşen kısmı kullanmaktan veya harcaması gereken çabayı harcamaktan imtina ettiği durumlarda bu tür sonuçlarla karşılaşılabilmesinin olası olduğunu ifade etmişlerdir. Girişimdeki tüm taraflar, diğer tarafın girişimdeki para olsun çaba olsun üstüne düşen görevini yeterince yerine getirmeyeceği korkusu içinde olduğundan taraflar yatırımları devam ettirmekten veya gerekli çabayı sarfetmekten kaçınırlar.

Elitzur ve Gaviious (2003) bu etkinsizlik durumundan kaçınmak için sadece GS fonları tarafından kullanılan hisse senedi opsiyonlarının, zamana yayılmış finansmanın ve doğrudan kontrol faaliyetlerinin yeterli olmayacağı bunun dışında girişimcilerin GS fonlarından önce melek yatırımcılara yaklaşımlarının bir çözüm olacağını iddia etmişlerdir. Bunun nedeni olarak da melek yatırımcılara yaklaşan girişimcilerin bazı maliyetleri üstlenmek durumunda kalacaklarını ve girişimcilerin bu süreçte denenmiş olacaklarıdır. Bu durumun ise, GS fonları için olumlu bir sinyal olduğu ileri sürülmüştür.

GS fonları, yatırımlarında dört türlü temsil maliyeti riski ile karşı karşıyadır. Bunlardan birincisi, yatırım sonrasında girişimcinin yatırımın değerini artırmak için yeterince sıkı çalışmamasıdır. İkinci risk, yatırım yapılacak girişimin kalitesi hakkında girişimcinin GS fonundan daha fazla bilgiye sahip olması nedeniyle yatırıma gereğinden fazla değer verilmesi nedeniyle oluşacak kayıptır. Üçüncü risk, yatırım sonrasında GS fonu ve girişimcinin girişimde atılacak adımlar konusunda anlaşmazlığa düşmeleri durumudur. Son olarak, GS fonunun girişimcinin girişimdeki öneminin çok yüksek olduğu durumlarda girişimden ayrılması ile korkutulmasıdır (Kaplan ve Strömberg 2004).

Temsil maliyeti riski, doğrudan bilgi asimetrisiyle ilişkilidir. Bilgi asimetrisinin de temelinde girişimcinin GS fonundan girişim hakkında daha fazla bilgiye sahip olması yatar. Temsil maliyeti riski özellikle girişimcinin tecübesizliği nedeniyle yeteneği hakkında yeterince bilgi sahibi olunamadığı, girişimin faaliyetlerinin gözlemlenmesi ve gözetiminin zor olduğu, girişimcinin faaliyetlerini

ve fon kullanımlarını gizlilik içerisinde yaptığı durumlarda daha yüksektir. Burada bahsedilen riskler girişimin kendisinden kaynaklandığı için içsel risk olarak tanımlanır. İçsel riskler ne kadar yüksek ise, ahlaki tehlike, ters seçim ve çıkar çatışması riskleri de o kadar yüksek olmaktadır. İçsel risklerin yanısıra girişimin içinde bulunduğu piyasa koşullarından kaynaklanan talep daralması, rekabetin artması vb. gibi dışarıdan kaynaklanan dışsal riskler de söz konusu olabilmektedir.

Hem içsel hem de dışsal riskleri asgari seviyeye çekmek için GS fonları bir takım tedbirler almaktadır. İçsel risklerde alınan tedbirlerde GS fonun girişim üzerindeki kontrolüne odaklanılmakta, dışsal risklerde ise genellikle girişimin performansı göz önüne alınmaktadır. İçsel riskler ne kadar yüksek ise, GS fonunun kontrole vereceği önem de o kadar artmaktadır (Kaplan ve Strömberg 2004).

GS fonlarının erken aşama girişimlere yatırımlarında; ortaklık kurmak veya ortaklığa dönüşecek şekilde borç vermek suretiyle yatırım yapıldığı için hazırlanan şirket sözleşmeleri büyük önem arz eder. Bu sözleşmelerde GS fonlarının hak ve yükümlülükleri ayrıntılı olarak belirlenir. Bununla birlikte ne kadar detay da hazırlansa bu sözleşmelerde belirsizlik yaratan, bilgi asimetrisine neden olan ve asil-vekil çatışmasından kaynaklanan maliyetlere yol açan eksiklikler mutlaka bulunur (Aghion ve Bolton 1992).

Erken aşama girişimlerin faaliyet geçmişlerinin ve finansal tablolarının olmaması onların geleceğe ilişkin performansının belirlenmesini, bu nedenle de finansmana erişimini zorlaştırır. Girişimlerin bu yapısı vekillik maliyetlerini

arttıracak için GS fonlarının iyi ve kötü girişimleri ayırt etmek amacıyla yaptığı tarama faaliyetlerine ve yatırım sonrası gözetim için daha fazla kaynak ayırmasına ve dolayısıyla maliyetlerinin artmasına neden olur (Bartlett, III 2006). GS fonları için bu problemleri elimine etmek mümkün olmamakla birlikte, diğer yatırımcılarla ortaklaşa yatırım yapmak ve bir portföy mantığı ile hareket etmek suretiyle bu tür riskler azaltılmaya çalışılır (Gompers ve Lerner 2001). GS fonları bunun dışında girişimcilere hisse opsiyonları sağlayarak onların performanslarını artırmaya çalışır. Tüm bu önlemlere rağmen GS fonları, karşılaşılabilecekleri öngörülemez riskleri girişimlere yatırıdıkları sermaye gücüne göre daha fazla kontrol sağlamaya olanak veren çok ayrıntılı ve kapsamlı sözleşmelerle yatırımlarını gerçekleştirirler (Klausner ve Litvak 2001).

Krilenko (2001) ters seçim riskinin derecesinin yüksekliğinin, GS fonlarına daha yüksek kontrol hakkı talep etmesine yol açtığını; yatırımın büyüklüğünün ve GS fonlarının girişim hisselerine ödediği fiyatın yüksekliğinin; GS fonuna kontrol gücü sağlarken, girişimcinin ise buna fiyat nedeniyle razı olmasının sağlandığı ve taraflar arasındaki risk paylaşımının da kontrol haklarının taraflar arasındaki dağılımının belirlenmesinde önemli rol oynadığını bir teorik çerçeve içerisinde ileri sürmüşlerdir.

GS fonlarının diğer fonlarla birlikte ortak yatırım yapmaları; GS fonları açısından riskin diğer fonlar ile birlikte paylaşılmasına ve diğer fonların yatırım kararı alınmasında bilgi ve tecrübelerinden istifade edilmesine dolayısıyla daha isabetli yatırım yapmalarına yol açmaktadır. Bununla birlikte bu yöntemin asil-

vekillik açısından getirdiği bir takım sıkıntılar da bulunmaktadır. Chahine vd. (2012) GS fonlarının ortak yatırım yöntemiyle yatırımda bulundukları şirketi halka arz ederken, kazanç yönetimi yoluyla halka arzdeki yatırımcıların aleyhine olacak şekilde işlemler yaptıklarını ve bunun temsil maliyeti riski üzerinde önemli etkilere neden olarak halka arz sonrası şirket performansı üzerinde olumsuz etkilere yol açtığını ileri sürmüşlerdir.

Bunun nedeni olarak, GS fonlarının ortaklaşa yatırımları yatırım yapılan girişim üzerindeki ortaklık yoğunluğunu azaltacaktır. Girişimde söz sahibi olacak ortak sayısı (GS fonu) çoğalacak, bu ise çoğunluk payına sahip ortak sayısında düşüşe yol açacaktır. Bu durum ise her bir GS fonu için girişimde tek yatırımcı (GS fonu) olunması durumuna göre kontrol ve gözetim faaliyetlerine ayrılacak zamanın azaltılmasına ve girişim üzerinde daha az kontrol faaliyeti yapılmasına yol açacaktır (Cumming 2006). Bu durumun yol açacağı diğer bir sorun ise GS fonları tarafından yapılacak gözetim faaliyetlerinin ve girişimci şirketin getireceği piyasadaki fırsatları değerlendirmede GS fonları arasındaki koordinasyon nedeniyle yaşanan gecikmelerin yol açacağı yüksek koordinasyon maliyetleridir (Cumming, vd. 2007). Ortaklaşa yatırım aynı zamanda GS fonlarının girişimdeki çıkarlarının farklılaşmasına (Filatotchev, vd. 2006) ve lider ortak (GS fonu) ile diğer ortaklar (GS fonları) arasında çıkar çatışması potansiyelinin doğmasına yol açabilir (Cumming 2006).

Daha açık bir ifadeyle, ortaklık içindeki daha tecrübeli ve itibar sahibi GS fonu, ünü korumak amacıyla kazanç yönetimi faaliyetlerinden kaçınmak isterken, diğer genç GS fonları ‘türbinlere’ oynama motivasyonu daha yüksek (kendisinin

girişimi halka arza götürebilme başarısını sağladığını göstermek amacıyla bu tür faaliyetlere girişmesi) olacaktır (Gompers 1996). Bu tür GS fonları, girişimdeki yöneticileri ayarlayacak ve onların halka arz öncesinde şirket kazançlarını manipüle etmelerine sevk edeceklerdir. Girişimi ne kadar erken halka arza götürebilirse, GS fonunun kendi ününü artırma potansiyeli de o kadar yükselebilecektir. Halka arz öncesi kazanç yönetimi, halka arz sonrasında da hisse fiyatlarına olumlu etkiler yapabilir ve bu etkiler halka arz sonrasında GS fonunun belli bir süre için şirkette kaldığı dönem boyunca (lockup period) devam etmesi ve fonun çıkış yapmasına mani olmadığı müddetçe GS fonu için önemli avantajlar sağlamaya devam eder. Bu ise kazanç yönetiminin genç GS fonları için cazibesini artırır. Bu nedenle ortak yatırımda bulunan GS fonu sayısı ne kadar yüksekse, lider GS fonu için fırsatçı davranışlardan kaçınmak o kadar zor olacaktır (Chahine, vd. 2012).

GS fonlarının yatırım yaptıkları girişimlerle yaptıkları sözleşmelerde nakit/kâr dağıtım hakları, yönetim kurulunda temsil, yönetimde temsil gücü ve diğer kontrol hakları ayrıntılı olarak düzenlenir. Bu haklar, finansman ve finansman dışı bir takım tedbirleri duruma bağılı olarak girişimcilere şart koşar. Genel olarak, sözleşmede yer alan yönetimde temsil ve temsil gücü ile tasfiyeye ilişkin haklar girişimin kötü performans göstermesi durumunda GS fonuna girişimin kontrolünü alma yetkisi verir. Girişimin performansı geliştikçe, girişimci daha fazla kontrol hakkı elde ederken, GS fonu nakit/kâr dağıtımına ilişkin haklarını korur ancak kontrole ve tasfiyeye ilişkin diğer haklarından feragat eder.

Sözleşmelerde GS fonlarına verilen bir diğer hak ise, girişimcilerin girişimden ayrılmalarını zorlaştıran rekabet yasağı ve girişimcinin hakedişlerini bir şarta bağlayan hükümlerdir. Sözleşmelerde yer alan nakit/kâr dağıtım hakları, kontrol hakları ve diğer şarta bağlı olarak sağlanan haklar, birbirine ikame olan haklar olmayıp birbirini tamamlayıcı niteliktedir (Kaplan ve Strömberg 2003).

Tipik bir GS yatırım sözleşmesi beş koruyucu tedbir içerir; bunlardan birincisi, girişimcinin kullanımına bırakılacak fonların belirli zaman dilimlerine yayılmasıdır (Staging). Finansman sürecini zamana yayma, girişimci hakkındaki belirsizliğin azaltılmasına, yatırımların tekrardan değerlendirilmesine, performansa bağlı ödeme yapmaya ve gerektiğinde girişimden çıkış opsiyonu sağladığı için GS fonunun riski azalır (Kaplan ve Strömberg 2003). Fonların zamana yayılarak verilmesi aynı zaman da GS fonunun yatırımlarını daha etkin gözetlemesine ve girişimcinin kontrolü için daha az maliyete katlanmasına yol açarak vekillik maliyetlerini ve bilgi asimetrisinin neden olduğu riskleri azaltır.

Erken aşama girişimlerde GS fonları tarafından icra edilecek kontrol faaliyetlerinin değeri çok fazladır. Kontrol faaliyetleri GS fonunun fırsat maliyetlerini, raporlama maliyetlerini içerecek şekilde geniş kapsamlı maliyetlere yol açar. Yatırım öncesinde elde edilecek finansal bilgiler bu girişimlerin geçmişlerinin olmaması veya değerlendirme yapmak için zamanın çok kısa olması nedeniyle yeterli olmaz. Özellikle Ar-Ge yoğunluğu yüksek olan projelerin finansmanında büyüme potansiyeli çok yüksek olmakla birlikte gayri maddi unsurların firma değerindeki payının yüksek olması girişimin tasfiyede yatırımcılarına artık gelir

bırakma durumunu kısıtladığı için bu girişimlerin faaliyetlerini kontrol etme ihtiyacı da o kadar yüksektir (Gompers 1995). Zamana yayılan finansman girişimcinin yatırımcı ile çıkar birlikteliği yapmasını sağlayarak bilgi asimetrisinin neden olduğu çıkar çatışmasını azaltmakta ve girişimcinin ancak ihtiyaçlarını karşılayacak kadar finansman sağlanması da girişimcinin kendi kişisel masraflarını azaltmasına yol açarak vekillik maliyetlerini azaltıcı rol oynar (Gilson 2003). Sahlman (1990) bu yöntemin GS fonları tarafından uygulanan kontrol mekanizmalarından en etkin olduğunu ileri sürmektedir.

İkinci tedbir, GS fonlarının hisse senedine dönüştürülebilir tercihli menkul kıymetleri, sıradan hisse senetleri yerine kullanmalarındır. Erken aşama girişimlerin sahip olduğu dezavantajlar nedeniyle finansman sağlamanın zorluğunu aşmak amacıyla bu araçlar GS fonları tarafından sıklıkla kullanılır. Hisse senetlerine dönüştürülebilir tercihli menkul kıymetler, GS fonları için sıradan hisse senetlerine göre önemli avantajlar sağlar. Öncelikli olarak bu hisseler, yatırımcıların herhangi bir iflas durumunda tercihli bir hisse olduğu için sıradan hisselerle göre tasfiye gelirlerinde öncelik sağlar. Bu hisselerin ikinci avantajı yatırımcılar için daha yüksek değerlemeye olanak sağlamasıdır (Kaplan ve Strömberg 2003).

Hisse senedine dönüştürülebilir tercihli menkul kıymetler, GS fonlarının karşı karşıya kaldığı ahlaki tehlike problemini minimize etmede çok önemli avantajlar sağlar. Bu araçlar kullanılarak GS fonları, girişimlere “eğer iyi performans gösterirsen verilen kaynak hisse senedine dönüştürülür” mesajını verir. Aksi takdirde GS fonu tarafından girişimciye verilen kaynak borçlanma aracı gibi bir

ödeme yapılması niteliğini devam ettirir ve bu ödeme nedeniyle girişimci ekstra maliyeti karşılamak durumunda kalır. Bu menkul kıymetler yoluyla girişimin veya projenin önemli bir finansman ihtiyacı gideriliyorsa performans etkisi daha yüksek olur (Schmidt 2003). Hisse senedine dönüştürülebilir tercihli hisse senetleri dışında, sıradan hisse senedi niteliğinde ancak farklı sınıflarda olup GS fonlarına veto hakkı, avantajlı kurul üyeliği ve tasfiye hakları gibi haklar sağlayan farklı sınıflarda sıradan hisse senetleri de çok yaygın kullanılmaktadır.

Üçüncü tedbir, bu sözleşmelerde GS fonlarının karar alma süreçlerinde daha az hisse sahibi (azınlıkta) olmalarına rağmen girişimde söz sahibi olmalarını sağlayan hükümlerin yer almasıdır. Bu hükümler sayesinde girişimcilerin fırsatçı eylemleri engellenmesi mümkün olur.

Dördüncü tedbir, sözleşmeye konan negatif şartlar sayesinde GS fonlarının onayının alınmasının bazı durumlarda zorunlu olmasıdır. Bu şart GS fonunun yönetimde söz sahibi olmasını tamamlayıcı nitelikte bir şarttır (Sahlman 1990; Smith 2005). Kaplan ve Strömberg (2003) yaptıkları araştırmada, GS fonlarının yatırım yaptıkları girişimlerde %25'inin girişimin yönetim kurulunda çoğunluk sahibi olduğunu, girişimin kurucularının ise girişimlerden sadece %14'ünde çoğunluk sahibi oldukları ve iki tarafında çoğunluk sağlamadığı girişim oranının %61 olduğu, bununla birlikte oy hakkı açısından bakıldığında GS fonlarının %69 ile çoğunluk oy hakkına sahip olduğu ve girişimi kontrol ettikleri bulgusuna ulaşmıştır.

Son tedbir ise, yatırım sözleşmeleri ile girişim sermayedarlarına avantajlı çıkış haklarının sağlanmasıdır. Bu şart girişime konan sermayenin likid olmadığı göz önüne alındığında GS fonu için önem arz eder. Bu haklar, hisse bedellerini geri alma, girişimciden fonun sahip olduğu hisseleri halka arza zorlama haklarını isteme ve verilen borcun hisse senedine dönüştürülmesi haklarından oluşur (Smith 2005). GS fonları finansmanda tercihli ve farklı sınıflarda hisse senedi kullandıkları için de girişimin tasfiyesinde de öncelik hakkına sahiptirler.

Ahlaki tehlike sadece girişimcilerden kaynaklanmaz, tek yönlü bir ilişki söz konusu değildir. Girişimcilerin de ahlaki tehlike ile karşı karşıya kaldığı durumlar söz konusu olabilmektedir. Girişimciler GS fonlarını sadece finansman amacıyla tercih etmezler. GS fonlarının sağladığı finansal kaynaklar dışında, danışmanlık ve profesyonel yönetim anlayışı da girişimcilere kazandırdıkları önemli fonksiyonlardandır. Bununla birlikte danışmanlık hizmetlerini dışarıdan hizmet temini yoluyla alınması da girişimciler için başka bir alternatif olarak öne çıkabilir. Ancak bu durumda girişimcilerin danışmanların yeterli çabayı göstermemesi gibi ahlaki bir tehlike ile karşı karşıya kalması çok muhtemeldir. Bu nedenle GS fonlarının dışarıdan alınacak danışmanlık hizmetine tercih edilmesi söz konusu olabilmektedir. Girişimcilerin GS fonlarını dışarıdan sağlanan danışmanlık hizmetlerine tercih etmesinin arkasında yatan nedeni araştıran Casamatta (2003) danışmanlık dışında finansal katkının da sağlanmasının danışmanlık için verilen çabayı olumlu etkilediği ve firma değerini artırdığı sonucuna ulaşmıştır. Dışarıdan alınan danışmanlıktan kaynaklanan temsil maliyeti riskinin dışarıdan finansman sağlanmak yoluyla (GS fonu ile) azaltılabileceğini göstermesi açısından önemlidir.

GS fonlarında karşı karşıya kalınan diğer bir temsil maliyeti, GS fonunu yöneten fon yönetimi ile fona kaynak sağlayan yatırımcılar arasında çıkar. Bu maliyetin kaynaklarından birisi bir dereceye kadar limited ortaklık modelinin hukuki yapısından kaynaklanır. Bu ortaklık modelinde fona kaynak sağlayan yatırımcılar, fonun yönetimi üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır. Bununla birlikte bu maliyetin doğmasını engellemek amacıyla fon yönetimiyle yapılan sözleşmelerde bir takım koruyucu tedbirler söz konusudur.

İlk koruyucu önlem, fonun yaşam süresinin sınırlı olmasıdır. Fonlar sonsuza kadar yaşamazlar ve fon yatırımcıları fonun süresi bittikten sonra tekrardan kaynak aktarmaz zorunda kalmazlar.

İkinci önlem, fon yatırımcılarının fona verdikleri taahhütleri geri çekebilme olanağıdır. Bu önlem özellikle fon yönetiminin gereksiz risk alması nedeniyle yatırımcıların yüksek risklerle karşılaşmasının önüne geçmek amacıyla kullanılır. Ancak bu önlemin kötüye kullanılarak fon yönetimini zor durumda bırakmasını engellemek amacıyla taahhütlerin geri çekilmesi imkanı sözleşmelerde mümkün olduğu ölçüde sınırlandırılır.

Üçüncü önlem, fon yöneticilerinin ücretinin performans bazlı olarak yapılandırılması olup, genellikle fon yöneticilerine fonun elde ettiği kârın %20'si kadar bir tutar performans ücreti olarak ödenir. Bu tür kâr paylaşımı fon yönetiminin fona ödenen yönetim ücretini daha sağlıklı şekilde kullanmalarını sağlar.

Dördüncü önlem, fon yönetiminin çıkış yaptığı yatırımlardan elde ettiği getirinin tamamını zorunlu olarak yatırımcılara dağıtması zorunluluğudur.

Son olarak, yatırımcılar fon yönetimi ile aralarındaki açık çıkar çatışması alanlarını örneğin girişimci şirket hisselerinin satın alınmasında fon yönetimine ilave imkan tanıyacak şekilde tercihli alım seçeneğini veya düşük fiyattan hisse alımını yasaklayan ve fon yönetimine çıkar sağlayacak sınırlandırıcı sözleşme hükümlerini imza altına alırlar (Sahlman 1990).

Buraya kadar anlatılanlar bilgi asimetrisi ve ahlaki tehlikeden kaynaklanan riskler ve bu risklerle başa çıkmada GS fonlarının kullandıkları mekanizmalar veya diğer bir ifade ile kurumsal yönetimde olması gereken temel fonksiyonların neler olduğunu göstermektedir. GS fonlarını karşı karşıya kaldıkları bu türden risklerle mücadelede uygulanan yöntemler elbette ülkeden ülkeye, içinde bulunulan yasal çevre nedeniyle önemli farklılıklar gösterebilmektedir. İyi işleyen ve tasarlanan yasal ve kurumsal yapı ile iyi işleyen muhasebe standartları ile birlikte, şirketlerde şeffaflığı arttırmakta bu durum bilgi asimetrisinden kaynaklanan riskleri azaltmakta, kontrol süreçleri ile ilgili maliyetleri düşürmekte ve daha yüksek değer yaratılmasına yardımcı olmaktadır. Cumming vd. (2010)'nin ülkelerdeki yasal ve kurumsal farklılıkların (1) fon toplama ve yatırım süreçlerine, (2) birlikte yatırıma veya zararlı ortak yatırımlara ve (3) yönetim kurulu teşkili ile menkul kıymetlere ilişkin tercihlere nasıl etki ettiğine ilişkin yaptıkları kapsamlı çalışmada önemli bulgulara ulaşmışlardır. Araştırmacılara göre;

(1) Yasal ve kurumsal yapının, yatırım süreçlerinde önemli kısıtlamalar getirdiği durumlarda örneğin bürokrasinin yoğunluğu, sözleşmelerin ihlali riski vs. yatırımların yavaşlamasına yol açabilmektedir. İyi tasarlanmış yasal ve kurumsal çerçeve, tarama faaliyetlerinin ve nihayetinde yatırımların çok daha hızlı sonuçlanmasına yol açmaktadır.

(2) Girişimcilerin taranması ve girişimlere ilişkin durum tespiti yapılışında birden fazla fonun birlikte bu faaliyetleri bir girişim üzerinde icra etmeleri yatırım kalitesini artıran bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Fakat aynı GS fonu şirketi tarafından yönetilen farklı fonlardaki kaynaklar kullanılarak aynı girişime yatırım yapılması ise zararlı ve kötü sonuçlar doğurmaktadır. Yasal ve kurumsal yapının birlikte yatırımları kolaylaştırıcı, zararlı ortak yatırımları ise zorlaştırıcı olması arzu edilen bir durum olarak öne çıkar. İyi tasarlanmış yasal ve kurumsal çerçeve, birlikte yatırım süreçlerinin olması olasılığını arttırmakta ve zararlı ortak yatırımların gerçekleşmesi olasılığını düşürmektedir.

(3) Kurumsal ve yasal çevrenin GS fonunun şirket yönetim kurulunda bulunmasına izin verip vermemesi, nakit/kâr dağıtımına ilişkin sözleşmeler de GS fonu lehine onun pozitif gelişmelerden daha fazla istifade etmesine olanak tanıyıp tanınamaması da GS fonları tarafından kullanılacak enstrümanlar üzerinde etkiler doğurur. İyi tasarlanmış yasal ve kurumsal çerçevenin yatırımcıların kurulda temsilini ve nakit/kâr dağıtımına ilişkin menkul kıymet kullanımını kolaylaştırır.

Cumming vd. (2010) araştırmalarında yasal ve kurumsal yapının yukarıda bahsedilen alanlarda çok güçlü etkileri olduğunu ve lkeler arasında GS fonlarının girişimlerdeki uyguladıkları kurumsal yapının farklılaşmasına yol açtığı sonucuna ulaşmışlardır.

Girişimciler ve GS arasında bilgi asimetrisi sorunu literatürde genel olarak asil-vekil maliyetleri çerçevesinde incelenmiş ve bu maliyeti azaltmaya yönelik tedbirler geliştirilmeye çalışılmıştır. Bonnet ve Wirtz (2012) bu konuda girişimci ve yatırımcı (Melek Yatırımcı ve GS fonları) arasında asil-vekil maliyetleri yanı sıra bilişsel maliyetlerin de dikkate alınması gereken bir unsur olarak öne çıktığını ve her iki maliyetinde yatırımcı tipleri için farklılaştığını ileri sürmüşlerdir. Bonnet ve Wirtz (2012) alışmalarında, bilişsel maliyetin girişimci ve yatırımcı arasındaki büyüme fırsatlarını algılama daha açık bir ifade ile farklı bilgi ve tecrübeye sahip girişimci ve yatırımcının fırsatları değerlendirme yaklaşımlarındaki farklılaşmaya dayandırmaktadır. Bonnet ve Wirtz (2012), farklı bilgi ve tecrübeye sahip olmanın taraflar arasında asil-vekil ilişkisinin öngördüğünün dışında farklı bir bilgi asimetrisi sorununa işaret ettiğini ve asil-vekil ilişkisinin nedenini çıkar çatışmasında aradığı sorunu, her iki tarafında iyi niyetli olması durumunda dahi söz konusu olabileceğini ve bu maliyetin bilişsel farklılıklardan kaynaklandığını ileri sürer.

Bu yaklaşım altında, girişimci ve yatırımcı arasındaki bilgi asimetrisi yatırımcıların girişimciler üzerindeki mentorluk faaliyetleri ile azaltılabilir. Aynı şekilde girişimciden de yatırımcıya doğru bir bilgilendirme faaliyeti her iki tarafta da bilgilerin yakınsamasına yol açarak bilginin dışsallaşmasına katkı sağlayacaktır ve

yatırımcı ve girişimciler potansiyel büyüme fırsatlarını anlamada ortak bir zemin kazanacaktır (Nonaka vd. 2001). Fakat melek yatırımcılar ve GS fon yöneticilerinin firma seçim süreçleri birbirinden çok farklı olduğu için mentorluk her ikisi için aynı sonucu vermez. Şöyle ki, melek yatırımcılar firma/girişimci seçiminde profesyonel durum tespit çalışmalarından (due diligence) daha çok kendi yargılarına güvenerek karar verirken, GS fonları daha resmi, kapsamlı ve analitik yöntemler kullanırlar (Wiltbank 2005). Bu itibarla, GS fonları ve melek yatırımcıların girişimi anlama ve bilgi düzeyleri birbirinden çok farklılaşır. Bu durum, GS fonları ve melek yatırımcıların girişimcileri anlama düzeyleri arasında önemli bir farkın doğmasına ve bilişsel maliyetlerin de farklılaşmasına yol açar (Bonnet ve Wirtz 2012).

Bonnet ve Wirts (2012), bilişsel maliyetlerin özellikle erken aşama yatırımlarda söz konusu olduğunu ve melek yatırımcılar açısından çok daha fazla öneme sahip olduğu, GS fonlarının ise daha ileri aşama girişimlere yatırım yapmaları nedeniyle asil-vekil maliyetlerinin bilişsel maliyetlere göre daha fazla öneme sahip olduğu yönünde bulgulara ulaşmışlardır. Bonnet ve Wirts (2012), bilişsel maliyetler göz önüne alındığında melek yatırımcıların ve GS fonlarının birlikte hareket etmelerinin toplam yatırım maliyetlerinin aşağı çekilmesinde yararlı olacağını, çünkü melek yatırımcıların bilişsel maliyetlerin azaltılmasındaki becerilerinin yanısıra, GS fonlarının asil-vekil maliyetleri kontrol etmedeki becerileri her iki yatırımcının birlikte hareket etmelerinin önemli avantajlar sağlayacağını ileri sürmektedirler. Bonnet ve Wirts (2012), melek yatırımcıların ve GS fonlarının erken aşama yatırımlarda birlikte sistematik bir işbirliğine gitmelerinin ve bu şekilde bir kurumsal

evre oluşturmalarının erken aşama girişimlerinin büyüme potansiyelinin artıracağını  
ileri sürmektedir.



## **BEŞİNCİ BÖLÜM**

### **MELEK YATIRIMCILARIN VE GİRİŞİM SERMAYESİ FONLARININ**

#### **YATIRIMDAN ÇIKIŞ VE GETİRİ PERFORMANSI**

Melek yatırımcılar ve GS fonları farklı saiklere sahip olsalar da nihayetinde yaptıkları yatırımlardan katlandıkları yüksek risk nedeniyle yüksek getiri beklerler. Ancak erken aşama şirketlerin bir çoğunun bir kaç yılı geçmeden başarısız olması melek yatırımcıları ve GS fonlarını bir portföy anlayışı çerçevesinde yatırım yapmaya yöneltmektedir. Burada amaç yatırım portföyünden en azından bir kaç yatırımın çok yüksek getiri getirmesi ve diğer yatırımlardaki başarısızlıkların telafi edilmesi ve üstüne de belli bir getirinin elde edilmesidir. Bu amaçla melek yatırımcılar ve GS fonları yatırım yaptıkları her girişimde çok yüksek getiri elde etmek ister ve yatırımlarını buna göre yapar. Melek yatırımcılar ve GS fonları yüksek getiri beklemedikleri bir yatırımda bulunmazlar.

#### **5.1 Melek Yatırımcıların Yatırımdan Çıkışı ve Getiri Performansları**

Melek yatırımcıların yatırımlarının informel yapısı dolayısıyla yaptıkları yatırımdan elde ettikleri getiriler hakkında yapılan araştırmalar çok kısıtlı ve elde edilen sonuçlar yeterli güvencelerden yoksundur. Yapılan araştırmalar melek yatırımcıların her yıl binlerce girişime milyarlarca dolar yatırım yaptığını ve girişimcilerin piyasa şartları altında ilk başvurdukları kaynak olarak öne çıktığını göstermektedir. GS fonlarının aksine melek yatırımcıların hedeflediği en önemli kitle

erken aşama girişimlerdir. Son zamanlarda melek yatırımcıların bireysel olarak değil, birlikte yatırım yaptıkları görülmektedir. Birlikte yatırım önceki bölümlerde ayrıntılı olarak anlatıldığı gibi melek yatırımcıların tecrübe paylaşımına imkan verip onların yatırım fırsatlarını daha iyi değerlendirmelerine ve risklerini paylaşmaya imkan tanımaktadır. Melek yatırımcıların yaptıkları yatırımlar hakkında yeterli veri olmaması nedeniyle melek yatırımcıların yaptıkları yatırımlardan ne kadarlık bir getiri elde ettiklerine ilişkin çalışmalar çok azdır. Melek yatırımcıların yaptıkları yatırımlardan elde ettikleri getiriler üzerine en kapsamlı çalışma Wiltbank ve Boeker (2007) tarafından yapılmıştır.

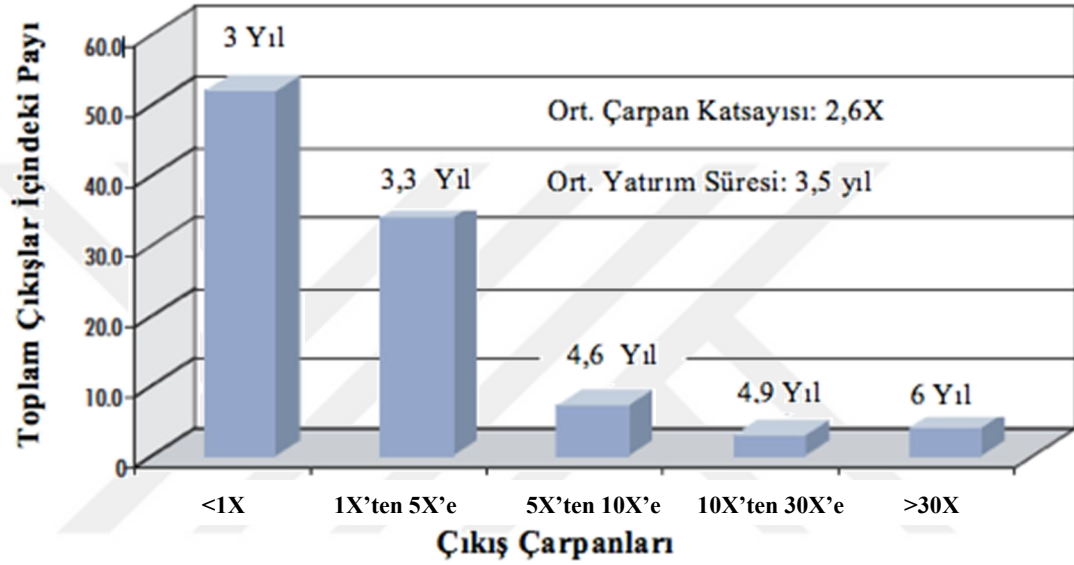
Wiltbank ve Boeker (2007) ABD’de faaliyet gösteren melek yatırımcıların 1997 ve 2007 arasındaki yatırımlardan çıkış sonucu elde ettikleri getirileri ve yatırım stratejilerini araştırmışlardır. Melek yatırımcıların herhangi bir raporlama yükümlülüğü olmadığı için melek yatırımcı gruplarının çalışmaları esas alınmıştır. Bu çerçevede 276 melek yatırımcı grubundan anket çalışması yoluyla elde edilen bilgiler kullanılmıştır. Çalışmada yatırım durum tespiti (due diligence) için harcanan zamanın, melek yatırımcının yatırım yaptığı sektörlerdeki tecrübesinin ve melek yatırımcının girişime sağladığı katkıların girişimin performansına olumlu olarak yansıdığı ve girişimin değerinin arttığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu çalışmadan elde edilen sonuçlara ayrıntılı olarak aşağıda yer verilmiştir:

- *Melek Yatırımlardan Elde Edilen Getirilerin Dağılımı*

Melek yatırımcılar ortalama bir yatırımda 3,5 yıl kalırken, bu süre zarfında elde ettikleri getiri düzeyi ortalama olarak yatırımın 2,6 katıdır. Yatırımlardan elde

edilen getiri eşit bir dağılım göstermemektedir. Çıkış yapılan yatırımların %48'i melek yatırımcılar tarafından yapılan yatırım tutarının üzerinde iken bunlardan %7'si 10 katın üzerinde bir getiri sağlamakta, %52'sinde ise zarara neden olarak yatırım tutarının altında bir kazanç sağlanmasına yol açmaktadır.

**Şekil 8: Melek Yatırımların Getiri Dağılımı**



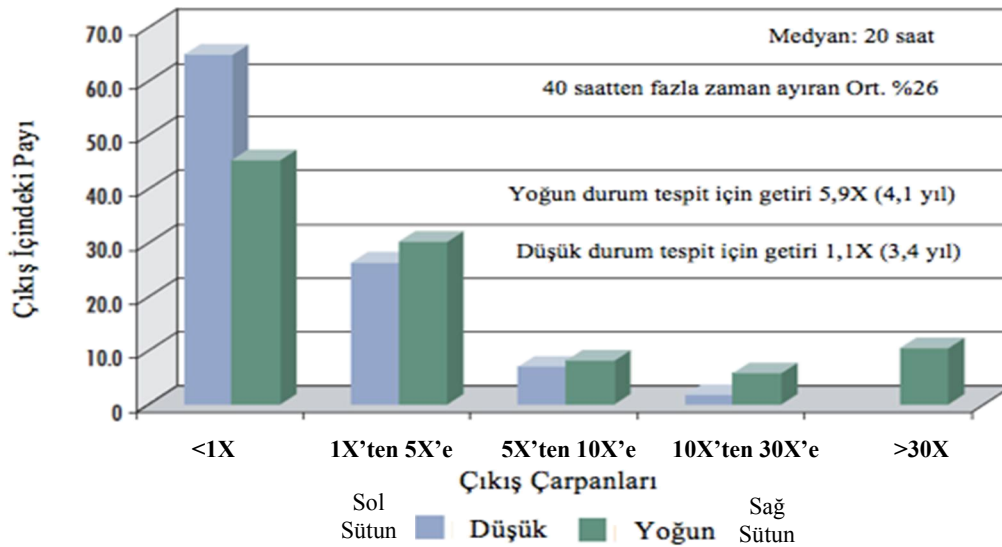
Şekil 8 aynı zamanda kötü yatırımlardan çıkışın hızlı, iyi yatırımlardan çıkışın ise yavaş olduğunu ve melek yatırımcıların iyi bir yatırım fırsatı bulmaları durumunda daha yüksek getiri elde etmek için daha fazla süre için yatırımda kaldıklarını göstermektedir.

- *Yatırım Durum Tespiti İçin Harcanan Zaman*

Melek yatırımcıların yatırım öncesi yaptıkları durum tespit çalışmaları da yatırımın gelecek performansı üzerinde etki etmektedir. Sıkı bir durum tespit çalışması nedeniyle katlanılan maliyetin ilave bir getiri sağlamada etkisi bu açıdan

önem ifade eder. Wiltbank ve Boeker (2007), melek yatırımcıların bir yatırım için yatırım öncesinde harcadıkları zamanın medyan değerini 20 saat olarak tespit etmiştir. Medyan değerinin sağ tarafında ortalama süre yatırım başına 60 saati bulmaktadır. Aşağıdaki Şekil 9'dan da görüldüğü üzere, yatırım öncesi durum tespit çalışmalarına daha fazla zaman harcanması, melek yatırımcıların daha iyi getiri performansı elde etmelerine yol açmaktadır. Durum tespit çalışmaları için 20 saat ve daha aşağı zaman harcayan melek yatırımcıların getiri performansı 1,1X iken, 20 saat ve üstünde zaman harcayan melek yatırımcıların getiri performansı 5,9X'tir. Durum tespit değeri medyan altındaki yatırımların %65'i çıkışlardan zarar ederken, bu oran durum tespit değeri medyan üstü yatırımlar için %45'tir. Yatırım öncesi durum tespiti için 40 saat ve üzerinde zaman ayıran yatırımcıların 7,1X kat getiri elde ettikleri görülmektedir.

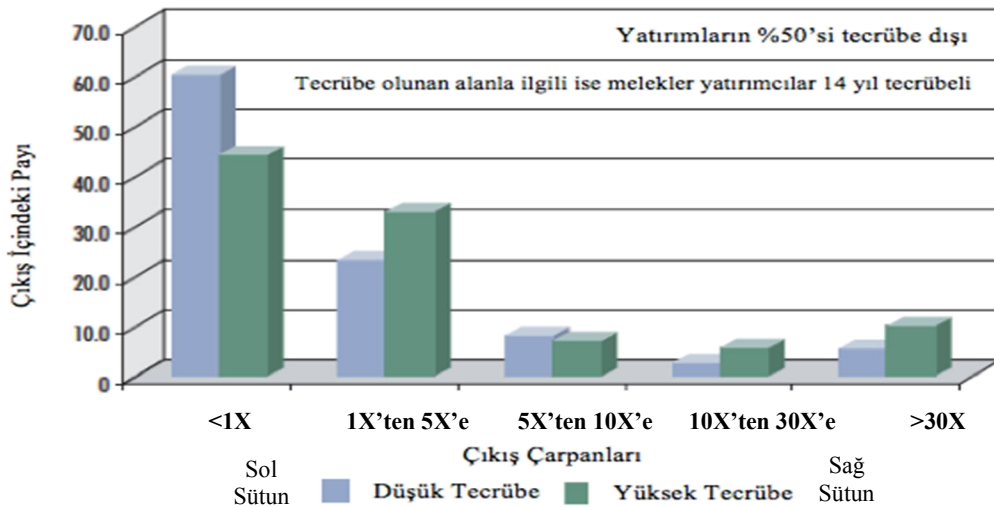
**Şekil 9: Durum Tespit İçin Ayrılan Zamanın Getiriye Etkisi**



- *Sektörel Uzmanlık*

Melek yatırımcılar sahip oldukları sektörel uzmanlıkları içinde ya da dışında yatırım yapma tercihleriyle karşı karşıyadırlar. Tek bir sektörde veya belirli bir ürün grubundaki yatırımlara odaklanmak yatırım durum tespit çalışmalarını kolaylaştırır ve girişimin başarısı için kritik faktörleri daha anlayışlı bir şekilde değerlendirmeye olanak tanır. Ama melek yatırımcılar her zaman kendi uzmanlık alanlarında yatırım yapmalarına olanak verecek yatırım fırsatlarını bulamayabilirler ve uzmanlık alanları dışında da daha iyi yatırım fırsatlarıyla da karşılaşır. Wiltbank ve Boeker (2007) melek yatırımcılar tarafından yapılan yatırımların en az yarısının uzmanlık alanlarının dışındaki yatırımlardan oluştuğunu, melek yatırımcıların uzmanlık alanlarıyla ilgili alanlarda yaptıkları yatırımlarda yaklaşık 14 yıllık bir tecrübe sahibi olduklarını ve melek yatırımcıların uzmanlık alanlarını ilgilendiren yatırımlarda sahip olunan tecrübenin yatırımın getirisi üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu ve yatırım başına 2 kat daha yüksek getiri elde ettikleri yönünde bulgulara ulaşmışlardır. Şekil 10'da bu ilişki gösterilmiştir.

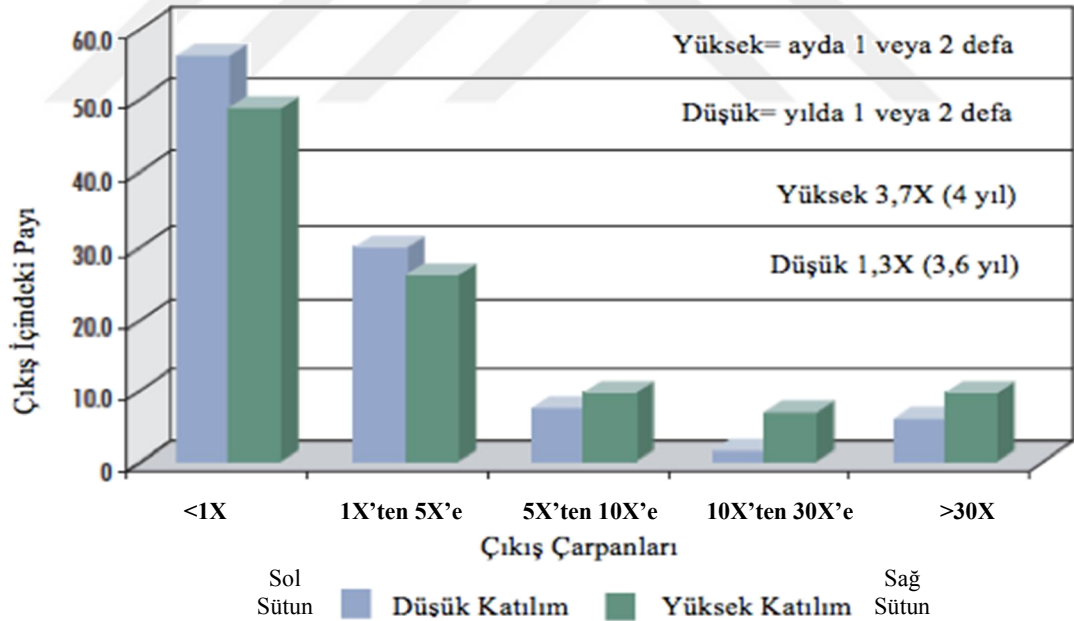
**Şekil 10: Yatırım Yapılan Sektörle İlişki**



- *Girişime Sağlanan Katkının Etkisi*

Melek yatırımcıların yatırım sonrası girişime mentorluk, yol gösterme, finansal gözetim ve sahip olunun ilişki ağlarından yararlanma şeklindeki katılımı girişimin başarısında önemli ölçüde olumlu etkiye sahiptir. Wiltbank ve Boeker (2007) yatırım sonrası melek yatırımcı katılımını haftalık, aylık, üç aylık ve yıllık olarak ölçümlemişler ve melek yatırımcıların ayda ortalama iki defa girişime mentorluk, yol gösterme, stratejik danışmanlık ve finansal gözetim gibi temel faaliyetleri icra ettikleri sonucuna ulaşmışlardır.

**Şekil 11: Katılımın Etkisi**



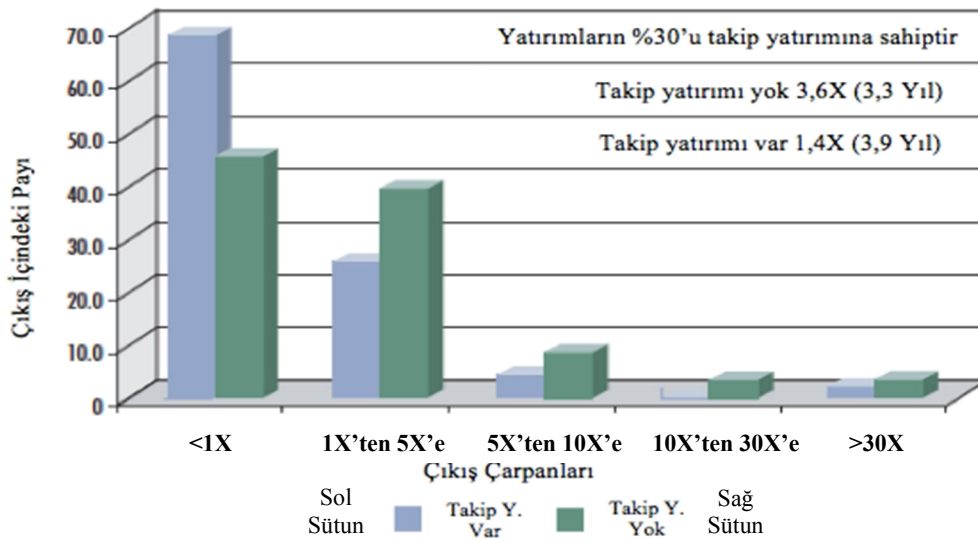
Wiltbank ve Boeker (2007), girişimlerde ayda bir iki defa temel faaliyetleri icra eden melek yatırımcıların yatırımlarından 4 yıllık dönem içerisinde 3,7 kat getiri elde ettiklerini, buna karşın yılda sadece bir kaç defa temel faaliyetleri icra eden

melek yatırımcıların 3,6 yıllık bir dönem içinde sadece 1,3 kat getiri elde ettikleri yönünde bulgular elde etmişlerdir (Şekil 11). Ancak bu sonuçlardan ayda en az bir kaç defa girişime katkı sağlamanın daha yüksek getiri sağlanacağı anlamı çıkarılmamalıdır. Girişime yapılan ziyaret sayısı artarken, melek yatırımcının katkısının kalitesi ve katılım türünün de dikkate alınarak karar verilmesi daha doğru olduğu göz önünde bulundurulmalıdır.

- *Takip Yatırımları*

Wiltbank ve Boeker (2007) aynı melek yatırımcının girişime ilave yatırım yapması durumunda nasıl bir getiri durumuyla karşı karşıya olduğunu da incelemiş ve ilave yatırımların zor durumdaki girişime yardım etmek amacıyla yapıldığını (aksi takdirde girişimlerin iflasa sürüklenerek melek yatırımcıların yatırımlarını tamamen kaybetmesine yol açacağı) ve ilave yatırım alan girişimlerden düşük getiri elde edildiğini tespit etmişlerdir (Şekil 12).

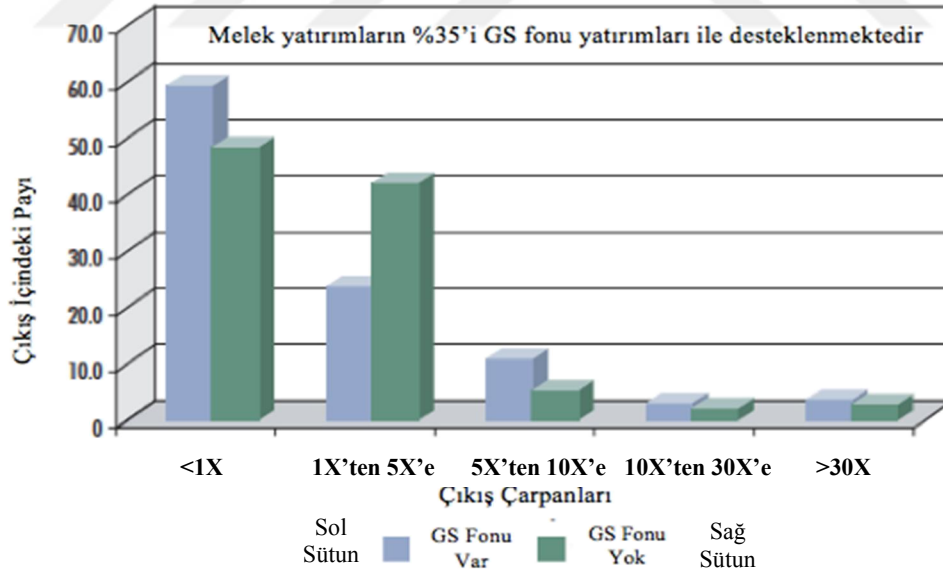
**Şekil 12: Melek Yatırımcıdan Takip Yatırımı**



- *GS Fonlarının Katılımı*

Wiltbank ve Boeker (2007) araştırmalarında kullandıkları verilere göre, melek yatırımcıların yatırım yaptığı girişimlerde GS fonlarının sonradan katılımının toplam melek yatırımlar içindeki payının %35 olduğunu tespit etmişlerdir. Diğer bir ifadeyle melek yatırımcıların yatırımlarının %35'i daha sonra GS fonları tarafından da yatırım almaktadır. Bu oran oldukça yüksektir. Wiltbank ve Boeker (2007) sonradan girişime katılan GS fonlarının getiri performansını nasıl etkilediğini araştırmışlar ve GS fonu ile desteklenen girişimler ile sonradan GS fonu ile desteklenen yatırımlarda getirilerin çok ayrışmadığını tespit etmişlerdir (Şekil 13).

**Şekil 13: GS Fonu Katılımı**



Küçük ve orta ölçekli işletmeler için en önemli özkaynak finansmanı organize olmayan piyasalardan sağlanmaktadır. Organize olmayan piyasalar iki segmentten oluşur. Birinci segmentte iş melekleri, ikinci segmentte ise arkadaşlar ile aile fertleri

yer almaktadır. İkinci segmentte yer alan yatırımcılar bir kerelik kaynak sağlayan yatırımcılar sınıfında yer alır ancak finansmanın büyük kısmı da bu yatırımcılar tarafından sağlanmaktadır (Bygrave ve Hunt 2004). Bununla birlikte, melek yatırımcılar sürekli yatırımda bulunan yatırımcılar sınıfında kabul edilir.

Hükümetler, organize piyasalarda yer almayan yatırımcılar olarak kabul edilen melek yatırımcıların profesyonel yaklaşımlarından dolayı son zamanlarda destek mekanizmalarını yürürlüğe koymuşlardır. Bu itibarla sağlanan desteklerin yerindeliği tartışma konusu ve hangi segmentteki yatırımcıların daha başarılı olduğu araştırma konusu olmuştur (Riding 2008). Melek yatırımcıların çoğunlukla önceden girişimci geçmişe sahip olmaları, iyi eğitim almış olmaları ve yüksek iş tecrübelerinin bulunması nedeniyle görece uzmanlaşmış yatırımcılar olarak öne çıkarlar. Riding (2008), organize piyasaları kullanmayan yatırımcıların yatırımlardan elde ettiği getiri ve bunların yatırımları üzerine yaptığı araştırma sonucuna göre, melek yatırımcılar tarafından yapılan yatırımların diğer melek yatırımcı olmayan aile ve arkadaşlardan sağlanan yatırımlara göre çok daha yüksek getiri getirdiği sonucuna ulaşmıştır. Ancak Riding (2008), melek yatırımcı olmak için sadece varlıklı olunmasının tek başına yeterli olmadığını, yatırım konusunda tecrübe sahibi melek yatırımcı olunmasının ve tecrübesiz melek yatırımcıların bu yatırımcılarla birlikte yatırım yapmasının ve melek yatırımcılara yatırım konusunda eğitim verilmesinin daha iyi getiri düzeylerine erişmek için önem arz ettiğini ileri sürmüştür.

Melek yatırımcıların yatırımlardan elde edecekleri getiri beklentisi, onları yatırım yapmaya teşvik eden en önemli faktörlerden birisidir. Bu nedenle melek

yatırımcılar için geçmişte elde edilen getiriler değil, getiri beklentisi yatırıma teşvik eden faktör olarak öne çıkar. DeGennaro ve Dwyer (2010) melek yatırımcıların GS fonları ile benzer getiri elde etmeyi bekledikleri bulgusuna ulaşmış ve melek yatırımcıların getiri beklentisinin risksiz faiz oranının üzerinde yıllık ortalama %70 civarında olduğunu ve bu yatırımlarda kalma süresinin ise yıllık ortalama 3,67 yıl olduğu sonuçlarını elde etmişlerdir. Bununla birlikte 419 çıkış üzerinde yaptıkları araştırmada getiri beklentileri geniş bir dağılım göstermiş ve bir çok yatırımın çok yüksek ve çok düşük getiri beklentileri arasında çarpık değerlere sahip olduğunu tespit etmiştir.

## **5.2 GS Fonlarının Yatırımdan Çıkış ve Getiri Performansı**

GS fonlarının çıkış ve getiri performansları, GS fonunu işleten fon yöneticilerinin ileriki zamanlarda fon toplama kabiliyetlerini doğrudan etkilemektedir. Özellikle ilk defa GS fonu (first time funds) işletme durumu söz konusu olduğunda fon yöneticilerinin yatırımlardan daha hızlı çıkış yapmaya doğru bir strateji belirlemelerine neden olabilmektedir. Fondan çıkış zamanının belirlenmesi ile fonun getirisi arasında önemli bir ilişki olduğu bu alanda yapılan araştırmalarda özellikle vurgulanmaktadır. Fonun yatırımlardan erken çıkması getiri performansını olumsuz etkilerken, fon yöneticisinin ilave fonlara erişmesinde fon yöneticisinin doğru yatırımlar yaptığı ve bu yatırımlardan çıkış için yeterli tecrübeye sahip olduğu yönünde olumlu bir katkı yapmaktadır. GS fonlarının yatırım yaptığı teşebbüslerdeki başarısını belirleyen bir çok etken bulunmaktadır. Aşağıda GS

fonlarının yatırımdan çıkış ve getiri performanslarındaki başarılarını belirleyen etkenlere ayrıntılı olarak yer verilmiştir.

### **5.2.1 GS Fonlarının Risk ve Getiri Düzeyi**

GS fonlarına finansman sağlayan yatırımcılar, bu fonlara koydukları kaynaklardan borsadaki yatırımlarına göre likidite riskinin daha yüksek olması nedeniyle daha yüksek getiri isterler. Ayrıca bu yatırımcıların, GS fonları üzerinden yatırım yaptıkları girişimdeki paylarının büyüklüğü borsada işlem gören hisse senetlerine yaptıkları yatırımlara göre daha fazla olup, servetlerinin önemli bir bölümü bu girişimler üzerinde değerlendirilir. Ayrıca, GS fon yöneticilerinin sahip oldukları tecrübe ve bilgi birikimi onların yatırım yaptıkları girişimlerin bu tecrübeden faydalanma olanağı sağlar. GS fon yöneticilerinin girişim üzerindeki rollerinin fazla olması nedeniyle daha yüksek getiri elde etmeleri ve bunun sonucunda yatırımcıların GS fonlarındaki yatırımlardan daha yüksek getiri elde edilmesi beklentisine neden olur (Cochrane 2005).

Cochrane (2005), GS fonlarının yaptıkları yatırımlardan yüksek getiri elde etmeleri için yatırım yaptıkları girişimin yeni bir yatırım alması, halka arz edilmesi veya başka bir girişim tarafından satın alınması gerektiğini ileri sürmektedir. Satın alma ve halka arz durumunda GS fonlarının ortalama getirisinin %698 buna karşın standart sapmanın (riskin) %3282 ve getiri dağılımında ise yüksek derecede çarpıklık (skewness) olduğunu, bazı girişimlerden elde edilen getirinin yüzde binler seviyesinde iken çok sayıda girişimlere yapılan yatırımlardan zarar edildiğini, ancak

ortalama getirinin piyasa getirisinin üzerinde olduğunu, ileri aşama yatırımlarda riskin daha az olduğunu, bu yatırımlarda ortalama getiri seviyesinin, alfa ve beta değerinin birinci tur yatırımlardan dördüncü tur yatırımlara kadar düzenli bir şekilde azaldığını, yatırımlardan çıkışın (halka arz, satın alma, yeni finansman sağlama ve iflas) girişimin yaşına bağlı olarak geometrik olarak daha yavaş olduğunu tespit etmiştir.

Benzer bir çalışma Peng (2001) tarafından yapılmış ve Peng (2001) yaptığı araştırmada GS fonlarının yaptıkları yatırımlardan Cochrane (2005) tarafından elde edilen ortalama geometrik getiriden %55 daha yüksek getiri elde etmiş ve bunun karşısında çok yüksek bir beta değeri (4,66) tespit etmiştir. Moskowitz ve Vissing-Jorgenson (2002) özel yatırım fonlarından oluşan bir portföyün yatırımlarından elde ettiği getirileri araştırmış ve hisse senedi piyasasından elde edilen getirilere benzer bir getiri ve standart sapma değeri elde etmişlerdir. Long (1999) 9 başarılı GS fonu yatırımının halka arzdan elde ettiği getirilerdeki standart sapma değerini araştırmış ve bu yatırımlardan elde edilen getirilerin yıllık olarak %24,68 gibi bir standart sapmaya sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Bygrave ve Timmons (1992), 1974-1989 arasındaki GS fonlarının yaptıkları yatırımlar üzerine yaptıkları araştırmada, GS fonlarının ortalama %13,5'lik bir içsel getiri (IRR) elde ettiklerini tespit etmişlerdir. Chen vd. (2002), 148 GS fonunun 1999 itibarıyla yatırımlardan elde ettiği getirileri incelemiş ve yıllık aritmetik ortalama %45 ve yıllık ortalama bileşik %13,4 getiri düzeyi ve buna karşılık %115,6 standart sapma değerine ulaşarak Cochrane (2005) ile benzer sonuçlara ulaşmışlardır. Yapılan

araştırmalardan çıkan sonuçlar GS fonları tarafından yapılan yatırımların çok riskli olmakla birlikte yatırımcılara getiri olarak çok yüksek bir getiri fırsatı da sunduğunu göstermektedir.

Kaplan ve Schoar (2005)'un 1980 ve 1997 yılları arasında GS firmalarının yatırımcılarına kazandırdıkları getirileri üzerinde yaptıkları araştırmada, fonların ücretler çıktıktan sonraki ortalama getirisinin SveP 500 endeksinin getirisiyle neredeyse aynı olduğunu tespit etmişlerdir. Ancak taahhüt edilen sermayeye göre bir ağırlıklandırma yapıldığı zaman, GS fonları SveP 500 endeksinden daha yüksek getiri sağlarken, satınalma fonları (buyout funds) SveP 500 endeksine göre daha düşük getiri sağlamaktadır. cretlerde dahil olarak getiriler karşılaştırıldığında her iki fon yapısının da SveP 500 endeksine göre daha yüksek getiri sağladığı Kaplan ve Schoar (2005) tarafından tespit edilmiştir.

Kaplan ve Schoar (2005)'un yaptıkları araştırmada dikkat çeken bir husus GS fonlarının getirilerinin istatikselsel olarak güçlü bir süreklilik arz etmesidir. GS fonlarının getirileri tüm ölçütler için (sektörel, fon büyüklüğü vs.) aynı sürekliliği göstermektedir. Kaplan ve Schoar (2005), getiri performansındaki bu güçlü sürekliliğin risk seviyesinden ve seçilen rneklenmelerden kaynaklanmadığını ortaya koyan analizler yapmışlardır. Kaplan ve Schoar (2005) araştırmalarında, GS fonlarının güçlü getiri performanslarındaki sürekliliğinin yanı sıra GS fonlarının getiri performanslarının GS fon yöneticisinin tecrübesine ve fonun büyüklüğüne bağlı olarak arttığı sonucuna ulaşmışlardır. Fonun büyüklüğü ve getiri arasındaki ilişki i bükey olup, fon büyüklüğü arttığı leğe getiri düzeyi de azalarak da olsa

artar. Fon yöneticisinin tecrübesi ile fona ilave kaynak sağlama arasında ise pozitif yönlü bir ilişki söz konusudur. Fon yöneticisinin geçmiş başarıları onun ilave kaynak sağlama gücü üzerinde doğrudan etkili olup, geçmişte elde edilen başarının sürekliliği fon sağlayanlar için fonun karşı karşıya kaldığı riske göre daha belirleyici niteliktedir.

GS fonu alanında birden çok GS fonunun birlikte bir girişime yatırım yapması çok sıklıkla karşılaşılan bir durumdur. Bunun arkasında yatan nedenlerden birisi de birden fazla GS fonunun birlikte yatırım yaptığı girişimlerin tek başına bir GS fondan yatırım yapılan girişimlere göre halka arz veya başka bir firma tarafından satın alınmasının daha olası olmasıdır. Hatta GS fonu ilk turda ortak yatırıma sağladığı finansman ne kadar yüksekse çıkışlarda başarı da o kadar yüksek olmaktadır (Moser 2010; Brander, Amit ve Antweiler 2002; Tian 2009). Girişimlere yatırım yapan GS fonlarının heterojenliği arttıkça GS fonları tarafından girişim üzerindeki kontrol artmakta ve daha da önemlisi GS fonu tarafından girişime tavsiyeler yoluyla sağlanan katma değerli hizmetler de artış göstermektedir (Lerner 1995). GS fon yöneticileri için bu neden, onların ortaklaşa yatırım yapmalarının en önemli sebebidir (Lockett ve Wright 1999).

Bunun dışında, GS fonunun kendisi dışında başka bir GS fonunu kendi yatırım yaptığı bir girişime ortak olarak alması, GS fonunun kendisi için daha fazla girişime yatırım yapma ve dolayısıyla portföy çeşitlendirmesine olanak sağlar. GS fonlarını ortak yatırım yapmaya yönelten diğer bir neden ise yatırım hakkında ikinci bir görüş edinme fırsatını GS fonuna sağlamasıdır. GS fonlarının yüksek teknoloji

girişimlere yatırım yapması ve bu girişimlerin faaliyetlerinin anlaşılmasının uzmanlık gerektirmesi GS fonlarını sahip oldukları yetenekleri diğer fonlarla birleştirmelerine ve bu şekilde yatırım kararlarının alınmasında riskin azaltılmasına katkı sağlar (Lerner 1994).

Son olarak ortak yatırımın nedeni olarak literatürde ileri sürülen diğer bir husus da, ilave GS fonunun sağlayacağı ilişki ağlarından faydalanma ihtiyacıdır. GS fonları, coğrafi açıdan, yatırım yapılan girişimin büyüklüğü ve endüstri tecrübeleri açısından farklı yeteneklere sahip fon yöneticileri tarafından yönetilir. Birbirinden farklı bir çok GS fon yöneticisinin birlikte bir girişime yatırım yapması girişimlerin müşteri, tedarikçi ve diğer şirket yöneticilerine erişim gibi bir çok ilişki ağından yararlanmasını dolayısıyla girişimin çok daha geniş bir ilişki ağından faydalanmasını sağlar.

GS fonlarının getiri performansını belirleyen bir çok unsur bulunur. Bu unsurlardan birisi de GS fon yöneticilerinin bulundukları coğrafi bölgedir. GS fon yöneticileri genellikle kendilerine kârlı yatırım fırsatı sunacak girişimlerin yüksek yoğunlukta bulunduğu bölgelerde faaliyet gösterirler. Bu tip bölgelerde bulunmanın getirdiği bir takım avantajlar bulunur. Öncelikle yatırım yapılan girişimi kontrol etmek kolaylaşır ve aynı zamanda yüksek getiri beklentisiyle hareket eden GS fonlarının kârlılıklarına etki edecek yüksek seyahat giderlerinden ve zamandan tasarruf edilerek ilave yüklerden kaçınılmasını sağlar. GS fonlarının uzak coğrafi bölgelerde yatırım yapması için yatırım yapılacak girişimi yeterince cazip fırsatlar sunuyor olması gerekir. Girişimlerin ve GS fonlarının belirli bölgelerde

yoğunlaşması yeni kurulacak firmalar için pozitif dışşallıkların oluşmasına yardımcı olur (Chen, vd. 2010). Bunun dışında, Bengtsson ve Ravid (2009), GS fon yöneticilerinin yatırım yaptıkları girişim ile bulundukları merkez arasındaki mesafe arttıkça, sözleşme şartlarını ağırlaştırdıklarını, bunun mesafe arttıkça gözetim ve girişim hakkında bilgiye erişimin kısıtlı olmasından kaynaklandığını ileri sürmektedir.

Chen, vd. (2010), GS fon yöneticilerinin belli bölgelerde faaliyette bulunmalarının girişimcilik açısından bir döngü oluşturduğu ve girişimcilerin finansman kaynaklarının yanı sıra yetenekli insan kaynağının ve akademik araştırmaların çok olduğu yakın bölgelerde faaliyetlerini sürdürmelerine yol açtığını ve bunun bir sonucu olarak GS fonlarının sayıca çok olduğu merkezlerde girişimlerin daha yüksek başarı oranına sahip olmalarına ve bunun da bu merkezlerde girişimlerin faaliyette bulunmalarına ve dolayısıyla birbirini besleyen bir değerli bir döngüye neden olabileceğini ileri sürmektedir. Chen vd. (2010), bu iddiasına örnek olarak ABD’de San Fransisco, New York ve Boston bölgerinde GS fonlarının yoğunlaştığı ve bu bölgeler dışında GS fonlarının yatırım yapmasının GS fonlarının o bölgelerdeki yatırımlardan elde ettiği getiri oranına bağlı olduğunu göstermektedirler. Ancak bir bölgede GS fon yöneticilerinin birden fazla yatırım yapmasının marjinal gözetim maliyetlerini düşürücü etki doğurması nedeniyle bir başka bölgede yatırım yapmak için belirledikleri beklenen getiri oranlarını düşürücü etki yaptığını da bu bağlamda iddia etmektedir.

GS fonlarının girişimlere kazandırdıkları kurumsal yönetim anlayışı ve girişimde sahip oldukları payların halk arz üzerindeki etkisini inceleyen Bruton vd. (2010), GS fonlarının girişimde sahip oldukları payların girişimin kurumsal yönetimi üzerinde önemli etkiler doğurduğunu ve bu etkilerin asil-vekil ve ters seçimden kaynaklanabilecek riski azaltabileceğini ileri sürmektedir. Öncelikle girişimde sahip olunan payın halka arzda elde tutulmasının GS fon yatırımcılarına maliyet yüklemekle birlikte piyasalara girişime olan inancı göstermek açısından güven verir (Field ve Hanka 2001; Brav ve Gompers 2003). Bunun dışında, girişimde yüksek oranda paya sahip olunmasının, girişime yatırım yapan yatırımcılar arasındaki koordinasyon sorununu ve dolayısıyla koordinasyondan kaynaklanan maliyetleri azaltmaktadır.

Bruton vd. (2010) yaptıkları testlerden elde ettikleri veriler, girişimlerde GS fonlarının diğer yatırımcılarla birlikte girişimde pay sahibi olunmasının ve çoğunluk pay sahipliğinin kurumsal yönetim anlamında önemli katkılar sağladığı ve halka arz performansını olumlu etkilediği, ancak bu etkilerin içinde bulunan ülkedeki yasal alt yapıya bağlı olarak (kıtı veya ingiliz hukuk sistemi) farklı sonuçlar doğurduğunu, İngiliz ve Amerikan hukuk sistemi içinde faaliyet gösteren GS fonlarında yatırımlardan halka arz yoluyla çıkışta kurumsal yönetim kapsamında yapılan gözetim faaliyetlerinden Kıta Avrupası hukuk sistemine göre daha olumlu sonuçlar elde edildiği yönünde bulgulara ulaşmışlardır.

Halka arzda düşük fiyatlama üzerine yapılan araştırmalarda özellikle de GS fonlarının yatırım yaptığı şirketlerde halka arz söz konusu olduğunda GS

fonlarının halka arz sonrasında da önemli oranda şirkette kalmaya devam ettikleri ve bu durumun GS fonlarının yer almadığı halka arzlarla karşılaştırıldığında daha düşük fiyatlamanın önüne geçtiği yönünde ampirik bulgular elde edilmiştir. Bu durum, GS fonlarının yatırımcılar ve firma arasındaki bilgi asimetrisini azaltma yönünde bir onaylama fonksiyonu sağladığını göstermektedir. Çünkü GS fonlarının girişimde yatırım yapmış olması yatırımcılara üçüncü bir kişi tarafından sağlanan bir güvence gibi algılanmaktadır. Halka arz edilen şirketlerin gerçek değerinde olup olmadığı yatırımcılar tarafından her zaman kuşkuyla karşılanmaktadır. Bunun arkasında yatan temel neden ise, şirket hakkında ve şirketi olumsuz olarak etkileyebilecek bilgilerin yatırımcılardan gizlenebilmesi riskidir (Megginson ve Weiss 1991).

GS fonlarının yatırımlarında çok seçici olmaları, girişimlere performanslarına bağlı olarak zamana yayılmış şekilde yatırım yapmaları, şirket yönetimi üzerinde kontrol güçlerinin olması ve yatırımlardan büyük emekler sonucu başarılı çıkışlarla kazandıkları ünü kolayca kaybetmek istememeleri nedeniyle yatırımcılar tarafından güvenilir kabul edilirler. GS fonlarının sağladığı bu güvence yatırımcılar için bilgi asimetrisini azaltıcı bir etkidir (Megginson ve Weiss 1991).

Halka arz ile ilgili olarak Japonya’da yapılan bir araştırmada ise çok farklı sonuçlar elde edilmiştir. Japonya’da faaliyet gösteren GS fonlarının büyük bir kısmının menkul kıymet yatırım şirketleri ile organik ilişkisi söz konusudur. Bu durum bazı çıkar çatışmalarını da beraberinde getirmektedir. Menkul kıymet yatırım şirketleri ve bu şirketlerin yatırım danışmanları, halka arz sırasında halka arz fiyatı üzerinde kısa dönemde etkilerde bulunabilme gücüne sahiptirler. Bu durum ise GS

fonları ile organik ilişkisi olan menkul kıymet firmalarının birlikte halka arz esnasında yatırımcılar aleyhine önemli avantajlar elde etmelerini de beraberinde getirebilmektedir (Hamao, vd. 2000). Brav ve Gompers (1997), ABD’de halka arzlarda GS fonundan yatırım almış şirketlerin sahip oldukları itibarı korumak adına yatırımcılar aleyhine karşılaştırılan endekslere göre uzun vadede daha düşük bir getiri sağlamadıklarını ortaya koymuşlardır. Bu sonuç, sahip oldukları itibarı koruma adına GS fonlarının Japonya’dakine benzer şekilde bir çıkar çatışması ile karşı karşıya kalmadıklarını göstermektedir.

Japonya’da faaliyet gösteren GS fonlarının ABD’dekine benzer şekilde bağımsız olmamaları genellikle banka ve menkul kıymet şirketleri gibi önemli finansal kurumlarla organik ilişki içinde olmaları onların halka arz davranışları üzerinde olumsuz etki doğurur. Japonya’da bu olumsuz etki menkul kıymet şirketlerinin GS fonlarının yatırım yaptığı şirketleri normalde halka arz edeceği fiyattan çok daha yüksek bir fiyattan agresifçe satmaya yöneltmektedir. Eğer menkul kıymet şirketi ile GS fonu arasındaki organik bağdan yatırımcılar haberdar değilse bu durum uzun vadede yatırımcıların aleyhine olacak şekilde daha kötü fiyat performansına neden olmaktadır. Bu durum Japonya’da menkul kıymet şirketlerinden bağımsız olan veya yurt dışı bağlantılı GS fonları için söz konusu olmamaktadır. Bu olumsuz etkinin menkul kıymet şirketleri için önemli etkisi görülürken, Japonya’daki bankaların halka arzda herhangi bir yetkisi olmadığı için çıkar çatışmasından kaynaklanan problemler bankalar için geçerli değildir (Hamao, vd. 2000).

GS fonlarının halka arz için seçtikleri zamanlama da yatırımlardan kârlı çıkışlarda önem arz eden diğer bir durumdur. Lerner (1994)'ın GS fonları tarafından yatırım yapılmış 350 girişim üzerinde yaptığı araştırmada, GS fonlarının girişimleri borsada şirket fiyatlarının zirve yaptığı zamanlarda halka arz ettiği, ancak yatırım yaparken tam tersi hareket ederek piyasalarda fiyatların dip yaptığı zamanları seçtikleri ortaya konulmuştur. Bu durumun sadece GS fonları için geçerli olmadığı genel piyasa gözlemlerinden de görülebilmektedir. Piyasaların zirve yaptığı zamanlarda halka arz taleplerinde her zaman bir artış olduğu bilinen bir gerçektir.

GS fonlarının diğer GS fonları ile ortaklaşa yatırımda bulunması GS fonunun performansı üzerinde önemli etkileri olabilmektedir. Ortak yatırım GS fon performansı üzerinde iki yönden etki yapabilmektedir. Bu etkilerden birincisi ortak yatırımın GS fonlarına daha yüksek kalitede girişimcilerle karşılaşma yeteneği kazandırmasıdır. İkinci etki ise, GS fonlarının yatırım portföylerinin değer kazanmasına yardımcı olma nitelikleridir (Hochberg, vd. 2007). Birinci etki çerçevesinde ortak yatırımlar, öncelikle GS fonları arasında bir mütakabiliyet ilişkisi doğurur ve GS fonlarının gelecekte bu mütakabiliyet gereği birbirlerine kaliteli yatırım fırsatları sunmanın önünü açar (Lerner 1994). Diğer önemli bir husus ise GS fonlarının diğer GS fonlarına sundukları yatırım fırsatlarına olan tepkilerini ölçme ve buna göre yatırımın çekiciliği ve getiri potansiyeli hakkında fikir edinilmesine olanak sağlamasıdır(Wilson 1968). Bunun dışında ortak yatırımlar, birden çok GS fonunun farklı alanlardaki tecrübelerinin GS fonları arasında yayılmasına ve bu sayede GS fonlarının yatırım portföylerinin çeşitlenmesine olanak sağlar (Sorenson ve Stuart 2001).

İkinci etki çerçevesinde ortak yatırımların GS fonlarının yatırım portföylerinin değer kazanmasına yol açması, ortak yatırımların GS fonları arasında bilgi paylaşımını, ilişki ağlarını ve daha fazla kaynağa erişimi kolaylaştırıcı fonksiyona sahip olmasıdır. Diğer GS fonları ile güçlü bir birliktelik yatırım portföyündeki şirketlerin ilave yatırım alma şansını artırır ve önde gelen profesyonel hizmet sağlayıcı kuruluşlara ve yatırım bankalarına erişimi kolaylaştırabilir (Hochberg, vd. 2007).

Hochberg vd. (2007)'nin on yıllık bir süreci kapsayacak şekilde yaptıkları araştırmada, GS fonlarının fon toplama süresinde eğer iyi bir ilişki ağına sahipse GS fonun yatırım performansının daha iyi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Hochberg vd. (2007) performans artışında, GS fonlarının sahip olduğu ilişki ağının genişliği, diğer GS fonları tarafından ortak yatırıma çağırılma eğilimi ve iyi ilişki ağına sahip GS fonlarına erişimin en önemli unsur olduğunu ileri sürmekte ve GS fonlarının iyi bir ilişki ağına sahip olmasının onların profesyonel hizmetlerden daha iyi yararlanmasına ve sonucunda yatırım yapılan şirketlerde daha iyi performans yakalanmasına ve halka arz veya diğer şirketlere satış yoluyla başarılı çıkış yapılmasına olanak sağlandığına ilişkin bulgular elde etmişlerdir.

### **5.2.2 GS Fonlarının Ücret Yapısı ve Bu Yapıyı Etkileyen Faktörler**

Melek yatırım ile GS fonları arasındaki temel farklılık melek yatırımcıların kendi kaynaklarını kullanırken, GS fonlarının başkalarından elde ettikleri fonları kullanmalarıdır. Diğer bir ifadeyle melek yatırımcılar kendi hesaplarına çalışırken,

GS fonları kendisine fon sağlayan yatırımcıların hesabına çalışırlar ve yatırımcılarına en yüksek getiriyi sağlayacak girişimlere kaynak aktarırlar. GS fonları sağladıkları bu hizmet karşılığında kendilerine fon sağlayan yatırımcılarından yönetim ücreti adı altında ücret alır ve ayrıca yatırımlardan çıkışta eğer kâr elde edilmişse, kârdan da belli oranlarda kâr payı alır. GS fonlarına kaynak sağlayan yatırımcılar aldıkları yüksek risk karşılığında yüksek getiri beklentisi içerisinde oldukları ve bu nedenle kendilerine en yüksek getiriyi sağlayacak GS fonlarına kaynak aktarmak isterler. Bu itibarla, GS fonlarının yüksek getiri sağlaması bu fonlara kaynak aktarımının sürekliliği açısından zorunludur.

GS fonları, limited ortaklık şeklinde kurulur ve sınırlı yaşama sahiptirler. Bu fonlar yaşamları boyunca portföylerinde bulunan girişimleri takip ederler. Fonlara yatırım yapan yatırımcılar, sınırlı sorumlu kalabilmeleri için GS fonlarının günlük işlerine müdahale etmemesi gerekir. Bu nedenle, fon yöneticilerinin ücretlerinin belirlenmesine yönelik yapılan sözleşmeler, hem yatırımcıların hem de fon yöneticilerinin birlikte uyum içinde çalışmaları için çok büyük önem arz eder. GS fonlarında ücret anlaşmaları 10 ila 13 yıl arasında bir süre için belirlenir. GS fon yöneticilerinin ücretleri iki kısımdan oluşur. Birinci kısım sabit ücreti ki, bu ücret (management fee) %1,5 ila %3 arasında (genelde %2) fon büyüklüğüne göre değişir. İkinci kısım ise performansa dayalıdır ve fonun yatırımlarından elde ettiği kârın %20'si (carried interest) fon yöneticisine kalır (Gompers ve Lerner 1999). GS fonları belli eşik değerlerin üzerinde kâr elde etmeleri durumunda bu kâra ortak olabilirler. Bu nedenle GS fonlarının ücret yapısı fondan elde edilen getiri üzerinde doğrudan etki eder.

Gompers ve Lerner (1999) GS fonlarının yatırımcılardan talep edecekleri ücreti belirleyen öğrenme ve sinyal modelleri olmak üzere iki temel yaklaşımın olduğunu ileri sürerler. Bunlardan öğrenme modeline göre, GS fonları arka arkaya olmak üzere iki defa fon toplama girişiminde bulunur. İlk fondan GS fon yönetiminin elde ettiği getiri, ikinci fon için talep toplama zamanından önce başladığı varsayılır. GS fonunun getirisi bu modele göre, GS fon yöneticisinin yüksek kaliteli projeleri seçmesine ve bu projelere sağladığı katma değere bağlıdır. Bununla birlikte GS fon yöneticisinin kabiliyeti ve yatırım yaptığı girişimlere katma değer sağlayabilme durumu belirsizdir ve fon yöneticisinin geliri fonun başarısının (getirisinin) doğrusal bir fonksiyonu olması beklenir. Bu nedenle ücret sözleşmeleri şarta (getiriye) bağlı olarak yapılır. Birinci fona yatırım yapanlar için durum bu şekilde iken, aynı fon yöneticisinin kurduğu başka bir fona kaynak sağlayacak yatırımcılar için durum aynı değildir. Çünkü ikinci fona kaynak sağlayacak yatırımcılar artık ilk fonun getirisi hakkında bilgi sahibidir.

Gompers ve Lerner (1999), öğrenme modeline göre GS fonlarının ücret yapısının farklı sonuçlar doğurduğunu ileri sürer. Buna göre,

- Performansa göre ücret zamana göre değişir. İkinci fon yatırımcıları için ücretin performansa göre esnekliği daha yüksektir. Şöyle ki, GS fon yöneticileri ilk fonda daha çok çalışması için önemli bir teşvik vardır. Çünkü ilk fondaki başarısı sonraki fonlardaki ücretini yükseltme ve yatırımcılardan daha fazla isteme olanağı sunar. Bu nedenle ikinci fonun yatırımcıları daha yüksek ücret ödemek zorunda kalabilir.

- Sabit ücret zamana göre değişir. Tanınmış ve tecrübeli fon yöneticileri yatırımcılardan daha yüksek ücret talep eder.
- Sabit ücret ve harcanan çabanın seviyesi ücret yapısını etkiler. GS fon yöneticileri girişim için harcadığı zaman (kontrol) arttıkça daha yüksek ücret talep ederler.

Asil-vekil ilişkisinden kaynaklanan riskler, asil ve vekilin bilgi seviyesine bağlı olarak değişim gösterir. Öğrenme modeline göre yatırımcılar ve GS fonlarının yöneticileri fon yönetimi yetenekleri konusunda hem birinci hemde ikinci fon için benzer bilgilere sahip olduğu varsayılır. Sinyal verme modelinde ise, GS fon yöneticinin kalitesi yüksek veya düşük olsun ücret farklılaşmaz ve daima aynı ücret teklif edilir. Bunun temel nedeni birinci fonda fon yöneticisinin bilgi ve tecrübesi daha az olmakla birlikte harcadığı çabanın yüksek olması ve düşük temel ücret yanında yüksek performans ücretinin kabul edilmesi söz konusu iken, buna karşın ikinci fonda daha yüksek temel ücrete karşın daha düşük performans kazanacağı varsayılır. Diğer bir ifadeyle, fon yöneticisinin ilk fon durumuna göre daha az çaba göstermesi bekleneceğinden performans ücretinden elde edeceği kazanç düşecektir. Bu nedenle de her iki fonda da benzer getirilerin elde edileceği kabul edilir ve düşük kaliteli fon yöneticisi, yüksek kaliteli fon yöneticisinin davranışlarını taklit etmesi beklenir. Sinyal modelinde bu nedenle GS fon yöneticisinin girişimci seçme ve girişime katma değer katabilime yeteneği hakkında hem yatırımcı hem de GS fonunun bilgisi kısıtlı olup, öğrenme modeline göre yatırımcı ve GS fon yöneticileri az bilgi sahibidir. Gompers ve Lerner (1999) sinyal verme modeline göre aşağıdaki sonuçların çıkacağını ileri sürer. Buna göre;

- Performansa göre ücret zamana göre değişir. Sinyal verme modelinde yeni ve tanınmamış GS fon yöneticileri yüksek yetenek sahibi olduklarından emindirler ve bu nedenle ilk fonlarda dahi yüksek performans ücreti kazanmayı beklerler. Bu fon yöneticilerinin ilk sözleşmelerindeki tavırlarının bu şekilde ortaya çıkması onların sonraki fonlarda riskten kaçınma yönündeki tavırlarının derecesi talep edecekleri performans ücretinin düşmesine yol açar. Bu durum tanınmış ve yerleşik fonların daha düşük performans ücreti istemesinin nedenidir.
- Sabit ücret zamana göre değişir. Tanınmış ve tecrübeli fon yöneticileri yatırımcılardan daha yüksek ücret talep eder çünkü bu tür fon yöneticileri sigorta talebinde bulunurlar.
- Sabit ücret ve harcanan çabanın seviyesi ücret yapısını etkiler. Öğrenme modeline benzer şekilde GS fon yöneticileri girişim için harcadığı zaman (kontrol) arttıkça daha yüksek ücret talep ederler.

Gompers ve Lerner (1999) her iki modeli test etmişlerdir. Araştırma sonucuna göre, GS fonun sahip olduğu ün ve yerleşiklik durumu ücret yapısının önemli bir belirleyici unsurudur ve itibar sahibi yerleşik GS fonu yöneticileri performans ücretine karşı daha hassastırlar. Fon yönetiminin tecrübeli ve yönettiği fon büyüklüğünün yüksekliği, % olarak talep edilen sabit ücret üzerinde baskı oluşturur ve daha düşük sabit ücret talep edilmesine yol açar. Fonun performansı ve ücret yapısı arasında net bir ilişki yoktur. GS fon yöneticileri yatırım yetenekleri hakkında yatırımcılardan daha fazla bilgi sahibi değillerdir ve yeteneklerinden ziyade bir itibar oluşturma çabası içindedirler. Gompers ve Lerner (1999) araştırmalarında, öğrenme modelinin varsayımlarının daha geçerli olduğunu bu itibarla, yeni ve

tecrübesiz fon yöneticilerinin performans ücretine karşı hassasiyetlerinin düşük, buna karşın bir itibara sahip olma arzularının yüksek olmasının onları daha fazla çaba sarfetmelerine neden olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

GS fonlarının girişim şirketlerine finansman sağlamanın yanı sıra sağladıkları mentorluk ve profesyonel yönetim girişim şirketlerinin piyasa başarısını arttırmaya yönelik olup, GS fonlarının çıkışta daha yüksek getiri elde etmeleri amacına yöneliktir. Bu çerçevede GS fonlarının girişim şirketlerinin operasyonel faaliyetlerinin daha etkin yönetilmesi amacıyla girişimlere müdahaleleri normal karşılanır. GS fonlarının taraflar arasındaki çıkar çatışmalarını azalttığı ve yatırım yapılan şirketteki operasyonel performansa olumlu katkılar sağladığı bazı araştırmalarda gösterilmektedir (Lerner 1995; Lin 1996; Jain ve Kini 1995).

Bu araştırmaların aksini ispatlar şekilde araştırma sonuçları da yer almaktadır. Örneğin Tang ve Tan (2008)'ın Hong Kong'da faaliyet gösteren GS fonları üzerine yaptıkları araştırmada; GS fonlarından yatırım almış şirketlerin ortalama performanslarının sadece halka arz öncesi değil sonrasında da daha kötü olduğunu ancak GS fonu destekli şirketlerdeki operasyonel performansın belli bir aralık içinde kaldığını bununla birlikte GS fonundan destek almayan şirketlerde aralık değerinin çok daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir.

## **ALTINCI BÖLÜM**

### **TÜRKİYE’DE MELEK YATIRIMCILIK VE GİRİŞİM SERMAYESİ FONLARININ YATIRIM TERCİHLERİ VE KURUMSAL YÖNETİM ÇERÇEVESİNDE YAPTIKLARI MÜDAHALELER**

Sürdürülebilir ekonomik büyüme ve kalkınma için büyük önem arz eden girişimciliğin melek yatırımcılık ve GS fonları tarafından desteklenmesi girişimlerin profesyonel yönetim ilkeleri çerçevesinde yönetilmelerini sağlamada önemli etkileri bulunmaktadır. Özellikle erken aşama şirketlerin finansmana erişim, mentörlük hizmeti, müşteri bulma, tecrübeli çalışan eksikliği, üretim ve işgücü maliyetleri, rekabet edememe, profesyonel yönetim ve kurumsal kapasitelerinin oluşturulması gibi ciddi sorunları bulunmaktadır. Erken aşama şirketlerin, istihdam ve büyümeye sağladıkları katkı göz önüne alındığında, mevcut sorunların çözüme kavuşturularak fırsata dönüştürülmesi oldukça önem arz etmektedir.

Yukarıdaki bölümlerde de değinildiği üzere, melek yatırımcılar ve GS fonları yüksek getiri beklentisiyle yatırımlarda bulunurlar. GS fonları ve melek yatırımcılar tarafından yapılan yatırımlara bakıldığında, bu yatırımcıların genellikle teknoloji odaklı girişimlere yatırımlar yaptığı görülmektedir. Ayrıca, melek yatırımcılar ve GS fonları yatırım sonrasında da girişimleri kendi başına bırakmamakta, girişimin yönetilmesinde kurumsal yönetim açısından çok önemli katkılarda bulunmaktadır. Bu bölümde öncelikle melek yatırımcılar ve GS fonları tarafından Türkiye’de yatırım yapılan sektörlere ilişkin araştırma sonuçlarına yer verilmiş ve bu yatırımcıların Türkiye’deki yatırım faaliyetlerinin genel bir çerçevesi oluşturulmaya çalışılmıştır.

Türkiye’de bu yatırımcılar tarafından yapılan yatırımlara ilişkin yapılan açıklamalar sonrasında kurumsal yönetim alanında tahmin modeli oluşturulmuş ve melek yatırımcılar ile GS fonlarının erken aşama şirketlere yatırımları ve girişimler üzerindeki kontrollerine ilişkin tahmin modellerinin sonuçlarına yer verilmiştir.

## **6.1 Melek Yatırımcılar ve Girişim Sermayesi Fonlarına İlişkin Araştırma Sonuçları**

Tezde araştırma alanı belirlenirken ulusal düzeyde bir araştırma bulunmaması nedeniyle uluslararası literatür örnekleri dikkatle incelenmiş ve uluslararası literatürde GS alanında günümüze kadar yapılan araştırma konuları esas alınmıştır. Literatürde araştırmalar esas itibarıyla;

- Girişim sermayesi ile teknoloji ve inovasyon arasındaki ilişki,
- GS fonlarının yapısı, GS fonlarının ve melek yatırımcıların yatırım stratejileri ve yatırım yapılan teşebbüslerin özellikleri,
- GS fonlarının ve melek yatırımcıların yatırım yaptıkları teşebbüslerin kurumsal yönetimi üzerindeki etkileri,
- GS fonları ve melek yatırımcıların çıkış stratejileri ve getiri performansları
- GS fonlarının ve melek yatırımcıların finansmana erişimdeki rolleri,
- Girişim sermayesinin gelişmesinde kamunun rolü ve kamu politikaları,

üzerine yapılmaktadır.

Tezde bu alanların tamamını kapsayacak şekilde açıklamalar önceki bölümlerde yapılmıştı. Bu bölümde ise uluslararası literatürde GS fonları ve melek yatırımcılar için yapılan araştırmaların Türkiye örneğinde nasıl olduğunu anlamaya yönelik bir çalışma yapılmıştır. Bununla birlikte, Türkiye’de girişim sermayesinin

nispeten yeni olması ve bu alandaki yatırımların genellikle gizlilik esasına dayanması (özellikle de yatırımların getirisi bilgilerinin saklanması) nedeniyle veri sıkıntısı bulunmaktadır. Veri kısıtı nedeniyle yukarıda bahsedilen alanların tümünü içerecek bir şekilde araştırma yapılamamıştır. Bu çalışmada ise;

- Girişim sermayesi ile teknoloji ve inovasyon arasındaki ilişki,
- GS fonlarının yapısı, GS fonlarının ve melek yatırımcıların yatırım stratejileri ve yatırım yapılan teşebbüslerin özellikleri,
- GS fonlarının ve melek yatırımcıların ve azınlık pay sahiplerinin yatırım yaptıkları teşebbüslerin kurumsal yönetimi üzerindeki etkileri,

üzerine araştırmalarda bulunabilmektedir.

Tezin bu bölümünde dünya uygulamaları ile (mümkün olduğu durumlarda) Türkiye örneğinin karşılaştırılması yapılarak Türkiye’de melek yatırım ve GS fonlarının durumu ortaya konulmuştur. Tezde melek yatırımlarla ilgili olarak melek yatırımcıların yatırım yaptığı 57 girişim, GS fonları alanında ise GS fonları tarafından yatırım yapılan 36 girişim; yatırım tercihleri, yatırım yapılan girişimlerin büyüklüğü, kurumsal yönetim ve kontrol gücü açısından detaylı olarak incelenmiştir. Analizde kullanılan veriler Türkiye Ticaret Sicil Gazetesinde girişimlere ilişkin olarak yer alan esas sözleşme metinlerinden elde edilmiştir. Her iki inceleme grubu (melek yatırımcı ve GS fonu) için tahmin modelleri oluşturulmuş ve bu modellerin açıklama güçleri ayrıntılı olarak ortaya konulmuştur. Aşağıda öncelikle melek yatırımlara ilişkin tahmin modelleri üzerinde durulmuş ve eldeki veriler üzerinden ulaşılan sonuçlar değerlendirilmiş ve sonra aynı analiz GS fonlarına ilişkin olarak yapılmış ve elde edilen sonuçlara yer verilmiştir.

Tezde edinilen bilgiler ve sektöre ilişkin edinilen tecrübelerle dayanarak girişim sermayesinin Türkiye’de daha yaygın hale getirilmesi için yapılması gereken faaliyetlerin neler olduğuna da Tezin sonuç bölümünde yer verilmiştir.

#### **6.1.1 Melek Yatırımcıların Yatırımlarını Teknoloji Odaklı Girişimlere Yapması**

Melek yatırımcılar yaptıkları yatırımlardan yüksek getiri beklerler ve bu nedenle yatırımlarını yüksek kâr edebilecekleri girişimlere yaparlar. Teknoloji odaklı girişimler, yüksek kâr potansiyeline sahip olduklarından melek yatırımcıların teknoloji odaklı girişimlere yatırım yapmaları beklenir. Aşağıda analizde öncelikle melek yatırımcıların yatırım yapabilecekleri sektörler gruplandırılmış ve girişimin içinde bulunduğu veya ilgili olduğu sektörler belirlenmiştir. Girişimin birden fazla faaliyet alanı olabileceğinden veya yapılan faaliyetin birden fazla sektörü ilgilendirebildiğinden girişimin teknoloji odaklı olup olmadığının anlaşılması için, girişimin faaliyetlerinden hangilerinin teknoloji odaklı hangilerinin geleneksel faaliyetler olduğu ortaya konulmuş ve girişimin ağırlıklı olarak hangi alanda faaliyet gösterdiği ölçüsünde teknoloji odaklı olup olmadığına karar verilmiştir. Örneğin girişimin teknoloji odaklı yazılım geliştirme ve e-ticaret gibi iki faaliyeti var iken, bu faaliyetlerin yanı sıra pazarlama ve dağıtım faaliyeti de yürütüyorsa bu girişim teknoloji odaklı olarak kabul edilmiş ve melek yatırımcının bu girişime yapılan yatırımı teknoloji odaklı olarak kabul edilmiştir.

Aşağıdaki tablo 5’te girişimlerin içinde bulunduğu sektörler ve sektörel dağılım 57 girişim şirketinden elde edilen veriler kullanılarak oluşturulmuştur. Tablodan da görüleceği gibi teknoloji grubunda haberleşme, internet, bilgi teknolojileri ve yazılım alanındaki faaliyetler bu grubu oluşturmaktadır. Teknoloji dışı grubunda ise geleneksel faaliyetler yer almakta, özellikle pazarlama, ticaret ve dağıtım bu gruptaki öne çıkmaktadır.

**Tablo 5: Teknoloji Odaklı Yatırımların Melek Yatırımlar İçindeki Payı**

| <b>Teknoloji Grubu</b>          | <b>Faaliyet Alanları</b> | <b>%</b>    | <b>Girişim Sayısı</b> |
|---------------------------------|--------------------------|-------------|-----------------------|
| Biyoteknoloji                   | 0                        | 0,0%        |                       |
| Bilgisayar ve donanım           | 4                        | 4,9%        |                       |
| Tıbbi alet ve cihazlar          | 0                        | 0,0%        |                       |
| İnternet ağı ve ekipmanları     | 5                        | 6,2%        |                       |
| Yarı İletkenler                 | 0                        | 0,0%        |                       |
| Yazılım                         | 28                       | 34,6%       |                       |
| e-Ticaret                       | 41                       | 50,6%       |                       |
| Telekomünikasyon                | 3                        | 3,7%        |                       |
| <b>Toplam</b>                   | <b>81</b>                | <b>100%</b> | <b>50</b>             |
| <b>E-Ticaret Hariç Toplam</b>   | <b>40</b>                | <b>-</b>    | <b>23</b>             |
| <b>Teknoloji Dışı Grup</b>      | <b>Toplam</b>            | <b>%</b>    |                       |
| Tüketici ürünleri ve hizmetleri | 11                       | 16,4%       |                       |
| Elektronik alet ve ekipmanlar   | 4                        | 6,0%        |                       |
| Danışmanlık                     | 15                       | 22,4%       |                       |
| Eğitim Hizmetleri               | 2                        | 3,0%        |                       |
| Finansal hizmetler              | 6                        | 9,0%        |                       |
| Sağlık hizmetleri               | 0                        | 0,0%        |                       |
| Pazarlama, ticaret ve dağıtım   | 26                       | 38,8%       |                       |
| Hammadde-Malzeme                | 1                        | 1,5%        |                       |
| İmalat                          | 2                        | 3,0%        |                       |
| <b>Toplam</b>                   | <b>67</b>                | <b>%100</b> | <b>8</b>              |
| <b>E-Ticaret Dahil Toplam</b>   | <b>108</b>               | <b>-</b>    | <b>35</b>             |

Tablo 5’in ilk bölümünde yer alan teknoloji grubundaki faaliyetler toplamda 50 girişim tarafından gerçekleştirilmektedir. Bu çalışmada örnek olarak alınan 58 girişim içinde melek yatırımcıların teknoloji odaklı toplam 50 girişime yatırım yapması melek yatırımcıların teknoloji odaklı şirketlere yatırım yaptığının açık bir

göstergesi olarak kabul edilebilir. E-ticaret faaliyetlerinin teknoloji odaklı bir yatırım olup olmadığı tartışmalı bir konu olmakla birlikte, e-ticaret alanında gösterilen faaliyetleri teknoloji dışı faaliyetler olarak analiz dışında tuttuğumuzda, teknoloji odaklı girişimlerin sayısı 23'e düşmektedir. Bu durumda ise, teknoloji dışında faaliyet gösteren girişim sayısı ise 8'den 35'e çıkmaktadır.

E-ticaret alanında faaliyette bulunan bir çok girişimin aynı zamanda pazarlama, ticaret ve dağıtım alanında faaliyet göstermesinin temel nedeni de girişimlerin mal ve hizmet ticaretini internet üzerinden icra etmelerinden kaynaklanmaktadır. Bu itibarla, melek yatırımcıların faaliyetlerinin değerlendirilmesinde e-ticareti dışarıda tutmak daha sağlıklı sonuçlara ulaşılması açısından önem arz etmektedir. E-ticaret dışarıda tutulduğu durumda, melek yatırımcıların yaptıkları 58 yatırımdan yaklaşık %40'ı (23) teknoloji odaklı yatırım iken, %60'ı (35) teknoloji dışı, çoğunlukla da, e-ticaret alanındaki faaliyetlerdir. Teknoloji alanında e-ticaretten sonra en fazla yazılım alanındaki faaliyetler öne çıkmaktadır. Teknoloji dışı alanlarda ise, melek yatırımcıların pazarlama, ticaret ve dağıtım ile danışmanlık hizmetlerine yatırım yaptıkları görülmektedir.

Bu sonuçlar melek yatırımcıların teknoloji odaklı yatırımlar yanında özellikle de e-ticaret alanında yatırım yaptıklarını bu nedenle de melek yatırımcıların sadece teknoloji odaklı yatırım yaptıklarını söylemenin doğru olmayacağı sonucunu vermektedir. Ancak melek yatırımcıların önemli bir bölümünün (%40) hâla teknoloji odaklı yatırım yaptığı söylenebilir.

### **6.1.2 GS Fonlarının Yatırımlarını Teknoloji Odaklı Girişimlere Yapması**

GS fonları da melek yatırımcılar gibi yaptıkları yatırımlardan kendi yatırımcılarını memnun etmek amacıyla yüksek getiri beklerler ve bu nedenle yatırımlarını yüksek kâr edebilecekleri girişimlere yaparlar. Teknoloji odaklı girişimler, yüksek kâr potansiyeline sahip olduklarından GS fonlarının da melek yatırımcılar gibi teknoloji odaklı girişimlere yatırım yapmaları beklenir. Tek farkla melek yatırımcılar daha küçük boyuttaki girişimlere yatırım yaparken, GS fonları genel olarak 5 milyon TL ve hatta genellikle daha da yüksek büyüklüğe sahip girişimlere yatırım yapmayı tercih ederler. Yapılan analizde önceki bölümde olduğu gibi önce sektörel gruplandırmalar yapılmış ve sonra girişimin içinde bulunduğu veya ilgili olduğu sektörler belirlenmiştir. Girişimin birden fazla faaliyet alanı olabileceğinden veya yapılan faaliyetin birden fazla sektörü ilgilendirebildiğinden girişimin teknoloji odaklı olup olmadığının anlaşılması için girişimin faaliyetlerinden hangilerinin teknoloji odaklı hangilerinin geleneksel faaliyetler olduğu ortaya konulmuş ve girişimin ağırlıklı olarak hangi alanda faaliyet gösterdiği ölçüsünde teknoloji odaklı olup olmadığına karar verilmiştir.

Aşağıdaki Tablo 6'da girişimlerin içinde bulunduğu sektörler ve sektörel dağılım, 36 girişim şirketinden elde edilen veriler kullanılarak oluşturulmuştur. Tablodan da görüleceği gibi teknoloji grubunda yazılım ve e-ticaret alanındaki faaliyetler bu gruptaki en fazla yatırım yapılan faaliyetlerdir. Teknoloji dışı grubunda

ise geleneksel faaliyetler yer almakta, özellikle pazarlama, ticaret ve dağıtım ile imalat bu gruptaki öne çıkan faaliyetlerden birisi olarak öne çıkmaktadır.

**Tablo 6: Teknoloji Odaklı Yatırımların GS Fonları İçindeki Payı**

| <b>Teknoloji Grubu</b>          | <b>Faaliyet Alanları</b> | <b>%</b>    | <b>Girişim Sayısı</b> |
|---------------------------------|--------------------------|-------------|-----------------------|
| Biyoteknoloji                   | 0                        | 0,0%        |                       |
| Bilgisayar ve donanım           | 0                        | 0,0%        |                       |
| Tıbbi alet ve cihazlar          | 0                        | 0,0%        |                       |
| İnternet ağı ve ekipmanları     | 0                        | 0,0%        |                       |
| Yarı İletkenler                 | 0                        | 0,0%        |                       |
| Yazılım                         | 6                        | 42,9%       |                       |
| e-Ticaret                       | 6                        | 42,9%       |                       |
| Telekomünikasyon                | 2                        | 14,3%       |                       |
| <b>Toplam</b>                   | <b>14</b>                | <b>100%</b> | <b>11</b>             |
| <b>E-Ticaret Hariç Toplam</b>   | <b>8</b>                 | <b>-</b>    | <b>6</b>              |
| <b>Teknoloji Dışı Grup</b>      | <b>Toplam</b>            | <b>%</b>    |                       |
| Tüketici ürünleri ve hizmetleri | 7                        | 16,7%       |                       |
| Elektronik alet ve ekipmanlar   | 0                        | 0,0%        |                       |
| Danışmanlık Hizmetleri          | 5                        | 11,9%       |                       |
| Eğitim Hizmetleri               | 0                        | 0,0%        |                       |
| Finansal hizmetler              | 4                        | 9,5%        |                       |
| Sağlık hizmetleri               | 0                        | 0,0%        |                       |
| Pazarlama, ticaret ve dağıtım   | 9                        | 21,4%       |                       |
| Hammadde-Malzeme                | 0                        | 0,0%        |                       |
| İmalat                          | 11                       | 26,2%       |                       |
| Ulaşım Lojistik Hizmetleri      | 3                        | 7,1%        |                       |
| Oyun-Eğlence                    | 3                        | 7,1%        |                       |
| Diğer                           | 0                        | 0,0%        |                       |
| <b>Toplam</b>                   | <b>42</b>                | <b>%100</b> | <b>25</b>             |
| <b>E-Ticaret Dahil Toplam</b>   | <b>48</b>                | <b>-</b>    | <b>30</b>             |

Tablo 6'nın ilk bölümünde yer alan teknoloji grubundaki faaliyetler toplamda 36 girişim tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada örnek olarak alınan 36 girişim içinde GS fonlarının teknoloji odaklı toplam 11 girişime yatırım yapması onların genel itibariyle teknoloji dışı şirketlere yatırım yaptığını açık bir şekilde göstermektedir. E-ticaret alanında faaliyetleri analiz dışında tuttuğumuzda ise, teknoloji odaklı girişimlerin sayısı 6'ya düşmektedir. Bu durumda ise, teknoloji

dışında faaliyet gösteren girişim sayısı ise 25'ten 30'a çıkmaktadır. E-ticaret dışarıda tutulduğu durumda, GS fonlarının 36 yatırımdan sadece yaklaşık 6'sı (%17) teknoloji odaklı yatırım iken, 30'u (%83) teknoloji dışı, çoğunlukla da, imalat ve pazarlama, ticaret ve dağıtım alanındaki faaliyetlerdir. Teknoloji alanında e-ticaret ve yazılım faaliyetleri öne çıkmaktadır.

Bu sonuçlar, açık şekilde GS fonlarının teknoloji odaklı girişimlere yatırımlarının çok sınırlı olduğunu ve esas itibariyle teknoloji dışı şirketlere yatırım yaptıklarını göstermektedir. Bunun arkasında yatan temel nedenin; Türkiye'de GS fonlarının yatırım ölçeğinde yeterli sayıda teknoloji odaklı girişimin olmaması ile yatırım yapılan girişimlerin genellikle geleneksel alanda faaliyet gösteren ve belli büyüklükteki ileri aşama şirketlere odaklanılmasından kaynaklandığı söylenebilir.

#### **6.2.1 Melek Yatırımcıların Yatırımlarını Erken Aşama Girişimlere Yapması**

Melek yatırımcıların kendi varlıklarından yatırım yaptığı gerçeği göz önüne alındığında, servetlerini genellikle bir çok alanda değerlendirirler. Yapılan çalışmalarda melek yatırımcıların genellikle yatırımlarının sadece belirli bir oranını (%10-15) melek yatırımcı olarak erken aşama girişimlerde kullandıklarını göstermektedir (Mason 2005). Melek yatırımcıların kendi kişisel servetlerinden girişimlere yatırım yapmaları nedeniyle çok yüksek tutarlı yatırımda bulunmaları hem risk hem de servet kısıtları nedeniyle mümkün değildir. Aşağıda bu çalışmada kapsama alınan melek yatırımcıların yatırım yaptığı girişimlerin özelliklerine yer verilmiştir.

**Tablo 7: Türkiye’de Erken Aşama Yatırımların Özellikleri**

| <b>Melek Yatırımcıların Yatırım Yaptığı Girişimci Niteliği</b>            | <b>Sayı</b>       | <b>Yüzde</b>  |
|---------------------------------------------------------------------------|-------------------|---------------|
| Yatırım öncesi özkaynak büyüklüğü 1 milyon TL altında olan girişim sayısı | 52/57             | %91,28        |
| Yatırım tutarı 2 milyon TL altında olan girişim sayısı                    | 46/57             | %80,7         |
| <b>Yatırım ve Özkaynak Büyüklükleri</b>                                   | <b>Ort. Tutar</b> | <b>Medyan</b> |
| Girişimlerin sahip olduğu ortalama başlangıç sermaye tutarı               | 194.513 TL        | 50.000 TL     |
| Girişimlere yapılan ilk tur yatırımların ortalama tutarı                  | 1.394.283 TL      | 860.000 TL    |

Tablo 7, melek yatırımcıların yatırımlarının %91,28’inin 1 milyon TL’nin altında özkaynak büyüklüğüne sahip girişimlerden oluştuğunu ve melek yatırım büyüklüğünün yaklaşık %80,7’sinin 2 milyon TL altında olduğunu göstermektedir. Girişimlerin büyük bir çoğunluğu 50.000 TL sermayeye sahip küçük teşebbüslerdir. Türkiye’de anonim şirket kurmak için gerekli olan alt limit 50.000 TL olduğu için girişimlerin büyük çoğunluğunun bu limitlerde kurulduğu görülmektedir. Yatırım miktarının ise ortalama 1 milyon TL’nin üzerinde olduğu, medyan değerinin 860.000 TL olduğu göz önüne alındığında yatırım tutarının başlangıç sermayesinin oldukça üzerinde olduğu açıkça görülmektedir. Bu durum, melek yatırımcıların girişimciler için önemli bir finansal kaynak olduğu şeklinde yorumlanabilir.

Aşağıda melek yatırımcıların girişimlere yaptıkları yatırımların erken aşama yatırım olarak değerlendirilmesinde hangi değişkenlerin daha belirleyici etkiye sahip olduğu test edilmiştir. Test yöntemi olarak burada ve aşağıdaki diğer tüm testlerde binary logistik regresyon modeli kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak girişimin özkaynak büyüklüğü ve yapılan yatırım tutarı kullanılmıştır. Türkiye’de kullanılan KOBİ tanımı ve sektördeki yatırım büyüklükleri dikkate alındığında; tezde erken aşama şirketler için özkaynak büyüklüğünün azami 1 milyon TL ve melek yatırım tutarının da azami 2 milyon TL olduğu iki durum için girişim şirketi erken aşama

olarak kabul edilmiştir. Bu iki değişken yapılan testlerde bağımlı değişken olarak kabul edilmiştir. Her iki bağımlı değişken için aşağıdaki bağımsız değişkenler kullanılmıştır.

|                             | Özkaynak Büyüklüğü                                                                                                                                                                                          | Girişimin Aşaması | Değişken Değeri |
|-----------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|-----------------|
| <b>1. Bağımlı Değişken</b>  | 1 milyon TL ve aşağısı                                                                                                                                                                                      | Erken Aşama       | 1               |
|                             | 1 milyon TL ve yukarısı                                                                                                                                                                                     | İleri Aşama       | 0               |
| <b>Bağımsız Değişkenler</b> | melek yatırım tutarı, başlangıç sermayesi, melek yatırımın toplam sermaye içindeki payı, girişimin yatırım tutarına göre erken aşama özelliği, yatırımın teknoloji odaklı olması.                           |                   |                 |
|                             | Yatırım Tutarı                                                                                                                                                                                              | Girişimin Aşaması | Değişken Değeri |
| <b>2. Bağımlı Değişken</b>  | 2 milyon TL ve aşağısı                                                                                                                                                                                      | Erken Aşama       | 1               |
|                             | 2 milyon TL ve yukarısı                                                                                                                                                                                     | İleri Aşama       | 0               |
| <b>Bağımsız Değişkenler</b> | başlangıç sermayesi, melek yatırımın toplam sermaye içindeki payı, melek yatırım dışında sermaye artırımı tutarı, girişimin özkaynak tutarına göre erken aşama özelliği, yatırımın teknoloji odaklı olması. |                   |                 |

### Özkaynak Büyüklüğü

Özkaynak büyüklüğü ve diğer tüm testlerde, test aracı olarak SPSS programı kullanılmıştır. Testte ilk olarak bağımlı değişken olarak kullanılan özkaynak büyüklüğünün 1 milyon TL'den yüksek veya düşük olması durumu referans alınmıştır. Test, melek yatırımcıların yatırım yaptığı 57 girişim şirketi üzerinden gerçekleştirilmiştir. SPSS programı binary logistik regresyon modülünün çalıştırılması neticesinde;

Modelin bağımsız değişkenleri kullanarak bağımlı değişkeni %94,7 oranında doğru tahmin ettiği, model kullanılmaksızın yapılan %91,2 tahmin değerine göre

modelin daha yüksek bir tahmin gücü sağladığı görülmüştür. (Ekler: 6.2.1)

Tezde logistik regresyon analizine ilişkin değerlendirmelerde burada olduğu gibi bazı bağımlı değişkenlerin dengesiz 1 ve 0 değerlerine sahip olduğundan, değerlendirmelerin bu durum göz alınarak yapılmasının gerekli olduğu düşünülmektedir. Yapılan testlere ilişkin ayrıntılı test istatistikleri ve açıklamalar tezin sonunda ekler bölümünde yer almaktadır.

Aşağıdaki tabloda modelin katsayı tahminleri ve bu tahminlere ilişkin test istatistiklerine yer verilmiştir. Modelde 5 bağımsız değişken kullanılmıştır. Bu değişkenlerden sadece Kuruluş Sermayesi %5 anlamlılık düzeyinde bağımlı değişkeni açıklamada anlamlı bir etkiye sahiptir. Yani, Kuruluş Sermayesi yapılan yatırımın erken aşama olup olmadığını tahminde önemli bir açıklama gücü vardır. Diğer bağımsız değişkenlerin %5-10 anlamlılık düzeylerinde daha düşük önemlilik [daha yüksek değer ( $>5\%$ ) nedeniyle] derecesine sahip olması onların bağımlı değişkenin tahmininde etkilerinin daha az anlamlı olduğu sonucunu vermektedir.

Tabloda yer alan B değeri etkinin yönünü göstermektedir. Kuruluş sermayesinin  $-0,067$  katsayı değeri alması, kuruluş sermayesinin artmasının yatırımın ileri aşama olması yönünde bir etkisinin olduğunu göstermektedir. Buna karşın MY'nin Yatırımın Toplam Yatırım İçindeki Payının artması ise yatırımı  $4,004$  katsayı değerinde erken aşama yatırıma doğru etkilemiştir. Yani pozitif katsayılar yatırımın erken aşama olması yönünde etki ederken, negatif katsayılar ileri aşama yatırım yönünde katsayının etkisi olduğunu göstermektedir.

Tabloda yer alan EXP(B) ifadesi, bağımsız değişkenin bağımlı değişkeni açıklamadaki gücünün logaritmik olarak standart hale getirilmesini ifade etmektedir. Örneğin, MY'nin Yatırımın Toplam Yatırım İçindeki Payı değişkeninin 1 puan artması durumunda, yatırımın erken aşama yatırım olmasını logaritmik olarak yaklaşık 54,8 kat artmaktadır. Bu değer 4,004 değerinin logaritmik olarak ifadesidir. ( $e^{4,004}=54,8$ ) Tabloda yer alan alt ve üst değerler ise EXP(B) değerinin alacağı asgari ve azami değerlerini göstermektedir.

#### Eşitlikte Yer Alan Değerler

| Bağımsız Değişkenler                          | B      | S.H.  | Sd. | Önem. | Exp(B)  | 95% C.I.for EXP(B) |          |
|-----------------------------------------------|--------|-------|-----|-------|---------|--------------------|----------|
|                                               |        |       |     |       |         | Alt                | Üst      |
| Kuruluş Sermayesi                             | -,067  | ,000  | 1   | ,033  | 0,935   | ,879               | ,995     |
| Teknoloji grubu                               | -1,201 | 3,171 | 1   | ,705  | ,301    | ,001               | 150,663  |
| MY'nin yatırımının top. yatırım içindeki payı | 4,004  | 4,482 | 1   | ,372  | 54,816  | ,008               | 358408,2 |
| Erken Aşama Yatırım                           | -5,561 | 5,894 | 1   | ,345  | ,004    | ,000               | 399,806  |
| Seri A                                        | -,010  | ,011  | 1   | ,347  | ,990    | ,969               | 1,011    |
| Sabit değer                                   | 10,458 | 7,068 | 1   | ,139  | 34814,5 |                    |          |

#### Yatırım Tutarı

Yatırım tutarının bağımlı değişken olarak kullanıldığı testte, yatırım tutarı büyüklüğünün 2 milyon TL'den yüksek veya düşük olması durumu referans alınmıştır. Yapılan testte modelin bağımsız değişkenleri kullanarak bağımlı değişkeni %84,2 oranında doğru tahmin ettiği, model kullanılmaksızın yapılan %80,7 tahmin değerine göre modelin daha yüksek bir tahmin gücü sağladığı görülmüştür. (Ekler: 6.2.1)

Aşağıdaki tablodan görüleceği üzere modelde kullanılan bağımsız değişkenlerden sadece Melek Yatırımcının (MY) Yatırımının Toplam Yatırım İçindeki Payı'nın %10 anlamlılık düzeyinde bağımlı değişkeni açıklamada anlamlı

bir etkiye sahip olduğu, bu itibarla, MY'nin Yatırımının Toplam Yatırım İçindeki Payının yapılan yatırımın erken aşama olup olmadığını tahminde önemli bir açıklama gücüne sahip olduğu, diğer değişkenlerin açıklama gücünün ise daha zayıf olduğu sonucu ortaya çıkmıştır.

#### Eşitlikte Yer Alan Değerler

| Bağımsız Değişkenler                                | B      | S.H.  | Sd. | Önem. | Exp(B) | 95% C.I.for EXP(B) |        |
|-----------------------------------------------------|--------|-------|-----|-------|--------|--------------------|--------|
|                                                     |        |       |     |       |        | Alt                | Üst    |
| Kuruluş Sermayesi                                   | -,024  | ,017  | 1   | ,146  | ,976   | ,945               | 1,008  |
| Teknoloji grubu                                     | ,448   | 1,190 | 1   | ,706  | 1,566  | ,152               | 16,126 |
| MY'nin yatırımının<br>top. yatırım içindeki<br>payı | -2,164 | 1,286 | 1   | ,092  | ,115   | ,009               | 1,429  |
| Erken Aşama<br>Özkaynak                             | -4,948 | 4,771 | 1   | ,300  | ,007   | ,000               | 81,702 |
| Sermaye Artırımı                                    | -,011  | ,015  | 1   | ,461  | ,989   | ,962               | 1,018  |
| Sabit değer                                         | 7,160  | 5,173 | 1   | ,166  | 1286,5 |                    |        |

#### 6.2.2 GS Fonlarının Yatırımlarını İleri Aşama Girişimlere Yapması

GS fonları, başkalarının varlıklarını kullanarak yatırım yaptıkları için yatırım tercihlerinde varlıkların değerini korumayı önceliklendirmekle birlikte, yatırımlarını yüksek getiriye sahip olacak şekilde değerlendirmeye çalışırlar. Yapılan çalışmalarda GS fonlarının yatırımlarının büyük bir kısmını melek yatırımcıların aksine daha ileri aşama girişimlerde kullandıklarını göstermektedir. GS fonları kendisine yatırım yapan yatırımcıların varlıklarını kullandıkları için daha yüksek tutarlı yatırımlarda bulunmaları hem fon yönetim maliyetlerinin düşürülmesi hem de daha az riskli girişimlere yatırım yapabilmelerine olanak vermektedir. Aşağıda çalışmada örnek veriler kullanılarak oluşturulan ve GS fonlarının yatırım yaptığı girişimlerin özelliklerini gösteren bir tablo yer almaktadır.

**Tablo 8: Türkiye’de GS Fonu Yatırımların Özellikleri**

| <b>GS Fonlarının Yatırım Yaptığı Girişimci Niteliği</b>                       | <b>Sayı</b>       | <b>Yüzde</b>  |
|-------------------------------------------------------------------------------|-------------------|---------------|
| Yatırım öncesi özkaynak büyüklüğü 5 milyon TL ve üzerinde olan girişim sayısı | 23/36             | %64           |
| Yatırım tutarı 5 milyon TL ve üzeri olan girişim sayısı                       | 26/36             | %72           |
| <b>Yatırım ve Özkaynak Büyüklükleri</b>                                       | <b>Ort. Tutar</b> | <b>Medyan</b> |
| Girişimlerin sahip olduğu ortalama başlangıç sermaye tutarı                   | 43.493.466 TL     | 7.500.000 TL  |
| Girişimlere yapılan yatırımların ortalama tutarı                              | 179.222.259 TL    | 24.652.651 TL |

Tablo 8 Türkiye’de faaliyet gösteren GS fonlarının yatırımlarının %64’ünün 5 milyon TL’nin üstünde özkaynak büyüklüğüne sahip girişimlerden oluştuğunu ve GS fonlarının yatırım büyüklüğünün yaklaşık %72’sinin 5 milyon TL üzerinde olduğunu göstermektedir. Girişimlerin büyük bir çoğunluğu yaklaşık 43,5 milyon TL sermayeye sahip Türkiye ölçeğinde büyük işletmelerdir. Yatırım miktarının ise yaklaşık ortalama 180 milyon TL ve medyan değerinin ise yaklaşık 25 milyon TL olduğu göz önüne alındığında GS fonları tarafından yapılan yatırımlar, başlangıç sermayesinin oldukça üzerindedir.

Bu durum GS fonlarının ileri aşama girişimciler için de önemli bir finansal kaynak olduğunu açıkça göstermektedir. Bu tablonun bize gösterdiği diğer bir önemli sonuç ise, Türkiye’de faaliyet gösteren GS fonlarının büyük çoğunluğunun özel sermaye fonları olarak yatırım yapmasıdır. Genel belirleyici bir ölçü olmamakla birlikte GS fonları tarafından yapılan yatırımların genellikle 40-50 milyon TL bandının altında olması beklenir.

Aşağıda GS fonlarının girişimlere yaptıkları yatırımların ileri aşama yatırım olarak değerlendirilmesinde hangi değişkenlerin daha belirleyici etkiye sahip olduğu 36 tane yatırım almış teşebbüs verileri kullanılarak test edilmiştir. Melek yatırımcılarda kullanılan test yönteminin aynısı bu analizde de kullanılmıştır. Melek yatırımda da olduğu gibi bağımlı değişken olarak girişimin özkaynak büyüklüğü ve yapılan yatırım tutarı kullanılmıştır. Türkiye’de kullanılan KOBİ tanımı ve sektördeki yatırım büyüklükleri dikkate alınarak, çalışmada ileri aşama şirketler için özkaynak büyüklüğünün 5 milyon TL ve GS fonu yatırımlarının tutarının da asgari 5 milyon TL olduğu iki durumda girişim şirketinin ileri aşama olduğu kabul edilerek, bu değişkenler testte bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Her iki bağımlı değişken için aşağıdaki bağımsız değişkenler kullanılmıştır.

|                             | Özkaynak Büyüklüğü                                                                                                                                                                      | Girişimin Aşaması | Değişken Değeri |
|-----------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|-----------------|
| <b>1. Bağımlı Değişken</b>  | 5 milyon TL ve aşağısı                                                                                                                                                                  | Erken Aşama       | 1               |
|                             | 5 milyon TL ve yukarısı                                                                                                                                                                 | İleri Aşama       | 0               |
| <b>Bağımsız Değişkenler</b> | GS yatırım tutarı, kuruluş sermayesi, GS fonu yatırımın toplam sermaye içindeki payı, girişimin yatırım tutarına göre ileri aşama özelliği, yatırımın teknoloji odaklı olması.          |                   |                 |
|                             | Yatırım Tutarı                                                                                                                                                                          | Girişimin Aşaması | Değişken Değeri |
| <b>2. Bağımlı Değişken</b>  | 5 milyon TL ve aşağısı                                                                                                                                                                  | Erken Aşama       | 1               |
|                             | 5 milyon TL ve yukarısı                                                                                                                                                                 | İleri Aşama       | 0               |
| <b>Bağımsız Değişkenler</b> | kuruluş sermayesi, GS fonu yatırımı tutarı, GS fonu yatırımının toplam sermaye içindeki payı, girişimin özkaynak tutarına göre ileri aşama özelliği, yatırımın teknoloji odaklı olması. |                   |                 |

### Özkaynak Büyüklüğü

Testte bağımlı değişken olarak özkaynak büyüklüğünün 5 milyon TL’den yüksek veya düşük olması durumu referans alınmıştır. Test, GS fonlarının yatırım yaptığı 36 girişim şirketi üzerinden gerçekleştirilmiştir.

Testte kullanılan modelin bağımsız değişkenleri kullanarak bağımlı değişkeni %81,3 oranında doğru tahmin ettiği, model kullanılmaksızın yapılan %62,5 tahmin değerine göre modelin daha yüksek bir tahmin gücü sağladığı görülmüştür. (Ekler: 6.2.2)

Aşağıdaki tablodan görüleceği üzere modelde kullanılan bağımsız değişkenlerden hiç birisi %5 anlamlılık düzeyinde bağımlı değişkeni açıklamada anlamlı bir etkiye sahip olmadığı, modeldeki bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücünün zayıf olduğunu sonucu ortaya çıkmıştır. Yapılan testlere ilişkin ayrıntılı test istatistikleri ekler bölümünde yer almaktadır.

#### Eşitlikte Yer Alan Değerler

| Bağımsız Değişkenler                                     | B      | S.H.  | Sd. | Önem. | Exp(B) | 95% C.I.for EXP(B) |        |
|----------------------------------------------------------|--------|-------|-----|-------|--------|--------------------|--------|
|                                                          |        |       |     |       |        | Alt                | Üst    |
| <b>Teknoloji Grubu</b>                                   | ,482   | 1,233 | 1   | ,696  | 1,619  | ,145               | 18,125 |
| <b>Kuruluş Sermayesi</b>                                 | -,016  | ,014  | 1   | ,271  | ,984   | ,957               | 1,013  |
| <b>GS Sermaye Toplamı</b>                                | -2,089 | 1,911 | 1   | ,275  | ,124   | ,003               | 5,247  |
| <b>GS fonunun yatırımının top. yatırım içindeki payı</b> | -1,188 | 1,873 | 1   | ,526  | ,305   | ,008               | 11,985 |
| <b>Sabit değer</b>                                       | 2,081  | 1,378 | 1   | ,131  | 8,016  |                    |        |

#### Yatırım Tutarı

Testte bağımlı değişken olarak yatırım tutarı büyüklüğünün 5 milyon TL'den yüksek veya düşük olması durumu referans alınmıştır. Test, GS fonlarının yatırım yaptığı 36 girişim şirketi üzerinden gerçekleştirilmiştir. Oluşturulan modelin bağımsız değişkenleri kullanarak bağımlı değişkeni %94,4 oranında doğru tahmin ettiği, model kullanılmaksızın yapılan %72,2 tahmin değerine göre modelin çok yüksek bir tahmin gücü sağladığı görülmüştür. (Ekler: 6.2.2)

Aşağıdaki tablodan görüleceği üzere modelde kullanılan bağımsız değişkenlerden sadece GS Sermayesi Toplamı değişkeninin %5 anlamlılık düzeyinde bağımlı değişkeni açıklamada anlamlı bir katkısının olduğu, modeldeki diğer bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücünün zayıf olduğunu sonucu ortaya çıkmıştır. GS Sermayesi toplamının artması yatırımı -27,15 katsayı değerinde ileri aşama yatırıma doğru etkilemektedir. Buradaki negatif katsayı değeri değişkendeki artışların bağımlı değişkenin tahmininde ileri aşama yönünde etki yaptığını göstermektedir.

Testte kullanılan veriler detaylı olarak incelendiğinde de GS fonlarının teknoloji odaklı girişimleri tercih etmedikleri, tercih etmeleri durumunda ise yatırım tutarlarının çok düşük olduğu görülmektedir. Bu durum Türkiye’de faaliyet gösteren GS fonlarının erken aşama yatırımdan ziyade ileri aşama girişimlere yöneldiklerini göstermesi açısından önemlidir.

#### Eşitlikte Yer Alan Değerler

| Bağımsız Değişkenler                              | B      | S.H.  | Sd. | Önem. | Exp(B) | 95% C.I.for EXP(B) |        |
|---------------------------------------------------|--------|-------|-----|-------|--------|--------------------|--------|
|                                                   |        |       |     |       |        | Alt                | Üst    |
| Teknoloji Grubu                                   | -,493  | 1,554 | 1   | ,751  | ,611   | ,029               | 12,839 |
| Kuruluş Sermayesi                                 | ,001   | ,001  | 1   | ,550  | 1,001  | ,999               | 1,002  |
| GS Sermaye Toplamı                                | -27,15 | 12,64 | 1   | ,032  | ,000   | ,000               | ,094   |
| GS fonunun yatırımının top. yatırım içindeki payı | ,868   | 1,631 | 1   | ,595  | 2,381  | ,097               | 58,226 |
| Sabit değer                                       | 1,208  | 1,702 | 1   | ,478  | 3,347  |                    |        |

#### 6.3.1 Melek Yatırımcılar Yatırım Yaptıkları Girişimlerin Kontrolünü ve Yönetimini Ele Geçirmesi

Erken aşama girişimlere yatırım yapan melek yatırımcılar, yaptıkları yatırımlar nedeniyle yüksek risk alırlar. Bu nedenle katlandıkları yüksek riski

minimize etmeye yönelik tedbirler almak isterler. Bu tedbirlerden en çok kullanılan önemli kararlarda sahip oldukları veto yetkisidir. Ancak girişimlerin faaliyetlerini sürekli olarak takip etmeleri söz konusu olmadığından diğer bazı tedbirleri bu yetkiyle birlikte kullanırlar. Aşağıda veto yetkisi bağımlı değişken olarak kabul edilmiş ve bu yetki ile birlikte kullanılması beklenen diğer tedbirler ile veto yetkisine sahip olup olunmadığı test edilmiştir. Diğer bir deyişle, melek yatırımcıların yatırımlarının kontrolü amacıyla kullandıkları veto dışı tedbirler ile veto yetkisini birlikte kullanmalarının beklenen bir durum olup olmadığı test edilmiştir.

Modelin bağımsız değişkenleri kullanarak bağımlı değişkeni %80,7 oranında doğru tahmin ettiği görülmektedir. Model kullanılmaksızın yapılan %64,9 değerine göre model daha yüksek bir tahmin gücü sağladığı görülmüştür. (Ekler: 6.3.1)

Aşağıdaki tablodan görüleceği üzere modelde kullanılan bağımsız değişkenlerden sadece Yönetim ve Sermaye Artırımında Öncelik Hakkı değişkeninin %5 anlamlılık düzeyinde bağımlı değişkeni açıklamada anlamlı bir etkiye sahip olduğu, diğer bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücünün zayıf olduğu sonucu ortaya çıkmıştır.

#### Eşitlikte Yer Alan Değerler

| Bağımsız Değişkenler                                  | B      | S.H.  | Sd. | Önem. | Exp(B) | 95% C.I.for EXP(B) |         |
|-------------------------------------------------------|--------|-------|-----|-------|--------|--------------------|---------|
|                                                       |        |       |     |       |        | Alt                | Üst     |
| <b>MY'nın şirketteki payı %50'nin altındadır.</b>     | -,295  | 1,628 | 1   | ,856  | ,745   | ,031               | 18,102  |
| <b>Yön. ve Ser. Art. Hak.</b>                         | 3,129  | 1,191 | 1   | ,009  | 22,859 | 2,215              | 235,931 |
| <b>Tasfiyede firma varlık. üz. Önce. hakkı vardır</b> | ,188   | ,981  | 1   | ,848  | 1,207  | ,176               | 8,260   |
| <b>Bir. satış hakkı veya sat. zor. hakkı vardır</b>   | -2,351 | 1,548 | 1   | ,129  | ,095   | ,005               | 1,978   |
| <b>Sabit değer</b>                                    | -3,200 | 1,501 | 1   | ,033  | ,041   |                    |         |

### **6.3.2 GS Fonları Yatırım Yaptıkları Girişimlerin Kontrolünü ve Yönetimini Ele Geçirmesi**

Melek yatırımcılara göre daha ileri aşama girişimlere yatırım yapan GS fonları, yaptıkları yatırımlar nedeniyle melek yatırımcılara göre daha düşük riske maruz kalmakla birlikte kendilerine yatırım yapan yatırımcıları yüksek getiri sağlayarak memnun etmek amacıyla yatırım yaptıkları girişimlerde kurumsal yönetim ve profesyonelliği sağlamak için çok önemli kontrol gücü elde ederler. Bu şekilde katlandıkları yüksek riski minimize etmeye yönelik tedbirler almak isterler. Bu tedbirlerden en çok kullanılanı önemli kararlarda sahip oldukları veto yetkisidir. Ancak yatırım yaptıkları teşebbüslerin faaliyetlerini sürekli olarak takip etmeleri söz konusu olmadığından diğer bazı tedbirleri bu yetkiyle birlikte kullanırlar.

Aşağıda veto yetkisi bağımlı değişken olarak kabul edilmiş ve bu yetki ile birlikte kullanılması beklenen diğer tedbirlerin veto yetkisine sahip olunmasına neden olup olmadığı test edilmiştir. Diğer bir deyişle, GS fonlarının yatırımlarının kontrolü amacıyla kullandıkları veto dışı tedbirler ile veto yetkisini birlikte kullanmalarının beklenen bir durum olup olmadığı test edilmiştir. Ancak veri üzerinde yapılan ayrıntılı incelemelerde bazı GS fonlarının yatırımlarında hakim ortak konuma geçtikleri bu nedenle veto yetkisine sahip olmanın bir anlamının olmadığı durumlar da tespit edilmiştir.

Testte kullanılan modelin bağımsız değişkenleri kullanarak bağımlı değişkeni %75 oranında doğru tahmin ettiği, model kullanılmaksızın yapılan %59,4 tahmin

değerine göre modelin daha yüksek bir tahmin gücü sağladığı görülmüştür. (Ekler: 6.3.2)

**Eşitlikte Yer Alan Değerler**

| Bağımsız Değişkenler                                  | B     | S.H.  | Sd. | Önem. | Exp(B) | 95% C.I. for EXP(B) |        |
|-------------------------------------------------------|-------|-------|-----|-------|--------|---------------------|--------|
|                                                       |       |       |     |       |        | Alt                 | Üst    |
| Yön. ve Ser. Art. Hakları                             | -,652 | ,617  | 1   | ,290  | ,521   | ,156                | 1,74   |
| GS Fonunun Şirketteki Payı %50'nin altındadır         | ,952  | ,914  | 1   | ,298  | 2,591  | ,432                | 15,55  |
| Sermaye Artırımında Önalım Hakkı Vardır.              | 2,793 | 1,649 | 1   | ,090  | 16,338 | ,645                | 413,61 |
| Birlikte satış hakkı veya satışa zorlama hakkı vardır | -,588 | 1,341 | 1   | ,661  | ,555   | ,040                | 7,69   |
| Sabit değer                                           |       |       |     | ,210  | ,654   |                     |        |

Yukarıdaki tablodan görüleceği üzere, bağımsız değişkenlerden sadece sermaye artırımında önalım hakkı vardır değişkeninin %5 anlamlılık düzeyinde bağımlı değişkeni açıklamada anlamlı bir etkiye sahip olduğu, diğer bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücünün zayıf olduğu sonucu ortaya çıkmıştır. Bu sonuç veto yetkisinin, girişimlerde sahip olunan sermaye artırımında önalım hakkı ile yüksek ilişkili olduğunu göstermesi açısından önemlidir.

## YEDİNCİ BÖLÜM

### SONUÇ VE ÖNERİLER

#### 7.1 Sonuç

Tezde yenilikçi girişimlerin finansman kaynakları olarak ön plana çıkan melek yatırımcılık ve girişim sermayesi fonlarının yatırım tercihlerinden bu yatırımcıların girişimlerdeki kurumsal yönetim açısından kontrol güçlerine kadar bir çok yönden literatür taraması yapılmıştır. Girişim sermayesi alanında Türkiye’de yapılan yatırım sayısı henüz çok az ve veriye erişim çok sınırlı olmakla birlikte tezde Türkiye’de son 10 yılda yapılan neredeyse tüm girişim sermayesi yatırımları araştırılmış ancak bunların tamamından yeterli veri elde edilemediğinden bazı girişim sermayesi yatırımları inceleme dışında bırakılmak zorunda kalmıştır.

Tezde, öncelikli olarak girişim sermayesinin erken aşama ve yenilikçi girişimlerin finansmanındaki önemi, inovasyona katkısı, melek yatırımcıların ve GS fonlarının yatırım süreçleri ve yatırım stratejileri, bilgi asimetrisi ve kurumsal yönetimin girişim sermayesinde önemi, bilgi asimetrisinin yol açtığı sorunlara yönelik üretilen çözümler ve son olarak da bu yatırımcıların yatırımdan çıkış ve getiri performansları uluslararası alanda yapılan çalışmalar ve raporlamalar bazında ortaya konulmuştur. Bu bölümde ise tez kapsamında araştırılan konular kısaca özetlenmiş ve tezin araştırma sonuçlarına yer verilmiştir.

Girişim sermayesinin yeniliklerin teşvik edilmesinde çok önemli rolü olduğu yapılan birçok araştırmanın ortak sonucu olarak çıkmaktadır. Girişim sermayesi yoluyla desteklenen girişimlerin başarılı olması finansman sağlayan yatırımcılara önemli getiriler de kazandırabilmektedir. Girişim sermayesinin iki önemli aracı olan melek yatırımcılar ve GS fonları, yenilikçi girişimlerin hem finansal hem de yönetim açısından desteklenmesinde farklı roller üstlenirler. Melek yatırımcılar genellikle girişimlerin erken aşamasında çoğu zaman herhangi bir gelir bile söz konusu olmadığı, prototip aşamasındaki yenilikçi ürünlere, diğer bir ifadeyle girişim fikrine yatırım yaparken, GS fonları biraz daha ileri aşamadaki artık gelir getirmeye başlamış ancak büyümek için daha fazla finansman ihtiyacı olan yenilikçi girişimlere yatırım yaparlar. Bu itibarla, bu iki finansman kaynağı birbirinin rakibi olarak değil tamamlayıcısı olarak öne çıktığı görülmektedir.

Geleneksel finansal araçlarda, finansman sağlanan firmaların bu finansmanı geri ödeyebilme kabiliyetleri ve teminatların yeterli olması temel şart olarak öne çıkarken, melek yatırımcılar ve GS fonları çok farklı beklentilerle firmalara kaynak sağlamaktadır. Melek yatırımcılar ve GS fonları için bir firmaya kaynak sağlamada temel saik, firmanın büyüme potansiyeli ve piyasa oluşturabilme yeteneği olup, yatırımlardan başarılı çıkış için bir ön şart olarak ortaya çıkmaktadır.

Melek yatırımcılar ve GS fonları yatırım sonrası süreçte ise, yatırım yaptıkları girişimlere katma değer sağlayan faaliyetlerde bulunmanın yanı sıra girişimin faaliyetlerinin izlenmesi rollerini de üstlenirler. Yatırım yapılan girişime katma değer sağlayıcı faaliyetlerde bulunmanın arkasında yatan temel mantık

girişimden daha yüksek getiri sağlanması amacıyla. Çıkış süreci son süreç olup bu yatırımcıların yatırımlarından nakde dönme imkânı sağlayan en önemli faaliyetlerin birisidir. Melek yatırımcıları bu noktada GS fonlarından ayıran en önemli fark, kendi varlıklarıyla yatırım yaptıkları için yatırımlardan çıkışta daha sabırlı olabilmeleridir.

Melek yatırımcılar ve GS fonları açısından kurumsal yönetim ihtiyacı kendisini farklı şekillerde gösterir. Bilgi asimetrisi ile asil ve vekil problemleri her iki girişim sermayesi aracı için farklı anlamlar ifade eder. GS fonları genel olarak piyasa riskine daha fazla önem verirken, melek yatırımcılar asil-vekil çatışması riskine daha fazla odaklandığı yapılan araştırmalarla ortaya konulmuştur. GS fonları gözetim ve kontrol fonksiyonlarını icrada daha çok resmi sözleşmeye dayalı mekanizmaları kullanırlarken, melek yatırımcılar daha çok ilişkiye dayalı bir kurumsal yönetimi tercih ettikleri ve yatırımlarını da girişimciye olan güven üzerine gerçekleştirdikleri yapılan araştırmalarda ortaya konulmuştur. Ancak Türkiye’de melek yatırımcıların da GS fonlarına benzer şekilde resmi sözleşmeye mekanizmaları sıklıkla tercih ettikleri yapılan ampirik çalışmalar esnasında görülmüştür.

Girişim sermayesi alanında melek yatırımcıların getiri performansına yönelik çalışmalar malesef çok fazla değildir. Ancak melek yatırımcıların da yatırımlarında yüksek getiri beklentisi onları yatırım yapmaya teşvik eden en önemli faktörlerden birisidir. Bu nedenle melek yatırımcılar için geçmişte elde edilen getiriler değil, getiri beklentisi yatırıma teşvik eden faktör olarak öne çıkar. DeGennaro ve Dwyer (2010) melek yatırımcıların GS fonları ile benzer getiri elde etmeyi bekledikleri bulgusuna

ulaşmış ve melek yatırımcıların getiri beklentisinin risksiz faiz oranının üzerinde yıllık ortalama %70 civarında olduğunu ve bu yatırımlarda kalma süresinin ise yıllık ortalama 3,67 yıl olduğu sonuçlarını elde etmişlerdir.

Aşağıda uluslararası alanda yapılan çalışma sonuçları temelinde Türkiye’deki melek yatırımcılık ve GS fonlarına ilişkin yapılan ampirik çalışmanın sonuçları ortaya konulmuş ve bu sonuçlar ve konu hakkındaki tecrübelerden yararlanarak Türkiye’deki girişim sermayesinin durumuna ilişkin önerilerde bulunulmuştur. Aşağıda öncelikle araştırma sonucu elde edilen sonuçlara yer verilmiştir.

#### *Melek Yatırımcıların Yatırımlarını Teknoloji Odaklı Girişimlere Yapmaları*

Melek yatırımcıların yatırımlardan yüksek getiri beklentileri, onların yüksek kâr edebilecekleri girişimlere yönelmesine dolayısıyla da teknoloji odaklı girişimlere yatırım yaptıkları yönünde bir genel inanış söz konusudur. Uluslararası alanda yapılan melek yatırımlara bakıldığında melek yatırımcıların erken aşama teknoloji odaklı girişimlere yatırım yaptığını gösteren ve tezin ilgili yerlerinde de değinilen araştırmalar söz konusudur. Türkiye’de yapılan melek yatırımlar incelendiğinde ise melek yatırımcıların yatırımlarının %85’in üzerinde teknoloji odaklı girişimlere yapıldığı sonucu elde edilmiştir. E-ticaret faaliyetlerinin teknoloji odaklı bir yatırım olup olmadığı tartışmalı bir konu olmakla birlikte, e-ticaret alanında gösterilen faaliyetleri teknoloji dışı faaliyetler olarak analiz dışında tutulduğunda yatırımların yaklaşık %40’ının teknoloji odaklı olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır.

Elde edilen bu sonuçlar temelinde; melek yatırımcıların teknoloji odaklı yatırımlar yanında özellikle de e-ticaret alanında yatırım yaptıklarını bu nedenle de melek yatırımcıların sadece teknoloji odaklı yatırım yaptıklarını söylemenin doğru olmamakla birlikte melek yatırımcıların yatırımlarının önemli bir bölümünün (%40) teknoloji odaklı yatırım olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

#### *Girişim Sermayesi Fonlarının Yatırımlarını Teknoloji Odaklı Girişimlere Yapmaları*

GS fonları da melek yatırımcılar gibi yaptıkları yatırımlardan kendi yatırımcılarını memnun etmek amacıyla yüksek getiri isterler ve bu nedenle yatırımlarını yüksek kâr edebilecekleri girişimlere yaparlar. Teknoloji odaklı girişimler, yüksek kâr potansiyeline sahip olduklarından GS fonlarının da melek yatırımcılar gibi teknoloji odaklı girişimlere yatırım yapmaları beklenir. Ancak melek yatırımcılar daha küçük boyuttaki girişimlere yatırım yaparken, GS fonları daha ileri aşamadaki girişimlere yatırım yapmayı tercih ederler.

Türkiye’de faaliyet gösteren GS fonlarının yatırımları incelendiğinde; GS fonlarının Türkiye’deki yatırımlarının sadece yaklaşık %30’unun teknoloji odaklı girişimlere yapıldığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç bize GS fonlarının genel itibarıyla teknoloji dışı şirketlere yatırım yaptığını göstermektedir. E-ticaret alanındaki yatırımlar analiz dışında tutulduğunda ise, teknoloji odaklı girişimlerin toplam yatırımlar içindeki payı yaklaşık %17’dir. Bu sonuçlar, net olarak GS fonlarının teknoloji odaklı girişimlere yatırımlarının çok sınırlı olduğunu ve esas

itibariyle teknoloji dışı şirketlere yatırım yaptıklarını göstermektedir. Bunun arkasında yatan temel nedenin; Türkiye’de GS fonlarının özel sermaye fonu (private equity fund) gibi davranmalarından, bu fonların yatırım ölçeğine uygun yeterli sayıda teknoloji odaklı girişimin olmamasından ve genellikle düşük riske sahip geleneksel alanda faaliyet gösteren ve belli büyüklükteki şirketlerin tercih edilmesinden kaynaklandığı söylenebilir.

#### *Melek Yatırımcıların Yatırımlarını Erken Aşama Girişimlere Yapmaları*

Melek yatırımcıların kendi kişisel servetlerinden girişimlere yatırım yapmaları nedeniyle çok yüksek tutarlı yatırımda bulunmaları hem risk hem de servet kısıtları nedeniyle mümkün değildir. Tez kapsamında alınan örneklem üzerinde yapılan araştırmalar melek yatırımcıların yatırımlarının %86’sının 1 milyon TL’nin altında özkaynak büyüklüğüne sahip girişimlerden oluştuğunu ve melek yatırım büyüklüğünün yaklaşık %75’inin 2 milyon TL altında olduğunu göstermiştir. Yapılan yatırımların ortalama tutarının 1 milyon TL’nin üzerinde olması ve medyan değerinin 860.000 TL olduğu değerlendirildiğinde melek yatırımcıların girişimciler için önemli bir finansal kaynak olduğu görülmektedir.

Tezde melek yatırımcıların girişimlere yaptıkları yatırımların erken aşama yatırım olarak değerlendirilmesinde hangi değişkenlerin daha belirleyici etkiye sahip olduğu özkaynak ve yatırım büyüklükleri üzerinden test edilmiştir. Özkaynak tutarının bağımlı değişken olarak kullanıldığı test sonucunda bağımsız değişkenlerden sadece kuruluş sermayesinin %5 anlamlılık düzeyinde bağımlı

değişkeni açıklamada anlamlı bir etkiye sahip olduğu, diğer bağımsız değişkenlerin ise bağımlı değişkenin tahmininde etkilerinin daha az anlamlı olduğu sonucu çıkmıştır.

Yatırım tutarının bağımlı değişken olarak kullanıldığı ikinci test sonucunda; değişkenlerden sadece melek yatırımcının yatırımının girişime yapılan toplam yatırım içindeki payı %10 anlamlılık düzeyinde bağımlı değişkeni açıklamada anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülmüştür. Diğer bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenin tahmininde etkilerinin daha az anlamlı olduğu sonucu ortaya çıkmıştır.

#### *GS Fonlarının Yatırımlarını İleri Aşama Girişimlere Yapmaları*

GS fonları, başkalarının varlıklarından yatırım yaptıkları için varlıkların değerini korumayı önceliklendirmekle birlikte yüksek getiriye sahip olacak şekilde yatırımlarını değerlendirmeye çalışırlar. Tezde kullanılan örneklem üzerinden elde edilen sonuçlara göre GS fonlarının Türkiye’de yatırım yaptıkları girişimlerin büyük çoğunluğu yaklaşık ortalama 43,5 milyon TL sermayeye sahip Türkiye ölçeğinde büyük işletmeler olduğu ve bu işletmelere yapılan yatırım miktarının ise ortalama olarak yaklaşık 180 milyon TL ve medyan değerinin ise yaklaşık 25 milyon TL olduğu sonucu elde edilmiştir. Bu sonuçlar göz önüne alındığında GS fonları tarafından yapılan yatırımların girişimin başlangıç sermayesinin epey üzerinde olduğu görülmektedir. Bu durum GS fonlarının ileri aşama girişimciler için de önemli bir finansal kaynak olduğunu açıkça göstermektedir. Bu tablonun bize

gösterdiği diğer bir önemli sonuç ise, Türkiye’de faaliyet gösteren GS fonlarının büyük çoğunluğunun özel sermaye fonları olarak yatırım yapmasıdır.

Tezde GS fonlarının girişimlere yaptıkları yatırımların ileri aşama yatırım olarak değerlendirilmesinde hangi değişkenlerin daha belirleyici etkiye sahip olduğu özkaynak ve yatırım büyüklükleri üzerinden test edilmiştir. Bağımlı değişken olarak girişimin özkaynak büyüklüğü ve yapılan yatırım tutarları kullanılmıştır. Özkaynağın bağımlı değişkeni olarak kullanıldığı test sonucunda; bağımsız değişkenlerden hiçbirisinin %5 anlamlılık düzeyinde bağımlı değişkeni açıklamada anlamlı bir etkiye sahip olmadığı sonucu çıkmıştır.

Yatırım tutarının bağımlı değişken olduğu ikinci test sonucunda bağımsız değişkenlerden sadece GS fonu yatırım tutarının %5 anlamlılık düzeyinde bağımlı değişkeni açıklamada anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülmüştür. Diğer bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenin tahmininde etkilerinin daha az anlamlı olduğu sonucu ortaya çıkmıştır.

#### *Melek Yatırımcıların Yatırım Yaptıkları Girişimlerin Kontrolünü ve Yönetimini Ele Geçirmeleri*

Erken aşama girişimlere yatırım yapan melek yatırımcılar, yaptıkları yatırımlar nedeniyle yüksek risk alırlar. Bu nedenle katlandıkları yüksek riski minimize etmeye yönelik tedbirler almak isterler. Bu tedbirlerden en çok kullanılan önemli kararlarda sahip oldukları veto yetkisidir. Ancak girişimlerin faaliyetlerini

sürekli olarak takip etmeleri söz konusu olmadığından diğer bazı tedbirleri bu yetkiyle birlikte kullanırlar. Tezde veto yetkisi bağımlı değişken olarak kabul edilmiş ve bu yetki ile birlikte kullanılması beklenen diğer tedbirler ile veto yetkisine sahip olup olunmadığı test edilmiştir. Diğer bir deyişle, melek yatırımcıların yatırımlarının kontrolü amacıyla kullandıkları veto dışı tedbirler ile veto yetkisini birlikte kullanmalarının beklenen bir durum olup olmadığı test edilmiştir.

Veto veya imtiyazlı oy hakkının bağımlı değişken olarak kullanıldığı testler sonucunda bağımsız değişkenlerden sadece yönetim ve sermaye artırımında öncelik hakkı değişkeninin %5 anlamlılık düzeyinde bağımlı değişkeni açıklamada anlamlı bir etkiye sahip olduğu, diğer bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenin tahmininde etkilerinin daha az anlamlı olduğu sonucu ortaya çıkmıştır.

#### *GS Fonları Yatırım Yaptıkları Girişimlerin Kontrolünü ve Yönetimini Ele Geçirmeleri*

GS fonlarına göre daha ileri aşama girişimlere yatırım yapan GS fonları, yaptıkları yatırımlar nedeniyle melek yatırımcılara göre daha düşük yüksek riske maruz kalmakla birlikte, kendilerine yatırım yapan yatırımcıları memnun etmek amacıyla yatırım yaptıkları girişimlerde çok önemli kontrol gücü elde ederler. Bu nedenle katlandıkları yüksek riski minimize etmeye yönelik tedbirler almak isterler. Bu tedbirlerden en çok kullanılanı önemli kararlarda sahip oldukları veto yetkisidir. Ancak girişimlerin faaliyetlerini sürekli olarak takip etmeleri söz konusu olmadığından diğer bazı tedbirleri bu yetkiyle birlikte kullanırlar.

Veto yetkisinin bağımlı değişken olarak kabul edilmiş ve bu yetki ile birlikte kullanılması beklenen diğer tedbirler ile veto yetkisine sahip olup olunmadığı test edilmiştir. Ancak veri üzerinde yapılan ayrıntılı incelemelerde bazı GS fonlarının yatırımlarında hakim ortak konuma geçtikleri bu nedenle veto yetkisine sahip olmanın anlamının olmadığı durumlar da tespit edilmiştir.

Veto yetkisinin bağımlı değişken olarak kabul edildiği test sonucunda; bağımsız değişkenlerden GS fonlarının şirketteki payı %50'nin altındadır değişkeni ile GS fonlarının sermaye artırımında önalım hakkı vardır değişkeninin %10 anlamlılık düzeyinde bağımlı değişkeni açıklamada anlamlı bir etkiye sahip olduğu, diğer bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenin tahmininde etkilerinin daha az anlamlı olduğu sonucu ortaya çıkmıştır.

Bu tez Türkiye'deki girişim sermayesi fonları ve melek yatırımcılık alanında bugüne kadar yapılan en kapsamlı doktora tezi çalışmasıdır. Tezde melek yatırımcılık GS fonları çok çeşitli açılardan araştırılmış ve bu araştırma sonuçları ile edinilen bilgiler temelinde Türkiye'de girişim sermayesi yatırımlarının artırılmasına yönelik öneriler de geliştirilmiştir. Önümüzdeki yıllarda girişim sermayesi alanında artan yatırım sayısı ile birlikte daha kapsamlı veriye erişimin mümkün olması ile tezde veri kısıtları nedeniyle araştırma kapsamına alınamayan melek yatırımcıların ve GS fonlarının çıkış performansları, diğer araçlara göre getiri düzeyleri, yatırımların zamanlaması, portföy mantığı çerçevesinde yatırım yapılıp yapılmadığı, yatırımdan çıkışta en çok kullanılan yöntemler gibi daha kapsamlı araştırmaların yapılmasının Türkiye girişim sermayesi ekosisteminin daha iyi anlaşılmasında ve

buna göre politika önerileri geliştirilmesinde önemli katkılar sağlayacağı düşünülmektedir.

## 7.2 Öneriler

Uluslararası alanda ve özellikle de gelişmiş ekonomilerde teknoloji odaklı ve yenilikçi girişimlerin finansmana erişiminde yaygın şekilde kullanılan girişim sermayesi Türkiye’de son on yıllık dönemde yeni yeni kullanılmaya başlamış ve devlet tarafından da çeşitli programlarla desteklenmeye başlamıştır. Gelişmiş ekonomilerde 1950’lerden itibaren kullanılmaya başlanılan bu araçlar zaman içinde edinilen tecrübeler doğrultusunda hem yatırım stratejisi hem de girişimlere müdahale alanında önemli evrimler geçirmiştir.

Melek yatırımcılık alanında uygulanan politikalarda genellikle iki destek mekanizması ön plana çıkmaktadır. Bunlardan birincisi melek yatırımcılara tanınan vergi indirimleri, diğeri ise melek yatırımcılarla kamu kaynaklarından oluşturulan bir fon ile ortak yatırım yapılması mekanizmasıdır. Kamu politikalarının melek yatırımcılığı kurumsal bir yapıya kavuşturacak şekilde tasarlanmasının bu alandaki yatırım miktarını artıracığı düşünülmektedir. Türkiye’de Kamu tarafından melek yatırım ağlarının akredite edilmesi, kurumsallığı artıran bir faktör olarak öne çıkmaktadır. Melek yatırımcıların Kamu tarafından lisanslanması ise sektörde yatırımcı ve girişimci arasında bir güven ortamı oluşumuna katkı sağlamaktadır.

Melek yatırım tutarlarının arttırılması amacıyla ortak yatırım fonu türü yapıların kamu tarafından desteklenmesi bu yatırımların hacmini artıracak ve melek yatırımcının yüklendiği risk paylaşılmış olacaktır.

GS fonu alanında Dünya uygulamalarına bakıldığında ise, bu aracın geliştirilmesine yönelik destek mekanizması olarak fonların fonu modeli ön plana çıkmaktadır. Ancak sadece fonların fonu modelleri değil, GS fonlarını ilgilendiren birçok konuda kamu politikaları söz konusudur. GS fonu alanında uygulanan bu kamu politikalarının sonuçları analiz edildiğinde başarılı ve başarısız uygulamalar net bir şekilde görülebilmektedir. Başarılı uygulamaların ortak yönleri dikkate alındığında kamu tarafından desteklenecek yapıların belirli özelliklere sahip olması gerektiği düşünülmektedir.

İyi işleyen bir girişim sermayesi ekosistemi kurulması için öncelikle sistemin bir bütün olarak görülmesi, en aşağıdan en yukarıya tüm gelişim aşamalarına yönelik finansman araçlarının dikkatli şekilde tasarlanması gerekmektedir. En alt basamak olan melek yatırımcılık ile en üst basamak olan halka arza kadar finansal ekosistemin etkin işlemesi temel hedef olmalıdır. Bu çerçevede, GS sektörüne milyarlarca dolarlık kamu desteği verilse bile halka arz için aktif bir KOBİ pazarı oluşmadığı sürece sistemde aksaklıklar olacağı göz önünde bulundurulmalıdır. Aşağıda dünya uygulamaları içerisinde öne çıkan ve GS fonlarına kaynak sağlamak amacıyla kurulan Kamu kaynaklı fonların fonu ve GS fonları için geliştirilen önerilere yer verilmiştir. Buna göre;

- Fonların fonu, bürokrasiden uzak bir yapıda ayrı ve bağımsız bir tüzel kişiliğe sahip olmalıdır. Fonların fonunun yönetimine kamu doğrudan müdahil olmamalıdır.
- Fonların fonunun dolaylı olarak iştirak edeceği şirketler tercihen teknoloji odaklı başlangıç veya büyüme aşamasında olmalıdır. Kamunun desteklediği fonlarda ileri aşama şirketlere yatırım kısıtlı tutulmalıdır.
- Kamu, özel sektör ile kurduğu fonların fonu yapısında özel sektör yatırımcılarının koyduğu sermayeyi zarar etme ihtimaline karşı garanti etmemeli ve diğer yatırımcıların riskini üstlenmemelidir.
- Fonların fonu ve iştirak edilen GS fonları ile işbirliği yapılarak yerel GS kapasitesinin geliştirilmesine yönelik programlar yürütülmelidir.
- Tüm dünyada GS fonları için kabul gören limited ortaklık modeli Türk mevzuatına kazandırılmalıdır.
- GS'ye ilişkin vergi uygulamalarının tek bir düzenleme altında toplanması, basitleştirilmesi ve vergi yükünün uluslararası uygulamalara paralel hale getirilmesi bu fonların Türkiye'de kurulmasını kolaylaştıracaktır.
- Bireysel emeklilik fonlarının GS fonlarına yatırım yapabilmesi teşvik edilerek bu fonlara gerekli imkânlar tanınmalıdır. Özellikle gelişmiş ekonomilerde GS fonlarının en önemli finansman kaynağı emeklilik fonlarıdır. Türkiye'de de GS fonlarının bu kaynaktan yararlanabilmesi kurulacak fon sayısında önemli bir artışa yol açacaktır.
- Gelişmiş bir KOBİ halka arz piyasası GS fonlarının başarı oranını artırmakta ve daha fazla fonun sektörde faaliyet göstermesini sağlayacaktır.
- Sigorta şirketleri, bankalar ve diğer nitelikli yatırımcıların GS yatırımlarına yönlendirilmesi amacıyla Kamu'nun nitelikli yatırımcıları bu alanda yatırım

yapmaya teşvik edecek politikalar geliştirmesi sektördeki fon sıkıntısını giderecektir.

- GS fonlarının yatırım yaptığı teşebbüslerde yönetim kurulu üyesi olması nedeniyle fon yöneticilerinin Türk Ticaret Kanunu'nun getirdiği yükümlülükler nedeniyle karşı karşıya kaldığı riskleri azaltıcı tedbirler alınmalıdır.

Sonuç olarak, her ülkenin kendine has şartlarının olduğu düşünülerek sektöre verilecek destekler tasarlanmalıdır. Birçok ülkede kamu kurumlarında portföy risk yönetimi pratiklerinin yerleşmemiş oluşu ve yeni firmalara yatırımı özendiren mevzuatın eksikliği gibi sebepler fon kurulumu aşamasında engel oluşturmaktadır. Ayrıca azınlık hissedarlarının yetersiz korunumu, sermaye piyasalarının yeterli derinliğe sahip olmaması, şirket satın alma ve birleşmelerinde düşük faaliyet düzeyi, GS sektörünün büyümesini sınırlayan etkenler arasında gösterilmekte olup, politika oluştururken bu hususların dikkate alınması gerektiği literatürde karşımıza çıkmaktadır.

## KAYNAKÇA

- Aernoudt, R. (1999). Business angels: Should they fly on their own wings? *Venture Capital*, 1(2), 187–95.
- Aghion, P., ve Bolton, P. (1992). An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting. *Review of Economic Studies*, 59, 473-479.
- Amatucci, F. M., ve Sohl, J. E. (2004). Women entrepreneurs securing business angels financing: Tales from the field. *Venture Capital*, 6(2/3), 181–96.
- Aram, J. (1989). Attitudes and Behaviors of Informal Investors Toward Early-Stage Investments, Technology-Based Ventures, and Coinvestors. *Journal of Business Venturing*, 4(5), 333-347.
- Arrow, K. J. (1962). Economic welfare and the allocation of resources for invention. R. R. Nelson içinde, *The rate and direction of inventive activity: Economic and social factors* (s. 609-625). New Jersey: Princeton: Princeton University Press.
- Arthurs, j., Hoskisson, R., Busenitz, L., ve Johnson, R. (2008). Managerial agents watching other agents: multiple agency conflicts regarding underpricing in IPO firms. *Academy of Management Journal*, 51, 277–294.
- Barry, C., Muscarella, C., Peavy, J., ve Peavy, J. (1990). The rote of venture capital in the creation of public companies: Evidence from the going-public process. *Journal of Financial Economics*, 27, 447-472.
- Bartlett, III, R. P. (2006). Venture Capital, Agency Costs, and the False Dichotomy of the Corporation. *UCLA L. REV.* , 54, 37-115.
- Bartlett, J. W. (1995). *Equity finance: venture capital, buyouts, restructurings, and reorganizations* (2nd b.). Frederick, MD: Panel division of Aspen Law ve Business.
- Basu, S., Phelps, C., ve Kotha, S. (2006). Corporate venture capital: towards understanding who does it and why. *Annual meetings of the Academy of Management*. Atlanta.
- Baum, J., ve Silverman, B. (2004). Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and

- performance of biotechnology startups. *Journal of Business Venturing*, 19, 411–436.
- Becker-Blease, J., ve Sohl, J. (2008). *Confidence and Angel Investors: Does Gender Matter?* Babson College Entrepreneurship Research Conference. Frontiers of Entrepreneurship Research.
- Bengtsson, O., ve Ravid, S. A. (2009). *The Importance of Geographical Location and Distance on Venture Capital Contracts*. Working Paper.
- Benjamin, G. A., ve Margulis, J. B. (2005). *Angel Capital: How to Raise Early-Stage Private Equity Financing*. New Jersey: John Wiley ve Sons, Inc.
- Black, B. S., ve Gilson, R. J. (1998). Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 47, 243-277.
- Bonnet, C., ve Wirtz, P. (2012, Nisan-Temmuz). Raising capital for rapid growth in young technology ventures: when business angels and venture capitalists coinvest. *Venture Capital*, 14(2-3), 91-110.
- Brander, J. A., Amit, R., ve Antweiler, W. (2002). Venture-Capital Syndication: Improved Venture Selection vs. The Value-Added Hypothesis. *Journal of Economics ve Management Strategy*, 11(3), 423-452.
- Brander, J., ve Lewis, T. (1986). Oligopoly and Financial Structure. *American Economic Review*, 76, 956–970.
- Brav, A., ve Gompers, P. (1997). *Journal of Finance*. 52, 1791–1821.
- Brav, A., ve Gompers, P. (2003). The role of lock-ups in initial public offerings. *Review of Financial Studies*, 16, 1–29.
- Brettel, M. (2003). Business angels in Germany: A research note. *Venture Capital*, 5(3), 251–68.
- Brush, C. G., Edelmanb, L. F., ve Manolova, T. S. (2012). Ready for funding? Entrepreneurial ventures and the pursuit of angel financing. *Venture Capital*, 14, 111-129.
- Bruton, G. D., Filatotchev, I., Chahine, S., ve Wright, M. (2010). Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: The impact of different types of private equity investors and institutional environments. *Strategic Management Journal*, 31, 491-509.

- Busenitz, L. W., Moesel, D. D., ve Fiet, J. O. (2004). Reconsidering the venture capitalists' 'value added' proposition: An interorganizational learning perspective. *Journal of Business Venturing*, 19(6), 787–807.
- Bygrave, W., ve Hunt, S. A. (2004). *Global Entrepreneurship Monitor financing report*. Wellesley, MA: Babson College and London Business School.
- Bygrave, W., ve Timmons, J. (1992). *Venture Capital at the Crossroads*. Boston: Harvard Business School Press.
- Casamatta, C. (2003, Ekim). Financing and Advising: Optimal Financial Contracts with Venture Capitalist. *Journal of Finance*, 58(5), 2059-2085.
- Cassiman, B., ve Veugelers, R. (2002). R&D cooperation and spillovers: some empirical evidence from Belgium. *American Economic Review*, 92(4), 1169–1184.
- Chahine, S., Arturs, j. D., Filatotchev, I., ve Hoskisson, R. (2012). The effects of venture capital syndicate diversity on earnings management and performance of IPOs in the US and UK: An institutional perspective. *Journal of Corporate Finance*, 18, 179-192.
- Chan, Y.-S. (1983). On the positive role of financial intermediation in allocations of venture capital in a market with imperfect information. *Journal of Finance*, 38, 1543-1561.
- Chandler, A. D. (1977). *The visible hand: The managerial revolution in American business*. Cambridge: The Belknap Press.
- Chen, H., Gompers, P., Kovner, A., ve Lerner, J. (2010). Buy local? The geography of venture capital. *Journal of Urban Economics*, 67, 90-102.
- Chen, P., Baierl, G., ve Kaplan, P. (2002). Venture capital and its role in strategic asset allocation. *Journal of Portfolio Management*, 28, 83–90.
- Chesbrough, H. W., ve Tucci, C. L. (2004). *Corporate venture capital in the context of corporate innovation*. Working paper, Haas School of Business, UC-Berkeley.
- Child, J., ve Rodrigues, S. B. (2003). Corporate governance and new organizational forms: Issues of double and multiple agency. *Journal of Management and Governance*, 7, 337–60.

- Cochrane, J. H. (2005). The risk and return of venture capital. *Journal of Financial Economics*, 75, 3-52.
- Cohen, W. M., ve Levinthal, D. A. (1990). Absorptive capacity: a new perspective on learning and innovation. *Administrative Science Quarterly*, 35, 128–152.
- Collewaert, V. (2012, July). Angel investors' and entrepreneurs' intentions to exit their ventures: A conflict perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(4), 753-779.
- Collewaert, V., ve Fassin, Y. (2013). Conflicts between entrepreneurs and investors: the impact of perceived unethical behavior. *Small Business Economics*, 40, 635-649.
- Colombo, M., ve Grilli, L. (2010). On growth drivers of high-tech start-ups: Exploring the role of founders' human capital and venture capital. *Journal of Business Venturing*, 25, 610-626.
- Crane, A., ve Matten, D. (2004). *Business Ethics: A European Perspective*. Oxford: Oxford University Press.
- Crespi, M. (2004). *Notes on the determinants of innovation*. Social Science Research Network Electronic Paper Collection.
- Cressy, R., ve Olofsson, C. (1997). The Financial Conditions For Swedish SMEs: Survey And Research AgendaThe Financial Conditions For Swedish SMEs: Survey And Research Agenda. *Small Business Economics*, 9, 179-194.
- Cumming, D. (2006). The determinants of venture capital portfolio size: empirical evidence. *Journal of Business*, 79, 1083–1126.
- Cumming, D., Schmidt, D., ve Walz, U. (2010). Legality and venture capital governance around the world. *Journal of Business Venturing*, 25, 54-72.
- Cumming, D., Siegel, D. S., ve Wright, M. (2007). Private equity, leveraged buy-outs and governance. *Journal of Corporate Finance*, 13, 439–460.
- De Clerq, D., Fried, V., Lehtonen, O., ve Sapienza, H. (2006). An entrepreneur's guide to the venture capital galaxy. *Academy of Management Perspectives*, 20(3), 90-112.
- De Dreu, C. K., ve Gelfand, M. (2007). Conflict in the workplace: Sources, functions, and dynamics across multiple levels of analysis. D. D. Gelfand

- içinde, *The Psychology of conflict and conflict management in organizations* (s. 3-54). New York: Taylor and Francis.
- Deeds, D. L. (2001). Alternative strategies for knowledge-based competition: acquiring knowledge from beyond the boundaries. S. Jackson, M. Hitt, ve A. DeNisi içinde, *Managing Knowledge for Sustained Competitive Advantage: Designing Strategies for Effective Human Resource Management*. San Fransisco, CA: Jossey Bass.
- DeGennaro, R. P., ve Dwyer, G. P. (2010). *Expected Returns to Stock Investments by Angel Investors in Groups*. Research, Federal Reserve Bank of Atlanta.
- Dharwadkar, R., George, G., ve Brandes, V. (2000). Privatization in emerging economies: an agency theory perspective. *Academy of Management Review* , 25, 650–669.
- Dushnitsky, G., ve Lenox, M. (2005). When do firms undertake RveD by investing in new ventures? *Strategic Management Journal*, 26(10), 947–965.
- Duxbury, L., Haines, G. H., ve Riding, A. L. (1996). A personality profile of Canadian informal investors. *Journal of Small Business Management*, 34(2), 44–55.
- Ehrlich, S. B., De Noble, A. F., Moore, T., ve Weaver, R. R. (1994). After the cash arrives: A comparative study of venture capital and private investor involvement in entrepreneurial firms. *Journal of Business Venturing*, 9, 67–82.
- Elitzur, R., ve Gavius, A. (2003). Contracting, signaling, and moral hazard: a model of entrepreneurs, angels, and venture capitalists. *Journal of Business Venturing*, 18, 709–725.
- Engel, D., ve Keilbach, M. (2007). Firm level implications of early stage venture capital investment – an empirical investigation. *Journal of Empirical Finance*, 14, 150-67.
- Ertürk, H., ve Sayılğan, G. (2014). Girişim sermayesi fonları ve bu fonların geliştirilmesinde kamunun rolü. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 293-318.
- Feeney, L., Haines, G. H., ve Riding, A. L. (1999). Private investors' investment criteria: insights from qualitative data. *Venture Capital*, 1, 121 – 145.

- Field, L., ve Hanka, G. (2001). The expiration of IPO share lockups. *Journal of Finance*, 56(2), 471–500.
- Fiet, J. O. (1995). Risk avoidance strategies in venture capital markets. *Journal of Management Studies*, 32, 551–74.
- Filatotchev, I., Wright, M., ve Arberk, M. (2006). Venture capitalists, syndication and governance in Initial Public Offerings. *Small Business Economics Journal*, 26, 337–350.
- Freear, J., ve Wetzel, W. E. (1989). *Equity capital for entrepreneurs*. In *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Babson Park: Babson College.
- Freear, J., ve Wetzel, W. E. (1990). Who bankrolls high-tech entrepreneurs? *Journal of Business Venturing*, 5, 77–89.
- Freear, J., Sohl, J., ve Wetzel, W. E. (1990). *Raising Venture Capital: Entrepreneurs' View of the Process*. In *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Babson Park: Babson College.
- Freear, J., Sohl, J. E., ve Wetzel, W. E. (1995). Angels: personal investors in the venture capital market. *Entrepreneurship and Regional Development*, 85–94.
- Fried, V. H., ve Hisrich, R. (1994). Toward a model of venture capital investment decision making. *Financial Management*, 23(3), 28–37.
- Fulghieri, P., ve Sevilir, M. (2009). Organization and Financing of Innovation, and the Choice between Corporate and Independent Venture Capital. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44, 1291-1321.
- Gabrielsson, J., ve Huse, M. (2002). The venture capitalist and the board of directors in SMEs: Roles and processes. *Venture Capital*, 4(2), 125–46.
- Gans, J., Hsu, D., ve Stern, S. (2002). When does start-up innovation spur the gale of creative destruction? *RAND Journal of Economics*, 33, 571–586.
- Gaston, R. J. (1989). *Finding Private Venture Capital for Your Firm: A Complete Guide*. New York: John Wiley and Sons.
- Gaston, R. J. (1989). The scale of informal venture capital markets. *Small Business Economics*, 1, 223–30.
- Gaston, R. J. (1990). Financing Entrepreneurs: The Anatomy Of A Hidden Market. R. D. Bingham, E. W. Hill, ve S. B. White içinde, *In Financing Economic Development* (s. 266-284). Sage Newbury Park.

- Gilson, R. J. (2003). Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience. *Stanford Law Review*, 55, 1067-1076.
- Goldfarb, B. D., Hoberg, G., Kirsch, D., ve Triantis, A. (2013). *Are Angels Different? An Analysis of Early Venture Financing*. Maryland: Robert H. Smith School.
- Gompers, P. A. (1995, Aralık). Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. *The Journal of Finance*, 50(5), 1461-1489.
- Gompers, P. A. (1996). Grandstanding in the venture capital industry. *Journal of Financial Economics*, 133-156.
- Gompers, P., ve Lerner, J. (2001). The venture capital revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15, 145–168.
- Gompers, P., ve Lerner, J. (1999). An analysis of compensation in the U.S. venture capital partnership. *Journal of Financial Economics*, 51, 3-44.
- Gompers, P., Kovner, A., ve Lerner, J. (2009). Specialization and Success: Evidence from Venture Capital. *Journal of Economics and Management Strategy*, 18(3), 817-844.
- Gregson, G., Mann, S., ve Harrison, R. (2013). Business Angel Syndication and the Evolution of Risk Capital in a Small Market Economy: Evidence from Scotland. *Managerial and Decision Economics*, 95-107.
- Guler, I., ve Guillen, M. F. (2005). *Institutions, Networks, and Organizational Growth*. Working paper.
- Guler, I., ve McGahan, A. M. (2006). *Syndication in International Venture Investing*. Research, Boston.
- Gupta, A. K., ve Sapienza, H. J. (1992). Determinants of Venture Capital Firms' Preferences Regarding the Industry Diversity and Geographic Scope of Their Investments. *Journal of Business Venturing*, 7(5), 347-362.
- Hagedoorn, J. (2002). Inter-firm R&D partnerships: an overview of major trends and patterns since 1960. *Research Policy*, 32, 477-492.
- Haines, G. H., Madill, J. J., ve Riding, A. L. (2003). Informal investment in Canada: financing small business growth. *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, 16, 13-40.

- Hall, J., ve Hofer, C. W. (1993). Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation. *Journal of Business Venturing*, 7, 459 – 475.
- Hamao, Y., Packer, F., ve Ritter, J. R. (2000). Institutional affiliation and the role of venture capital: Evidence from initial public offerings in Japan. *Pacific Basin Finance Journal*, 8, 529-558.
- Harrison, R. T., ve Mason, C. M. (1992). The roles of investors in entrepreneurial companies: A comparison of informal investors and venture capitalists. N. C. Churchill, S. Birley, W. D. Bygrave, D. F. Muzyka, C. Wahlbin, ve W. E. Wetzel içinde, *In Frontiers of entrepreneurship research* (s. 388–404). Wellesley, MA: Babson College.
- Harrison, R. T., ve Mason, C. M. (2000). Venture Capital Market Complementarities: the Links between Business Angels and Venture Capital Funds in the United Kingdom. *Venture Capital*, 2(3), 223-242.
- Harrison, R., Don, G., ve Johnston, K. G. (2010). The early stage risk capital market in Scotland since 2000: issues of scale, characteristics and market efficiency. *Venture Capital: an international journal of entrepreneurial finance*, 12(3), 211-239.
- Harvey, M., ve Evans, R. (1995). Strategic windows in the entrepreneurial process. *Journal of Business Venturing*, 10(5), 331–47.
- Hellmann, T., ve Puri, M. (2002). Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence. *The Journal of Finance*, 57(1), 169-197.
- Hellmann, T., ve Puri, M. (2000). The Interaction Between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital. *The Review of Financial Studies*, 13(4), 959-984.
- Henisz, W. J. (2000). Institutional Environment for Economic Growth. *Economics and Politics*, 12, 1-31.
- Hill, B. E., ve Power, D. (2002). *Attracting Capital From Angels*. New York: John Wiley and Sons.
- Hochberg, Y., Ljungqvist, A., ve Lu, Y. (2007). Whom you know matters; Venture Capital networks and investment performance. *Journal of Finance*, 62, 251-301.

- Hopp, C. (2010). When do venture capitalists collaborate? Evidence on the driving forces of venture capital syndication. *Small Business Economics*, 35, 471-431.
- Hoskisson, R. E., Cannella Jr., A. A., Tihanyi, L., ve Faraci, R. (2004). Asset restructuring and business group affiliation in French civil law countries. *Strategic Management Journal*, 25(6), 525–539.
- Hsu, D. (2004, August). What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation? *The Journal of Finance*, 59(4), 1805-1844.
- Hsu, Y.-W. (2010). Staging of venture capital investment: a real options analysis. *Small Business Economics*, 35, 265-281.
- Hujer, R., ve Radic, D. (2003). *Evaluating the impacts of subsidies on innovation activities in Germany*. Faculty of Economics and Business Administration. Frankfurt: Johann Wolfgang Goethe-University.
- Ibrahim, D. M. (2008). The (Not So) Puzzling Behavior of Angel Investors. *Vanderbilt Law Review*, 61, 1405-1452.
- Ibrahim, D. M. (2011). *Should Angel-Backed Start-Ups Reject Venture Capital?* William ve Mary Law School. University of Wisconsin.
- Jain, B., ve Kini, O. (1995). Venture capitalist participation and the postissue operation performance of IPO firms. *Managerial and Decision Economics*, 16, 593–606.
- Jehn, K. (1995). A multimethod examination of the benefits and detriments of intragroup conflict. *Administrative Science Quarterly*, 40, 256–282.
- Jensen, M. C., ve Meckling, W. (1976). The theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Kamien, M. I., ve Zang, I. (2000). Meet me halfway: research joint ventures and absorptive capacity. *International Journal of Industrial Organization*, 18, 995–1012.
- Kann, A. (2000). Strategic Venture Capital Investing by Corporations: A Framework for Structuring and Valuing Corporate Venture Capital Programs. San Francisco, California: Stanford University.

- Kaplan, S. N., ve Schoar , A. (2005). Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows. *The Journal of Finance*, 60(4), 1791-1823.
- Kaplan, S. N., ve Strömberg, P. (2003). Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. *Review of Economic Studies*, 281-304 .
- Kaplan, S. N., ve Strömberg, P. (2004, Ekim). Characteristics, Contracts and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses . *The Journal of Finance*, 59(5), 2177-2210.
- Karabayır, M. E., Gülşen, A. Z., Çiftci, S., ve Muzaffar, H. (2012). Melek Yatırımcıların Yatırım Kararlarında Girişimci Odaklılığın Rolü: Türkiye’deki Melek Yatırımcılar Üzerine Bir Çalışma. *SBF Dergisi*, 69-93.
- Katila, R., Rosenberger, J. D., ve Eisenhardt, K. M. (2008). Swimming with sharks: technology ventures, defense mechanisms and corporate relationships. *Administrative Science Quarterly*, 53, 295–332.
- Kelly, P. (2007). Business angel research: The road travelled and the journey ahead. H. Landström içinde, *Handbook of Research on Venture Capital* (s. 315-31). Cheltenham: Edward Elgar.
- Kirilenko, A. (2001, Nisan). Valuation and Control in Venture Finance. *The Journal of Finance*, 56(2), 565-587.
- Klausner, M., ve Litvak, K. (2001). What Economists Have Taught Us About Venture Capital Contracting. M. J. Whincop içinde, *Bridging the Entrepreneurial Financing Gap* (s. 58–59).
- Knight, F. H. (1921). *Risk, Uncertainty and Profit*. New York: Houghton Mifflin.
- Knill, A. (2009, Autumn). Should Venture Capitalist Put All Their Eggs in One Basket? Diversification versus Pure-Play Strategies in Venture Capital. *Financial Management*, 441\*486.
- Kortum, S., ve Lerner, J. (2000). Assessing the contribution of venture capital to innovation. *RAND Journal of Economics*, 31(4), 674-692.
- Lahti, T. (2011). Angel investing: an examination of the evolution of the Finnish market. *Venture Capital*, 13, 147-173.
- Leland, H. E., ve Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *Journal of Finance*, 32, 371–387.

- Lerner, J. (1994). The syndication of venture Capital investments. *Financial Management*, 23, 16-27.
- Lerner, J. (1994). Venture capitalists and the decision to go public. *Journal of Financial Economics*, 35, 293–316.
- Lerner, J. (1995). Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms. *Journal of Finance*, 50, 301-18.
- Lerner, J. (2009). *Boulevard of broken dreams: why public efforts to boost entrepreneurship and venture capital have failed and what to do about it*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Lerner, J., ve Schoar, A. (2006). Does Legal Reinforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity. . *Quarterly Journal of Economics*.
- Lichtenberg, F. R., ve Siegel, D. (1989). *The Impact of R&D Investment on Productivity – New Evidence Using Linked R&D-LRD Data*. National Bureau of Economic Research.
- Lin, T. (1996). The Certification role of large block shareholders in initial public offerings: the case of venture capitalists. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 35, 55–65.
- Lindström, G., ve Olofsson, C. (2001). Early Stage Financing Of NTBFs: An Analysis Of Contributions From Support Actors. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 3, 151-168.
- Lockett, A., ve Wright, M. (1999). Venture capital syndication. *Venture Capital: International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1, 303-324.
- Long, A. (1999). Inferring period variability of private market returns as measured by  $\sigma$  from the range of value (wealth) outcomes over time. *Journal of Private Equity*, 5, 63–96.
- Lumme, A., Mason, C., ve Suomi, M. (1998). *Informal venture capital: Investors, investments and policy issues in Finland*. Dortrecht, NL: Kluwer Academic Publishers.
- Madill, J., Haines, G. H., ve Riding, A. L. (2005). The Role Of Angels In Technology SMEs: A Link To Venture Capital. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 7, 107-129.

- Manigart, S., ve Sapienza, H. (2000). Venture capital and growth. D. L. Sexton, ve H. Landstrom içinde, *The Blackwell Handbook of Entrepreneurship* (s. 240-258). Oxford: Blackwell, U.K.
- Markman, G. D., Balkin, D. B., ve Schjoedt, L. (2001). Governing the innovation process in entrepreneurial firms. *Journal of High Technology Management Research*, 12, 273–93.
- Marshall, A. (1920). *Industry and trade*. London: Macmillan and co.
- Mason, C. M. (2006). *Informal Sources Of Venture Finance*. Hunter Centre for Entrepreneurship. Glasgow, United Kingdom: University of Strathclyde.
- Mason, C. M., ve Harrison, R. T. (1996). Informal venture capital: A study of the investment process, the post-investment experience and investment performance. *Entrepreneurship and Regional Development*, 8, 105–26.
- Mason, C. M., ve Harrison, R. T. (2000). The Size Of The Informal Venture Capital Market in The United Kingdom. 15, 137-148.
- Mason, C. M., ve Harrison, R. T. (2003). Auditioning for money’: what do technology investors look for at the initial screening stage? *Journal of Private Equity*, 6, 29-42.
- Mason, C. M., ve Rogers, A. (1997). The business angel’s investment decision: an exploratory analysis. D. Deakins, P. Jennings , ve C. M. Mason içinde, *Entrepreneurship in the 1990s* (s. 29 – 46). London: Paul Chapman.
- Mason, C. M., ve Stark, M. (2004). What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers venture capitalists and business angels,. *International Small Business Journal*, 22, 227 – 248.
- Maula, M., Keil, T., ve Zahra, S. A. (2003). Corporate venture capital and recognition of technological discontinuities. *Strategic Management Journal*.
- Meggison, W., ve Weiss, K. (1991). Venture capitalist certification in initial public offerings. *Journal of Finance*, 46, 879-903.
- Mitchell, F., Reid, G. C., ve Terry , N. G. (1997). Venture capital supply and accounting information system development. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 21(4), 45–62.
- Mitter, C. (2012). Business Angels: Issues, Evidence, and Impications for Emerging Markets. *Journal of International Business and Economics*, 12(3), 1-11.

- Moser, S. (2010). *Does Diversity Among Co-Investing Venture Capitalists Add Value for Entrepreneurial Companies?* Kansas: Ewing Marion Kauffman Foundation Research Paper.
- Moskowitz, T., ve Vissing-Jorgenson, A. (2002). The returns to entrepreneurial investment: a private equity premium puzzle? *American Economic Review* , 92, 745–778.
- Mowery, D. C., ve Rosenberg, N. (1989). *Technology and the pursuit of economic growth*. Cambridge University Press.
- Muscarella, C., ve Vetsuypens, M. (1989). *Initial public offerings and information asymmetry*. Penn State University, University Park, PA; Southern Methodist University , Dallas, TX.
- Nelson, R. R., ve Winter, S. G. (1982). *An evolutionary theory of economic change*. Cambridge, MA: Belknap Press of Harvard University Press.
- Nonaka, I., Toyama, R., ve Byosiore, P. (2001). A theory of organizational knowledge creation: Understanding the dynamic process of creating knowledge. M. Dierkes, A. Berthoin-Antal, J. Child, ve I. Nonaka içinde, *In Handbook of organizational learning and knowledge* (s. 491–517). Oxford: Oxford University Press.
- Norton, E., ve Tenenbaum, B. H. (1993). The effects of venture capitalists' characteristics on the structure of the venture capital deal. *Journal of Small Business Management*, 31(4), 32-41.
- Osnabrugge, M. V. (2000). A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: an agency theory based analysis. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2, 91–110.
- Park, H. D., ve Steensma, H. K. (2012). When does corporate venture capital add value for new ventures? *Strategic Management Journal*, 33, 1-22.
- Patzelt, H., Kynphausen-AufseB, D., ve Habib, Y. (2009). Portfolio Strategies of Life Science Venture Capital Firms in North America and Europe. *Journal of Small Business and Entrepreneurship*(2), 87-100.
- Paul, S., Whittam, G., ve Johnston, J. B. (2003). The operation of the informal venture capital market in Scotland. *Venture Capital* , 5(4), 313–35.

- Payne, J. W., Bettman, J. R., ve Johnson, E. J. (1992). Behavioral decision research: a constructive processing perspective. *Annual Review of Psychology*, 43, 87 – 131.
- Peneder, M. (2010). The impact of venture capital on innovation behaviour and firm growth. *Venture Capital*, 12(2), 83-107.
- Peng, L. (2001). *Building a venture capital index*. Unpublished working paper, University of Cincinnati.
- Penrose, E. T. (1959). *The theory of the growth of the firm*. Oxford: Oxford University Press.
- Pfeffer, J. , ve Salancik, G. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. New York: Harper and Row.
- Pisano, P., Pironti, M., ve Bertoldi, B. (2010,, Aug.). Business Angel and risk capital: The impact on innovation. *Journal of US-China Public Administration*, 7(8), 58-72.
- Politis, D. (2008, 4). Business angels and value added: what do we know and where do we go? *Venture Capital*, 10, 127-147.
- Politis, D., ve Landström, H. (2002). Informal investors as entrepreneurs: The development of an entrepreneurial career. *Venture Capital*, 4(2), 78–101.
- Pratch, L. (2005). Value-added investing: A framework for early stage venture capital firms. *Journal of Private Equity*, 8(3), 13–29.
- Ramadani, V. (2009). Business angels: who they really are. *Strategic Change*, 18(DOI: 10.1002/jsc.852), 249–258.
- Relander, K. E., Syrjanen, A. P., ve Miettinen, A. (1994). Analysis of the trade sale as a venture capital exit route. W. Bygrave, M. Hay, ve J. Peeters içinde, *Realizing investment value*. London: FT-Pitman.
- Riding, A. L. (2008, 10). Business angels and love money investors: segments of the informal market for risk capital. *Venture Capital*, 10(4), 355-369.
- Roberts, E. B. (1991). *Entrepreneurs in High Technology: Lessons from MIT and Beyond*. New York: Oxford University Press.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15, 187-212.

- Rosenberg, N. (1982). *Inside the black box: Technology and economics*. Cambridge University Press.
- Sætre, A. S. (2003). Entrepreneurial Perspectives On Informal Venture Capital. *An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 5, 71-94.
- Sahayma, A., Steensma, H. K., ve Barden, J. Q. (2010). The influence of R&D investment on the use of corporate venture capital: An industry-level analysis. *Journal of Business Venturing*, 25, 376-388.
- Sahlman, W. A. (1990). The Structure and Governance of Venture Capital Organizations. *Journal of Financial Economics*, 27, 473-524.
- Sarasvathy, S. D. (2001). *Causation and effectuation: toward a theoretical shift from economic inevitability to entrepreneurial contingency* (Cilt 26). Academy of Management Review.
- Saxenian, A. (1994). *Regional Advantage*. Cambridge: Harvard University Press.
- Schmidt, K. M. (2003, June). Convertible Securities and Venture Capital Finance. *The Journal of Finance*, 58(3), 1139-1166.
- Shane, S. ..., ve Cable, D. (2002). Network ties, reputation, and the financing of new ventures. *Management Science*, 48(3), 364-381.
- Shane, S. (2003). *A general theory of entrepreneurship: The individual-opportunity nexus*. London: Edward Elgar. Londra: Edward Elgar.
- Shepherd, D. A. (1999, Nisan). Venture capitalists' introspection: A comparison of in use and 'espoused' decision policies. *Journal of Small Business Management*, 621-632.
- Simons, T., ve Peterson, R. (2000). Task conflict and relationship conflict in top management teams: The pivotal role of intragroup trust. *Journal of Applied Psychology*, 85, 102-111.
- Smith, D. G. (2005). The Exit Structure of Venture Capital. *UCLA Law Review*, 53, 315-326.
- Sohl, J. E. (2002). The Private Equity Market Gyration: What has been Learned? . *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4(4), 267-274.

- Sohl, J. E. (2003). The Private Equity Market in The USA: Lessons From Volatility. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 5, 29-46.
- Sorenson, O., ve Stuart, T. E. (2001). Syndication networks and the spatial distribution of venture capital investments. *American Journal of Sociology*, 106(6), 1546-1588.
- Sorheim, R. (2003). The pre-investment behaviour of business angels: A social capital approach. *Venture Capital*, 5(4), 337-64.
- Stanco , T., ve Akah, U. (2005). *The Relationship Between Angels and Venture Capitalists in the Venture Industry*,. 9 7, 2015 tarihinde [http://lab2ipo.org/A2VCSurvey/VC%20Angel %20Survey%20v.final.pdf](http://lab2ipo.org/A2VCSurvey/VC%20Angel%20Survey%20v.final.pdf) adresinden alındı
- Stevenson, H., ve Coveney, P. (1996). A survey of business angels: Fallacies corrected and six distinct types of angel identified. R. Blackburn, ve P. Jennings içinde, *In Small firms: Contributions to economic regeneration* (s. 37-48). London: Paul Chapman.
- Stuart, P., Whittam, G., ve Wyper, J. (2007). Towards a Model of the Business Angel Investment Process. *Venture Capital*, 9(2), 107-125.
- Sullivan, M. K. (1991). *Entrepreneurs as Informal Investors: Are There Distinguishing Characteristics?* . In *Frontiers of Entrepreneurship*. Babson Park, MA: Babson College.
- Tang , Y., ve Tan, Y. (2008, 7). Impact of Venture Capital on IPO Timing and Operation Performance: Evidence from the HK GEM. *Systems Engineering-Theory ve Practice*, 28, 17-26.
- Tashiro, Y. (1999, 7 1). Business angels in Japan. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1(3), 259-273(15).
- Teece, D. J. (1986). Profiting from technological innovation: implications for integration, collaborating, licensing, and public policy. *Research Policy*, 15, 285-305.
- Teece, D. J., Pisano, G., ve Shuen, A. (1997). Dynamic capabilities and strategic management. *Strategic Management Journal*, 18, 509-534.

- Tian, X. (2009). *The role of venture capital syndication in value creation for entrepreneurial firms*. Indiana University.
- Tripsas, M. (1997). Unraveling the process of creative destruction: complementary assets and incumbent survival in the typesetter industry. *Strategic Management Journal*(Summer Special Issue 18), 119–142.
- Tyebjee, T., ve Bruno, A. (1984). A model of venture capitalist investment activity. *Management Scienc*, 30, 1066–1151.
- Ueda, M. (2004, 4). Project Evaluation, Screening, and Expropriation. *The Journal of Finance*, 59(2), 601-621.
- Van Osnabrugge, M., ve Robinson, R. (2000). *Angel Investing: Matching Start-Up Funds with Start-Up Companies*. San Francisco, CA: Jossey-Bass.
- Verwal, E., Bruining, H., Wright, M., ve Manigart, S. (2008). Resources access needs and capabilities as mediators of the relationship between VC firm size and syndication. *Small Business Economics*, doi:10.1007/ s11187-008-9126-x.
- Wetzel, W. E. (1981). Informal risk capital in New England. K. Vesper içinde, *In Frontiers of entrepreneurship research* (s. 217–45). Wellesley, MA, ABD: Babson College.
- Wetzel, W. E. (1994). Venture capital. W. D. Bygrave içinde, *In The portable MBA in entrepreneurship* (s. 172–94). New York: Wiley.
- Wetzel, W. E., ve Freear, J. (1996). Promoting Informal Venture Capital in the United States: Reflections on the History of the Venture Capital Network. R. T. Harrison , ve C. M. Mason içinde, *In Informal Venture Capital: evaluating the impact of business introduction services* (s. 61-74). Hemel Hempstead: Prentice Hall.
- William, R. K., Lerner, J., ve Schoar, A. (2010). *The Consequences of Entrepreneurial Finance: A Regression Discontinuity Analysis*. Harvard Business School Working Papers.
- Wilson, R. (1968). The theory of syndicates. *Econometrica*, 36, 132-199.
- Wiltbank, R. (2005). Investment practices and outcomes of informal venture investors. *Venture Capital*, 7(4), 343–357.

- Wiltbank, R., ve Boeker, W. (2007). *Returns to Angel Investors in Groups*. Kansas city: Ewing Marion Kauffman Foundation.
- Wiltbank, R., Read, S., Dew, N., ve Sarasvathy, S. D. (2009). Prediction and control under uncertainty: Outcomes in angel investing. *Journal of Business Venturing*, 24, 116-133.
- Wright, M., ve Robbie, K. (1998). Venture capital and private equity: A review and synthesis. *Journal of Business Finance ve Accounting*, 25((5– 6)), 521–569.
- Zacharakis, A. L., ve Meyer, G. D. (2000). The potential of actuarial decision models: Can they improve the venture capital investment decision? *Journal of Business Venturing*, 15, 323–346.



## EKLER

Aşağıda tezde kullanılan Logistik regresyon analizine ilişkin 6.2.1 numaralı bölüm için ayrıntılı açıklamalarda bulunulmuştur. Diğer bölümler bu açıklamalar göz önüne alınarak değerlendirilebilir. Logistik regresyon analizine ilişkin değerlendirmelerde bazı bağımlı değişkenlerin dengesiz 1 ve 0 değerlerine sahip olduğu göz önüne alınarak değerlendirme yapılmasının gerektiği düşünülmektedir.

### 6.2.1 Melek Yatırımcıların Yatırımlarını Erken Aşama Girişimlere Yapması

#### Özkaynak Büyüklüğü

##### Test İstatistikleri

##### Vaka İşleme Özet Bilgileri

| Ağırlıklandırılmamış Vaka        | Sayı | Yüzde |
|----------------------------------|------|-------|
| Analize Dâhil Edilen             | 57   | 100,0 |
| <b>Seçilen Vakalar</b>           |      |       |
| Analize Dâhil Edilemeyen Vakalar | 0    | 0     |
| Toplam                           | 57   | 100   |
| <b>Seçilmeyen Vakalar</b>        |      |       |
| Toplam                           | 0    | 0     |
| <b>Toplam</b>                    | 57   | 100,0 |

Tablo testte kullanılan 57 girişime (vaka) ait verilerin tamamının (%100) analize dahil edildiğini herhangi bir eksik verinin bulunmadığını göstermektedir.

#### Bağımlı Değişkene İlişkin Kodlama

| Orijinal Değer | İç Değeri |
|----------------|-----------|
| 0              | 0         |
| 1              | 1         |

Bağımlı değişken olarak özkaynak büyüklüğü ve bu özkaynak büyüklüğüne göre girişimin hangi evrede yer aldığı 0 ve 1 kodlaması ile belirlenmiştir. Bağımlı değişken veri olarak erken aşama girişimler için 1 değerini, erken aşama olmayan girişimler için 0 değerini almıştır. Aynı şekilde SPSS programı da analizde aynı kodlamayı kullanmıştır.

#### Blok 0: Başlangıç bloku Sınıflandırma Tablosu<sup>a,b</sup>

| Gözlemlenen |                        | Tahmin Edilen        |    |             |
|-------------|------------------------|----------------------|----|-------------|
|             |                        | Erken Aşama Özkaynak |    | Yüzde Doğru |
|             |                        | 0                    | 1  |             |
| 0. Adım     | Erken Aşama Özkaynak 0 | 0                    | 5  | 0           |
|             | 1                      | 0                    | 52 | 100         |
|             | Toplam Yüzde Değeri    |                      |    | 91,2        |

a. Sabit sayı modele eklenmiştir.

b. Kesim değeri ,50

Tablo SPSS binary logistik regresyon çalıştırılmadan yapılan tahmini göstermektedir. Yatay ekseninde yer alan Erken Aşama Özkaynak bağımlı değişkenin aldığı değerlerin 0 ve 1 olarak tahminini analiz etmektedir. Tabloda 57 girişimin tamamının özkaynak büyüklüğü açısından ileri aşama olduğu kabul edilseydi bu durumda 5 hatalı tahmin söz konusu olacağı dolayısıyla toplamda %91,2 oranında doğru tahminde bulunulacağı gösterilmektedir.

#### Eşitlikte Yer Almayan Değişkenler

|                     |                                                 | Skor   | Sd* | Önem. |
|---------------------|-------------------------------------------------|--------|-----|-------|
| 0. Adım Değişkenler | Kuruluş Sermayesi                               | 22,509 | 1   | ,000  |
|                     | Teknoloji grubu                                 | ,303   | 1   | ,582  |
|                     | MY'nin yatırımının toplam yatırım içindeki payı | 4,069  | 1   | ,044  |
|                     | Erken Aşama Yatırım                             | 1,508  | 1   | ,219  |
|                     | Seri A                                          | 2,064  | 1   | ,151  |

\*Sd: Serbestlik Derecesi,

Bu tablo, modelde kullanılan bağımsız değişkenler eğer tahmin modelinde kullanılmamış olsaydı ne kadar önemlilik düzeyine sahip olduğunu göstermektedir. Önemlilik düzeyinin 0,05'ten düşük olması istenir. Bu değerden küçük önemlilik düzeyine sahip değişkenlerin anlamlı bir açıklama gücü var olduğu kabul edilir. Bu değer ne kadar küçük ise o kadar önemlilik değeri yüksektir. Tablo'dan görüleceği üzere kuruluş sermayesi ve MY'nin yatırımının toplam yatırım içindeki payı en yüksek önemlilik düzeyine sahip değişkenlerdir. Model, kuruluş sermayesinin ve MY'nin yatırımının toplam yatırım içindeki payının bağımsız değişken olarak kullanılmasının modelin tahmin edici gücünü artıracaklarını göstermektedir.

#### Blok 1: Method = Enter (Programın Çalıştırılması)

##### Model Katsayıları Omnibus Testleri

|              | Ki-kare | df | Sig. |
|--------------|---------|----|------|
| Adım         | 17,368  | 5  | ,004 |
| 1. Adım Blok | 17,368  | 5  | ,004 |
| Model        | 17,368  | 5  | ,004 |

Bu tablo Ki-kare test istatistiği ve bu istatistiğe ilişkin önemlilik değerlerini göstermektedir. Tabloda; Adım, Model ve Blok test istatistikleri aynı değeri almıştır. Bunun nedeni modelde adım ve model için logistik regresyonun kullanılmamış olmasıdır. Önemlilik derecesinin 0,004; ile 0,05 p-değerinin altında olması sıfır hipotezinin (null hypothesis) kabulü anlamına gelmektedir. Yani bağımsız değişkenler arasında bir bağımlılık yoktur. Diğer bir deyişle, bağımsız değişkenlerin birlikte bağımlı değişkeni açıklamada önemli düzeyde etki de bulunduğu anlamına gelmektedir.

#### Model Özeti

| Adım | -2 Log Olasılık     | Cox ve Snell R Square | Nagelkerke R Square |
|------|---------------------|-----------------------|---------------------|
| 1    | 16,516 <sup>a</sup> | ,263                  | ,586                |

Bu tabloda ise modelin açıklama gücü özetlenmiştir. Logistik regresyon modelinde standart  $R^2$  (square) değeri yerine Cox ve Snell ile Nagelkerke tarafından geliştirilen  $R^2$  değeri kullanılmaktadır. Bunun arkasında yatan temel neden Logistik regresyon modelinde bağımlı değişkenin 1 veya 0 değerini almasıdır. Standart  $R^2$  değeri bağımlı değişkenin aldığı bu iki değer için anlamlı bir açıklamada bulunamamaktadır. Modele göre bağımsız değişkenler birlikte bağımlı değişkendeki değişimin CoxveSnell  $R^2$  değerine göre %26,3'sini, Nagelkerke  $R^2$  değerine göre ise %58,6'sını açıklayabilmektedir. Bu değerlere göre modelin açıklama gücünün yüksek olduğu söylenebilir.

Aşağıda SPSS'in çalıştırılması sonucu modelden elde edilen sınıflandırma tablosu yer almaktadır. Burada yer alan sınıflandırma tablosunun yukarıdaki sınıflandırma tablosundan temel farkı, bu tablonun belirli algoritmalar kullanarak bağımsız değişkenler üzerinden bağımlı değişkenlerin tahminini yapabilmesidir.

**Sınıflandırma Tablosu<sup>a</sup>**

| Gözlemlenen         | Tahmin Edilen           |    |                |
|---------------------|-------------------------|----|----------------|
|                     | Erken Aşama<br>Özkaynak |    | Yüzde<br>Doğru |
|                     | 0                       | 1  |                |
| Erken Aşama 0       | 3                       | 2  | 60,0           |
| 1. Adım Özkaynak 1  | 1                       | 51 | 98,1           |
| Toplam Yüzde Değeri |                         |    | 94,7           |

<sup>a</sup> Kesim değeri ,50

Tabloya göre, Erken Aşama Özkaynak bağımlı değişkeninin değeri 0 iken, yani özkaynak değerine göre yatırım, erken aşama değilken model bağımsız değişkenleri kullanarak erken aşama olmayan 5 yatırımdan 3'ünü doğru (%60), 2'sini yanlış tahmin etmiştir. Diğer taraftan, model 52 erken aşama yatırımın 51'ini (%98,1) doğru tahmin ederken sadece 1 tahminde başarısız olmuştur. Toplamda modelin bağımsız değişkenleri kullanarak bağımlı değişkeni %94,7 oranında doğru tahmin ettiği görülmektedir. Önceki sınıflandırma tablosunun %91,2 değerine göre model daha yüksek bir tahmin gücü sağlamıştır.

Aşağıdaki tablolarda modelin katsayı tahminleri ve bu tahminlere ilişkin test istatistikleri yer almaktadır. Modelde 5 bağımsız değişken kullanılmıştır. Bu değişkenlerden sadece Kuruluş Sermayesi %5 anlamlılık düzeyinde bağımlı değişkeni açıklamada anlamlı bir etkiye sahiptir. Yani, Kuruluş Sermayesi yapılan yatırımın erken aşama olup olmadığını tahminde önemli bir açıklama gücüne sahiptir. Diğer bağımsız değişkenlerin %5-10 anlamlılık düzeylerinde daha düşük önemlilik derecesine sahip olması onların bağımlı değişkenin tahmininde etkilerinin daha az anlamlı olduğu sonucunu vermektedir.

Tabloda yer alan B değeri etkinin yönünü göstermektedir. Kuruluş sermayesinin -,067 katsayı değeri alması, kuruluş sermayesi değişkeninin yatırımın

ileri aşama olması yönünde bir etkisinin olduğunu göstermektedir. Buna karşın MY'nin Yatırımın Toplam Yatırım İçindeki Payının artması yatırımın 4,074 katsayı değerinde erken aşama yatırıma doğru etkilemiştir. Yani pozitif katsayılar yatırımın erken aşama olması yönünde etki ederken, negatif katsayılar ileri aşama yatırım yönünde katsayının etkisi olduğunu göstermektedir.

Tabloda yer alan EXP(B) ifadesi, değişkenin bağımlı değişkeni açıklamadaki gücünün logaritmik olarak standart hale getirilmesini ifade etmektedir. Örneğin, MY'nin toplam yatırım içindeki payının 1 puan artması durumunda, yatırımın erken aşama yatırım olmasını logaritmik olarak yaklaşık 54,8 kat artmaktadır. Bu değer 4,074 değerinin logaritmik olarak ifadesidir. ( $e^{4,004}=54,8$ ) Tabloda yer alan alt ve üst değerler ise EXP(B) değerinin alacağı asgari ve azami değerlerini göstermektedir.

#### Eşitlikte Yer Alan Değerler

|                                                 | B      | S.H.  | Sd. | Önem. |
|-------------------------------------------------|--------|-------|-----|-------|
| Kuruluş Sermayesi                               | -,067  | ,000  | 1   | ,033  |
| Teknoloji grubu                                 | -1,201 | 3,171 | 1   | ,705  |
| MY'nin yatırımının toplam yatırım içindeki payı | 4,004  | 4,482 | 1   | ,372  |
| Erken Aşama Yatırım                             | -5,561 | 5,894 | 1   | ,345  |
| Seri A                                          | -,010  | ,011  | 1   | ,347  |
| Sabit değer                                     | 10,458 | 7,068 | 1   | ,139  |

|                                                 | Exp(B)   | 95% C.I. for EXP(B) |           |
|-------------------------------------------------|----------|---------------------|-----------|
|                                                 |          | Alt                 | Üst       |
| Kuruluş Sermayesi                               | 0,935    | ,879                | ,995      |
| Teknoloji grubu                                 | ,301     | ,001                | 150,663   |
| MY'nin yatırımının toplam yatırım içindeki payı | 54,816   | ,008                | 358408,28 |
| Erken Aşama Yatırım                             | ,004     | ,000                | 399,806   |
| Seri A                                          | ,990     | ,969                | 1,011     |
| Sabit değer                                     | 34814,59 |                     |           |

**Yatırım Tutarı**  
**Test İstatistikleri**

**Vaka İşleme Özet Bilgileri**

| Ağırlıklandırılmamış Vaka |                      | Sayı | Yüzde |
|---------------------------|----------------------|------|-------|
| <b>Seçilen Vakalar</b>    | Analize Dâhil Edilen | 57   | 100,0 |
|                           | Analize Dâhil        | 0    | 0     |
|                           | Edilemeyen Vakalar   |      |       |
|                           | Toplam               | 57   | 100   |
| <b>Seçilmeyen Vakalar</b> |                      | 0    | 0     |
| <b>Toplam</b>             |                      | 57   | 100,0 |

**Bağımlı Değişkene İlişkin Kodlama**

| Orijinal Değer | İç Değeri |
|----------------|-----------|
| 0              | 0         |
| 1              | 1         |

**Blok 0: Başlangıç bloku**  
**Sınıflandırma Tablosu<sup>a,b</sup>**

| Gözlemlenen |                     | Tahmin Edilen       |    |             |
|-------------|---------------------|---------------------|----|-------------|
|             |                     | Erken Aşama Yatırım |    | Yüzde Doğru |
|             |                     | 0                   | 1  |             |
| 0. Adım     | Erken Aşama Yatırım | 0                   | 11 | 0           |
|             |                     | 0                   | 46 | 100         |
|             | Toplam Yüzde Değeri |                     |    | 80,7        |

a. Sabit sayı modele eklenmiştir.

b. Kesim değeri ,50

**Eşitlikte Yer Almayan Değişkenler**

|         |                                                 | Skor  | Sd* | Önem. |
|---------|-------------------------------------------------|-------|-----|-------|
| 0. Adım | Kuruluş Sermayesi                               | 8,559 | 1   | ,003  |
|         | Teknoloji grubu                                 | 2,844 | 1   | ,092  |
|         | MY'nin yatırımının toplam yatırım içindeki payı | 8,561 | 1   | ,003  |
|         | Erken Aşama Özkaynak                            | 1,508 | 1   | ,219  |
|         | Sermaye Artırımı                                | 2,607 | 1   | ,106  |

\*Sd: Serbestlik Derecesi,

**Blok 1: Method = Enter (Programın Çalıştırılması)****Model Katsayıları Omnibus Testleri**

|              | Ki-kare | df | Sig. |
|--------------|---------|----|------|
| Adım         | 13,197  | 5  | ,022 |
| 1. Adım Blok | 13,197  | 5  | ,022 |
| Model        | 13,197  | 5  | ,022 |

**Model Özeti**

| Adım | -2 Log Olasılık | Cox ve Snell R Square | Nagelkerke R Square |
|------|-----------------|-----------------------|---------------------|
| 1    | 42,723          | ,207                  | ,331                |

**Sınıflandırma Tablosu<sup>a</sup>**

| Gözlemlenen |                     |   | Tahmin Edilen       |    |             |
|-------------|---------------------|---|---------------------|----|-------------|
|             |                     |   | Erken Aşama Yatırım |    | Yüzde Doğru |
|             |                     |   | 0                   | 1  |             |
| 1. Adım     | Erken Aşama Yatırım | 0 | 3                   | 8  | 27,3        |
|             |                     | 1 | 1                   | 45 | 97,8        |
|             | Toplam Yüzde Değeri |   |                     |    | 84,2        |

<sup>a</sup> Kesim değeri ,50**Eşitlikte Yer Alan Değerler**

|         |                                                 | B      | S.H.  | Sd. | Önem. |
|---------|-------------------------------------------------|--------|-------|-----|-------|
| 1. Adım | Kuruluş Sermayesi                               | -,024  | ,017  | 1   | ,146  |
|         | Teknoloji grubu                                 | ,448   | 1,190 | 1   | ,706  |
|         | MY’nin yatırımının toplam yatırım içindeki payı | -2,164 | 1,286 | 1   | ,092  |
|         | Erken Aşama Özkaynak                            | -4,948 | 4,771 | 1   | ,300  |
|         | Sermaye Artırımı                                | -,011  | ,015  | 1   | ,461  |
|         | Sabit değer                                     | 7,160  | 5,173 | 1   | ,166  |

**Eşitlikte Yer Alan Değerler**

|         |                                                 | Exp(B)   | 95% C.I. for EXP(B) |        |
|---------|-------------------------------------------------|----------|---------------------|--------|
|         |                                                 |          | Alt                 | Üst    |
| 1. Adım | Kuruluş Sermayesi                               | ,976     | ,945                | 1,008  |
|         | Teknoloji grubu                                 | 1,566    | ,152                | 16,126 |
|         | MY'nin yatırımının toplam yatırım içindeki payı | ,115     | ,009                | 1,429  |
|         | Erken Aşama Özkaynak                            | ,007     | ,000                | 81,702 |
|         | Sermaye Artırımı                                | ,989     | ,962                | 1,018  |
|         | Sabit değer                                     | 1286,515 |                     |        |

## 6.2.2 GS Fonları Yatırımlarını İleri Aşama Girişimlere Yapması

### Özkaynak Büyüklüğü

#### Test İstatistikleri

##### Vaka İşleme Özet Bilgileri

| Ağırlıklandırılmamış Vaka                               | Sayı | Yüzde |
|---------------------------------------------------------|------|-------|
| Analize Dahil Edilen                                    | 32   | 88,9  |
| <b>Seçilen Vakalar</b> Analize Dahil Edilemeyen Vakalar | 4    | 11,1  |
| Toplam                                                  | 36   | 100   |
| <b>Seçilmeyen Vakalar</b>                               | 0    | 0     |
| <b>Toplam</b>                                           | 36   | 100,0 |

##### Bağımlı Değişkene İlişkin Kodlama

| Orijinal Değer | İç Değeri |
|----------------|-----------|
| 0              | 0         |
| 1              | 1         |

#### Blok 0: Başlangıç bloku

##### Sınıflandırma Tablosu<sup>a,b</sup>

| Gözlemlenen |                        | Tahmin Edilen        |   |             |
|-------------|------------------------|----------------------|---|-------------|
|             |                        | İleri Aşama Özkaynak |   | Yüzde Doğru |
|             |                        | 0                    | 1 |             |
| 0. Adım     | İleri Aşama Özkaynak 0 | 20                   | 0 | 100         |
|             | 1                      | 12                   | 0 | 0           |
|             | Toplam Yüzde Değeri    |                      |   | 62,5        |

a. Sabit sayı modele eklenmiştir.

b. Kesim değeri ,50

**Eşitlikte Yer Almayan Değişkenler**

|                     |                                                     | Skor  | Sd* | Önem. |
|---------------------|-----------------------------------------------------|-------|-----|-------|
| 0. Adım Değişkenler | Teknoloji Grubu                                     | ,711  | 1   | ,399  |
|                     | Kuruluş Sermayesi                                   | 4,137 | 1   | ,042  |
|                     | GS Sermaye Toplamı                                  | 1,654 | 1   | ,198  |
|                     | GS fonunun yatırımının toplam yatırım içindeki payı | 1,644 | 1   | ,200  |

\*Sd: Serbestlik Derecesi,

**Blok 1: Method = Enter (Programın Çalıştırılması)**

**Model Katsayıları Omnibus Testleri**

|              | Ki-kare | df | Sig. |
|--------------|---------|----|------|
| Adım         | 21,012  | 4  | ,000 |
| 1. Adım Blok | 21,012  | 4  | ,000 |
| Model        | 21,012  | 4  | ,000 |

**Model Özeti**

| Adım | -2 Log Olasılık | Cox ve Snell R Square | Nagelkerke R Square |
|------|-----------------|-----------------------|---------------------|
| 1    | 21,328          | ,481                  | ,656                |

**Sınıflandırma Tablosu<sup>a</sup>**

| Gözlemlenen |                      |   | Tahmin Edilen        |   |             |
|-------------|----------------------|---|----------------------|---|-------------|
|             |                      |   | İleri Aşama Özkaynak |   | Yüzde Doğru |
|             |                      |   | 0                    | 1 |             |
| 1. Adım     | İleri Aşama Özkaynak | 0 | 17                   | 3 | 85,0        |
|             |                      | 1 | 3                    | 9 | 75,0        |
|             | Toplam Yüzde Değeri  |   |                      |   | 81,3        |

<sup>a</sup> Kesim değeri ,50

**Eşitlikte Yer Alan Değerler**

|         |                                                     | B      | S.H.  | Sd. | Önem. |
|---------|-----------------------------------------------------|--------|-------|-----|-------|
| 1. Adım | Teknoloji Grubu                                     | ,482   | 1,233 | 1   | ,696  |
|         | Kuruluş Sermayesi                                   | -,016  | ,014  | 1   | ,271  |
|         | GS Sermaye Toplamı                                  | -2,089 | 1,911 | 1   | ,275  |
|         | GS fonunun yatırımının toplam yatırım içindeki payı | -1,188 | 1,873 | 1   | ,526  |
|         | Sabit değer                                         | 2,081  | 1,378 | 1   | ,131  |

|         |                                                     | Exp(B) | 95% C.I. for EXP(B) |        |
|---------|-----------------------------------------------------|--------|---------------------|--------|
|         |                                                     |        | Alt                 | Üst    |
| 1. Adım | Teknoloji Grubu                                     | 1,619  | ,145                | 18,125 |
|         | Kuruluş Sermayesi                                   | ,984   | ,957                | 1,013  |
|         | GS Sermaye Toplamı                                  | ,124   | ,003                | 5,247  |
|         | GS fonunun yatırımının toplam yatırım içindeki payı | ,305   | ,008                | 11,985 |
|         | Sabit değer                                         | 8,016  |                     |        |

#### Yatırım Tutarı

#### Test İstatistikleri

#### Vaka İşleme Özet Bilgileri

| Ağırlıklandırılmamış Vaka |                                  | Sayı | Yüzde |
|---------------------------|----------------------------------|------|-------|
| <b>Seçilen Vakalar</b>    | Analize Dâhil Edilen             | 36   | 100,0 |
|                           | Analize Dâhil Edilemeyen Vakalar | 0    | 0     |
|                           | Toplam                           | 36   | 100   |
|                           | <b>Seçilmeyen Vakalar</b>        | 0    | 0     |
| <b>Toplam</b>             |                                  | 36   | 100,0 |

#### Bağımlı Değişkene İlişkin Kodlama

| Orijinal Değer | İç Değeri |
|----------------|-----------|
| 0              | 0         |
| 1              | 1         |

#### Blok 0: Başlangıç bloku Sınıflandırma Tablosu<sup>a,b</sup>

| Gözlemlenen |                     |   | Tahmin Edilen       |   |
|-------------|---------------------|---|---------------------|---|
|             |                     |   | İleri Aşama Yatırım |   |
|             |                     |   | 0                   | 1 |
| 0. Adım     | İleri Aşama Yatırım | 0 | 26                  | 0 |
|             |                     | 1 | 10                  | 0 |
|             | Toplam Yüzde Değeri |   |                     |   |

a. Sabit sayı modele eklenmiştir.

b. Kesim değeri ,50

**Eşitlikte Yer Almayan Değişkenler**

|                     |                      | Skor  | Sd* | Önem. |
|---------------------|----------------------|-------|-----|-------|
| 0. Adım Değişkenler | Kuruluş Sermayesi    | ,936  | 1   | ,333  |
|                     | Teknoloji grubu      | ,727  | 1   | ,394  |
|                     | GS Sermaye Toplamı   | 1,285 | 1   | ,257  |
|                     | İleri Aşama Özkaynak | 3,425 | 1   | ,064  |

\*Sd: Serbestlik Derecesi,

**Blok 1: Method = Enter (Programın Çalıştırılması)**

**Model Katsayıları Omnibus Testleri**

|              | Ki-kare | df | Sig. |
|--------------|---------|----|------|
| Adım         | 29,703  | 4  | ,000 |
| 1. Adım Blok | 29,703  | 4  | ,000 |
| Model        | 29,703  | 4  | ,000 |

**Model Özeti**

| Adım | -2 Log Olasılık     | Cox ve Snell R Square | Nagelkerke R Square |
|------|---------------------|-----------------------|---------------------|
| 1    | 12,838 <sup>a</sup> | ,562                  | ,810                |

**Sınıflandırma Tablosu<sup>a</sup>**

| Gözlemlenen |                     | Tahmin Edilen       |   |             |
|-------------|---------------------|---------------------|---|-------------|
|             |                     | İleri Aşama Yatırım |   | Yüzde Doğru |
|             |                     | 0                   | 1 |             |
| 1. Adım     | İleri Aşama 0       | 25                  | 1 | 96,2        |
|             | Yatırım 1           | 1                   | 9 | 90,0        |
|             | Toplam Yüzde Değeri |                     |   | 94,4        |

<sup>a</sup> Kesim değeri ,50

**Eşitlikte Yer Alan Değerler**

|         | B                    | S.H.    | Sd.    | Önem. |      |
|---------|----------------------|---------|--------|-------|------|
| 1. Adım | Teknoloji Grubu      | -,493   | 1,554  | 1     | ,751 |
|         | Kuruluş Sermayesi    | ,001    | ,001   | 1     | ,550 |
|         | GS Sermaye Toplamı   | -27,149 | 12,644 | 1     | ,032 |
|         | İleri Aşama Özkaynak | ,868    | 1,631  | 1     | ,595 |
|         | Sabit değer          | 1,208   | 1,702  | 1     | ,478 |

**Eşitlikte Yer Alan Değerler**

|                            | Exp(B) | “95% C.I.for EXP(B)” |        |
|----------------------------|--------|----------------------|--------|
|                            |        | Alt                  | Üst    |
| Teknoloji Grubu            | ,611   | ,029                 | 12,839 |
| Kuruluş Sermayesi          | 1,001  | ,999                 | 1,002  |
| 1. Adım GS Sermaye Toplamı | ,000   | ,000                 | ,094   |
| İleri Aşama Özkaynak       | 2,381  | ,097                 | 58,226 |
| Sabit değer                | 3,347  |                      |        |

**6.3.1 Melek Yatırımcılar Yatırım Yaptıkları Girişimlerin Kontrolünü ve Yönetimini Ele Geçirmesi****Test İstatistikleri****Vaka İşleme Özet Bilgileri**

| Ağırlıklandırılmamış Vaka |                                  | Sayı | Yüzde |
|---------------------------|----------------------------------|------|-------|
| <b>Seçilen Vakalar</b>    | Analize Dahil Edilen             | 57   | 100,0 |
|                           | Analize Dahil Edilemeyen Vakalar | 0    | 0     |
|                           | Toplam                           | 57   | 100,0 |
|                           |                                  |      |       |
| <b>Seçilmeyen Vakalar</b> |                                  | 0    | 0     |
| <b>Toplam</b>             |                                  | 57   | 100,0 |

**Bağımlı Değişkene İlişkin Kodlama**

| Orijinal Değer | İç Değeri |
|----------------|-----------|
| 0              | 0         |
| 1              | 1         |

**Blok 0: Başlangıç bloku Sınıflandırma Tablosu<sup>a,b</sup>**

| Gözlemlenen |                                         |   | Tahmin Edilen                           |    |             |
|-------------|-----------------------------------------|---|-----------------------------------------|----|-------------|
|             |                                         |   | Veto veya imtiyazlı oy hakkına sahiptir |    | Yüzde Doğru |
|             |                                         |   | 0                                       | 1  |             |
| 0. Adım     | Veto veya imtiyazlı oy hakkına sahiptir | 0 | 0                                       | 20 | 0           |
|             |                                         | 1 | 0                                       | 37 | 100         |
|             | Toplam Yüzde Değeri                     |   |                                         |    | 64,9        |

a. Sabit sayı modele eklenmiştir.

b. Kesim değeri ,50

### Eşitlikte Yer Almayan Değişkenler

|                     |                                                          | Skor   | Sd* | Önem. |
|---------------------|----------------------------------------------------------|--------|-----|-------|
| 0. Adım Değişkenler | MY'nın Şirketteki Payı %50'nin altındadır.               | 8,478  | 1   | ,004  |
|                     | Yönetim ve Sermaye Artırımında Öncelik Hakları           | 26,317 | 1   | ,000  |
|                     | Tasfiyede Firma Varlıkları Üzerinde Öncelik hakkı vardır | 5,459  | 1   | ,019  |
|                     | Birlikte Satış Hakkı veya Satışa Zorlama Hakkı Vardır    | 9,257  | 1   | ,002  |

\*Sd: Serbestlik Derecesi,

### Blok 1: Method = Enter (Programın Çalıştırılması)

#### Model Katsayıları Omnibus Testleri

|              | Ki-kare | df | Sig. |
|--------------|---------|----|------|
| Adım         | 35,954  | 4  | ,000 |
| 1. Adım Blok | 35,954  | 4  | ,000 |
| Model        | 35,954  | 4  | ,000 |

#### Model Özeti

| Adım | -2 Log Olasılık     | Cox ve Snell R Square | Nagelkerke R Square |
|------|---------------------|-----------------------|---------------------|
| 1    | 37,917 <sup>a</sup> | ,468                  | ,644                |

#### Sınıflandırma Tablosu<sup>a</sup>

| Gözlemlenen |                          | Tahmin Edilen                           |    |             |
|-------------|--------------------------|-----------------------------------------|----|-------------|
|             |                          | Veto veya imtiyazlı oy hakkına sahiptir |    | Yüzde Doğru |
|             |                          |                                         |    |             |
| 1. Adım     | Veto veya imtiyazlı oy 0 | 15                                      | 5  | 75,0        |
|             | hakkına sahiptir 1       | 6                                       | 31 | 83,8        |
|             | Toplam Yüzde Değeri      |                                         |    | 80,7        |

<sup>a</sup> Kesim değeri, 50

### Eşitlikte Yer Alan Değerler

|                                                          | B      | S.H.  | Sd. | Önem. |
|----------------------------------------------------------|--------|-------|-----|-------|
| 1. Adım MY'nın şirketteki payı %50'nin altındadır.       | -,295  | 1,628 | 1   | ,856  |
| Yön. ve Ser. Art. Hakları                                | 3,129  | 1,191 | 1   | ,009  |
| Tasfiyede firma varlıkları üzerinde öncelik hakkı vardır | ,188   | ,981  | 1   | ,848  |
| Birlikte satış hakkı veya satışa zorlama hakkı vardır    | -2,351 | 1,548 | 1   | ,129  |
| Sabit değer                                              | -3,200 | 1,501 | 1   | ,033  |

### Eşitlikte Yer Alan Değerler

|                                                          | Exp(B) | 95% C.I. for EXP(B) |         |
|----------------------------------------------------------|--------|---------------------|---------|
|                                                          |        | Alt                 | Üst     |
| 1. Adım MY'nın Şirketteki Payı %50'nin altındadır        | ,745   | ,031                | 18,102  |
| Yön. ve Ser. Art. Hakları                                | 22,859 | 2,215               | 235,931 |
| Tasfiyede firma varlıkları üzerinde öncelik hakkı vardır | 1,207  | ,176                | 8,260   |
| Birlikte satış hakkı veya satışa zorlama hakkı vardır    | ,095   | ,005                | 1,978   |
| Sabit değer                                              | ,041   |                     |         |

### 6.3.2 GS Fonları Yatırım Yaptıkları Girişimlerin Kontrolünü ve Yönetimini Ele Geçirmesi

#### Test İstatistikleri

#### Vaka İşleme Özet Bilgileri

| Ağırlıklandırılmamış Vaka        | Sayı | Yüzde |
|----------------------------------|------|-------|
| Seçilen Vakalar                  |      |       |
| Analize Dahil Edilen             | 32   | 88,9  |
| Analize Dahil Edilemeyen Vakalar | 4    | 11,1  |
| Toplam                           | 36   | 100,0 |
| Seçilmeyen Vakalar               | 0    | 0     |
| Toplam                           | 36   | 100   |

**Bağımlı Değişkene İlişkin Kodlama**

| Orijinal Değer | İç Değeri |
|----------------|-----------|
| 0              | 0         |
| 1              | 1         |

**Blok 0: Başlangıç bloku  
Sınıflandırma Tablosu<sup>a,b</sup>**

| Gözlemlenen |                        |   | Tahmin Edilen       |   |             |
|-------------|------------------------|---|---------------------|---|-------------|
|             |                        |   | İleri Aşama Yatırım |   | Yüzde Doğru |
|             |                        |   | 0                   | 1 |             |
| 0. Adım     | Veto veya imtiyazlı oy | 0 | 19                  | 0 | 100,0       |
|             | hakkına sahiptir       | 1 | 13                  | 0 | ,0          |
|             | Toplam Yüzde Değeri    |   |                     |   | 59,4        |

a. Sabit sayı modele eklenmiştir.

b. Kesim değeri ,50

**Eşitlikte Yer Almayan Değişkenler**

|                                                                       | Skor  | Sd* | Önem. |
|-----------------------------------------------------------------------|-------|-----|-------|
| Yön. ve Ser. Art. Hakları                                             | ,656  | 1   | ,418  |
| Birlikte Sat. Hak. veya Sat. Zorlama Hakkı Vardır                     | ,389  | 1   | ,533  |
| 0. Adım Değişkenler GS fonlarının Şirketteki Payı %50'nin altındadır. | 3,970 | 1   | ,046  |
| Sermaye Artırımında Önalım Hakkı Vardır.                              | 5,203 | 1   | ,023  |

\*Sd: Serbestlik Derecesi,

**Blok 1: Method = Enter (Programın Çalıştırılması)****Model Katsayıları Omnibus Testleri**

|              | Ki-kare | df | Sig. |
|--------------|---------|----|------|
| Adım         | 8,179   | 4  | ,085 |
| 1. Adım Blok | 8,179   | 4  | ,085 |
| Model        | 8,179   | 4  | ,085 |

**Model Özeti**

| Adım | -2 Log Olasılık     | Cox ve Snell R Square | Nagelkerke R Square |
|------|---------------------|-----------------------|---------------------|
| 1    | 35,050 <sup>a</sup> | ,226                  | ,304                |

**Sınıflandırma Tablosu<sup>a</sup>**

| Gözlemlenen                | Tahmin Edilen       |   |             |
|----------------------------|---------------------|---|-------------|
|                            | İleri Aşama Yatırım |   | Yüzde Doğru |
|                            | 0                   | 1 |             |
| Veto veya imtiyazlı oy 0   | 17                  | 2 | 89,5        |
| 1. Adım hakkına sahiptir 1 | 6                   | 7 | 53,8        |
| Toplam Yüzde Değeri        |                     |   | 75,0        |

<sup>a</sup> Kesim değeri ,50

**Eşitlikte Yer Alan Değerler**

|                                                               | B     | S.H.  | Sd. | Önem. |
|---------------------------------------------------------------|-------|-------|-----|-------|
| Yön. ve Ser. Art. Hakları                                     | -,652 | ,617  | 1   | ,290  |
| GS fonlarının Şirketteki Payı %50'nin altındadır.             | ,952  | ,914  | 1   | ,298  |
| 1. Adım Birlikte Satış Hakkı veya Satışa Zorlama Hakkı Vardır | -,588 | 1,341 | 1   | ,661  |
| Sermaye Artırımında Önalım Hakkı Vardır.                      | 2,793 | 1,649 | 1   | ,090  |
| Sabit değer                                                   | 1,958 | 1,563 | 1   | ,210  |

|                                                       | Exp(B) | 95% C.I.for EXP(B) |         |
|-------------------------------------------------------|--------|--------------------|---------|
|                                                       |        | Alt                | Alt     |
| Yön. ve Ser. Art. Hakları                             | ,521   | ,156               | 1,744   |
| GS Fonunun Şirketteki Payı %50'nin altındadır         | 2,591  | ,432               | 15,555  |
| 1. Adım Sermaye Artırımında Önalım Hakkı Vardır.      | 16,338 | ,645               | 413,617 |
| Birlikte satış hakkı veya satışa zorlama hakkı vardır | ,555   | ,040               | 7,699   |
| Sabit değer                                           | ,654   |                    |         |