

GİRİŞİM SERMAYESİ (ÖZEL SERMAYE) FİNANSMAN MODELİ VE TÜRKİYE İÇİN BİR UYGULAMA

**Pamukkale Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
Doktora Tezi
İşletme Anabilim Dalı
Genel İşletme Doktora Programı**

Özlem İNCE

Danışman: Prof. Dr. Hakan SARITAŞ

**Ocak 2025
DENİZLİ**

Bu tezin tasarımı, hazırlanması, yürütülmesi, araştırmalarının yapılması ve bulgularının analizlerinde bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini; bu çalışmanın doğrudan birincil ürünü olmayan bulguların, verilerin ve materyallerin bilimsel etiğe uygun olarak kaynak gösterildiğini ve alıntı yapılan çalışmalara atıfta bulunulduğunu beyan ederim.

Özlem İNCE
Ocak, 2025

ÖN SÖZ

Bu tezin hazırlanmasında; tecrübesi ve değerli yönlendirmeleri ile rehberlik eden danışman hocam Prof. Dr. Hakan SARITAŞ'a, kritik noktalardaki görüş ve önerileri ile içeriğin ve uygulamanın geliştirilmesinde önemli katkıları olan değerli hocam Prof. Dr. Aykut LENGER'e, model önerisini sunan, geliştirilmesini sağlayan ve süreç boyunca manevi desteğini esirgemeyen Doç. Dr. Umut UYAR'a, tezi inceleyerek geri bildirim ve değerlendirmeleri ile içerik düzenlemelerine yön veren saygıdeğer jüri üyeleri Prof. Dr. Dünder KÖK ve Prof. Dr. Şakir SAKARYA'ya teşekkürlerimi sunarım.

Tez konusu finansman modeline yönelik çalışmalarıyla, dünyadaki gelişmeler ve potansiyel fırsatların yanı sıra, olumsuz yönlerine getirdikleri eleştirilerle konuyu farklı boyutlarıyla algılamamı ve ilgi duymamı sağlayan değerli hocalarım Sr. Lecturer İsmail ERTURK'e ve Prof. Karel WILLIAMS'a saygılarımı sunarım.

Doktora sürecinde bilgi ve deneyimlerini içtenlikle paylaşan ve tezin uygulama alanında, modelin güncel yaklaşımlar ile geliştirilmesine katkı sunan değerli arkadaşım Dr. Öğr. Üyesi Habib KÜÇÜKŞAHİN'e teşekkür ederim.

Her daim desteklerini hissettiren, sabır ve inançla yol gösteren, umut ve ilham veren sevgili aileme minnetlerimi sunarım.

Son olarak, girişim sermayesi finansman modelinin potansiyel etkileri ve ülkemizdeki mevcut durumunu güncel yaklaşımlar ile analiz ederek politika önerileri sunan tezimin araştırmacılar ve gelecek çalışmalar için faydalı olmasını dilerim.

ÖZET

GİRİŞİM SERMAYESİ (ÖZEL SERMAYE) FİNANSMAN MODELİ VE TÜRKİYE İÇİN BİR UYGULAMA

İNCE Özlem

Doktora Tezi

İşletme Ana Bilim Dalı

Genel İşletme Doktora Programı

Tez Yöneticisi: Prof. Dr. Hakan SARITAŞ

Ocak 2025, X+239 Sayfa

Girişim sermayesi finansman modeli, yüksek büyüme potansiyeline sahip ancak geleneksel finansal kaynaklara erişimi sınırlı olan işletmelere sermaye sağlarken; yatırımcılarına da uzun vadeli yüksek getiri vaat eden bir mekanizmadır. Bu model, yenilikçi ürünler geliştirme, yeni pazar ve müşterilere erişim, profesyonel yönetim gibi fırsatlar sunarak işletmelerin büyümesini ve kurumsal kapasite artışı destekler. Aynı zamanda, ülke ekonomisi açısından girişimcilik, istihdam yaratma ve ekonomik büyüme gibi alanlarda önemli bir rol oynar. Girişim sermayesi finansmanından beklenen başlıca etkiler, şirketlerin likidite, sermaye yapısında iyileşme, net kârlılıkta artış ve nihai olarak, bu olumlu gelişmelerin piyasadaki yansımasıdır. Spekülatif etkilerden kaçınılarak, piyasanın portföy şirketlerinin reel durumunu fiyatlaması, sistemin güvenilirliği ve devamlılığı için kritik öneme sahiptir. Yatırımlardan beklenen bu etkiler, tezin cevap aradığı temel soruları oluşturmaktadır. Bu çerçevede, Türkiye'de girişim sermayesi yatırımlarının durumu incelenmiş ve yatırım alan portföy şirketlerinin finansal oranlarındaki değişimler, hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin 2009-2022 dönemi finansal verileri kullanılarak, Farkların Farkı metodolojisiyle analiz edilmiştir. Portföy şirketleri yatırım tarihlerine göre gruplandırılarak finansal verileri, kontrol grubu ve yatırım öncesi duruma göre mukayese edilmiştir. Bu bağlamda kademeli benimseme ve heterojen etkileri modele dahil eden güncel yaklaşımlar olan Callaway & Sant'anna (2021) ile Sun & Abraham (2021) yöntemleri ile ekonometrik analiz gerçekleştirilmiş ve sonuçlar yorumlanmıştır. Sonuçlar, likidite ve ticari borç vadelerinde iyileşme gibi kısmi olumlu gelişmelere karşın; sermaye yapısında dönüşüm, satış yönetimi stratejilerinin net kârlılığa yansıması gibi temel beklentilerde negatif etkileri desteklemektedir. Dolayısıyla, Türkiye'de belirtilen zaman aralığında yapılan girişim sermayesi yatırımlarının beklenen etkileri oldukça sınırlı düzeyde karşıladığı belirtilebilir. Tezin önemli bulgularından bir diğeri, piyasadaki fiyatlama davranışlarında ortaya çıkmıştır. Bu çerçevedeki bulgular, piyasada bu yatırımların, genel olarak reel finansal durum yeterince analiz edilmeden daha ziyade yatırım almanın fiyatlandığına işaret etmektedir. Bu kapsamda regülatörlerin özellikle bireysel yatırımcıları, asimetric bilgi ve spekülatif etkilerden korumak için önlem almaları gerektiği ve çoğunlukla erken sinyal niteliğinde olan akademik çalışmaların ve ampirik uygulamaların artması gerektiği vurgulanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Girişim Sermayesi Finansmanı, Portföy Şirketi, Finansal Oran Analizi, Farkların Farkı, Kademeli Benimseme

ABSTRACT

PRIVATE EQUITY FINANCING MODEL AND AN APPLICATION FOR TURKIYE

İNCE Özlem

Doctoral Thesis

Business Administration Department

Business Administration Programme

Adviser of Thesis: Prof. Dr. Hakan SARITAŞ

January 2025, X+239 Pages

The private equity financing model is a mechanism that provides capital to businesses with high growth potential but limited access to conventional financial resources, while offering investors the promise of long-term high returns. This model supports business growth and corporate capacity expansion by providing opportunities such as the development of innovative products, access to new markets and customers and professional management. It also plays a significant role in areas such as entrepreneurship, job creation, and economic growth within the national economy. The main expected effects of private equity financing include improvements in liquidity, capital structure, net profitability and ultimately, the market reflection of these positive developments. It is critical for the market to price the real situation of portfolio companies, avoiding speculative effects to ensure the reliability and sustainability of the system. These expected effects from investments constitute the fundamental questions that this thesis aims to address. In this framework, the status of private equity investments in Türkiye has been examined and changes in the financial ratios of the portfolio companies that received investments were analysed using the Difference-in-Differences methodology, with financial data of companies listed on Borsa Istanbul in the period 2009-2022. Portfolio companies were grouped according to their investment dates and their financial data were compared with a control group and the pre-investment condition. In this regard, an econometric analysis was conducted by using recent approaches of Callaway & Sant'Anna (2021) and Sun & Abraham (2021), which incorporate staggered adoption and heterogeneous effects into the model and results were interpreted. Despite partial positive developments like the ones in liquidity and commercial debt maturities, the results support negative effects on key expectations, such as capital structure transformation and the impact of sales management strategies on net profitability. Therefore, the private equity investments in Türkiye during the specified period achieved the expected effects to a rather limited extent. Another key finding emerged in the market pricing behaviour. The related results indicate that these investments are typically priced based on receiving investment, rather than a thorough analysis of the actual financial situation. In this context, it is emphasized that regulators need to take action to protect especially individual investors from asymmetric information and speculative effects and academic studies and empirical applications, which often serve as early signals, should be increased.

Keywords: Private Equity Financing, Portfolio Company, Financial Ratio Analysis, Difference-in-Differences, Staggered Adoption

İÇİNDEKİLER

ÖN SÖZ.....	i
ÖZET	ii
ABSTRACT	iii
İÇİNDEKİLER.....	iv
ŞEKİLLER DİZİNİ	viii
TABLolar DİZİNİ.....	ix
SİMGE VE KISALTMALAR DİZİNİ.....	x
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞİM SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİNE İLİŞKİN TEORİK VE KAVRAMSAL ÇERÇEVE

1.1. Girişim Sermayesi Finansmanında Kullanılan Temel Kavramlar	4
1.1.1. Halka Açık Sermaye ve Özel Sermaye	4
1.1.2. Girişim Sermayesi Şirketi, Girişim Sermayesi Fonu ve Portföy Şirketi	5
1.1.3. Girişim Sermayesi Şirketlerinde Ortaklık Yapısı ve Taraflar	6
1.1.4. Yönetim Ücreti ve Performans Primi	6
1.1.5. Eşik Getiri Oranı, Tercihli Getiri, Telafi Şartı ve Geri Ödeme Şartı	7
1.2. Yatırımcı Türüne Göre Girişim Sermayesi Yatırımları.....	8
1.2.1. Melek Yatırımcılık.....	8
1.2.2. Risk Sermayesi	10
1.2.3. Girişim Sermayesi.....	10
1.2.4. Kitle Fonlama	12
1.3. Finansman Aşamalarına Göre Girişim Sermayesi Yatırımları.....	13
1.3.1. Çekirdek Sermaye Yatırımları.....	14
1.3.2. Başlangıç Sermayesi	15
1.3.3. Erken Aşama Sermayesi Yatırımları	16
1.3.4. Büyüme Sermayesi Yatırımları.....	16
1.3.5. İleri Aşama Sermayesi Yatırımları.....	17
1.3.5.1. Köprü Finansmanı ve Ara Finansman.....	18
1.3.5.2. Diğer İleri Aşama Sermayesi Yatırımları.....	18
1.4. Girişim Sermayesi Yatırımlarında Hisse Alımı Yöntemleri.....	18
1.4.1. Kaldıraçlı Hisse Alımı	19

1.4.2. Dışarıdan Yöneticilerin Hisse Alımı	19
1.4.3. Mevcut Yöneticilerin Hisse Alımı	19
1.4.4. Kurumsal Yatırımcıların Hisse Alımı	20
1.4.5. Şirket Çalışanlarının Hisse Alımı	20
1.5. Girişim Sermayesi Yatırımlarında Kullanılan Finansal Araçlar	20
1.5.1. Adi Hisseler	21
1.5.2. İmtiyazlı Hisseler	21
1.5.3. Dönüştürülebilir Tahviller	21
1.5.4. Değiştirilebilir Tahviller	21
1.5.5. İmtiyazlı Dönüştürülebilir Tahviller	22
1.5.6. Geri Çağrılabilir Tahviller	22
1.5.7. Varantlar (Hisse Senedi Alım Hakları)	22
1.6. Girişim Sermayesi Yatırım Süreçleri	23
1.6.1. Fon Oluşturma ve Fon Toplama Süreci	23
1.6.2. Yatırım Süreci	24
1.6.2.1. Yatırım Fırsatlarının Temini Süreci	25
1.6.2.2. Ayrıntılı İnceleme ve Değerleme Süreci	26
1.6.2.3. Anlaşma Yapısının Oluşturulması Süreci	27
1.6.3. Portföy Yönetimi, İzleme ve Değer Yaratma Süreci	27
1.6.4. Yatırımdan Çıkış Süreci	28
1.6.4.1. Halka Arz	29
1.6.4.2. Ticari Satış	30
1.6.4.3. Mevcut Ortaklara Geri Satış	30
1.6.4.4. Rakip Firmaya Satış	30
1.6.4.5. Başka Girişim Sermayesi Şirketine Satış	30
1.6.5. Sermayenin Yeniden Yapılandırılması	31
1.7. Girişim Sermayesi Yatırımlarının Beklenen Etkileri, Başarı Unsurları ve Araştırma Soruları	31

İKİNCİ BÖLÜM

DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE GİRİŞİM SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİ

2.1. Dünyada Girişim Sermayesi Finansman Modelinin Gelişimi	34
2.1.1. ABD’de Girişim Sermayesi Finansman Modelinin Gelişimi	40
2.1.2. Avrupa’da Girişim Sermayesi Finansman Modelinin Gelişimi	44

2.1.2.1. Birleşik Krallık'ta Girişim Sermayesi Finansman Modelinin Gelişimi.....	50
2.1.2.2. Almanya'da Girişim Sermayesi Finansman Modelinin Gelişimi	54
2.1.3. Japonya'da Girişim Sermayesi Finansman Modelinin Gelişimi	57
2.2. Türkiye'de Girişim Sermayesi Finansman Modelinin Gelişimi	61
2.2.1. Türkiye'de Girişim Sermayesinin Tarihsel Gelişimi	62
2.2.2. Türkiye'de Girişim Sermayesinin Yasal Çerçevesi	66
2.2.2.1. Girişim Sermayesi Yatırım Fonları.....	66
2.2.2.2. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları	67
2.2.3. Türkiye'de Girişim Sermayesi Genel İstatistikleri	69
2.2.4. Türkiye'de Girişim Sermayesi Ekosistemine Katkıda Bulunan Kuruluşlar	74
2.2.4.1. Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş.....	74
2.2.4.2. Kredi Garanti Fonu İşletme ve Araştırma A.Ş.	75
2.2.4.3. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.....	76
2.2.4.4. Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı	77
2.2.4.5. Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu.....	77
2.2.4.6. Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı	79
2.2.4.7. Kalkınma Ajansları.....	80
2.2.4.8. Teknoloji Geliştirme Bölgeleri	81
2.2.5. Türkiye'de Faaliyet Gösteren Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları.....	82
2.2.5.1. Gözde GSYO	84
2.2.5.2. Hedef GSYO	85
2.2.5.3. Hub GSYO	85
2.2.5.4. İcu GSYO	86
2.2.5.5. İş GSYO.....	87
2.2.5.6. Pardus GSYO	87
2.2.5.7. Verusaturk GSYO.....	88

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMI ALAN ŞİRKETLERİN FİNANSAL ANALİZİ

3.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi	89
3.2. Literatür Taraması.....	90
3.3. Veri Seti.....	102
3.4. Metodoloji.....	105

3.4.1. Finansal Oran Analizi	106
3.4.1.1. Likidite Oranları	106
3.4.1.2. Faaliyet (Etkinlik) Oranları	107
3.4.1.3. Mali Yapı Oranları	109
3.4.1.4. Kârlılık Oranları	110
3.4.1.5. Borsa Performans Oranları.....	111
3.4.1.6. Büyüme Oranları.....	113
3.4.2. Farkların Farkı Yöntemi	114
3.4.2.1. Modelin Temel Varsayımları	116
3.4.2.2. Kanonik Model	118
3.4.2.3. Kanonik Model ve İki Yönlü Sabit Etkiler Tahmincisinin Kısıtları.....	120
3.4.2.4. İki Yönlü Sabit Etkiler Tahmincisine Alternatif Yaklaşımlar.....	121
3.4.2.5. Aşamalı Yaklaşım ve Birimler Arası Etkinin Farklılaşması	125
3.5. Bulgular	129
3.5.1. Farkların Farkı Hesaplama Yöntemiyle Portföy Şirketlerinin Finansal Performanslarının Değerlendirilmesi	129
3.5.1.1. Likidite Oran Analizi	130
3.5.1.2. Faaliyet (Etkinlik) Oran Analizi	132
3.5.1.3. Mali Yapı Oran Analizi.....	135
3.5.1.4. Kârlılık Oran Analizi	138
3.5.1.5. Borsa Performans Analizi	141
3.5.1.6. Büyüme Oran Analizi.....	144
3.5.2. Farkların Farkı Ekonometrik Analiz Yöntemiyle Portföy Şirketlerinin Finansal Performanslarının Değerlendirilmesi	147
3.5.2.1. Likidite Oranları İçin Elde Edilen Bulgular	148
3.5.2.2. Faaliyet (Etkinlik) Oranları İçin Elde Edilen Bulgular	151
3.5.2.3. Mali Yapı Oranları İçin Elde Edilen Bulgular	153
3.5.2.4. Kârlılık Oranları İçin Elde Edilen Bulgular	156
3.5.2.5. Borsa Performans Oranları İçin Elde Edilen Bulgular.....	159
3.5.2.6. Büyüme Oranları İçin Elde Edilen Bulgular.....	163
3.6. Genel Değerlendirme.....	165
SONUÇ.....	168
KAYNAKLAR	173
EKLER	188

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1. İşletme Yaşam Eğrisinde Risk Sermayesi ve Girişim Sermayesi Yatırımları	11
Şekil 2. 2005-2023 Yılları Arasında Global Girişim Sermayesi Yatırım İstatistikleri (Buyout Anlaşma Tutarı ve Anlaşma Sayısı).....	35
Şekil 3. 2010-2023 Yılları Arasında ABD’de Girişim Sermayesi Yatırım Tutarı ve Yatırım Alan Firma Sayısı	43
Şekil 4. 2023 Yılında ABD’ de Girişim Sermayesi Yatırımlarının Sektörlere Göre Dağılımı	44
Şekil 5. 2010-2023 Yılları Arasında Avrupa’da Girişim Sermayesi Yatırım Tutarı ve Yatırım Alan Firma Sayısı	46
Şekil 6. 2023 Yılında Avrupa’da Girişim Sermayesi Yatırımlarının Sektörlere Göre Dağılımı	48
Şekil 7. 2019-2023 Yılları Arasında Avrupa’da Toplanan Kaynak Miktarının Ülkelere Göre Dağılımı	49
Şekil 8. 2023 Yılında Avrupa’da Girişim Sermayesi Yatırımlarının Ülkelere Göre Dağılımı	50
Şekil 9. 2023 Yılında Birleşik Krallık’ta Girişim Sermayesi Yatırımlarının Sektörlere Göre Dağılımı	54
Şekil 10. 2010-2023 Yılları Arasında Almanya’da Girişim Sermayesi Yatırımlarının Aşamalarına Göre Dağılımı ve Yatırım Alan Firma Sayısı.....	56
Şekil 11. 2023 Yılında Almanya’da Girişim Sermayesi Yatırımlarının Sektörlere Göre Dağılımı...57	
Şekil 12. 2010-2023 Yılları Arasında Japonya’da Girişim Sermayesi Anlaşma Tutarı ve Yatırım Alan Firma Sayısı	60
Şekil 13. 2010-23 Yılları Arasında Japonya’da Girişim Sermayesi Anlaşma Sayısının (Tamamlanan) Sektörlere Göre Dağılımı	61
Şekil 14. 2017-2023 Yılları Arasında Dünyada M&A Yatırımları	69
Şekil 15. 2017-2023 Yılları Arasında Türkiye’de M&A Yatırımları.....	69
Şekil 16. 2017-2023 Yılları Arasında Türkiye’de Toplam M&A ve Finansal Yatırımcı Anlaşma Tutarı	70
Şekil 17. 2017-2023 Yılları Arasında Türkiye’de Toplam M&A ve Finansal Yatırımcı Anlaşma Sayısı	70
Şekil 18. 2023 Yılında Türkiye’de M&A Yatırımlarının Sektörlere Göre Dağılımı (Kamuya açıklanan verilerle, Yatırım Tutarı).....	71
Şekil 19. 2023 Yılında Türkiye’de M&A Yatırımlarının Sektörlere Göre Dağılımı (Yatırım Sayısı).....	72
Şekil 20. 2017-2023 Yılları Arasında Türkiye’de Risk Sermayesi Yatırımları.....	73
Şekil 21. 2017-2023 Yılları Arasında Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırımları.....	73

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 1. İşletme Finansman Aşamaları, Kaynakları ve Kullanım Alanları	14
Tablo 2. 2007, 2015 ve 2023 Yıllarında ABD Girişim Sermayesi Özet İstatistikleri	42
Tablo 3. 2015 ve 2023 Yılları Avrupa Girişim Sermayesi Özet İstatistikleri	45
Tablo 4. 2023 Yılında Avrupa’da Yatırım Aşamalarına Göre Girişim Sermayesi Yatırımları..	47
Tablo 5. 2023 Yılında Birleşik Krallık Yatırım Aşamalarına Göre Girişim Sermayesi Özet İstatistikleri	52
Tablo 6. Türkiye’de Girişim Sermayesi Faaliyeti Gösteren Şirketler (30 Eylül, 2024)	82
Tablo 7. SPK’ya Kayıtlı ve Borsaya Kote GSYO Şirketleri Genel Bilgileri (30 Eylül, 2024) ..	84
Tablo 8. Portföy Şirketlerinin Yatırım Aldıkları Şirketler, Yatırım ve Birincil Halka Arz Tarihleri	102
Tablo 9. Portföy Şirketlerinin Faaliyette Bulunduğu Sektörler ve Yatırım Tarihlerine Göre Yer Aldıkları Gruplar	103
Tablo 10. Kontrol Grubu Şirketleri ve Faaliyette Bulundukları Sektörler	104
Tablo 11. 2011, 2012, 2013 ve 2015 T Grubu Likidite Oranlarındaki Net Etki Değişimi	131
Tablo 12. 2011, 2012, 2013 ve 2015 T Grubu Faaliyet (Etkinlik) Oranlarındaki Net Etki Değişimi	133
Tablo 13. 2011, 2012, 2013 ve 2015 T Grubu Mali Yapı Oranlarındaki Net Etki Değişimi ...	136
Tablo 14. 2011, 2012, 2013 ve 2015 T Grubu Kârlılık Oranlarındaki Net Etki Değişimi.....	139
Tablo 15. 2011, 2012, 2013 ve 2015 T Grubu Borsa Performans Oranlarındaki Net Etki Değişimi	142
Tablo 16. 2011, 2012, 2013 ve 2015 T Grubu Büyüme Oranlarındaki Net Etki Değişimi	145
Tablo 17. Likidite Oranları İçin Hesaplanan Yatırımın Ortalama Etkisi (ATT).....	149
Tablo 18. Faaliyet (Etkinlik) Oranları İçin Hesaplanan Yatırımın Ortalama Etkisi (ATT).....	151
Tablo 19. Mali Yapı Oranları İçin Hesaplanan Yatırımın Ortalama Etkisi (ATT).....	154
Tablo 20. Kârlılık Oranları İçin Hesaplanan Yatırımın Ortalama Etkisi (ATT).....	157
Tablo 21. Piyasa Çarpanları İçin Hesaplanan Yatırımın Ortalama Etkisi (ATT).....	160
Tablo 22. Büyüme Oranları İçin Hesaplanan Yatırımın Ortalama Etkisi (ATT)	163

SİMGE VE KISALTMALAR DİZİNİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ATT	Average Treatment on the Treated
BHA	Birincil Halka Arz
BİAŞ	Borsa İstanbul A.Ş.
BİST	Borsa İstanbul
CAPM	Capital Asset Pricing Model
ÇSY	Çevresel, Sosyal ve Kurumsal Yönetişim
DEİK	Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu
DESİYAB	Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası
ESG	Environmental, Social and Corporate Governance
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
GFK	Global Finansal Kriz
GMYO	Gayri Menkul Yatırım Ortaklığı
GO	Genel Ortak
GS	Girişim Sermayesi
GSYF	Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
GSYO	Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı
IPO	Initial Public Offering
IRR	Internal Rate of Return
İSO	İstanbul Sanayi Odası
KAGM	Kalkınma Ajansları Genel Müdürlüğü
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KGF	Kredi Garanti Fonu İşletme ve Araştırma A.Ş.
KOBİ	Küçük ve Orta Boy İşletme
KOSGEB	Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
LO	(Sınırlı Sorumlu) Limited Ortak
LOA	Limited Ortaklık Anlaşması
M&A	Mergers and Acquisitions
PE	Private Equity
PYŞ	Portföy Yönetim Şirketi
RS	Risk Sermayesi
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TDA	Teşebbüs Destekleme Ajansı
TESK	Türkiye Esnaf ve Sanatkarları Konfederasyonu
TGB	Teknoloji Geliştirme Bölgesi
TKYB	Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası
TOBB	Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TSKB	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
TTGV	Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı
TÜBİTAK	Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu
TÜSİAD	Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği
VC	Venture Capital
WP	Working Paper (Çalışma Metni/Taslak Makale)

GİRİŞ

Girişim Sermayesi (GS) ya da Özel Sermaye (ÖS) olarak adlandırılan finansman yöntemi, yüksek büyüme potansiyeline sahip ancak banka, vb. finansal kuruluşlar aracılığıyla yeterli kaynağa erişemeyen işletmelere sermaye sağlayarak geleneksel finansman kaynaklarına önemli bir alternatif oluşturmaktadır. GS firmaları, işletmelere sermaye enjekte ederek bu şirketlerin büyümesini, yenilikçi ürün ve hizmetleri piyasaya sürmelerini ve operasyonel verimliliklerini artırmalarını sağlamakta, dolayısıyla ekonomik kalkınmada önemli bir rol oynamaktadır. Ayrıca, işletme yönetimi ve finansal durumunun iyileştirilmesi konularında uzmanlık sahibi olan GS şirketleri genellikle yatırım yaptıkları portföy şirketlerinin stratejik karar alma süreçlerine aktif olarak katılım gösterirler. Yatırımcı şirketler tarafından sunulan bu uzmanlık ve stratejik rehberlik, yatırım alan şirketlerin (portföy şirketleri) karmaşık operasyonel zorlukları aşmalarına, kurumsal yönetimlerini iyileştirmelerine ve finansal performanslarını optimize etmelerine yardımcı olmaktadır. Bu bağlamda, girişim sermayesi, girişimciliği teşvik etmek, istihdam yaratmak ve genel ekonomi içinde verimliliği artırmak için önemli bir araç olma potansiyeli taşımaktadır.

Girişim sermayesi, sadece portföy şirketleri için değil yatırımcılar için de önemli avantajlar sunmaktadır. Bu avantajların başında, özel sermaye yatırımlarının genellikle zaman içinde borsa, mevduat, tahvil, vb geleneksel yatırım araçlarını geride bırakarak orta ve uzun vadede yüksek kâr marjları sağlaması yer almaktadır. Ayrıca, girişim sermayesi, yatırımcılarına farklı endüstrilere ve sektörlere yatırım yapma fırsatı sunarak portföylerini çeşitlendirme imkânı vermekte; bu da riski dağıtmakta ve toplam getiri potansiyelini artırmaktadır. GS firmalarının yatırım yaptıkları portföy şirketlerinin yönetimine ve stratejik yönelimlerine aktif katılımı, şirket performansının iyileşmesine yol açarak yatırımcı açısından risk ve getiri kombinasyonunun idaresine katkı sunmaktadır. Yüksek kâr potansiyeli ve portföy çeşitlendirme imkânı sunan bu model, uzun vadeli büyüme arayan yatırımcılar için girişim sermayesini cazip bir seçenek haline getirmektedir.

Bu kapsamda tezde, gelişmiş ülkelerde inovatif yaklaşımların ve teknolojik gelişmelerin ticari ürün ve hizmete dönüşmesi yoluyla ekonomik kalkınmanın önemli bir bileşeni olan girişim sermayesi yatırımlarının Türkiye'deki durumunun tespit

edilmesi ve hem yatırımcılar hem de politika yapıcılar için önerilerde bulunulması hedeflenmiştir. Bu tespit yapılırken şirketlerin finansal oranlarındaki gelişim ve değişimin izlenmesi metodu tercih edilmiştir. Böylelikle portföy şirketlerinin finansal verileri üzerindeki değişimlerin detaylı şekilde ele alınması ve bu değişimlerden hareketle Türkiye’de yapılan yatırımların yönetim stratejisine ve uygulanan finansal mühendisliğe dair ipuçları elde edilmesi amaçlanmıştır. Bu kapsamda, 2009 ve 2020 yılları arasında yatırım alan şirketler taranmış ve bunlardan girişim sermayesi yatırımı almış olan ve yatırımdan önce de hisseleri borsada işlem gören firmalardan en az yatırım öncesi iki, yatırım sonrasında ise beş yıl finansal verilerine ulaşılabilen şirketler tespit edilerek analize dahil edilmiştir. Buna göre 2011 ve 2016 yılları arasında belirtilen kriterlere uyan portföy şirketleri gruplanarak Farkların Farkı (FF) yöntemi ile analiz edilmiştir.

Girişim sermayesi yatırımlarından beklenen etki, yatırım yaptıkları şirketlerin likidite ve operasyonel süreçlerinde gelişme sağlamaları, sermaye yapısını optimal sermaye maliyetine erişim gayesiyle iyileştirmeleri, borçlanma yapısını uzun vadeli borçlanma lehinde artırarak kaldıraç etkisinden faydalanmalarıdır. Bunun yanında genellikle yeni bir ürün ya da hizmetin piyasaya sürülmesi ya da mevcut ürünler için yeni pazarlara açılarak kapasite artışı sağlama amacının yanında bu hedefleri daha profesyonel ele almayı hedefleyen bu yatırımların, satışlarda artış yaratması ve satışlardaki artışın net kârlılığa yansması beklenmektedir. Bu noktada sermaye yapısı düzenlemeleri ve finansman giderleri de büyük önem kazanmaktadır. Nihai olarak ise net kârlılıkta oluşan bu olumlu etkinin yatırımcılara doğru anlatılarak piyasada karşılık bulması, yatırımdan kârlı olarak çıkış yapılması, hem sermayedarların gelecek yatırımlarını şekillendirmeleri hem de sistemin sağlıklı şekilde işlemesi için büyük önem taşımaktadır.

Yenilikçi ve katma değerli mal ve hizmet ihracatının artışı yoluyla dış ticaretin ihracat lehine gelişmesine ve cari dengeye önemli oranda katkı sunabilecek bu model aynı zamanda piyasada oluşabilecek bilgi asimetrisi ve spekülasyon kazanç riski potansiyeli de taşımaktadır. Yatırımların doğru yönetimi ile elde edilecek artı değer sermayedarlar, şirket yöneticileri ve piyasa yatırımcıları arasında doğru paylaşılması gerekmektedir. Bu sebeple uygulanacak regülasyon ve denetim mekanizmaları kadar piyasada düzgün veri akışının sağlanması da, sistemin gelişmesi ve yatırımcı güveni

açısından hayati önem taşımaktadır. Tüm bu bahsedilen unsurlar ışığında girişim sermayesi yatırımlarının ülkemizdeki mevcut durumunun tespit edilerek sistemi geliştirmek amaçlı öneriler sunulması tezdeki analizin temel amacını oluşturmaktadır.

Girişim sermayesi finansman modeline ilişkin ulusal literatüre hem teorik hem de uygulama alanında katkı sunmayı hedefleyen tez üç ana bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde girişim sermayesi modeline ilişkin teorik ve kavramsal çerçeveye yer verilmiştir. Bu kısımda ilk olarak özellikle sektörün gelişmiş olduğu ülkelerde yaygın olarak kullanılan temel kavramlar İngilizce karşılıkları ile birlikte verilerek açıklanmıştır. Daha sonra sırasıyla finansman aşamalarına göre ve yatırımcı türüne göre girişim sermayesi yatırım çeşitleri ile yatırım yöntemleri ele alınmış ve son olarak yatırım aşamaları detaylı şekilde açıklanmıştır. Çalışmanın ikinci bölümünde girişim sermayesi finansman modelinin Dünyadaki ve Türkiye’deki gelişimine değinilmiştir. Dünyadan örnekler seçilirken bunların, model teşkil etmesi açısından sektörün belirli bir derinliğe ve hacme ulaştığı ülkeler olmasına gayret edilmiştir. Bu başlıkta yer verilen her bir ülke nezdinde modelin geçmişten bugüne tarihsel gelişimi incelenmiş ve akabinde istatistikler ile sektörün güncel durumu ortaya konulmuştur. Benzer şekilde Türkiye’de de modelin ilk ortaya çıkışından çalışma dönemine kadar geçen sürede yapılan düzenlemeler, istatistikler ile desteklenerek sunulmuştur. Ayrıca sektörün gelişimine katkıda bulunan kuruluşlar ile Türkiye’de faaliyet gösteren ve hisseleri borsada işlem gören Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına (GSYO’lara) ilişkin bilgiler özetlenmiştir. Tezin üçüncü bölümünde ise, örnekleme yer alan portföy şirketlerinin yatırım aldıkları dönemden sonra finansal oranlarındaki değişim ayrı ayrı incelenmiştir. Ayrıca aldıkları yatırımların bu şirketlere etkileri kapsamında finansal oranlarındaki değişim FF modeli kullanılarak test edilmiştir. Bu modelde güncel teknikler olan Sun&Abraham (2020) ve Callaway&Sant’Anna (2021) analiz metotları kullanılmış ve yatırım alma ya da diğer bir deyişle müdahale etkisi ölçülmüştür. Son olarak analiz ile elde edilen bulgular değerlendirme ve sonuç bölümünde yorumlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞİM SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİNE İLİŞKİN TEORİK VE KAVRAMSAL ÇERÇEVE

1.1. Girişim Sermayesi Finansmanında Kullanılan Temel Kavramlar

Girişim sermayesi (özel sermaye) finansmanı alanında kullanılan çok sayıda temel kavram ve farklı terim bulunmaktadır. Bu kavramlardan bir kısmına bu başlıkta yer verilecek olup diğer bazı önemli kavramlar ilgili konu başlıkları altında açıklanacaktır. *Girişim Sermayesi (GS)*, (*PE- Private Equity*) kavramı yerli ve yabancı literatür yanında ulusal ve uluslararası kurumlar tarafından yalnızca büyüme ve ileri dönem yatırım aşamaları için tanımlanabilmekte ya da daha kapsayıcı bir yaklaşım benimsenerek erken ve ileri dönem yatırım aşamalarını da içerecek şekilde geniş bir kavram olarak kullanılabilmektedir. Tezde, genel olarak Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından oluşturulan ulusal mevzuatta da belirtilen şekilde kapsayıcı tanım benimsenmiş olup GS, farklı aşama yatırım türlerini bünyesinde barındıran geniş bir kavram olarak kullanılmaktadır. Ancak bazı başlıklarda, literatür ve istatistiki bilgiler ile uyumlu olması açısından, farklı yatırım aşamaları, bunlara uygun şekilde karşılık gelen kavramlar ile ifade edilmektedir.

Girişim sermayesi finansman modeline ilişkin temel kavramlar yabancı literatürde genellikle İngilizce kısaltmaları ile kullanılmaktadır. Bu sebeple konuya yönelik yabancı kaynak araştırmalarında okuyuculara farkındalık sağlanması açısından özellikle yabancı literatürde yaygın olarak kullanılan bazı temel kavramların İngilizce karşılıkları ve kısaltmaları Türkçe kısaltmaları ile birlikte parantez içinde verilmiş; bununla birlikte tezde genel olarak Türkçe kısaltmaların kullanılmasına gayret edilmiştir. Ancak yabancı literatürdeki yaygın kullanımları ile uyumlu olması açısından özellikle uygulama bölümünde ve istatistiki terim, vb kullanımlarında yabancı kısaltmalara da yer verilmektedir.

1.1.1. Halka Açık Sermaye ve Özel Sermaye

Girişim sermayesi alanında yabancı literatürde sıklıkla kullanılan her iki terim de pay ortaklığı yoluyla yatırım yapmayı ifade etmektedir. *Halka Açık Sermaye (Public Equity)*, borsaya kote olan şirketlerin hisselerinin satın alınması, *Özel Sermaye (Private*

Equity) ise genellikle halka açık olmayan şirketlerin hisselerinin alınması yoluyla ortak olunması anlamında kullanılmaktadır. Her iki yatırım türünün başka farklılıkları da bulunmaktadır. Örneğin halka açık sermaye yatırımı borsa aracılığıyla kolaylıkla yapılabilenken, özel sermaye yatırımları için nitelikli ya da akredite yatırımcı olmak gerekmektedir. Ayrıca halka açık sermayeden yine borsa ve ikincil piyasalar aracılığıyla kolaylıkla ve hızlıca çıkış yapılabilenken özel sermaye yatırımlarında çıkış belirli bir aşamadan sonra dolayısıyla kâr realizasyonu da uzun dönemli olabilmektedir (Shipley vd., 2023).

1.1.2. Girişim Sermayesi Şirketi, Girişim Sermayesi Fonu ve Portföy Şirketi

Girişim Sermayesi Şirketi (Private Equity Company), faaliyet ve ilgi alanına göre genellikle hisseleri halka kapalı şirketlere doğrudan sermaye yatırımı yapmayı amaçlayan, bir veya daha fazla girişim sermayesi fonunun yatırım kararlarını alan, finansal ve stratejik hedeflere ulaşmak için yatırım yaptığı portföyü yöneten ticari bir şirkettir. Genellikle şirketlerin büyümesini desteklemek, değer yaratmak ve sonunda bu şirketleri kârla satmak amacıyla faaliyet gösteren bu şirketler, literatürde girişim sermayesi (GS) şirketi, PE şirketi, fon yönetim şirketi, vb isimlerle anılmakta olup tezde genel olarak “GS şirketi” ifadesi kullanılacaktır.

Girişim Sermayesi Fonu (Private Equity Fund), genellikle nitelikli ve kurumsal yatırımcılar tarafından oluşturulan halka kapalı şirketlere yatırım yapmak amacıyla oluşturulmuş bir finansman kaynağıdır. Bu fonları yöneten şirketler, genellikle uzun vadeli yatırımlar yaparak, şirketlerin büyümesine ve değer kazanmasına katkıda bulunmayı hedefler. Girişim sermayesi fonları uzun vadeli yatırım araçlarıdır; yatırımcılarına yüksek getiri sağlama potansiyeli sunar ancak aynı zamanda riskleri de yüksektir. Girişim sermayesi fonları için tezde genel olarak sırasıyla “GS fonları” ifadesi kullanılacaktır.

Girişim sermayesi şirketlerinin hisselerini alarak ya da dönüştürülebilir tahviller, vb finansal enstrümanlar yoluyla yatırım yaparak portföylerine dahil ettiği şirketlere *Girişim Şirketi* ya da *Portföy Şirketi (Portfolio Company)* denilmektedir. Girişim sermayesi yatırımı alan bu şirketler için tezde genel olarak “portföy şirketi” ifadesi kullanılacaktır.

1.1.3. Girişim Sermayesi Şirketlerinde Ortaklık Yapısı ve Taraflar

Girişim sermayesi yatırımlarında temel olarak taraflar, *Genel Ortaklar (GO'lar)*, (*GPs- General Partners*), *Sınırlı Sorumlu/Limited Ortaklar (LO'lar)*, (*LPs- Limited Partners*), *yatırım yapılan şirket (portföy şirketi)*, *menkul kıymetler borsası* olarak sıralanabilir. *Genel ortaklar*, girişim sermayesi şirketi yöneticileri olup yatırım yapılacak şirket seçeneklerini değerlendirerek hangi projelere yatırım yapılacağına karar veren, fon yatırımcılarından sermayeyi toplayıp seçilen şirkete yatırım yapan, temel konularda danışmanlık sağlayarak değer katan ve belirli bir süre sonunda çıkış sürecini yöneten sınırsız sorumlu olan taraftır (Ertürk ve Sayılğan, 2014). *GO'lar* görevleri dolayısıyla *Yönetici Ortak (Managing Partner)* ya da *Fon Yöneticisi (Fund Manager)* gibi isimlerle de anılabilmektedir. *Sınırlı Ortaklar* ise yatırım için gereken fonu sağlayan sermayedarlardan oluşur; şirketin yükümlülüklerine karşı, koydukları sermaye ölçüsünde sınırlı olarak sorumludurlar (Soydemir, 1994: 82) ve uzun vadeli yüksek getiri beklentisindedirler. *LO'lar sigorta şirketleri, bankalar, finans kurumları ve bireysel emeklilik fonları* gibi kurumsal yatırımcılar olabileceği gibi yüksek miktarda tasarrufa sahip *nitelikli bireysel yatırımcılar* da olabilir. *GO'lara* yapılan ödemeler genelde işletme ücreti ve kâr üzerinden verilen primler şeklinde olup (Divakaran vd., 2014: 4; Akın, 2020: 236) bu getiriler sonraki başlıkta açıklanmaktadır.

1.1.4. Yönetim Ücreti ve Performans Primi

Yönetim Ücreti (Management Fee) girişim sermayesi sektöründe genel ortakların personel giderleri, ofis kirası, ulaşım maliyetleri, günlük operasyonel masraflar, vb giderler için sınırlı ortaklardan yıllık olarak aldıkları ücrettir. Yönetim ücreti için uluslararası genel kabul görmüş oran yatırım süresince yönetilen fonun taahhüt edilmiş sermayesinin ya da yönetilen varlıkların %1,5 - %2'si arasında değişmektedir. Fonun aktif olarak yatırım yaptığı birincil dönemini takip eden ikincil dönemi genellikle fonun toplam süresinin yarısını oluşturmaktadır. Örneğin 10 yıl süreli olarak kurulan bir fonun birincil dönemi ilk beş yıl, ikinci dönemi ise sonraki beş yıldır. Fonun ikinci döneminde sözleşmede belirlendiği şekilde yönetim ücretleri, birincil dönemdeki yarısı ile $\frac{3}{4}$ 'ü oranına indirgenebilir. Bunun en önemli sebebi birincil dönemde portföy şirketlerinin taranması, incelenmesi, hukuki süreçlerin netleştirilerek yatırımın gerçekleştirilmesi vb aktif yatırım süreçlerinin, yatırımların ağırlıklı izlendiği ve takip edildiği ikincil döneme göre çok daha masraflı olmasıdır. Yönetim ücretlerinin

geri ödeme teminatı fonun sahip olduğu varlıklar olarak değerlendirilebilir ancak genel ortaklara rücu edilemez. Girişim sermayesi fonunu yöneten GO'ların, yatırımdan çıkış aşamasından sonra LO'lara sermaye geri ödendikten sonra elde edilen kârdan aldıkları pay ise *Performans Primi (Carried Interest)* olarak adlandırılır. Bu prim için neredeyse dünya genelinde kabul gören oran, elde edilen kârın %20'sidir. Performans primi kâr arttıkça daha yüksek meblağlara ulaştığından, GO'ları fonun yatırımlarının etkin seçimi ve yüksek performans ile yönetilmesi için motive eden ana unsurdur (Gottschalg, 2009). Fon yöneticilerinin geçmişte başarılı şekilde çıkış yaptığı başarılı yatırımların sayısına ve bu başarının sektörde duyulma oranına bağlı olarak performans primi de artabilmekte, bazı yatırımlarda %30'lara kadar çıkabilmektedir. Performans primi fonun yaptığı tüm işlemler için hesaplanabileceği gibi, işlem bazında da uygulanabilir. Hatta bazı durumlarda her iki yöntem birlikte, diğer bir deyişle işlem bazında farklı oranlar belirlenerek bunların fonun itfa döneminde toplu şekilde ve LO'lara yükümlülükler gerçekleştirildikten sonra ödenmesi de söz konusu olabilmektedir (Caselli ve Negri, 2018).

1.1.5. Eşik Getiri Oranı, Tercihli Getiri, Telafi Şartı ve Geri Ödeme Şartı

Bazı durumlarda GO'ların performans bazlı primi edinmeleri için ön koşul olarak koyulan fonun elde etmesi gereken minimum getiri belirlenebilir ve bu minimum getiri *Eşik ya da Hedef Getiri Oranı (Hurdle Rate)* olarak adlandırılır. Bu koşul, getiriden ilk olarak LO'ların bu oranda pay almasını sağlar. Örneğin Eşik Getiri Oranının %8 olarak belirlendiği durumda, GO'lar ancak fonun %8 oranında getiri elde etmesi durumunda performans primi almaya hak kazanırlar. Hedef Getiri, literatürde *Tercihli Getiri (Preferred Return)* olarak da yaygın olarak kullanılmaktadır. Girişim sermayesi finansman sözleşmelerinde tercihli getiri, *Telafi Koşulu (Catch-up Provision)* ile birlikte hükme bağlanabilir. Bu durumda, tercihli getiri sağlandıktan sonra, öncelikle bu oran LO'lara dağıtılır; geri kalan kârdan GO'lar daha önce belirlenmiş olan oran ve koşullarda getirilerini elde ederler ve daha sonra kalan kâr yine LO'lara dağıtılır.

Girişim sermayesi sisteminde piyasa dinamiklerine ve diğer şartlara bağlı olarak yatırımların değeri ve çıkış koşulları büyük oranda değişebildiğinden getirilerin sermayedar ve fon yöneticileri arasında dağıtılması oldukça özen isteyen bir konudur. Bu sebeple kullanılan hukuki belgeler önem kazanmakta ve tarafların hakları bu belgelerde yer alan çok sayıda detaylı hüküm ile düzenlenmektedir. Silikon Vadisi

örneğine benzer şekilde yatırım yapılan portföy firmalarının yüksek pazar potansiyeli ve yüksek getiri vaat eden işletmeler olduğu bazı durumlarda performans primi %20'nin üzerinde, %30-35'lere varan oranlarda belirlenebilir. Bu gibi durumlarda daha düşük bir sermaye tabanı ile oldukça yüksek getiri beklentisi olduğundan LO'lar daha düşük bir prime razı olurken GO'lar da daha düşük yönetim ücreti elde edebilir ve bunu telafi etmek amacıyla daha yüksek performans primleri ile fonun yönetimine talip olabilirler. Buna karşın fonun ilk yıllarında ya da birincil döneminde elde ettiği getiri sonraki ya da ikincil dönemde sağlanamayabilir. Bu gibi durumlarda LO'ların haklarının korunması amacıyla GO'ların elde ettikleri performans primi fon süresi boyunca edinilen getiriye mukayese edildiğinde yüksek kalabileceğinden primlerin bir kısmının LO'lara geri ödenmesi hükmü sözleşmelerde yer alabilmektedir. Bu sözleşme hükmü *Geri Ödeme Şartı (Clawback Provision)* olarak adlandırılmaktadır (Gottschalg, 2009).

1.2. Yatırımcı Türüne Göre Girişim Sermayesi Yatırımları

1.2.1. Melek Yatırımcılık

Melek Yatırımcılar (Angel Investors), genellikle yenilikçi iş fikirlerini hayata geçirmek için ağırlıklı çekirdek ve başlangıç ya da kısmen gelişme aşamasındaki şirketleri kendi bireysel sermayelerinin yanında bilgi birikimleri, tecrübeleri ve kişisel networklerini de kullanarak kâr edinmek için destekleyen bireysel yatırımcılardır. Farklı ülkelerde İş Melekleri (Business Angels) ya da sadece Melekler (Angels) gibi isimler alan melek yatırımcılar için (Feld ve Mendelson, 2013), ülkemizde mevzuat ile *Bireysel Katılım Yatırımcısı (BKY)* tanımı getirilmiştir. BKY'ler, ilgili Yönetmelik ile "Kişisel varlıklarını ve/veya tecrübe ve birikimlerini başlangıç veya büyüme aşamasındaki şirketlere aktaran gerçek kişiler" olarak tanımlanmıştır.

Yenilikçi iş fikrine sahip girişimciler şirket kurma, çekirdek ve başlangıç aşamalarında başta kendi bireysel tasarrufları olmak üzere sermaye sahibi olan aile üyeleri, yakınları, vb finansman sağlamaktadırlar. Bu grupta yer alan girişimciler, yüksek risk içermeleri nedeniyle genelde banka kredisi başta olmak üzere geleneksel finansman kaynaklarına ulaşamamakta, ulaşmaları durumunda ise yüksek faiz ya da teminat yükümlülüklerine maruz kalmaktadırlar. Bu noktada devreye melek yatırımcılar ve risk sermayedarları girmektedir. Başlangıç ve çekirdek aşamalarındaki şirketler genellikle melek yatırımcılardan destek almaktadırlar (Uçkun, 2009; Feld ve

Mendelson, 2013). Şirketler büyüme ve gelişme aşamasına doğru ilerledikçe risk sermayesi (RS) şirketlerinden de fon bulabilmektedir (Yeşildal, 2017).

Ülkemizde melek yatırımcılar ile ilgili kurum ve kuruluşları da içerecek şekilde bireysel katılım piyasasının desteklenmesi, izlenmesi ve denetlenmesi için *Bireysel Katılım Sermayesi (BKS) Hakkında Yönetmelik* yayımlanarak lisanslı melek yatırımcı tanımlaması yapılmıştır. Yönetmelik kapsamında lisans sahibi olabilmek için, yüksek gelire sahip olunması ya da yeterli düzeyde birikim ve tecrübeye sahip olunması gerekmektedir. Lisans sahibi olmak için mevzuatta tanımlanmış tutarlar zaman içinde değişebilmekle birlikte, yüksek gelir veya servet şartı açısından Yönetmelik ile belirlenmiş yıllık gelir ya da sermayeye sahip olma ya da tecrübeli olma şartı açısından yine mevzuatın tanımlanan sektör, şirket ve pozisyonlarda belirli sürelerde çalışmış olma kriteri aranmaktadır. Yönetmeliğin yayımlandığı 2013 yılından 2024 yılı Haziran sonuna kadar, iptal edilenler hariç toplam 1072 lisans verilmiş olup verilen lisanslardan 594 adedi akiftir . Aynı dönemde yapılan 71 yatırım için 224 BKY girişimlere toplamda 39.387.923 TL tutarında sermaye aktarmıştır. Gerçekleşen 71 adet yatırımın 52 adedi “Diğer Bilgi Teknolojisi ve Bilgisayar Hizmet Faaliyetleri” ile “Bilgisayar Programlama, Danışmanlık ve İlgili Faaliyetler” alanlarında olmuştur (2024/2.Çeyrek BKS İlerleme Raporu: 2).

Melek yatırımcılar başarılı girişimcilerden ya da tecrübeli profesyonellerden oluşabilmekte ve bu yatırımcılar yüksek tutarlı ya da risk bazı yatırımları kendi aralarında, yakın çevreleri ya da bir takım kurum kuruluşlar ile ortaklaşa gerçekleştirebilmektedir. Bu noktada melek yatırımcılık ekosistemi bir nevi mikro RS şeklinde hareket etmektedir (Feld ve Mendelson, 2013). Daha büyük çapta yatırımların, riskin paylaşılarak yapılmasına olanak veren bu ekosistem yasal zemine kavuştuğunda melek yatırımcılık ağları oluşmaktadır. BKS Hakkında Yönetmelik kapsamında melek yatırım ağlarının akredite olabilmesi için, BKY ve girişimcilerin bir araya gelmesini sağlayacak fiziki mekan ve yeterli teçhizatın yanında web sitesi ve veri tabanına sahip olmaları, lisans mezunu en az 1 kişiyi istihdam etmeleri, belirli miktarda ve sayıda yatırım yapmış olmaları vb şartlar aranmaktadır.

1.2.2. Risk Sermayesi

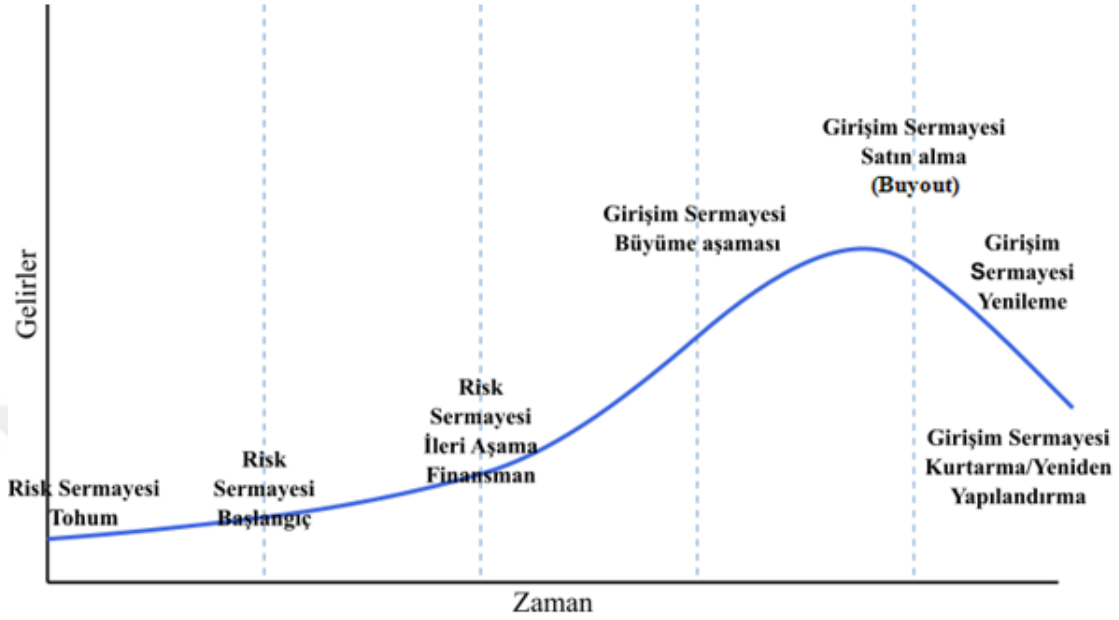
II. Dünya Savaşı'nın ardından ABD, Japonya ve İngiltere, Fransa, Hollanda, Almanya gibi Avrupa ülkelerinde teknoloji odaklı üretim yaklaşımının da etkisiyle ortaya çıkan *Risk Sermayesi (RS)*, (*VC-Venture Capital*) olarak adlandırılan finansman yöntemi, mali imkanları yetersiz olan şirket ya da girişimcilerin iş fikirlerinin genel itibari ile yeni bir ürünün piyasaya çıkarılması ve tutundurulması çalışmaları kapsamında hayata geçirilmesini hedefleyen bir fonlama şeklidir. Diğer bir deyişle, risk sermayesi, genellikle yeni kurulmuş ve erken aşama olmakla birlikte yüksek büyüme potansiyeli barındıran firmalara, bu amaçla kurulmuş fon ya da şirketler tarafından hisse alımı ya da benzeri araçlar yoluyla yapılan bir yatırım ve finansman türüdür. RS şirketleri gerektiğinde yatırım yaptıkları firmaya ihtiyaç duydukları uzmanlık konularında kurumsal danışmanlık hizmeti de sağlayabilirler. Burada temel amaç, yatırım alan firmaların RS şirketlerinin birikim ve tecrübelerinden yararlanarak gelişim sağlaması ve risk sermayedarlarının da yatırım yaparak alıkları riski kontrol altında tutma ve getirilerini maksimize etme isteğidir.

Risk sermayesi finansman modelinin melek yatırımcılıktan bazı farkları bulunmaktadır. Bunlardan ilki, melek yatırımcıların genellikle küçük çapta ve birebir ilgilendikleri alanlarda yatırım yaparken risk sermayedarlarının kurumsal şirketler olmaları sebebiyle daha büyük çapta ve nispeten kendini kanıtlamış şirketlere yatırım yapmalarıdır. Bir diğeri melek yatırımcıların yatırım yaptıkları şirketlerdeki karar alma süreçlerine doğrudan müdahil olurken risk sermayedarlarının gerektiği yerde ve kritik konulardaki süreçlere etki etmeleridir. Ayrıca melek yatırımcılar kimi zaman daha yüksek düzeyde risk alarak ve kimi zaman amatör bir ruhla yatırım yaparak düşük getiriye katlanırken buna karşın farklı sermayedarlardan fon sağlayan risk sermayesi şirketlerinin ise her zaman yüksek düzeyde getiri hedeflemektedir (Uçken, 2009). Bu sebeple RS şirketleri yatırımlarını belirli süreç ve elemelere tabi tutarak dah profesyonel şekilde seçerler.

1.2.3. Girişim Sermayesi

Girişim Sermayesi (GS), (*PE- Private Equity*), kurumsal yönetime sahip şirketler tarafından genellikle gelişme sürecinin farklı aşamalarındaki şirketlere hisse alımı ve benzeri enstrümanlar aracılığıyla fon sağlanan ve bu şirketlerin gerektiğinde yatırım

yaptığı şirketlerin yönetsel ve idari süreçlerine dahil olduğu, ihtiyaç duyulan konularda danışmanlık hizmeti sağladığı ve yatırım sürecinin sonunda kâr sağlayarak çıkmayı planladıkları bir finansman türüdür.



Kaynak: Nedeljković, 2018: 22.

Şekil 1. İşletme Yaşam Eğrisinde Risk Sermayesi ve Girişim Sermayesi Yatırımları

Şekil 1’de firmanın gelişim süreçlerini ifade eden yaşam döngüsü eğrisinde bulunan aşamaya göre girişim sermayesi türleri belirtilmektedir. Buna göre, risk sermayesi yatırımları daha ziyade başlangıç aşama finansmandan oluşurken girişim sermayesi ağırlıklı ileri aşama finansman sağlamaktadır (Berger ve Udell, 1998; Nedeljković, 2018). Ancak uygulamada genel yatırım perspektiflerine göre daha az sayıda da olsa RS şirketleri gelişim aşamasındaki şirketlere, GS şirketleri ise başlangıç aşamasındaki şirketlere de yatırım yapabilmektedir. GS yatırımları çoğunlukla, yüksek riskli RS yatırımlarına göre belirli süredir piyasada faaliyet gösteren, kendini kanıtlamış, riski görece daha düşük şirketlere odaklanmaktadır.

Literatürde girişim sermayesinin risk sermayesini de içeren daha geniş bir finansman türü olduğuna dair görüş yaygındır (Jeng ve Wells, 2000; Kaya, 2001; Divakaran vd.,2014; SPK, 2016, 2022b; OECD, 2016). Benzer şekilde ülkemizde resmi kaynaklarda, “girişim sermayesi kavramı, risk sermayesi kavramını da kapsayacak şekilde, fikirlere ve henüz başlangıç aşamasındaki yeni kurulmuş şirketlere yapılan yatırımların yanında, satın almaları, yeniden yapılandırmaları ve büyüme stratejisi

güden genellikle 3-10 yıllık şirketlere yapılan büyüme ve genişleme yatırımlarını da kapsayacak şekilde kullanılmaktadır” (SPK, 2016: 3; 2022b: 3). TTGV ise girişim sermayesini, “bağımsız profesyonel bir yöneticinin aracılığı ile yüksek büyüme potansiyeli olan firmalara yatırım yaparak getiri elde etmeyi amaçlayan yatırımcıların kullandığı kolektif bir yatırım aracı” olarak tanımlamaktadır (TTGV, 2012: 6).

1.2.4. Kitle Fonlama

Kitle Fonlama (Crowdfunding), yeni bir proje veya işletme için ihtiyaç duyulan finansmanın genellikle internet platformları aracılığıyla küçük miktarlarda çok sayıda bireyden toplanması sürecidir. Kitle fonlama, bireylerin veya organizasyonların, geleneksel finansal kurumlar veya yatırımcılara bağlı kalmadan fon toplamasına olanak sağlar. 2000’lerin ortalarında yaygınlaşan kitle fonlama sistemi, özellikle 2010’lu yıllarda, girişimcilerin iş fikirlerini büyük ölçekte piyasaya sunmadan önce test etmelerine olanak tanıdığı için teknoloji ve yaratıcı sektörlerde daha da ivme kazandı. ABD’de 5 Nisan 2014’te yayımlanan *Start-up İşletmelerini Hızlandırma Yasası (JOBS-Jumpstart Our Business Start-Ups Act)* asıl olarak Birincil Halka Arzlar (BHA’lar) için gerekli prosedürleri ve maliyeti azaltarak finansmana erişimi kolaylaştırmayı hedeflemiş ve ilgili maddeleri kitle fonlamaya da ivme kazandırmıştır (Baker vd., 2015).

Bağışa Dayalı Kitle Fonlama (Philanthropy/Donation Based Crowdfunding), bireylerin herhangi bir maddi karşılık veya finansal getiri beklentisi olmaksızın tamamen anlamlı buldukları bir amaca gönüllü olarak bağış yaptıkları finansman yöntemidir. Yeni bir ürün ya da projeyi fonlamanın yanında tıbbi masraflar, afet yardım çalışmaları, eğitim veya sosyal yardım gibi alanlarda da kullanılır.

Ödüle Dayalı Kitle Fonlama (Reward Based Crowdfunding), bireylerin bir projeye veya amaca finansman katkısında bulunma karşılığında ürünlerin erken erişimi, özel içerikler, vb. bir ödül kazandıkları finansman türüdür. Bu yöntem, film yapımları, ürün lansmanları veya sanatsal projeler gibi yaratıcı projeler için yaygın olarak kullanılır.

Borca Dayalı Kitle Fonlama (Lending Based Crowdfunding), bireylerin, yaptıkları yatırım karşılığında gelecekte faizli ödeme beklentisinde oldukları finansman türüdür.

Hisse Alımına Dayalı Kitle Fonlama (Equity Based Crowdfunding), bireylerin bir işletmeye yatırım yaparak karşılığında hisse aldığı finansman türüdür. Bu yöntemde sermayedarların getiri beklentisi, sahip oldukları hisselerin yanında kâr payı ödemeleridir. ABD dahil birçok ülkede tamamen yasak olan bu yöntem, bazı ülkelerde azami yatırım tutarı ve çeşitli yatırım şartları gibi kısıtlamalara tabidir (Mollick, 2014).

Türkiye’de kitle fonlama sistemi yeni gelişmektedir ve Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından listelenen kitle fonlama platformlarının sayısı tez dönemi itibariyle on sekize ulaşmış durumdadır. Ülkemizde bu platformlardaki fon talebi duyuruları incelendiğinde, genellikle finansman talebinde bulunan ürünlerin, projelerin genel bilgiler ile tanıtıldığı; girişimci şirket dahil bunlar hakkında yeterli bilgiye yer verilmediği dikkat çekmektedir. Bu sebeple kitle fonlama aracı ile projelere finansman sağlayan kişilerin, özellikle getiri beklentisinde olmaları durumunda, yatırım yaptıkları girişim şirketi ya da girişimci hakkında detaylı bilgi edinmeleri, piyasaya sunulan ürün, hizmet, projenin potansiyelini ve risklerini iyi değerlendirmeleri önem arz etmektedir.

1.3. Finansman Aşamalarına Göre Girişim Sermayesi Yatırımları

Girişim sermayesi yatırımları, aşağıdaki tablodan da görüldüğü gibi, çekirdek, başlangıç, erken aşama gibi en riskli süreçlerde olabileceği gibi riski daha düşük olan ileri aşama yani işletmenin büyüme veya genişleme sürecinde de gerçekleşebilir. Bu aşamaların her biri yatırım miktarı, yatırımda kalış süresi ve yönetilmesi gereken riskler açısından farklılıklar göstermektedir (TTGV, 2012: 10).

Tablo 1. İşletme Finansman Aşamaları, Kaynakları ve Kullanım Alanları

Finansman Aşaması	Finansman Kaynakları	Finansmanın Kullanımı	Şirket Aşaması
Çekirdek Sermaye (Seed Capital)	Bireysel Tasarruf Mikrokredi Aile/Yakın Çevre Melek Yatırımcı Çekirdek Aşama RS	İş Planı Geliştirme Piyasa Araştırması Prototip Geliştirme Patent	İş fikri ve başlangıç İş modeli hazır ancak nihai ürün ve satış henüz bulunmuyor
Başlangıç Sermayesi (Start-up Capital)	Şirket İçi Finansman Mikrokredi Melek Yatırımcı Başlangıç Aşama RS	Ürün Geliştirme Ön Pazarlama Yönetim Kadrosu Oluşturma	İş modeli ve ürün prototipi ortaya konulmuş ancak markete girmesi gerekiyor
Erken Aşama (Early-Stage Capital)	Mikrokredi Melek Yatırımcı Erken Aşama RS	Satış ve Dağıtım Verimlilik Artışı Takım ve Operasyonları Genişletme	Ürün kendini kanıtlamış ancak nakit akımı negatiftir
Büyüme Aşaması (Growth/Debt Financing)	Nakit Akımına Dayalı Finansman Aktife Dayalı Finansman Tedarikçi/Ticari Finansman Faktoring/Leasing Girişim/Büyüme Sermayesi	İşletme Sermayesi Faktoring/Leasing Operasyonları Genişletme Satışlar ve Aktif Artışı Yeni Ürün Geliştirme Yeni Pazarlara Açılma	Nakit akımı pozitif Müşteri tabanı genişletilir
İleri Aşama/ Kurumsallaşma Aşaması (Private/Public Equity/Debt Financing)	Girişim Sermayesi Birincil Halka Arz Ara Finansman/Köprü Finansmanı ¹ Kurumsal Borç	Büyümeyi Destekleme Finansman Kazanımı Yöneticilere Satış Sermaye Yapısını Optimize Etme Ortaklar/Hissedarlar İçin Çıkış Sürecini Hazırlama	Güçlü ciro ve gelir yapısı İstikrarlı nakit akışı sağlanır Çıkış aşamasına zemin hazırlanır

Kaynak: Divakaran vd., 2014: 3.

1.3.1. Çekirdek Sermaye Yatırımları

Fikir aşaması ya da tohum yatırımları diye de adlandırılan *Çekirdek Sermaye (Seed Capital)* aşamasında başlangıç iş modeli hazırdır ancak henüz nihai ürün ve satış bulunmamaktadır. Çekirdek sermaye yatırımları henüz ortada fikir dışında fazla somut bir dayanak olmadığından en riskli yatırım türüdür ve prototip geliştirilmesi dahil fikrin

¹ Çalışmadan alınan tabloya eklenmiştir.

hayata geçirilmesi için gerekli maliyetleri karşılamaktadır. Bu maliyetler arasında doğru ürünün seçimi, tasarımı, piyasaya sürülmesi için uygun dağıtım kanallarının oluşturulması, reklam ve pazarlama faaliyetlerinin yönetimi vb birçok kalem bulunmaktadır.

Riski yüksek ve yatırım geri dönüş süresinin uzun olması sebebiyle bu aşamadaki şirketler banka kredisi vb geleneksel finansman mekanizmalarına hemen hemen hiç ulaşamamaktadır (Yeşildal, 2017). Bankacılık sistemi için küçük çaptaki girişimlerin gelişimlerini takip etmek oldukça maliyetlidir ve fikir aşamasına yatırım yapmak için kendilerini garantiye alabilecek yüksek düzeyde teminata gereksinim duyarlar (Ertürk, 2017). GS şirketleri de yüksek düzeyde risk içerdiğinden genellikle bu aşamada yatırım gerçekleştirmeyi tercih etmemektedir. Bu aşamada yatırım alabilmesi için iş fikrinin oldukça yaratıcı olması, piyasada rakibinin olmaması ya da rakiplerine göre ciddi üstün özellikleri bulunması, büyüme kapasitesinin yüksek olması gibi özellikleri bulunması gerekmektedir. Bu tarz iş fikirlerinin bireysel sermaye, mikro kredi, melek yatırımcı ve tohum aşamasına yatırım yapan RS, hibe kaynaklı proje finansmanı gibi kaynaklardan fon bulması mümkündür.

1.3.2. Başlangıç Sermayesi

Firma yaşam döngüsünde erken dönem olan *Başlangıç Sermayesi (Start-up Capital)* aşamasında kuruluş aşamasında ya da yeni kurulmuş olan şirketler, belirli bir ürün veya hizmetin geliştirilmesi, ticarileştirilmesi, piyasaya sunularak tutundurma çalışmaları yapılması amacıyla finansmana ihtiyaç duymaktadırlar. Bu aşamada en çok kaynağa ihtiyaç duyulan giderler, yeni kurulan şirkette yönetim kadrosunun oluşturulması, ürün geliştirme ve pazarlama masrafları olarak sırlanabilir (Divakaran vd., 2014).

Çekirdek aşamada olduğu gibi halen yüksek risk içermekte olduğundan ürünün nitelikleri, potansiyel pazar payı, girişimcinin yapısı ve iş planı gibi hususlar titizlikle incelenmelidir (İpekten, 2006). Risk düzeyinin yüksek olması ve yatırımın geri dönüş süresinin uzun olması nedeniyle bu aşamadaki yatırımlar da bir önceki aşamaya benzer şekilde genellikle melek yatırımcılar tarafından desteklenirler (Uçkun, 2009). Yüksek riskin yanında yüksek getiri de vaatmelerinden ötürü bu aşamadaki girişimler RS şirketlerinin de ilgi alanına girmektedirler. Gerek melek yatırımcılar gerekse risk

sermayedarları erken aşamadaki bu girişimlere finansmanın yanında bilgi, birikim ve tecrübeleri ile destek olmaktadır (Kuğu, 2004; Özkılınç, 2014).

1.3.3. Erken Aşama Sermayesi Yatırımları

Erken Aşama Sermayesi (Early-Stage Capital) yatırımları, artık piyasaya sürülmüş olan ürünün satışı, pazarlaması, rakiplerine karşı piyasada tutundurulması ve üretim kapasitesinin artırılması amacıyla sağlanan finansman türüdür. Genellikle en çok finansmana ihtiyaç duyulan alanlar, ürünün marka imajının oluşturulması, satış ve dağıtım kanallarının geliştirilmesi, pazarlama ve operasyon kadrolarının genişletilmesi, üretimin artırılması, vb. yönelik giderleridir.

Erken aşamada şirketler genellikle yüksek pazar payına sahip değildir, net nakit akımları negatiftir. Çekirdek ile başlangıç aşama kadar olmasa da halen riskli bir aşamadır. Bu aşamadaki şirketler finansman sorunu ile karşılaşmakta ve gerekli teminata sahip olmadıklarından bankalardan sermaye bulamamaktadırlar (Kuğu, 2004, Yatmaz, 2012) ve yüksek risk, düşük teminat düzeyi nedeniyle genellikle melek yatırımcılar ve RS fonlardan sermaye sağlamaktadırlar (Christofidis ve Debande, 2001; Bayar, 2012). Diğer aşamalarda olduğu gibi erken aşama yatırımlarda da melek yatırımcı ve RS fonların sadece finansman değil özellikle yönetsel alandaki yetkinliklerinden de faydalanmaktadırlar.

1.3.4. Büyüme Sermayesi Yatırımları

Büyüme Sermayesi (Growth Capital) yatırımları, belirli bir üretim ve satış kapasitesine ulaşmış olan şirketlerin, yurt içi satış ve ihracatın artırılması, yeni pazarlara erişim, satış kanallarının genişletilmesi, yeni ürün geliştirmesi amacıyla sağlanan finansman türüdür. Bu aşamada finansmana ihtiyaç duyulan başlıca unsurlar, işletme sermayesi, duran varlık ve aktif yatırımları, yeni ürün ve yeni pazarlara açılmaya ilişkin giderler olarak sıralanabilir (Divakaran vd., 2014).

Bu aşamada şirketler satış gelirlerine ek muhtemelen kârlılığa da sahiptirler ve risk düzeyi de diğer aşamalara göre daha düşük seviyededir. GS sermayedarları yoğunlukla nispeten düşük risk ve büyük gelişme potansiyeli içeren büyüme, gelişme aşamasında devreye girer ve bu şirketlere yatırım yaparlar. RS şirketleri de bu aşamadaki şirketlere yatırım yapmaktadır ancak özellikle bu alanda uzmanlaştıkları için

gelişme aşaması yatırımlarının büyük çoğunluğunu GS şirketlerinin oluşturduğu söylenebilir (Christofidis ve Debande, 2001; Metrick ve Yasuda, 2021). Nispeten kendini kanıtlamış olduklarından büyüme sermayesi alan işletmeler çekirdek ve erken aşamadakilerin aksine sermayedarlarının yönetsel desteğine daha az ihtiyaç duyarlar. Finansman sağladıkları şirketlerin teknik desteğini daha ziyade dış pazarlara ulaşma ve müşteri ağlarını genişletmek gibi alanlarda kullanırlar. Risk düzeyi nispeten düşük olsa da şirketlerin büyüme aşaması yatırımları genellikle büyük çapta ve uzun vadeli sermayeye ihtiyaç duyar. Bu sebeple sermayedar olan şirketler, yatırım yaptıkları şirketleri birçok aşamada ciddi şekilde incelemektedirler; bu aşamalar tezin ileriki bölümlerinde açıklanacaktır.

1.3.5. İleri Aşama Sermayesi Yatırımları

İleri Aşama Sermayesi (Later Stage Capital) yatırımları, şirketlerin genişlemek amacıyla ihtiyaç duydukları işletme sermayesi olarak ya da büyümenin stabil bir yapıya kavuşturulması için yapılan sermaye yatırımları olarak gerçekleştirilebilir. Bu aşamada en çok finansmana ihtiyaç duyulan giderler, üretimi genişletmek için yeni bir tesis yapımı, daha nitelikli ürün ve hizmet geliştirme, pazarlama, vb olarak sıralanabilir. Bu aşamada yatırımcı olan sermayedarlar şirkete bu aşamaya kadar olan destek fonksiyonundan daha stratejik bir ortaklığa geçiş yapmış olurlar (Metrick ve Yasuda, 2021).

Son yıllarda özellikle teknoloji şirketlerine daha erken aşamalarda yatırım yapmak yaygınlaşsa da, geç aşama yatırımlar düşük risk ve yüksek getiri potansiyelleri sebebiyle özellikle GS şirketlerinin ve düşük risk alan fonların yatırımlarının odağını oluşturmaktadırlar. Bu aşamada şirketler artık bankalar ve diğer finans kurumlarından da finansman sağlayabilmektedirler. Özellikle Birleşik Krallık ve bazı Avrupa ülkelerinde RS fonları yatırımlarının da önemli bir bölümünün, erken aşama yatırımlara göre daha kolay kısa vadeli getiri fırsatları barındırmalarından ötürü, ileri aşama sermaye yatırımlarına yönlendirildiği belirtilebilir (Christofidis ve Debande, 2001).

Özel sermaye uygulamalarının yaygın olduğu gelişmiş ekonomilerde sıklıkla rastlanılan ileri aşama yatırımları olarak *buyout (satın alma) yatırımları*, portföy şirketlerinin çoğunluk hisselerinin alındığı ve GS şirketinin portföy şirketinin yönetiminde söz sahibi olduğu ya da şirketin yönetimini devraldığı yatırımlardır. Kimi zaman borsada işlem gören şirketlere de gerçekleştirilebilen buyout yatırımları, yatırımcı

GS şirketleri açısından, yatırım sonrası değer yaratma sürecinde erken aşama ve büyüme sermayesi yatırımlarına göre hem finansal hem de operasyonel süreç yönetimi alanlarında farklı bir uzmanlaşma gerektirmektedir (Zeisberger vd., 2017).

1.3.5.1. Köprü Finansmanı ve Ara Finansman

Bu aşamada aynı zamanda birincil halka arz yoluyla hisselerin bir kısmı ya da tamamı satılabilir ya da yatırım yapan sermayedarlar için çıkış sürecine hazırlık yapılabilir. Söz konusu süreçlerde kullanılan finansman türleri için farklı tanımlamalar kullanılabilmektedir; örneğin girişim şirketinin kısa vadede halka arz edilmesi için ihtiyaç duyduğu yatırıma *Köprü Finansmanı (Bridge Financing)* adı verilir. Yine bir köprü finansmanı türü olan *Ara Finansman (Mezzanine Financing)* ise, vadesi genellikle 2 yıldan daha az olan girişim şirketinin farklı bir firmaya devri, satışı ya da halka arzına kadar olan süreçte kullanılan son aşama finansman türü olarak tanımlanmaktadır (Uludağ, 1996: 26). Ara finansman, adını şirketlerin kaynak yapısında yer alan borçlar (senior debt) ile özkaynak (equity) kalemleri arasında yer almasından almaktadır ve ödeme yükümlülüğü açısından, birincil derece olan borçların altında yer alsa da özkaynakların da üzerinde bulunmaktadır (Silbernagel ve Vaitkunas, 2012).

1.3.5.2. Diğer İleri Aşama Sermayesi Yatırımları

Yerine Koyma Yatırımları (Replacement Financing): Mevcut sermayedar ortakların hisselerinin bir kısmının ya da tamamının satılması için sağlanan finansman türüdür. Genellikle halka arzdan önce yatırımdan ayrılmak isteyen ortakların hisse satışı için (SPK, 2022b), kimi zaman da ortakların anlaşamaması ya da likidite sıkıntısı sebebiyle gerçekleştirilebilir (Uludağ, 1996).

Şirket Kurtarma Finansmanı (Recovery Financing): Kârlılığın olmadığı, bazı durumlarda belirli bir dönem itibarıyla süregelen zarardan kaynaklı özkaynaklarda erimenin olduğu finansal darboğazdaki firmaları kurtarmak ve tekrar kârlı hale getirmek için sağlanan oldukça riskli bir finansman türüdür (Uludağ, 1996).

1.4. Girişim Sermayesi Yatırımlarında Hisse Alımı Yöntemleri

Şirket hisselerinin satın alınmasında kullanılan farklı finansman yöntemleri söz konusudur; yoğunlukla kullanılanlar açıklamaları ile birlikte aşağıda verilmiştir. Girişim sermayesi modelinde hisse alımları için sıklıkla kullanılan yöntemler, *Kaldıraçlı Hisse*

Alımı (LBO), Mevcut Yöneticilerin Hisse Alımı (MBO), Farklı Şirket Yöneticilerinin Hisse Alımı (MBI), Kurumsal Hisse Alımı (IBO) ve Şirket Çalışanları Hisse Alım Planı (ESOP) olarak sıralanabilir.

1.4.1. Kaldıraçlı Hisse Alımı

Kaldıraçlı Hisse Alımı (LBO-Leveraged Buyout), büyük kısmı borçla finanse edilecek şekilde şirket hisselerinin satın alınması, diğer bir deyişle satın almanın borçla finanse edilmesidir. Kaldıraçlı bir satın almada, satın almayı gerçekleştiren bir girişim sermayesi şirketi ve satıcı olarak da nitelendirilen bir hedef şirket vardır. GS şirketi kendi varlıklarını kaldıraç olarak kullanırken hedef şirketin varlıkları ve nakit akışları da teminat olarak ve finansman maliyetini karşılamak amacıyla kullanılabilir. Bu yöntem büyük şirketlerin satın alınmasına olanak sağladığı gibi, yüksek oranda sermaye kullanmadan hisse alımı gerçekleştirebildikleri için GS şirketleri için avalsiz bir yöntem olarak öne çıkmaktadır.

1.4.2. Dışarıdan Yöneticilerin Hisse Alımı

Başka Bir Şirketin Yöneticilerinin Hisse Alımı (MBI-Management Buyin), yatırım yapılan şirketin hisselerinin başka şirketlerin yöneticilerine satışlarıdır ve yönetimi dışarıdan gelen yönetici grubunun devraldığı bir yöntemdir. Bu yöntem genel itibariyle düşük performans sergileyen şirketlerin verimliliğinin artırılması için kullanılır ve yönetim ekibini kendininki ile değiştirmek isteyen şirketler tarafından gerçekleştirilir. Satın alan şirket satın alınan üzerinde kontrolü ele geçirse de yönetsel ve operasyonel süreçleri tanımak zaman alacağından ve genellikle düşük performanslı şirketler satın alındığından riski yüksek bir yöntem olduğu söylenebilir.

1.4.3. Mevcut Yöneticilerin Hisse Alımı

Mevcut Yöneticilerin Hisse Alımı (MBO-Management Buyout), yatırım yapılan şirketin hisselerinin mevcut yöneticileri tarafından satın alınmasıdır. Bu tarz satın almalar küçük şirketlerde şirket ortakları emeklilik vb nedenlerle işletmeden çıkmak istediklerinde, daha büyük şirketlerde ise çoğunluk hisselerini elinde bulunduran sermayedarlar çıkış yapmak istediklerinde rastlanmaktadır. Küçük şirketlerde yöneticiler sağladıkları banka kredi ve kendi özsermayeleri ile şirket hisselerini alarak kontrolü ele alabilirken büyük şirketlerde gerekli finansman banka kredisi ile

karşılanamayabileceğinden devreye finansal kuruluşlar girebilir. Bu finansal kuruluşlar kimi zaman kredi sağlamanın yanında hisse alımı da gerçekleştirebilir ve bu durum mevcut yöneticiler yerine çoğunluk payının finansal kuruluşa geçmesi ile MBI şekline de dönüşebilir (Yıldırım ve Gülcemal, 2010: 108). Kimi zaman MBO ve MBI'nın birlikte uygulanması yönteminde de rastlanmaktadır. *BIMBO (Buyin Management Buyout)* olarak adlandırılan bu yöntem, şirket hisseleri kısmen dışarıdan farklı şirket yöneticilerine satılırken kısmen de mevcut yöneticilerin ortaklık payı alması şeklinde uygulanmaktadır.

1.4.4. Kurumsal Yatırımcıların Hisse Alımı

Kurumsal Yatırımcıların Hisse Alımı (IBO-Institutional Buyin), yatırım yapılan şirketin hisselerinin tamamen kurumsal yatırımcılar ya da GS şirketleri tarafından satın alınmasıdır. Bu yöntemde bazen mevcut yöneticiler görevlerinde kalmakta ve satın alma teklifinin en iyi şartlarda gerçekleşmesi için çaba göstermektedirler, bazen de mevcut yöneticiler tamamen değiştirilmektedir. Bu sistemde satın alma gerçekleştiren kurumsal şirketin yöneticileri genellikle ücretlendirme sistemi kapsamında hisse getirilerinden pay almaktadırlar (Renneboog ve Simon, 2005: 3).

1.4.5. Şirket Çalışanlarının Hisse Alımı

Şirket Çalışanlarının Hisse Alım Planı (ESOP-Employee Stock Ownership Plan) yönteminde, çalışanlara hisse devrinin detaylarını açıklayan bir plan ile şirket hisseleri çalışanlar tarafından satın alınmaktadır. *Employee Buyout (EBO)* olarak da adlandırılan bu yöntem ile sermayenin tabana yayılmasının teşvik edilmesi de amaçlanabilir (Yıldırım ve Gülcemal, 2010: 108).

1.5. Girişim Sermayesi Yatırımlarında Kullanılan Finansal Araçlar

Girişim sermayesi finansmanında kullanılan finansal enstrümanlar çok çeşitlidir ve yatırım türlerine, yatırımcı tercihlerine ve ülke uygulamalarına göre farklılık göstermektedirler. Risk ve getiri profilleri açısından tercih imkanı sunarak girişim sermayesi yatırımcılarına esneklik sağlamaktadırlar. Her bir finansal aracın kendine özgü nitelikleri ve avantajları olduğundan yatırımcıların ihtiyaçlarına ve hedeflerine uygun enstrümanın seçimi uzmanlık gerektirmektedir. GO'lar açısından bu seçimler fonun doğru yönetimi kadar kritik karar süreçleri içermektedir.

1.5.1. Adi Hisseler

Adi Hisseler (Ordinary/Common/Voting Shares), bir şirketin mülkiyetini temsil eden ve hissedarlara yönetim kurulu seçimi, şirketi politikalarının belirlenmesi gibi alanlarda oy hakkı tanıyan menkul kıymetlerdir. Hissedarlar, şirketin kârından pay alarak temettü elde etme hakkına da sahiptirler. İmtiyazlı hisse ve tahvillere göre daha yüksek getiri imkânı sunar. Bununla birlikte tasfiye durumunda, adi hissedarlar, ancak şirketin borçlarını ödedikten sonra kalan varlıklar üzerinde hak talep edebilirler. Bu nedenle, adi hisseler, risk ve getiri açısından yüksek bir volatiliteye sahiptir.

1.5.2. İmtiyazlı Hisseler

İmtiyazlı Hisseler (Preferred Shares), adi hisselerle sunulandan bağımsız olarak genellikle sabit bir oran üzerinden temettü sunmakta ve tasfiye durumunda adi hissedarlara göre öncelikli haklar sağlamaktadırlar. Ancak, bahsi geçen avantajların yanında çoğu zaman oy hakkı sunmazlar. İmtiyazlı hisseler, yatırımcılara daha az riskle sabit getiri sağlarken, şirketler için de sermaye artırma aracı olarak işlev görmektedirler.

1.5.3. Dönüştürülebilir Tahviller

Dönüştürülebilir Tahviller (Convertible Bonds), tahvil süresi içerisinde belirli bir sayıda şirket hissesine dönüştürülebilen borç menkul kıymetleridir. Bu tahviller, diğer tahvillerde olduğu gibi yatırımcılarına belirli bir vadede sabit bir faiz geliri sağlarken, hisse senedine dönüştürüldüğünde şirketin hisselerinin değer artışından faydalanma imkanı sunan, başka bir deyişle hem tahvil hem de hisse özelliği taşıyan hibrit enstrümanlardır. Dönüştürülebilir tahviller, genellikle “ratingi düşük ancak yüksek büyüme potansiyeline sahip” şirketlere ² finansman olanağı sunarken, yatırımcıların da piyasa koşullarına göre daha esnek bir yatırım stratejisi geliştirmelerine olanak tanımaktadır.

1.5.4. Değiştirilebilir Tahviller

Değiştirilebilir Tahviller (Exchangeable Bonds), genellikle ihraç eden şirketin yan kuruluşları olmak üzere başka bir şirkete ait belirli bir sayıda hisse ile değiştirilebilen borç menkul kıymetleridir. Bu enstrüman, diğer tahvillerde olduğu gibi

² <https://corporatefinanceinstitute.com/search/convertible+bonds>

yatırımcılarına belirli bir vadede sabit bir faiz geliri sağlarken hisse senedine dönüştürüldüğünde şirketin hisselerinin değer artışından faydalanma imkanı sunmaktadır. Değiştirilebilir tahviller, dönüştürülebilir tahvillerde olduğu gibi yatırımcıların risklerini yönetmelerine yardımcı olurken, şirketler için de esnek bir finansman kaynağı oluşturur.

1.5.5. İmtiyazlı Dönüştürülebilir Tahviller

İmtiyazlı Dönüştürülebilir Tahviller (Preferred Convertible Bonds), hem imtiyazlı hisselerin hem de dönüştürülebilir tahvillerin özelliklerini bir araya getiren karmaşık bir finansal enstrümandır. Bu tahviller, yatırımcılara sabit bir getiri sağlarken, aynı zamanda belirli bir oranda hisse senedine dönüştürme seçeneği sunar. İmtiyazlı dönüştürülebilir tahviller, yatırımcıların risklerini azaltmalarına yardımcı olurken, şirketler için de sermaye artırma aracı olarak işlev görür. Bu tür tahviller, genellikle daha düşük bir risk profiline sahip olmak isteyen yatırımcılar için cazip bir seçenek sunar.

1.5.6. Geri Çağrılabilir Tahviller

Geri Çağrılabilir Tahviller (Redeemable Bonds), ihraç eden şirketin vadesinden önce belirli koşullar altında tahvilleri geri alma hakkına sahip olduğu borç menkul kıymetleridir. Bu tür tahviller, genellikle vadelerinin belirli bir süresi için geri çağrılmazlar. Yatırımcılara sabit bir faiz geliri sağlasalar da ihraç eden şirketin finansal durumuna bağlı olarak geri alınabileceğinden gelecek getiriye kaybetme riski taşır. Bu riski kısmen de olsa telafi etmek için de prim ödemesi sunulabilir. Tahvili ihraç eden taraf açısından avantajlıdır çünkü faizlerin düşmesi durumunda tahvilleri geri çağırarak düşük kupon faizi üzerinden tekrar ihraç imkânı sunar.

1.5.7. Varantlar (Hisse Senedi Alım Hakları)

Varantlar (Warrants), yatırımcılara doğrudan pay sahipliği sağlamayan ancak belirli bir süre içinde belirli bir fiyattan hisse senedi satın alma hakkı veren, ihraç eden şirketlere de gelecekte sermaye kaynağı oluşturan menkul kıymetlerdir. Genellikle tahvil veya imtiyazlı hisse senedine göre daha yüksek kazanç potansiyeli sunar. Hisse senedi fiyatlarının artması durumunda yatırımcılara önemli kazançlar sağlayabilen

varantlar, değeri hisse senedinin piyasa fiyatına göre değişkenlik gösterdiğinden riskli bir yatırım aracı olarak kabul edilir.

1.6. Girişim Sermayesi Yatırım Süreçleri

1.6.1. Fon Oluşturma ve Fon Toplama Süreci

Girişim sermayesi yatırımlarında ilk adım *Fon Oluşturma (Fund Formation)* aşamasıdır. Fonlar genel olarak 10 yıl süre ile oluşturulur ve yaygın olarak *Kapalı Uçlu (Closed-End)* olarak kurulur. Daha az sıklıkla rastlanan fon yapıları ise *Açık Uçlu (Open-Ended, Evergreen)*, *Anlaşma Bazlı (Deal By Deal)* ve *Katılma Opsiyonlu (Opt-in/Opt-out)* olanlardır. Kapalı uçlu fonlarda genel kabul gören kurallar bu fonların sınırlı sayıda hisse ile kurulması ve yeni yatırımcı girişlerine kapalı olması, ayrıca sınırlı bir süre ile kurulmaları ve süre dolmadan geri alım yapılamamasıdır. Açık uçlu olanlarda ise fonun süresi belirsizdir ve önceden belirlenmeyen süre sona erene kadar herhangi bir zamanda fon toplanabilir. Anlaşma bazlı fon yapısında tek bir hedef yatırım amaçlanmaktadır ve bu hedef için fon kurulmaktadır. Katılma opsiyonlu fonlarda ise yatırımcılar fonun portföyü belirlenmeden önce daha esnek taahhütlerde bulunurlar ve fon yöneticisinin sunduğu her yatırım fırsatında katılma ya da katılmama hakkına sahiptirler. Fonlar LO'ların haklarını korumak amacıyla yasal yükümlülükler çerçevesinde ABD, Avrupa ve Asya'da ağırlıklı on-shore kurulmakta ancak vergi yükümlülüklerini azaltmak amacıyla daha az sayıda Jersey, Cayman Adaları, vb off-shore merkezlere de kurulabilmektedir. Başlangıç aşamasında diğer aşamalarda olduğu gibi yasal süreci düzenleyen sözleşme ve belgeler önem kazanmaktadır. Bunlardan bazıları fonun yapısı, süresi, işleyişi vb. fona dair detayların ve şartların belirtildiği *Ön Protokol (Term Sheet)* ile GO ve LO'lar arasındaki ilişkileri düzenleyen ve her iki tarafın yasal yükümlülüklerinin belirtildiği, yaptırım gücü taşıyan *Limited Ortaklık Anlaşması (LOA)*, (*LPA-Limited Partnership Agreement*)'dır. LOA, fon yapısı, süresi, yatırım koşul ve şartları, idare ve yönetimi, GO ve LO'lar arasındaki ilişki, yönetim ücreti, performans primi vb birçok detayı içermekle birlikte, Term Sheet genellikle LOA'nın kısa formatı şeklinde ve fonun işleyişi için çerçeve doküman niteliğindedir (Zeisberger vd., 2017). LOA taslakları genellikle fon oluşturma aşamasında hazırlanır ve fon toplama aşamasında son şekli verilerek her bir yatırımcı ile ayrı imzalanır.

Fon Toplama (Fundraising) aşamasında genel ekonomik durumun yatırımlara yansımalarının yanında fon yöneticilerinin geçmiş deneyimleri, sektörde duyulan başarılı işlemleri ve yeni oluşturulan fonun yatırım stratejisini de içeren sunumu önem kazanmaktadır. Yatırım geçmişine sahip olmayan fon yöneticileri tarafından ilk kez oluşturulan fonlar için ise yatırımcı sunumları ayrı bir önem taşımaktadır ve başarılı hazırlanmış bir yatırım stratejisini oldukça şeffaf şekilde yansıtmalıdır. Fon toplama aşamasının en önemli kısmını oluşturan pazarlama (marketing) safhasında bu sunumlar yatırımcılar ile yapılan yüz yüze toplantılarda gerçekleştirilir (Fraser-Sampson, 2007). Fon stratejisi, hedef getiri oranı, riskler, yatırım süreci ve fon yönetimini üstlenen ekip, vb unsurları içeren bu sunumlar *tanıtım kitabı (pitch-book)* şeklinde de hazırlanabilir ve farklı yatırımcılar için farklı detayları vurgulamak amacıyla özelleştirilebilir. İlk toplantıda yapılan sunumu takiben çoğunlukla yatırımcılara *Özel Plasman Protokolü (PPM-Private Placement Memorandum)* gönderilir (Zeisberger vd., 2017), bazı kaynaklarda bu belge *Teklif Protokolü (OM-Offering Memorandum)* olarak da adlandırılır (Fraser-Sampson, 2007) ve hedeflenen fon büyüklüğü, portföy firmalarının bulunduğu hedef ülke ve bölgeler, yatırım kriterleri ve yaklaşımı, beklenen getiri, sermaye çağrılarının zamanı ve kapsamı, asgari yatırım miktarları, vb detayları içerir. Teklif Protokolü, sermayedarların, yatırım kararı almadan önce yatırımlara dair tüm risk ve fırsatları anlayarak değerlendirmelerini sağlaması açısından önemli bir belgedir.

1.6.2. Yatırım Süreci

Yatırım (Investing) aşaması, her yatırımcı şirket için farklı değerlendirme aşamaları içeren, sektör ve pazar araştırmalarından girişim şirketi özelinde detaylı incelemelere kadar çok kapsamlı analizler gerektiren zorlu bir süreçtir. Özellikle deneyimli yatırımcı şirketler ve fon yöneticileri kendilerine özel analiz, değerlendirme, derecelendirme ve değerlendirme yöntemleri kullanmakta ve kendilerine has olan bu metotların detaylarını genellikle paylaşmamaktadırlar. Bu duruma istisna teşkil eden sektör uzmanlarından bazılarının kaleme aldığı ve detaylı yatırım süreçlerini anlatan kaynaklardan faydalanarak konuya ilişkin bilgi edinmek mümkündür. Bununla birlikte her yatırımcı şirket belirli bir sektör veya faaliyet sahasına odaklanmakta ve bu sebeple her biri farklı alanlarda uzmanlaşma sağlamaktadırlar. Bu uzmanlaşma portföy firmalarının seçiminde, değerlendirme ve getiri beklentilerinde de daha etkin yol almalarını sağlamaktadır. Yatırım aşamaları çok sayıda alt başlık ve çok çeşitli analizler

içerebilmektedir ancak tezde genel yatırım sürecini ifade eden temel adımlara yer verilmektedir. Bu temel adımlar yatırımcıya göre farklı sıralamalarda ya da farklı aşamalarda birbirini tekrarlayacak şekilde uygulanabilmektedir.

1.6.2.1. Yatırım Fırsatlarının Temini Süreci

Yatırım aşamasının ilk adımı *Yatırım Fırsatlarının Temini (Deal Sourcing)* aşamasıdır. Bu aşamada öncelikle girişim sermayesi yatırımcılarının ilgi alanına göre sektör, alt sektör ya da alan belirlenir. Bu alanda yatırım fikirlerinin mümkün olduğunca geniş şekilde derlenmesi için GO ve LO'ların bağlantıları, yatırım bankaları ve bu konuda faaliyet gösteren aracı şirketler, yatırımcı ağları, üye olunan çeşitli networkler, sektör araştırmaları, vb farklı kaynaklardan faydalanmak herhangi bir fırsatı dışarıda bırakmamak açısından önemlidir. Daha sonra elde edilen *yatırım fırsatlarının taraması (screening)* aşamasında geçilir. Bu adımda çok sayıda seçenek arasından verimli bir eleme yapmak için yol haritası oluşturmak elzemdir. Örneğin yatırımcı beklentilerine göre kriterler belirleyerek öncelikle bu kriterlere uymayan seçenekleri elemek için *negatif tarama (negative screening)* etkili bir yöntem olabilir. Bu yöntem her ne kadar önemli bir potansiyel vaat etse de, girişim şirketinin lokasyonu, büyüklüğü, erken aşama yatırım olması ya da piyasadaki olumsuz algısı bulunması, sektörel kaygılar, daha önce bu alanda uğranılan başarısızlık, vb kriterlere göre risk teşkil eden seçenekler elenir. Geriye kalan seçenekler ile *pozitif tarama (positive screening)* yöntemi izlenebilir. Bu metot, piyasa dinamikleri ve girişim şirketinin sunduğu potansiyel ve fırsatlara göre olumlu yanlarını listeleyerek değerlendirme imkanı vermektedir (Sakovska, 2022). Diğer bir yöntem de yüksek sayıda seçeneği *Ön İnceleme (Preliminary Due Diligence)* aşamasına tabi tutmak yoluyla indirgemektir. (Zeisberger vd., 2017: 79). Ön İnceleme yöntemi genellikle maliyet ve zaman etkinliği sağlamak amacıyla şirketlerin finansal durumları, iş modelleri, sektördeki payı, taşıdığı riskler, vb unsurların hızlıca değerlendirilerek daha ileri inceleme aşamasına alınıp alınmayacağına karar vermek için kullanılır. Bu aşamada fon yöneticileri farklı yöntemler kullanabilmekte ancak nihai olarak yatırım seçeneklerinin büyük bir çoğunluğu elenmektedir. Örneğin bir sektör uzmanının değerlendirmesine göre, belirli bir sektörde her 100 buyout fırsatından ancak 10-12 tanesi yatırım komitesine sunulmakta bunlardan da ancak birine yatırım kararı alınabilmekte ya da bazı dönemlerde söz konusu sektörde yatırım kararı alınmayabilmektedir (Sakovska, 2022). 750 milyar ABD doları üzerinde varlığı yöneten

79 GS yatırımcısının analiz edildiği başka bir çalışmaya göre ise, her 100 yatırım seçeneğinden yaklaşık 15 tanesi detaylı analize tabi tutulmakta, bunlardan ortalama 8'i ile anlaşma imzalanmakta ve 4'ten daha az sayıdaki ile işlem sonuçlandırılmaktadır (Gompel vd., 2016).

1.6.2.2. Ayrıntılı İnceleme ve Değerleme Süreci

Farklı yöntemlerle seçilmiş olan ya da büyük çoğunluğu elimine edildikten sonra kalan hedef yatırımlar, *Durum Tespiti* ya da *Ayrıntılı İnceleme (Due Diligence)* ve *Değerleme (Valuation)* aşamasına tabi tutulur. Burada bahsedilen detaylı inceleme süreci, bu sürecin iki basamaklı olarak yürütüldüğü durumlarda, ön incelemeden sonra gelen *Resmi Ayrıntılı İnceleme (Formal Due Diligence)* olarak da adlandırılabilir. Ayrıntılı İnceleme aşaması hedef şirketlerin iş modeli, yenilikçi ürün ve hizmetleri, finansal durumu, operasyonel verimliliği, varlık yönetimi, yönetim ve çalışan yapısı, hukuki yükümlülükleri, sektördeki konumu, vb birçok başlığın derinlemesine incelendiği bir süreci içerir. Ayrıntılı inceleme, yatırımcıların potansiyel tehditleri algılamaları, riskleri fark ederek doğru karar almaları için kritik öneme sahiptir. Bu aşamada konusunda uzman danışmanlardan destek alınabilir ancak oldukça yüksek olabilen bu maliyetler de iyi hesaplanmalıdır. *Değerleme ve Ayrıntılı İnceleme* aşamaları sıralamaları değişmekle birlikte birbirlerini takip edecek şekilde ya da daha sıklıkla iç içe geçmiş şekilde uygulanmaktadır. Zira değerlendirme alanında çok sayıda kaynak ve yöntem bulunmakla birlikte yatırımcılar için bilhassa önem arz eden değer, detaylı inceleme sürecinde ortaya çıkan ve hedef şirkete atfedilen değerdir (Zeisberger vd., 2017: 87). Bu bağlamda değerlemenin ayrıntılı inceleme sürecinin bir parçası olduğu ve özellikle ortak olunması hedeflenen şirketler için derinlemesine analiz yapılarak neredeyse tüm bilgilerin ortaya çıkartıldığı bu aşamada şirket değerini oluşturan bileşenlerin de doğal olarak tespit edildiği söylenebilir. Şirketin değerini objektif şekilde ortaya çıkarabilmek için geniş bir literatür kapsamında çok sayıda bileşen farklı formüller ile ele alınsa da temelde,

Şirketin,

- Büyümesinden kaynaklı değer
- Nakit Akımlarından kaynaklı değer
- Varlıklarından kaynaklı değer
- Rekabet Avantajından kaynaklı değer (Markalar, patentler, müşteri geçiş maliyetleri, ağ etkileri veya ölçek ekonomileri)
- Operasyonel İyileştirme Potansiyelinden kaynaklı değer (Olası sinerjiler dahil)
- Opsiyon Değeri (Örneğin platform değeri, özgün, emsalsiz bir varlık veya bireye erişim),
- Yönetim Kontrolü, Stratejik, Operasyonel ve Finansal Kararlar Alma Yeteneğinden kaynaklı değer

dikkate alınması gereken başlıca unsurlardır (Sakovska, 2022: 283).

1.6.2.3. Anlaşma Yapısının Oluşturulması Süreci

Şirket değerinin belirlenmesinden sonra *Anlaşma Yapısının Oluşturulması (Deal Structuring)* aşamasına geçilir. Yatırım miktarı, ödeme şartları, hisse dağılımı gibi unsurların belirlendiği bu süreç yatırımcı olan GS şirketinin yanında girişim şirketinin de hukuki haklarının korunması ve tarafların yasal çerçevede ortak bir uzlaşıda bulunmaları için önemli bir adımdır. Bu süreçte girişim şirketine sunulan *Teklif Mektubu (Offer Letter)* tarafların beklentilerine uygun olarak revize edilebilir ve çok sayıda karşılıklı görüşme gerçekleştirilebilir. Prensipde anlaşmanın sağlanmasının ardından *Alım Satım Sözleşmesi (SPA-Sale and Purchase Agreement)* imzalanır. Tarafları bağlayıcı olan bu sözleşmenin yanında hisse devri, şirket sözleşmesi, vb diğer belgeler de düzenlenir ya da gerekli değişiklikler gerçekleştirilir. Hukuki sürecin sona ermesinden sonra yatırım gerçekleştirilir ve portföy yönetimi ve takibi süreci başlar.

1.6.3. Portföy Yönetimi, İzleme ve Değer Yaratma Süreci

Sağlanan anlaşmanın içeriğine bağlı olarak yatırımın kısmen ya da tamamen gerçekleşmesinden sonra *Portföy Yönetimi, İzleme ve Değer Yaratma (Portfolio Management, Monitoring and Value Creation)* süreci başlar. GS şirketleri ve GO'lar portföy şirketlerinin değerini artırmak ve performansını iyileştirmek için çeşitli yönetim stratejileri ve yaklaşımlar benimsemektedir. MacMillan vd., (1988) tarafından yapılan bir araştırmaya göre, hedef şirketlerin yönetimine müdahil olma oranına göre üç farklı yatırımcı türü belirlenmiştir. Bu yatırımcı türleri, genellikle şirketlere yapılan yatırımların başarıya ulaşmasını sağlamak için uyguladıkları stratejilerle farklılık gösterir.

- Bunlardan ilki araştırmacılar tarafından “*laissez faire*” yatırımcı olarak tanımlanan ve yatırımın günlük faaliyetlerine minimum düzeyde dahil olan grubu temsil etmektedir. Bu tür yatırımcılar, finansman sağlar ve şirketin operasyonel süreçlerine çok fazla müdahil olmadan mali yapıyı iyileştirmek için tavsiyelerde bulunurlar. Ayrıca, diğer finansal destek mekanizmalarından faydalanılması için mali kuruluşlar ile ilişkilerin geliştirilmesine de yardımcı olurlar. *Serbest (hands-off) müdahale* şeklinde

de tabir edilen bu yaklaşımda, yatırımcılar aktif bir yönetim rolü üstlenmezler, sadece stratejik danışmanlık ve kaynak sağlamayı hedeflerler.

- İkinci grup, portföy şirketine gerektiği durumlarda makul ölçüde müdahil olan “*moderate*” şeklinde tanımlanan yatırımcı türüdür. Bunlar, daha fazla katılım gösteren pay sahibi yatırımcılardan oluşmaktadır ve yalnızca finansman sağlamakla kalmaz; aynı zamanda yönetim ve operasyonel kararlar üzerinde de etkin bir şekilde destek sunarlar. Bu tür yatırımcılar, portföy şirketinin yönetimine daha yakın bir ilişki kurarak, stratejik kararların alınmasına katkıda bulunurlar. Ancak, yine de günlük operasyonların detaylarına müdahale etmeden, yönetimin etkinliğini artırmayı hedeflerler.
- Üçüncü grup ise “*yakın takipçi (close tracker)*” olarak adlandırılan ve *aktif katılım (hands-on)* yaklaşımını benimseyen yatırımcılardır. Bu grup, hedef şirketin günlük faaliyetlerine tamamen dahil olur ve finansal desteğin ötesinde, pazarlama ve operasyon stratejilerinin geliştirilmesine aktif olarak katılırlar. Ayrıca, stratejilerin uygulanma sürecini izler ve gerektiğinde müdahale ederler. Yakın takipçi yatırımcılar, şirketin yönetiminde çok daha aktif bir rol oynayarak, değer yaratma sürecini doğrudan şekillendirirler.

Yönetim, operasyon ve pazarlama süreçlerine yatırım oranları ve sözleşmelere göre değişen seviyelerde katılım gösterebilirler de girişim sermayesi yatırımlarında portföy şirketinin borçlanma ve sermaye yapısının iyileştirilmesi, performans ve kârlılığının artırılması esastır.

1.6.4. Yatırımdan Çıkış Süreci

Yatırımdan Çıkış (Exit) için hedeflenen getiriye ulaşılmış olmasına dair genel kanı önemli olsa da çıkış zamanlamasında, portföy firmasının güncel yapısı, bu esnada piyasa çarpanlarının durumu ve sermayedarlara nakit akışı için doğru planlama gibi hususlar da kritik öneme sahiptir. Çıkış kararı alınması için yatırım yapılan firmanın gelir büyümesi, nakit akımları, işgücü yapısı gibi alanlarda stabil ve dengeli bir yapıya kavuşturulmuş olması çok önemlidir. Ayrıca piyasanın genel durumu, örneğin borsada işlem gören hisseler için alıcıların ödemeye hazır olduğu fiyat çarpanları gibi verilerin uygun olması gereklidir. Aksi takdirde diğer bir deyişle piyasa çarpanlarının düşük

seyrettiği finansal koşullarda portföy firması her ne kadar istikrarlı bir büyüme ve kârlılık eksenine oturmuş olsa da piyasada değerini vermeye gönüllü yatırımcı bulunamayabilir ya da az sayıda istekli ile beklenen rekabet ortamı oluşmayabilir. Çıkış kararı için LO'lar için de doğru zamanlamanın tespiti önem kazanmaktadır. Genellikle GS şirketleri yatırım planlarını beş yıllık programlar şeklinde uygulamakta ve hızlı likiditeye dönüş yoluyla şirket finansallarının güçlü görünmesi, yakında başlatılacak bir başka yatırım ya da fon toplama işlemi için ilk yıllarda girilen yatırımlardan çıkış daha hızlı yapabilmektedir. Bazı durumlarda da portföy firmasına planlanan tutma süresinden çok daha önce cazip teklifler yapılabilmekte ve bu fırsatlar GO'lar tarafından değerlendirilebilmektedir. LO'lar daha geç yapılan yatırımların daha uzun süre ile elde tutularak planlanan getirinin artırılması beklentisine de sahip olabileceğinden çıkış zamanlamasının sermayedarların da beklentilerini karşılaması önemlidir. Yatırımcı şirkete ya da piyasanın ve portföy şirketinin durumuna göre değişmekle birlikte sektörde yatırımın ortalama elde tutma süresi (holding period) 3 ila 5 yıl arasında değişmektedir (Sakovska, 2022). Piyasa dinamikleri ya da içsel faktörler nedeniyle beklenen getiriye ulaşılamaması ya da planlanan nitelik ya da sayıda alıcıya erişim sağlanamaması nedeniyle yatırım tutma süresi 7-8 yıla kadar da uzayabilmektedir.

Yatırımdan çıkış şekli ve aşaması genelde taraflar arasında yapılan sözleşmede belirlenmekte ya da opsiyonel bırakılarak mevcut seçenekler arasından daha sonra da belirlenebilmektedir. Girişim şirketinin yeterli düzeyde değerliliğe ulaştığı aşamada çıkış süreci başlatılır ve genellikle 1-3 yıl arası bir dönemi kapsar. Firmaya yapılan yatırımdan çıkış yöntemleri temelde ticari satış, başlangıç sermayedarlarına geri satış, başka bir yatırımcıya, rakip bir firmaya ya da sermaye piyasalarına satış şeklinde belirtilebilir.

1.6.4.1. Halka Arz

Hisselerinin menkul kıymetler borsasında satılması ya da *Birincil Halka Arz (BHA)*, (*IPO-Initial Public Offering*) yöntemi ile şirketlerin kaynak bulma imkânları genişlemekte; fiyat piyasada oluşan arz ve talebe göre olduğundan hisse değeri piyasa fiyatlarından alıcı bulmaktadır. Ancak bu yöntemde halka arzın doğru zamanda yapılması, deneyimli bir ekip ile halka arzın gerçekleştirilmesi, şirkete ilişkin verilerin kamuya açıklanma zorunluluğu gibi hususlara dikkat edilmesi gerekmektedir.

1.6.4.2. Ticari Satış

Ticari Satış (Trade Sale) ile çıkış yönteminde, GS şirketi, şirketi genellikle aynı sektördeki başka bir şirket gibi stratejik bir alıcıya satar. Avrupa’da sıklıkla kullanılmasının yanında özellikle küçük ve orta boy işletmeler (KOBİ’ler) için yegâne çıkış yöntemidir. Portföy şirketinin alıcı şirket açısından stratejik uyumu veya büyüme potansiyeli yüksektir ve bu sebeple daha yüksek bir değerden satış imkânı sunduğu için yaygın bir çıkış yoludur. Ayrıca halka arz yöntemine göre masraf ve risklerin çok daha az olmasının yanında sürecin kısa olması ve tüm finansal piyasa yerine birkaç potansiyel firma ile muhatap olunması, ticari satış yönteminin tercih edilmesinin nedenlerindendir (Caselli ve Negri, 2018).

1.6.4.3. Mevcut Ortaklara Geri Satış

Yatırım yapılan şirket hisselerinin *Mevcut Ortaklarca Geri Alınması (Buyback)* da yatırımdan çıkış için kullanılan diğer bir yöntemdir. Yatırım talep eden ve hisselerin başka bir şirkete satışı ya da halka arzına sıcak bakmayan ancak aynı zamanda ortakları geri alım için yeterli finansal güce sahip portföy şirketleri tarafından tercih edilen çıkış yöntemidir.

1.6.4.4. Rakip Firmaya Satış

Ortaklara geri satış ve halka arz ile çıkış gerçekleştirilemeyen ya da stratejik ortak bulunamayan durumlarda yatırım hisselerinin aynı sektörde faaliyet gösteren rakip bir firmaya satışı da değerlendirilebilir. *Rakip Firmaya Satış (Sale to Competitor)* yöntemi, çoğunlukla yatırımın beklenen getiriye sağlamadığı durumlarda tercih edilebilmektedir.

1.6.4.5. Başka Girişim Sermayesi Şirketine Satış

Diğer yöntemler ile çıkış yapılamaması durumunda yatırımı yapan girişim sermayesi şirketi hisselerini başka bir yatırım şirketine satmak isteyebilir. *İkincil Satış (Secondary Buyout)* yöntemi şeklinde yaygın olan bu çıkış işlemi özellikle ABD’de sıklıkla kullanılmaktadır. Ayrıca genellikle farklı girişim aşamalarında uzman olan yatırımcılar arasında bu yöntemin kullanımına rastlanmaktadır. Örneğin çekirdek aşamasında uzman olan bir RS şirketinin yatırım yaptığı portföy şirketinden start-up aşamasında uzman olan bir RS’ye satış yaparak çıkması ya da start-up şirketinin

büyüme finansmanı için bu konuda uzman bir GS şirketine satışı yöntemi girişim şirketlerinin büyüme yolculuğuna katkı sunabilmektedir (Caselli ve Negri, 2018).

1.6.5. Sermayenin Yeniden Yapılandırılması

Yatırımdan çıkış yöntemi olarak *Sermayenin Yeniden Yapılandırılması (Recapitalization)* işleminin, GS yatırımcıları geleneksel metotlar ile çıkış yapmayı uygun bulmadığında, piyasa dinamikleri çıkış için uygun olmadığında, sermayedarlara kâr payı ödenmesi için likidite talebi oluştuğunda, vb durumlarda başvurulacak bir alternatif olduğu söylenebilir. Piyasa koşulları hemen bir satış veya halka arz için uygun değilse, şirketin değerini artırarak, ileride daha uygun bir zamanda şirketin satılmasını sağlamak için fırsat da sunabilen bir yöntemdir. Çıkış ya da likidite sağlamak amacıyla sermayenin yeniden yapılandırılması temelde 2 türlü gerçekleştirilir: Bunlardan ilki *yeni borçlanma yoluyla (leveraged recapitalization)* diğeri ise *yeni borçlanma olmadan özkaynak yapısı değiştirilerek (unleveraged recapitalization)* yapılan yapılandırma. Yeni borçlanma banka kredisi ya da borçlanma tahvili ihracı gibi yöntemlerle yapılabilir ve özkaynak yapısını değiştirmeden likidite sağlar ancak portföy şirketinin borç yükümlülüğünü artırdığı için daha risklidir. Bunun yanında portföy şirketinin çok yüksek borcunun bulunmadığı ve iyileşen operasyonel performansla bağlı olarak borçlanma kapasitesinin doğal olarak artış gösterdiği durumlarda kaldıraç etkisinden faydalanılması adına avantajlı olabilir. Borçlanma olmadan yapılandırma ise sermayedarların portföy şirketi üzerindeki sahiplik durumunu değiştirmeden likidite sağlar ancak portföy şirketinin finansal gücünü azaltması sebebiyle piyasada olumsuz algıya neden olabilir. Portföy firmasının gelecek dönemde yüksek getiri vaat ettiği ancak mevcut piyasa koşullarının tutulan hisselerin tamamının satışına uygun olmadığı bazı durumlarda yatırımcılar şirketten tamamen çıkmamak ancak aynı zamanda likidite ihtiyacını da karşılayabilmek için *azınlık pay satışı* veya *yeni hisse ihracı ve satışı* yoluyla kısmi çıkış da yapabilmektedirler.

1.7. Girişim Sermayesi Yatırımlarının Beklenen Etkileri, Başarı Unsurları ve Araştırma Soruları

Girişim sermayesi finansman modeli, geleneksel finansal kaynaklara erişimi sınırlı, büyüme ve kârlılık potansiyeli yüksek işletmelere sermaye sağlayan bir mekanizmadır. Model, işletmelere sermaye enjekte ederek yenilikçi ürün ve hizmetler

geliştirmelerini, yeni pazar ve müşteri portföylerine erişim sağlayarak büyümelerini, operasyonel verimlilik ve kurumsal kapasitelerini artırmalarını sağlarken, yatırımcılarına da uzun dönemli yüksek getiri vaat eder. Bu finansman sisteminin düzgün şekilde işletilmesi, mikro ölçekte, firmalara değer yaratırken; sermayenin uzman profesyonel kadroların yönetimiyle teknoloji ve inovasyon düzeyi yüksek doğru yatırımlara yönlendirilmesine katkıda bulunmakta ve kayda değer oranda istihdam yaratmaktadır. Invest Europe'un hazırladığı "Private Equity at Work" (2024: 4) Araştırması'na göre, 2022 yılı itibariyle, Avrupa'da 20.349'u KOBİ olmak üzere GS yatırımı almış 27.645 firmada toplamda 10,9 milyon kişi istihdam edilmiştir ve bu rakam Avrupa'daki toplam iş gücünün %5'ine karşılık gelmektedir. Ayrıca şirketlerin yetkin şekilde yönetildiği öngörüsüyle kurumsal ve bilhassa bireysel yatırımcıların sermaye yatırımlarını artırmalarına; bu şekilde getirilerin tabana yayılmasını sağlayarak sermaye piyasasının derinleşmesine de katkıda bulunmaktadır. Bu yönleriyle model, makro ölçekte de, girişimcilik, istihdam yaratma ve ekonomik büyüme gibi birçok alanda büyük rol oynadığından ülkemizde alternatif finansman mekanizmalarının geliştirilmesi kapsamında önemli bir potansiyele sahiptir.

Girişim sermayesi finansmanının en önemli fonksiyonu, portföy şirketlerinin *operasyonel etkinliğinde, finansal yapısında ve yönetim unsurlarında* değer yaratma mekanizmasıdır. Bu kapsamda beklenen başlıca etkiler, şirketlerin likidite ve faaliyet oranlarında gelişim; yatırım almış olmanın sağladığı piyasa güveni, kaldıraç etkisi, uzun vadeli kaynak kullanımı, vb metrikler ile sermaye yapısında dönüşüm sağlanarak sermaye maliyetinin optimizasyonu yaklaşımının benimsemesi; verimli üretim, tedarik zinciri yönetimi, yeni pazarlara ve müşteri portföylerine erişim gibi stratejiler ile üretim yapısı, satışlar ve kârlılıkta iyileşme sağlanması, operasyonel ve finansal yapıda yaratılan olumlu değişimler ile artan kârlılığın en nihayetinde piyasa çarpanlarına yansıtılmasıdır. Operasyonel ve finansal mühendisliğe ek olarak, portföy şirketlerinde daha şeffaf ve hesap verebilir bir yönetim anlayışının yerleşmesi, yönetim gücünün ve insan kaynağı kapasitesinin artırılması ile karar alma süreçlerinin optimize edilmesi için rehberlik sağlanması, değer yaratma mekanizmasının diğer önemli unsurudur. Güçlü bir yönetim yapısı, uzun vadeli sürdürülebilir büyüme ve değer artışı için; sürdürülebilir büyüme yapısı da, sermayedarların beklenen getirilerine erişmesi ve sistemin devamı için kritik öneme sahiptir.

GS finansmanında sermayedar LO'lar, yönetici GO'lar, borç sağlayan kreditorler, piyasadaki yatırımcılar, piyasa düzenleyici kurumlar gibi çok sayıda taraf söz konusudur. Sağlıklı ve sürdürülebilir bir yapının varlığı için, GS yatırımlarından sağlanan getirinin taraflar arasında adil şekilde dağılımı esas olmalı, spekülative kazançlardan kaçınılmalıdır. Ancak özellikle sistemin derinleşmiş olduğu gelişmiş ekonomilerde 2007'de başlayan finansal kriz deneyimi, portföy şirketlerinin gerçek operasyonel performanslarından bağımsız şekilde, piyasa etkilerine göre fiyatlanabildiğini ve GO'ların reel finansal performanslarından bağımsız şekilde, portföy şirketlerinin düşük borç ödeme kapasitesine rağmen yüksek getiri elde edebildiklerini göstermiştir. Bir kısmı bazı dönemlerde geri ödeme şartı uygulanmadan performans primlerini tamamıyla elde edebilmektedir (Ertürk vd., 2010). Bu durum piyasadaki asimetrik bilginin getirdiği rant olanaklarından faydalanan belirli kişi ve grupların çıkarlarını korurken; piyasa dengesini bozmakta, bireysel yatırımcı güvenini sarsmakta ve portföylerini düzgün şekilde yöneterek yüksek getiri hedefleyen GS şirketlerini de zor duruma düşürmektedir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde bu tür etkiler ekonomik büyüme için elzem olan tasarrufların sermaye piyasaları yoluyla reel sektöre aktarımı sağlayan mekanizmanın bozulmasına ve daha uzun dönemli ve yıkıcı etkilere sebebiyet verebilmektedir. Bu gibi spekülative etkilerden kaçınılarak, piyasanın portföy şirketlerinin reel durumunu objektif şekilde fiyatlaması, orta ve uzun vadede yatırımcıların beklenen getirilerinin realize olması ve sistemin devamlılığı için gereklidir. Bu sebeple yüksek getiri potansiyeli içeren ve ekonomik büyüme için kritik fonksiyonları bulunan GS finansman modelinin doğru şekilde kurgulanması, düzgün şekilde işletilmesi, asimetrik bilginin önünde geçilerek etkin işleyen bir piyasa yapısının kurulması, piyasa bozucu spekülative etkilerden kaçınılması için düzenlemeler getirilmesi, zamanında müdahaleler yapılması ayrıca yenilikçi fikirler içeren yatırımları desteklemek için fikri ve sınai mülkiyet haklarının korunduğu bir hukuk zeminin oluşturulması kapsamında politika yapıcı, uygulayıcı ve denetleyici fonksiyonu bulunan kurum ve kuruluşlara büyük görevler düşmektedir.

Girişim sermayesi yatırımlarının portföy şirketlerinin operasyonel ve finansal yapısında yaratması beklenen sözü geçen etkiler, tezde cevap aranan temel soruları oluşturmaktadır ve Türkiye'de ilgili dönemde GS yatırımlarının mevcut durumu ortaya konularak politika önerileri sunulması amaçlanmaktadır.

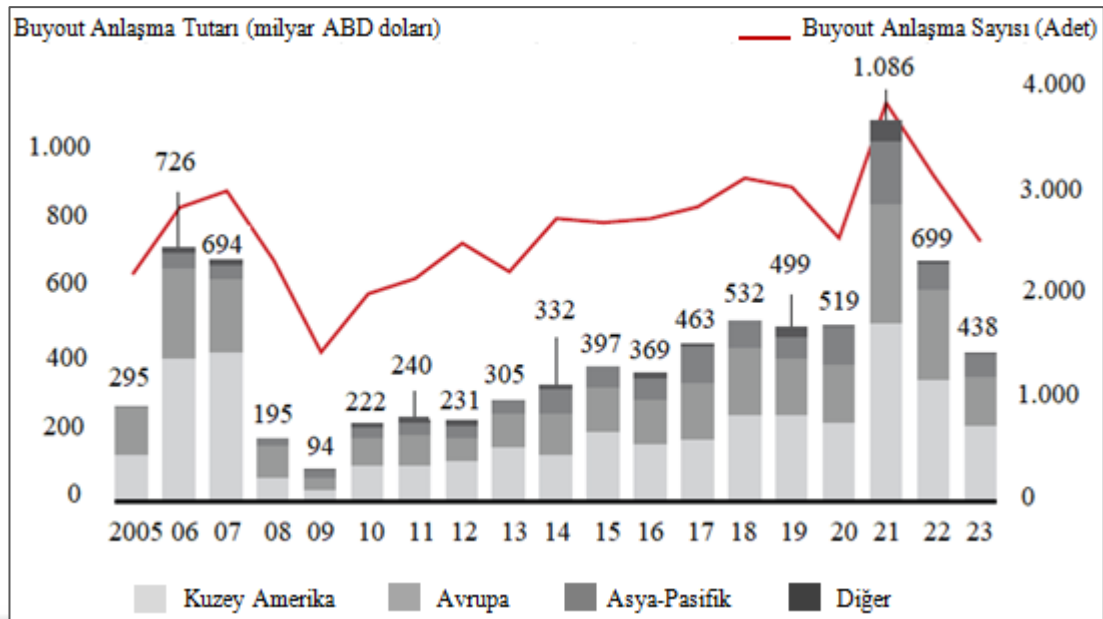
İKİNCİ BÖLÜM

DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE GİRİŞİM SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİ

2.1. Dünyada Girişim Sermayesi Finansman Modelinin Gelişimi

Girişim sermayesinin gelişmesi için, meydana gelen sektörel ve teknolojik gelişmeler ile potansiyel fırsatların hayata geçirildiği ekosistemin yaratılması büyük öneme sahip olmakla birlikte; ülkeler nezdinde hem ulusal hem de ülkeler arası anlaşma ve mevzuat düzenlemeleri ile ekonomik stabilite gibi pek çok faktör öne çıkmaktadır. Özetle girişim sermayesi piyasasının bir ülkedeki gelişimi, derinleşmesi, gerekli düzenlemelerin zaman içerisinde yapılması durumunda bile uzun bir süreç almaktadır. Sektör, geçmişten bu yana büyüme katettiği gelişmiş ülke ve bölgeler başta olmak üzere dünya genelinde kriz süreçleri ve gelişme dönemleri geçirmiştir. Bu bölümde girişim sermayesinin tarihsel gelişimi ülke bazında başlangıcından itibaren incelenmekte; sektör istatistikleri ise veri kaynağına ve konuya göre değişmekle birlikte genel itibariyle tezin tarihinden geçmişe dönük son on ila yirmi yıl arasındaki dönemler itibariyle sunulmaktadır. Bu başlıkta yer alan, sektörün gelişiminin detaylı olarak araştırılacağı ülkeler seçilirken, dünyanın farklı coğrafyalarından olmakla birlikte; girişim sermayesi piyasasında gerekli mevzuat düzenlemeleri ve regülasyonları uygulayarak yatırımların artmasına ve sektörün derinleşmesine katkıda bulunmuş olan ve dünya genelinde örnek teşkil edenler dikkate alınmıştır. Bu bağlamda öncelikle sektörün en gelişmiş olduğu ülke olan ABD incelenmiş; daha sonra ABD’yi takip eden Avrupa’da sektörün gelişimine ayrı bir bölüm olarak yer verilmiştir. Avrupa’ da Birleşik Krallık ve Almanya örnekleri ele alındıktan sonra Asya-Pasifik Bölgesi’ni temsilen Japonya modeli incelenmiştir.

Global ölçekte girişim sermayesi sektörü 1970’lerden 2000’lerin ortalarına kadar aşamalı bir büyüme kaydetmiş, 1995’te 30 milyar ABD dolarının altında olan toplam anlaşma tutarı, 2006’da 750 milyar ABD dolarının üzerine çıkmış (Haarmayer, 2008); 1985’te 3 milyar ABD doları dolayında olan toplanan fon miktarı ise 2007’de 314 milyar ABD dolarına ulaşmıştır (Baker vd., 2015: 4).



Kaynak: Bain&Company, Global Private Equity Report, MacArthur vd., 2024a: 9 (Araştırmacılar tarafından Bain ve Dealogic platformu içeriklerinden derlenmiştir).

Şekil 2. 2005-2023 Yılları Arasında Global Girişim Sermayesi Yatırım İstatistikleri (Buyout Anlaşma Tutarı ve Anlaşma Sayısı³)

2005 ile 2023 yılları arasında dünyada buyout yatırım istatistikleri incelendiğinde, sektörün global ölçekte önemli bir büyüme ve dönüşüm süreci geçirdiği görülmektedir. 2000 yılındaki dot.com krizinin etkilerini ardında bırakan gelişmiş ekonomilerde ve gelişmekte olan piyasalarda yatırımlar, özellikle düşük faiz oranları ve gelişen piyasaların sunduğu fırsatlar ile hızla artarken, sektördeki stratejiler de çeşitlenmiş; ABD ve Avrupa özel sermaye firmaları dünya genelinde önemli yatırımlar yapmaya başlamışlardır. Bu dönemde bilhassa düşük faizlerin yarattığı likidite bolluğu, çeşitli yatırım araçlarının sayı ve miktar olarak artmasına neden olmuştur. Bu durumun bir göstergesi olarak, örneğin hedge fonların sayısı 2006’da on yıl önceki döneme göre üç kat artarken, bu fonların varlık değeri aynı dönemde yaklaşık on kat artmıştır. Benzer şekilde, girişim sermayesi fonları da 2000 krizinden sonraki birkaç yılda aşağı yönlü hareketler gösterse de 2006 yılında toplanan fon miktarı ve yatırım tutarı açısından 2000’lerdeki zirve seviyelerinin de üzerine çıkmıştır (Ertürk vd., 2008: 12).

2000’lerin ikinci yarısında özellikle Çin ve Hindistan gibi ülkeler başta olmak üzere Asya ve gelişmekte olan ülkeler GS yatırımları için cazip bölgeler haline

³ İlave satın almalar, kredi ile satın alma ve iflas etmiş varlıkları satın alma işlemleri hariç tutulmuştur. Veriler duyuru tarihine dayalıdır; tamamlanan veya beklemede olan duyurulmuş anlaşmaları içerir, güncellemeye tabidir. Coğrafya hedef varlığın konumuna dayanır.

gelmiştir. 2003-2008 yılları arasında gelişen piyasalarda toplanan fon miktarı önemli düzeyde artış sağlayarak 4,6 milyar ABD dolarından 63 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Bu gelişme ile paralel şekilde, 2005-2008 arası dönemde Latin Amerika ve Ortadoğu bölgelerinde de toplanan GS fon miktarı üç kat artmıştır. Aynı gelişmeyi ifade eden dikkat çekici bir istatistik de, gelişen piyasalara akan girişim sermayesinin toplam yatırımlardan aldığı payın 2003'te %4'ten, 2006'da %17,6'ya, 2008'de ise %43,7'ye çıkması olmuştur (Leeds, 2015: 128,129). Bu dönemde özellikle 2007 yılında global ölçekte sektörde bir patlama yaşanmış, yüksek tutarlı satın almalar gerçekleşmiş, kaldıraçlı satın alma işlemleri oldukça popülerlik kazanmıştır. Örneğin, 2007'de TXU'nun 45 milyar dolarlık LBO işlemi, dönemin en büyük özel sermaye anlaşmalarından biri olmuştur. Ancak, bu dönem aynı zamanda aşırı kaldıraç kullanımına ve potansiyel finansal risklere de yol açmış ve sektör 2008'de yaşanan Global Finansal Krizden (GFK) olumsuz etkilenmiştir. Bu dönemde özellikle gelişmiş ekonomilerin finansal piyasalarında ve girişim sermayesi sektöründe oluşan önemli risk faktörlerinden bir diğeri, menkul kıymet alım satımları aracılığıyla gerçekleştirilen “finansal inovasyon” (Engelen vd., 2010: 2) olarak da tabir edilen *finansal menkul kıymetleştirme (financial securitization)* işlemlerinin yaygınlaşması olarak kendini göstermektedir. Girişim sermayesi sektöründe bu etki, GS şirketlerinin birbirlerinin risk varlıklarını zincirleme olarak satın alması ve riskin bir GS şirketinden bir diğerine çok sayıda aktarılmasıyla, bir noktadan sonra riskin asıl sahibinin belirsiz hale gelmesi olarak tanımlanabilir. Böylelikle, gerçekte bir buyout işlemini kimin fonladığı ya da hangi GS şirketinin gerçekte ne kadar risk taşıdığı da anlaşılamaz hale gelmektedir (Ertürk vd., 2008: 14). Bu durum, regülatörler açısından denetleme mekanizmasını zayıflatan, yatırımcılar açısından ise herhangi bir olumsuz sinyalin zincirleme etki göstererek tüm piyasayı sarsması ve nihayetinde global bir krize dönüşmesi muhtemel oldukça riskli bir durum teşkil etmektedir. Bu gelişmelerden sonra 2008'de, GFK ile birlikte birçok GS şirketi değer kayıpları yaşamış, likidite sıkıntıları ile karşılaşmış ve global buyout anlaşma tutarı 2008'de 195, 2009'da 94 milyar ABD dolarına kadar gerilemiştir. Bu gelişmelerle birlikte, kriz sonrasında sektörde yeniden yapılanma süreci başlamıştır. Kriz sonrası dönemde GS şirketleri daha dikkatli yatırım stratejileri geliştirmeye yönelmişler ve yatırımların daha seçici yapıldığı yeni bir döneme girilmiştir. Kriz sonrası dönemde 2009 yılından itibaren sağlık, teknoloji ve enerji alanlarında yapılan yeni yatırımlar ile sektör, kademeli olarak toparlanmaya başlamış; 2010 yılı itibarıyla, daha dikkatli, sürdürülebilir ve çeşitlendirilmiş bir yatırım yaklaşımı

benimsenmiş ve 2010 yılında buyout yatırım tutarı 222 milyar ABD dolarına yükselmiştir. 2013 sonunda sektördeki yönetim altındaki toplam varlıklar, 2008 yılına oranla yaklaşık %60 artışla 3,6 trilyon ABD dolarına ulaşmıştır (Prequin, 2015).

2013-2024 dönemi, sektörde büyüme, dönüşüm ve zorluklarla şekillenen dinamik bir süreç olarak öne çıkmaktadır. 2014-2015 döneminde, GS yatırımları, teknoloji ve sağlık sektörlerinde yoğunlaşmış; büyük fonlar fonlama süreçlerini hızlandırmıştır. Ancak, 2016'dan itibaren faiz oranlarındaki artış, ticaret politikalarındaki belirsizlikler ve makroekonomik dalgalanmalar, sektördeki büyüme hızını yavaşlatmış; 2018'e kadar kısmi artış gösteren buyout yatırım tutarı, 2019'da azalarak 499 milyar ABD doları; 2020'de, 519 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılı ise, GS yatırımları açısından zirve bir yıl olarak kaydedilmiş ve küresel ölçekte buyout yatırımları, 1 trilyon ABD dolarının üzerine çıkmıştır. Ancak, dünyada 2021'de ulaşılan zirveden sonra 2022 ve 2023 yıllarında sektörde hızlı bir daralma gerçekleşmiştir. 2022'de faiz oranlarındaki yükseliş ve ekonomik belirsizlikler nedeniyle işlem hacmi ve fon kapanışları keskin bir düşüş göstermiştir. İlave satın almalar haricinde 2023'te buyout yatırım tutarı, 2022'ye göre %37 oranında azalarak, 2016'dan bu yana en düşük seviyesine gerilemiş ve 438 milyar ABD doları olarak; aynı dönemde buyout anlaşma sayısı da %20 azalarak 2500 dolayında gerçekleşmiştir. 2023 yılında, 2021 yılına göre ise sektörde anlaşma tutarı ve adedi sırasıyla %60 ve %35 azalırken; çıkış miktarı %66, kapanan fon adedi ise %55 dolayında düşüş kaydetmiştir. ABD' de buyout destekli portföy şirketlerinin faiz karşılama oranları (FKO), 2023'te, 2007'den beri en düşük seviyesine gerileyerek faiz, vergi ve amortisman öncesi kazancın (FAVÖK) 2,4 katına düşmüştür. Ayrıca 2019'da GS sektöründe yapılan anlaşmanın henüz ödenmeyen kısmı için “kullanılmamış sermaye” ya da “yatırım için bekleyen sermaye” anlamında kullanılan “dry powder” tutarının %19'u 4 yıl ve üzerinde süreye sahipken 2023'te bu oran %26'ya yükselmiştir. Tüm bu gelişmeler ışığında likidite arzı daralmış, nakit akımlarının negatife dönmesiyle LO'lar kararlarında yüksek düzeyde seçicilik yaklaşımını benimsemişler ve bazı yatırımlar için fon yaratmak daha önce olduğundan çok daha zor hale gelmiştir (MacArthur vd., 2024a).

2024 yılı itibarıyla, GS sektörü toparlanma sinyalleri vermekte olup buyout yatırımları yükselme trendine girmiştir. Ancak, sektördeki likidite sıkışıklığı ve fonlama zorlukları devam etmektedir. Bain & Company'nin 2024 sektör raporunda bu

daralmanın, 2008-09'da yaşanan GFK benzeri gelişmeleri andırdığı belirtilmektedir. Ancak GFK sonrasında gelişmiş piyasalarda merkez bankaları faizi düşürmüş, bu şekilde sektör hızlı bir toparlanma trendine girerek tahminlerden yüksek büyüme kaydetmiştir. 2022'den itibaren meydana gelen aşağı yönlü seyir ise, faizlerin 1980'lerden bu yana en yüksek düzeylerine erişmesi nedeniyle endişeleri artırmaktadır (MacArthur vd., 2024a: 4). Yine de sektörün, önümüzdeki dönemde içinde bulunduğu darboğazdan çıkış stratejilerini geliştireceğine yönelik beklentiler de varlığını korumaktadır. Bununla birlikte Bain&Company 2024 Sektör Raporu'nda araştırmacılar tarafından girişim sermayesi piyasasının iyileşmesi için çözüm olabilecek öngörüler niteliğinde ele alınan gelişmeler ile çeşitli stratejilerden oluşan bazı yardımcı unsurlardan burada bahsedilecektir.

- *İkincil Kaynak Piyasasının Derinleşmesi:* GS sektöründe nakde ihtiyaç duyan, yatırım kararını farklı sektör ya da şirketlere yönlendirmek isteyen ya da başka bir sebepten şirketten kısmen veya tamamen çıkış yapmak isteyen GO ve LO'ların sahip oldukları hisseleri/menfaatleri satarak finansman sağladıkları piyasa *ikincil kaynak piyasası* olarak adlandırılmaktadır. GS sektörü yatırım döneminden itibaren 10-12 yıla varabilen sürelerde önemli miktarda sermaye tutmakta; bu sebeple ek finansman ihtiyacı doğmakta kimi zaman da yatırımcılar likidite krizine girebilmektedir. Likiditeye ulaşmanın zor olduğu ve uzun zaman aldığı sektörde, ikincil piyasa kritik önem arz etmektedir. İkincil fon piyasası global kriz öncesinden bu yana GO ve LO'lara finansman sağlayarak ihtiyaç duydukları likiditeye ulaşma imkanı vermekte, riskin de azaltmasını sağlamaktadır. Piyasada özellikle 2022'den itibaren son iki yıllık dönemde oluşan likidite sıkışıklığı sebebiyle ikincil fonlar öne çıkmaya başlamıştır. 2023 yılında finansman hacmini artıran, 2022'de olduğundan %92 daha fazla kaynak yaratan ikincil piyasanın derinleşmesi başlığının sektörün içinde bulunduğu likidite sıkışıklığından çıkışı için en önemli stratejilerden biri olduğu belirtilebilir (MacArthur vd., 2024b).

- *Daha Güçlü Satın Al ve Büyüt (Buy and Build) Stratejilerinin Oluşturulması:* GS sektöründe "Satın Al ve Büyüt" stratejisi piyasada önemli yeri olan ya da yüksek piyasa payına sahip "platform şirketi" diye adlandırılan bir işletmeyi satın alınmasıyla başlar. Daha sonra bu platform şirketin piyasa payını büyütme, ölçek ekonomisinden faydalanmak, yeni müşteri segmentlerine ve yeni coğrafyalara ulaşmak, tedarik zincirini geliştirmek, vb çok çeşitli nedenler ile ilave satın almalar (add-on acquisitions) yapılır.

Böylelikle tedarik zinciri, müşteri portföyü, satış gelirleri, vb birçok alanda gelişme sağlanan ve sektördeki pozisyonunu daha da güçlendirilen şirket yüksek bir kâr ile satış imkanı bulmaktadır. Aynı platform şirketi tarafından en az dört ilave (add-ons) satın alma oranı 2003 yılında %21 iken 2019 yılında %30'a ulaşmıştır. 2023 yılında ise bu oran yüksek bir ivme kazanarak %50 olarak gerçekleşmiştir. Bu istatistik de sektörün çıkmaza girdiği dönemlerde “satın al ve büyüt” stratejisinin ne denli önem kazandığını göstermektedir (Bovy vd., 2024).

- *Üretken Yapay Zekâ Kullanımının Yaygınlaşması*: 2022 sonlarına doğru ChatGPT' nin piyasaya sürülmesinden itibaren üretken yapay zekâ birçok sahada kullanılmaya başlanmıştır. Bunlar arasında kodlama faaliyetlerinin, rapor ve veri temininin hızlanması, çağrı merkezi hizmetlerinin kolaylaşması, imalat süreçlerinde verim ve fire oranının azaltılması, sağlık sektöründe teşhis ve müdahalenin etkinleştirilmesi gibi çok sayıda kullanım alanı bulunmaktadır. GS sektöründe de yapay zekâ halihazırda yatırımcılar tarafından kullanılmaktadır. Sektördeki kullanım alanlarını temel olarak 3 ana grupta toplamak mümkündür. Bunlar, ** Portföyde yer alan ya da katılması planlanan sektör ve şirketlerdeki fırsat ve gelişmeler hakkında detaylı şekilde bilgi edinilmesi, ** Durum tespiti aşamasında yönetim tarafından üretken yapay zekanın getirdiği fırsat ve tehditleri detaylı incelemek için puan kartı tabanlı protokoller geliştirilmesi, prototip, simülasyon oluşturulması gibi uygulamalar yoluyla olası senaryoların hızlıca test edilmesi, ** Firma özelinde alınacak yatırım kararlarında yararlanmak üzere çok detaylı veri setleri ile değerlendirme imkanını çok kısa sürede sunması olarak belirtilebilir. Belirtilen başlıklar esas olmak üzere bunlara eklenecek alanlarda da üretken yapay zekanın kullanımının yaygınlaşması, daha objektif değerlendirmeler ışığında daha doğru yatırım kararlarının alınmasını, farklı bakış açıları ve çözüm önerilerinin edinilmesini sağlayarak sektörün içine girdiği kriz dönemlerinden çıkışını hızlandıracakı öngörülmektedir (Lichtenstein vd., 2024).

- *Çevresel, Sosyal ve Kurumsal Yönetişim ve Sürdürülebilir Finans Raporlama Regülasyonu, vb. Düzenlemelerin Entegrasyonu*: Dünya genelinde iklim değişikliği ve çevresel kaygıların ön plana çıkmasıyla artık sadece finansal kazançlar değil kaynakların etkin yönetimi de önem kazanmaktadır. Bu kapsamda yatırım yapılacak şirketlerin *çevresel, sosyal ve kurumsal yönetişim (ÇSY)*, (*ESG-Environmental, Social, and Corporate Governance*), *dijital yetkinlik kapasiteleri* gibi başlıkların önümüzdeki

dönemde daha ciddiyetle ele alınması öngörülmektedir. GS şirketleri bu başlıklara yönelik fırsatları sadece kendi portföyleri için değerlendirdikleri potansiyel girişimlerde değil diğer GS şirketlerinin portföylerinde gizli avantajlar açısından da araştırmalı (Horsley vd., 2024: 51) ve yatırım süreçlerine entegrasyonunu sağlamalıdır. “Sürdürülebilir iş modelleri, karbon ayakizi uygulamaları, ücretlendirme seviyeleri, vergi düzelemeleri” gibi birçok konuyu içeren bu uygulamaların yatırım süreçlerine entegrasyonu oldukça zorlu bir süreci beraberinde getirir de (Preşin, 2020), aşamalı olarak farklı sektörlerle getirilen çeşitli yaptırım ve vergi uygulamaları yatırım alan tüm şirketler için uygun bir ÇSY politikasının oluşturulmasını zorunlu kılmaktadır. Benzer şekilde *Sürdürülebilir Finans Raporlama Regülasyonu (SFDR-Sustainable Finance Disclosure Regulation)* da, Avrupa Birliği tarafından getirilen bir düzenlemeyle, finansal kuruluşların sürdürülebilir yatırımlar ve ÇSY riskleri hakkında daha fazla şeffaflık sağlamalarını amaçlayan bir yasadır. Bu düzenleme, özellikle yatırım yönetimi ve finansal hizmetler sektöründe, sürdürülebilirlik ve ÇSY risklerine ilişkin bilgi paylaşımını zorunlu hale getirmekte; GS şirketlerinin de bu çerçevede sürdürülebilir yatırımlar yapmaları ve bunları şeffaf şekilde raporlamaları gerekmektedir. Bahsi geçen bu kriterler ile sürdürülebilirliğe ilişkin hali hazırda yürürlükte bulunan ve gelecekte yapılacak diğer düzenlemeler, GS sektörü için yalnızca bir uyum gereksinimi değil, aynı zamanda uzun vadeli değer yaratma ve riskleri yönetme konusunda bir fırsat sunmaktadır.

2.1.1. ABD’de Girişim Sermayesi Finansman Modelinin Gelişimi

Geniş kapsamlı ele alındığında, ABD’de risk sermayesinin 1850’lerde New York’taki emsallerinin Londra ve Paris’teki ticari bankalar ile iştirak ettikleri sendikasyonlar yoluyla yaptıkları ortaklıklara kadar dayandığı belirtilebilir. Bu örneklerden en önde geleni, *Jay Cook*’ un o dönemin yenilikçi teknolojilerini içeren demiryolu yatırımlarıdır. Bu sebeple kimi kaynaklarda Ohio doğumlu olan *Cook*, risk sermayesinin babası olarak adlandırılrsa da, kurumsal anlamda, ABD’de girişim sermayesi finansman modelinin ilk defa II. Dünya Savaşı sonrasında Amerikan *Araştırma ve Geliştirme Şirketi (ARDC-American Research and Development Corporation)* tarafından uygulandığı söylenebilir. ARDC’nin yaptığı en kârlı yatırımlardan biri *Dijital Equipment Corporation* isimli şirkete 70.000 ABD doları tutarında yaptığı yatırımdır. Yaklaşık 11 yıl sonra ortalama yüzde elli bin gibi oldukça

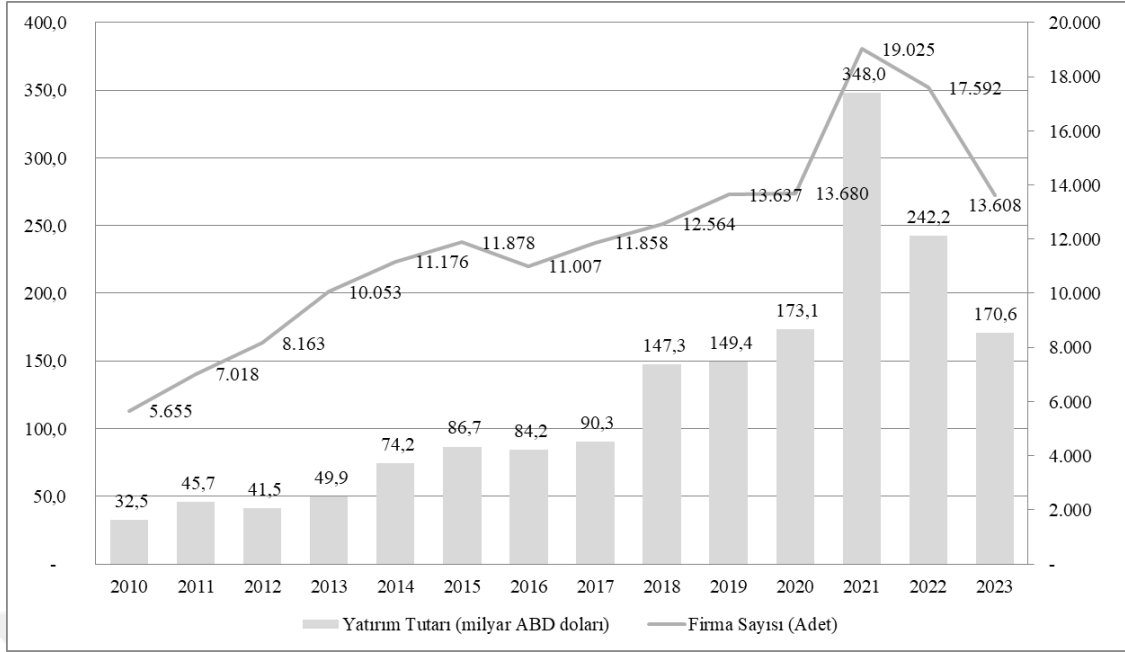
yüksek bir getiri ile satışı gerçekleştirilen bu yatırım, San Francisco Körfez Bölgesi ve Kuzeydoğu bölgesindeki ileri teknoloji alanları başta olmak üzere risk sermayesi sektörünün ABD’de sağlam bir zemine kavuşmasına yardımcı olmuştur (NVCA, 2024:7). Daha sonra 1953 yılında sırası ile *Küçük İşletmeler İdaresi (Small Business Administration)* ve *Küçük İşletmeler Yatırım Yasası (Small Business Investment Act)* uygulamaya alınmıştır. Bu uygulamalar firmaların kısa vadeli finansman ihtiyaçlarına kaynak sağlarken girişim sermayesinin asıl koşulu olan uzun vadeli sermaye ihtiyacına yeterince etkin yanıt verememişlerdir. ABD’de modelin beklenen gelişimi sağlaması, 1971’de Nasdaq Borsasının kurulması ve takip eden bazı yasal düzenlemelerden sonra olmuştur (Kaya, 2001). 1970’lere kadar sektör birkaç yüz milyon doları geçmeyen nispeten sığ bir kapasite ile yoluna devam etmiş; ancak bu durum, 1970’lerin sonundaki iki önemli gelişme ile tamamen değişmiştir. Bunlardan ilki 1978’ de *Gelir Kanunu (Revenue Act)* kapsamında yapılan bir mevzuat değişikliği ile sermaye kazançlarının tabi olduğu verginin %49,5’ ten %28’e düşürülmesidir ve bu gelişme bireyleri risk sermayesi yatırımı yapmaları için teşvik etmiştir. İkinci önemli regülasyon değişikliği ise, *Çalışanların Emeklilik Gelir Güvenliği Yasası (ERISA-Employee Retirement Income Security Act)* kapsamında ihtiyatlılık kuralının (*prudent man rule*) genişletilerek emeklilik fonlarının varlıklarının %10’ una kadar göreceli riskli varlıklara yatırım yapabilmelerine izin verilmesidir. Bu mevzuat değişiklikleri risk ve girişim sermayesi yatırımlarında dramatik bir artışa neden olmuş ve yatırımların toplam büyüklüğünün önceki birkaç onyıla göre yaklaşık iki buçuk katına ulaşarak 1983 itibarıyla 4,5 milyar ABD dolarına erişmesini sağlamıştır. 1980 ve 1984 arasında gelişmeye devam eden sektör yaklaşık 20 kat büyüme göstermiştir. Risk sermayedarları ilk yıllarında süregelen ve yüksek tutarda zarar yaratan ve teminat yetersizliği nedeniyle bankacılık sektörü için çekici olmayan ancak aynı zamanda orta ve uzun vadede yüksek getiri potansiyeli de barındıran teknoloji ve biyoteknoloji gibi alanlardaki hızlı gelişime aracılık etmişlerdir. Birçok RS şirketi New York ve Boston’da yer alsa da Silikon Vadisi ve Batı Kıyısı da 1970’ lerden itibaren önemli merkezler olarak ortaya çıkmaya başlamıştır. ABD’de teknoloji alanında, “Google, Netscape, Oracle, Intel, 3M, ADM, Sun Microsystems, Yahoo, Cisco, My Space, YouTube ve Facebook”, biyoteknoloji alanında “Amgen, Biogen, Cetus, Centocor ve Genentech”, teknoloji dışında ise “Starbucks, Home Depot, Staples, Federal Express, Zipcar ve Pinkberry” gibi birçok başarı hikâyesinin arkasında RS şirketleri bulunmaktadır (Leeds, 2015: 50-52).

Tablo 2. 2007, 2015 ve 2023 Yıllarında ABD Girişim Sermayesi Özet İstatistikleri

	2007	2015	2023
Girişim Sermayesi Yatırımcısı Şirket Sayısı	987	1.519	3.417
Girişim Sermayesi Yatırımcısı Fon Sayısı	1.616	2.511	7.238
İlgili Yılda Yatırım Toplayan Fon Sayısı	199	581	474
İlgili Yılda Fon Miktarı Artışı (milyar ABD doları)	33,2	42,4	66,9
Yönetim Altındaki Varlık Tutarı (milyar ABD doları)	219,2	366,8	1.212,9

Kaynak: NVCA Yearbook, 2024: 10

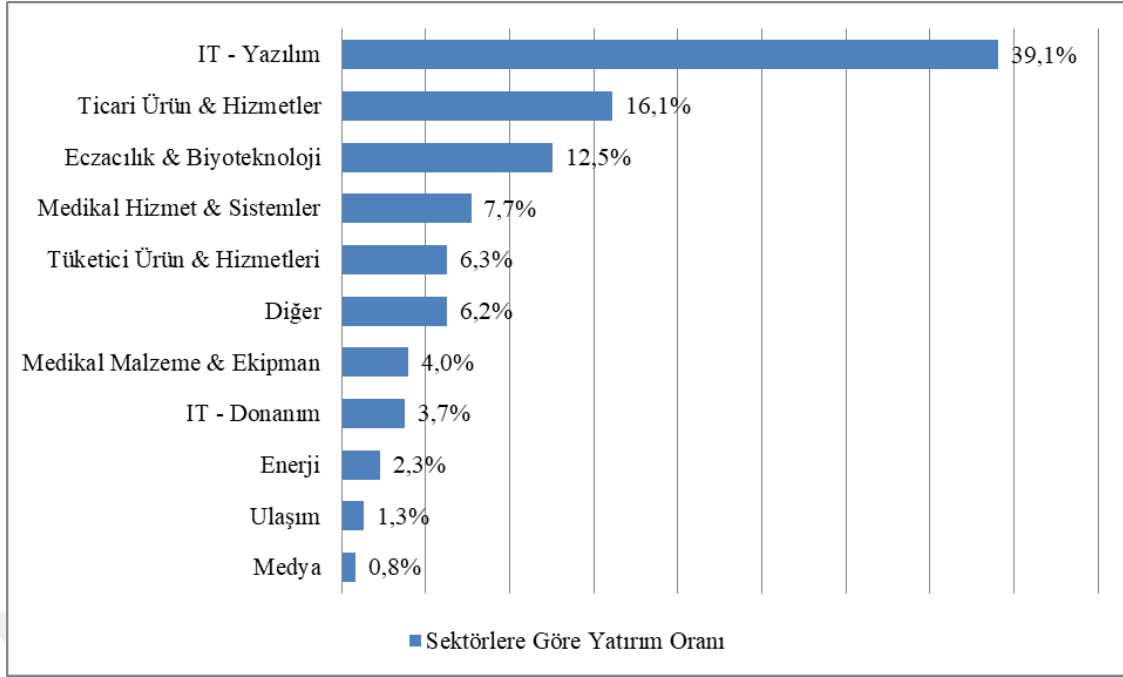
Teknolojik ve inovatif iş fikirlerinin de yaygınlaşması ile risk sermayesi yatırımları adet ve miktar olarak 1990'ların sonunda ivme kazanmış, 2000'lerde ise patlama yapmıştır (Kaya, 2001). Takip eden dönemde *dot.com balonu* ile keskin bir düşme yaşayan sektör on yıldan daha az bir sürede yeni nesil yatırımlar ile toparlanma yoluna girmiştir. ABD'de girişim sermayesi özet istatistikleri incelendiğinde, sektördeki bu ivme neticesinde yatırımcı şirket sayısının, 2007'de 987, 2015'te 1.519, 2023'te 3.417'ye; fon sayısının ise belirtilen yıllarda sırasıyla 1.616, 2.511 ve 7.238'e ulaştığı gözlenmektedir. ABD'deki yönetim altındaki risk sermayesi varlıklarının toplam tutarı yıllar itibariyle düzenli artış göstererek 2023 ilk yarıyı itibari ile 1,21 trilyon ABD doları büyüklüğe ulaşmış durumdadır (NVCA Yearbook, 2024: 10).



Kaynak: NVCA Yearbook, 2024: 21.

Şekil 3. 2010-2023 Yılları Arasında ABD’de Girişim Sermayesi Yatırım Tutarı ve Yatırım Alan Firma Sayısı

ABD’de yıllara göre yatırım tutarları ve yatırım yapılan şirketlerin sayısı incelendiğinde, kısmi azalışlar haricinde genel itibariyle 2010 yılından 2021 yılına kadar düzenli olarak artış gözlenmektedir. 2021 yılında ise yatırım tutarı önemli oranda artışla 173 milyardan 348 milyar ABD dolarına, yatırım yapılan firmaların sayısı ise 19.025’ e ulaşmıştır. 2021’den 2023 yılına kadar ise azalış trendi devam ederek 2023 yılında toplamda 13.608 firmaya 170 milyar ABD doları yatırım yapılmıştır. 2023’te yapılan yatırımların 14,58 milyarı çekirdek öncesi ve çekirdek aşama, 39,51 milyarı erken RS, 36,05 milyarı büyüme ve 80,43 milyar ABD doları ile en büyük kısmı ise geç aşama yatırımlarıdır.



Kaynak: NVCA Yearbook, 2024: 12.

Şekil 4. 2023 Yılında ABD’ de Girişim Sermayesi Yatırımlarının Sektörlere Göre Dağılımı

2023 yılında yapılan yatırımların tutar olarak sektörlere göre oransal dağılımı incelendiğinde, %39,1 ile büyük bir kısmın *Bilgi Teknolojileri-Yazılım* sektörlerine yapıldığı dikkat çekmektedir. *Ticari Ürün ve Hizmetler* %16,1 ile ikinci, *Eczacılık ve Biyoteknoloji* %12,5 ile üçüncü, *Medikal Hizmet ve Sistemler* ise %7,7 ile dördüncü sırada yer almıştır. *Ulaşım ile Enerji* yatırımları ise daha düşük oranlarla alt sıralarda yer almaktadır.

2.1.2. Avrupa’da Girişim Sermayesi Finansman Modelinin Gelişimi

ABD’deki risk sermayesinin gelişimi başta İngiltere olmak üzere Avrupa ülkeleri ile Japonya ve bazı Asya ülkelerine de etki etmiş ve sektörün gelişmesine öncülük etmiştir. İngiltere ve İrlanda risk sermayedarlarını ilk cezbeden ülkeler olmuştur ve bu ülkelerde, dolayısıyla Avrupa’ da risk sermayesinin doğuşu 1970’lere kadar uzanmaktadır (Yafengyun, 2010). Ancak Avrupa’ da girişim sermayesi modelinin gelişimine öncülük eden temel gelişme 1983 yılında *Avrupa Risk Sermayesi Birliği’ nin (EVCA-European Private Equity and Venture Capital Association)* kurulması olmuştur. Birliğin kuruluş amacı inovatif ve teknolojik gelişmeleri benimseyerek uygun iş modeli oluşturan işletmeleri desteklemektir ve finansman durumu, projenin niteliği, idari kadronun özellikleri, vb kriterlere göre değerlendirme yapılmaktadır (Uludağ, 1996).

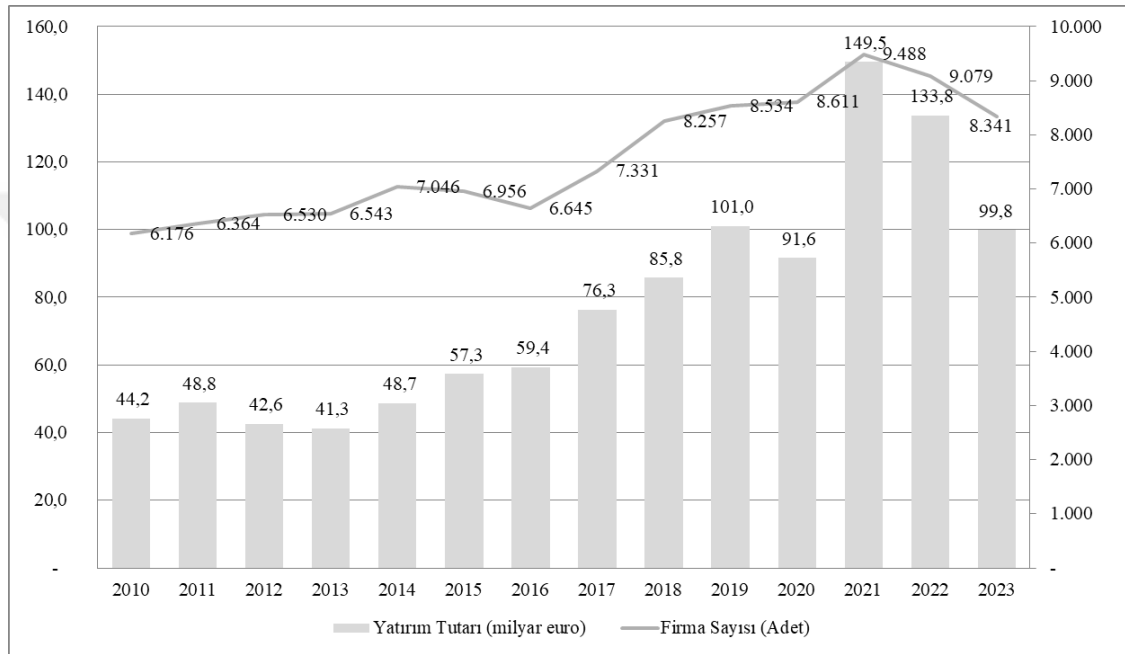
1990'lardan 2000'lere kadar olan dönem içerisinde Avrupa' da kaldıraçlı hisse alımları (LBOs) önemli oranda yükselmiştir. Bu tarihten sonra 2001' de *dot.com* krizinin patlak vermesi ile yatırımlardaki ivme yönünü aşağıya çevirmiş ve sektördeki gelişme zarar görmüştür. ABD' de yaklaşık otuz yıl öncesinde kabul edilen ihtiyatlılık kuralını içeren mevzuat değişikliği Avrupa'da ancak 2003' te yürürlüğe girmiş ve bu tarihten sonra girişim sermayesi sektörü güvenilirlik kazanmış, yatırımlar küresel ölçekte büyüme göstermiştir (Leeds, 2015). Daha sonra sektör hızla toparlanarak tarihteki en sağlam dönemine girmiş ve 2004-2007 yılları arasında o döneme kadarki en yüksek montanlı yatırımlar gerçekleştirilmiştir. Bu gelişme döneminden sonra 2007-2008 yıllarında ABD'de mortgage kredilerine bağlı meydana gelen finansal kriz Avrupa'da da girişim sermayesi sektörünün ciddi şekilde etkilenmesine sebep olmuştur. Ardından gelen Avrupa Borç Krizi ise birçok finansal kurumun ve hali hazırda zarar görmüş olan girişim sermayesi sektörünün çöküşünü getirmiş olsa da Merkez Bankalarının aldığı ciddi aksiyonlar ve faizlerin aşağıya çekilmesi ile hisse fiyatları yükselmiş ve sektör toparlanma eğilimine girmiştir. 2008-2009 yıllarında farklı ülkelerde ve birbirini takip eden şekilde devam eden Avrupa Borç Krizinin etkilerini azaltmak için 2011 yılında yürürlüğe giren önemli uygulamalardan biri *Alternatif Yatırım Fon Yöneticileri Yönergesi (AIFM Directive-Alternative Investment Fund Managers Directive)* olmuştur. Bu yönerge GS fonlarına yatırım yapan yatırımcıları korumak ve sistemik risklerin finansal piyasaya etkilerini azaltmak için karmaşık olarak tanımlanabilecek derecede ciddi önlemler ortaya koyan bir mevzuat olmuştur (Seretakakis, Eds: Baker, Filbeck ve Kıymaz, 2015). AIFM' nin sektör üzerinde kısıtlayıcı etki yaratacağından endişe edilse de, euro'ya ve tek pazara geçiş, Avrupa sermaye piyasasındaki gelişme, likidite genişlemesi ve Anglo-Saxon kapitalizmin egemen olması gibi pekçok faktör Avrupa' da girişim sermayesi modelinin gelişmesine katkıda bulunmuştur (Seretakakis, 2013).

Tablo 3. 2015 ve 2023 Yılları Avrupa Girişim Sermayesi Özet İstatistikleri

	2015	2023
İlgili Yılda Yatırım Toplayan Fon Sayısı	274	744
İlgili Yılda Toplanan Fon Miktarı (milyar euro)	47,6	132,9
Yönetim Altındaki Varlık Tutarı (milyar euro)	564,0	1.004,0

Kaynak: Invest Europe, 2016: 2,7, Invest Europe, 2024: 5, 11.

EVCA' nın ismi 1 Ekim 2015 itibariyle *Invest Europe* olarak değiştirilmiştir ve günümüzde girişim ve risk sermayesi yatırımcıları ile girişimci şirketler için veri paylaşımı, raporlama vb hizmetler de sunan bir platform olarak hizmet vermektedir. Kurumun yayınladığı verilere göre 2015 yılında 274 olan girişim sermayesi yatırımcı fon sayısı 2023 yılında 744'e, ilgili yılda toplanan fon miktarı yaklaşık üç kat artarak 132 milyar euro'ya ulaşmış durumdadır; yönetilen toplam varlık tutarı ise 1 trilyon euro'yu aşmıştır.



Kaynak: Invest Europe, 2024: 39.

Şekil 5. 2010-2023 Yılları Arasında Avrupa'da Girişim Sermayesi Yatırım Tutarı ve Yatırım Alan Firma Sayısı

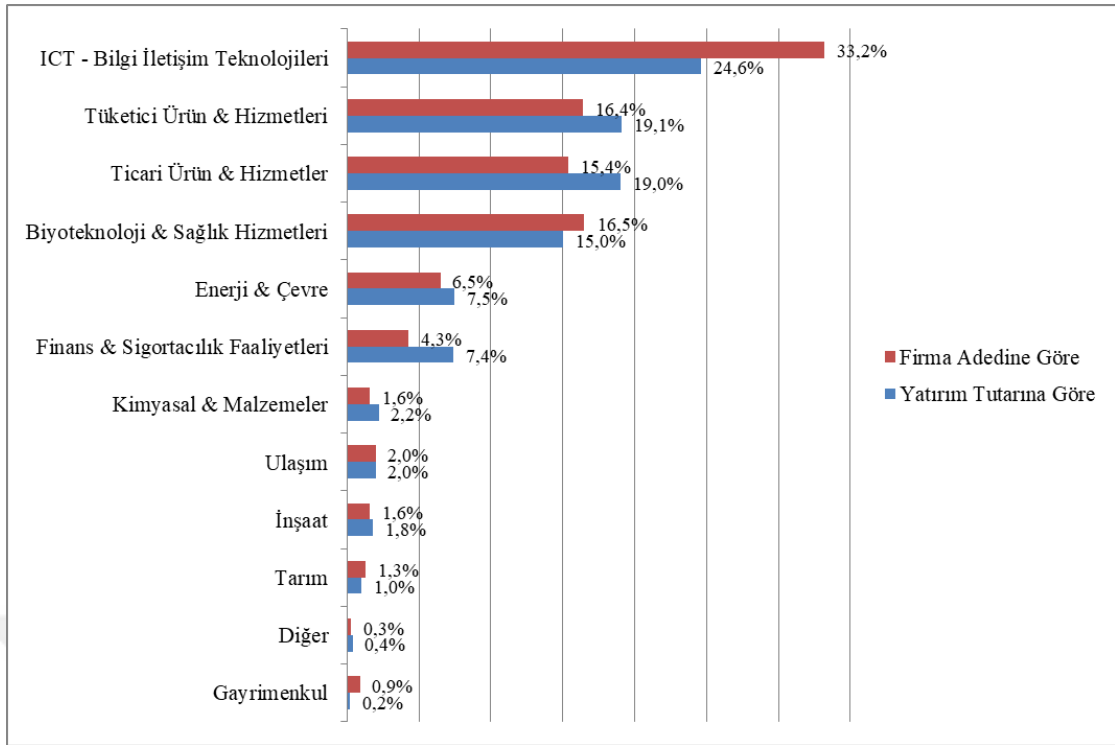
Avrupa'da yıllara göre GS yatırım tutarları ve yatırım yapılan şirketlerin sayısı incelendiğinde, 2010 yılından 2016 yılına kadar kısmi azalışlar haricinde genel itibariyle artış gözlenmektedir. 2020 yılındaki kısmi düşüş haricinde, 2016 yılından 2021 yılına kadar olan dönemde yatırımlar önemli oranda ivme yakalamış; 2021'de yatırım tutarı 149,5 milyar euro'ya, yatırım yapılan şirket sayısı 9488'e ulaşmıştır. 2021'de ise ABD'dekine benzer şekilde azalma eğilimi başlamış, sonraki dönemde devam etmiş ve 2023 yılında, 8341 adet firmaya 99,8 milyar euro yatırım gerçekleşmiştir.

Tablo 4. 2023 Yılında Avrupa’da Yatırım Aşamalarına Göre Girişim Sermayesi Yatırımları

Yatırım Aşaması	Yatırım Tutarı (milyar euro)	Yatırım Alan Firma Sayısı
Çekirdek Aşaması	1,0	1.153
Erken RS (Start-up) Aşaması	6,4	2.765
Geç RS Aşaması	5,5	878
Büyüme Aşaması	21,1	2.255
Buyout Yatırımları	62,6	1.322
Kurtarma Yatırımları	0,2	68
Yerine Koyma Yatırımları	3,0	79

Kaynak: Invest Europe, 2024: 41, 42.

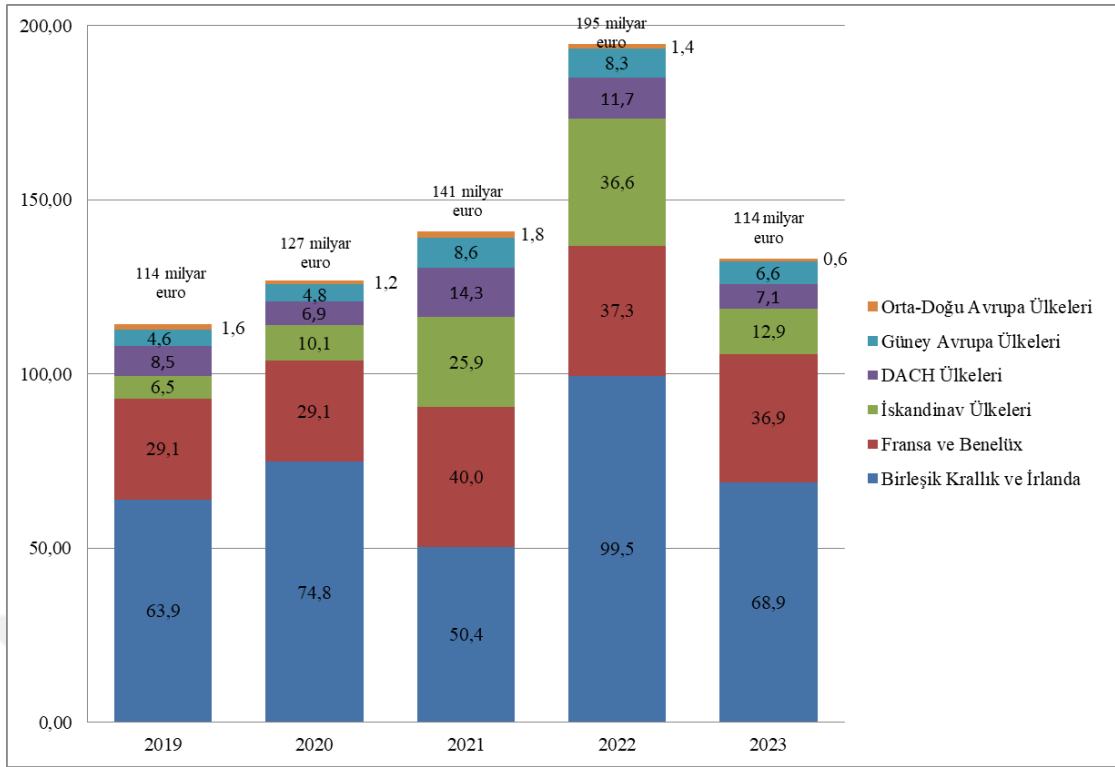
Avrupa’da aşamalarına göre GS yatırımları incelendiğinde, başlangıç yatırımlarının yaklaşık olarak çekirdek aşama yatırımlarda 1 milyar, start-up aşama yatırımlarda 6,4 milyar euro, geç RS aşama yatırımlarda 5,5 milyar euro ile, tutar olarak görece düşük; yatırım yapılan şirket sayısı açısından ise sırasıyla 1.153, 2.765, 878 olarak ve yüksek sayıda gerçekleştiği görülmektedir. Erken aşama yatırımların ileri aşamaya göre nispeten daha düşük oranda sermaye gerektirmesinin bu durumda etkili olduğu söylenebilir. Avrupa’ da işlem hacmi açısından ileri aşama yatırım türleri olan büyüme aşaması ve buyout yatırımlara daha çok ağırlık verildiği gözlenmektedir. 2023 yılında 2255 adet firmaya 21,1 milyar euro büyüme aşaması yatırım, 1322 adet firmaya 62,6 milyar euro buyout yatırımı gerçekleştirilmiştir. Riski erken aşama yatırımlara göre daha düşük olan ve daha yüksek getiri potansiyeli barındıran ileri aşama yatırımlar sermayedarlar tarafından daha çok tercih edilmektedir. Yüksek risk içeren kurtarma ve yerine koyma yatırımları ise, sırasıyla, 68 adet firmaya 0,2 milyar euro ve 79 adet firmaya 3 milyar euro olarak gerçekleşmiştir.



Kaynak: Invest Europe, 2024: 59.

Şekil 6. 2023 Yılında Avrupa’da Girişim Sermayesi Yatırımlarının Sektörlere Göre Dağılımı

Avrupa’da toplam yatırım tutarına göre en yüksek payı %24,6 ile *Bilgi-İletişim Teknolojileri (ICT)*, %19,1 ile *Tüketici Ürün ve Hizmetleri*, %19 ile *Ticari Ürün ve Hizmetler*, %15 ile *Biyoteknoloji ve Sağlık Hizmetleri* sektörlerinin aldığı görülmektedir. Bu sektörleri sırasıyla %7,5 ile *Enerji ve Çevre*, %7,4 ile *Finans ve Sigortacılık Faaliyetleri*, %2,2 ile *Kimyasal Malzemeler* ve %2 ile *Ulaşım* takip etmektedir. Firma adedine göre ise yatırımlarda ilk sırayı %33,2 ile yine *Bilgi İletişim Teknolojileri* alırken hemen arkasından %16,5 ile *Biyoteknoloji ve Sağlık Hizmetleri*, %16,4 ile *Tüketici Ürün ve Hizmetleri*, %15,4 ile *Ticari Ürün ve Hizmetler* ve ardından diğer sektörler gelmektedir.



Kaynak: Invest Europe, 2024: 20.

Şekil 7. 2019-2023 Yılları Arasında Avrupa'da Toplanan Kaynak Miktarının Ülkelere Göre Dağılımı

Avrupa'da toplanan girişim sermayesi kaynağının yıllara ve ülkelere göre dağılımı incelendiğinde, ilk sırada Birleşik Krallık ve İrlanda'nın yer aldığı görülmektedir. 2019 yılında 63,9 milyar euro olan kaynak miktarı yıllara göre artış ve azalışlar göstermiş 2022 yılında ise 99,5 milyar euro olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılında ise keskin bir azalış ile 68,9 milyar euro olarak gerçekleşmiştir. Birleşik Krallık ve İrlanda'nın hemen ardından Fransa ve Benelüks ülkeleri⁴ gelmektedir ve bu ülkelerde 2023 itibarıyla yaklaşık 37 milyar euro kaynak toplanmıştır. Fransa ve Benelüks ülkelerini, 12,9 milyar euro ile İskandinav ülkeleri⁵, 7,1 milyar euro ile DACH ülkeleri⁶, 6,6 milyar euro ile Güney Avrupa⁷, 0,6 milyar euro ile Orta-Doğu Avrupa ülkeleri⁸ takip etmektedir.

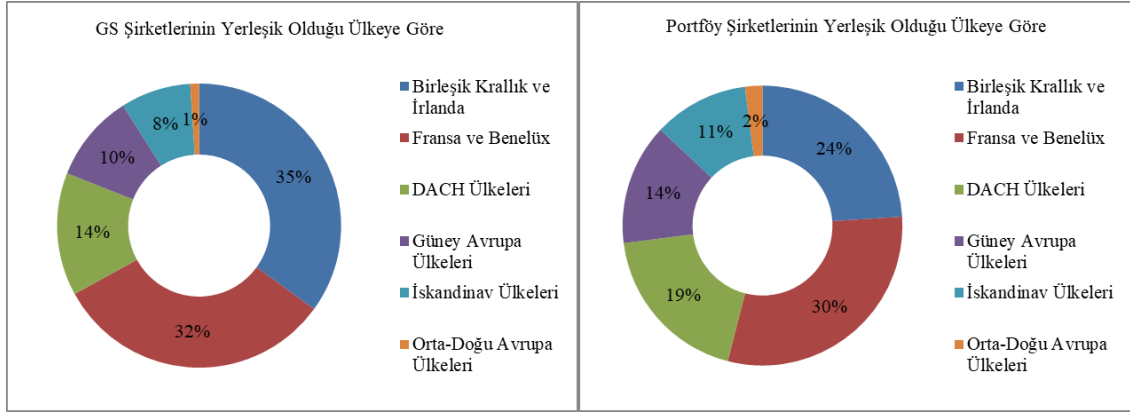
⁴ Benelüks ülkeleri: Belçika, Hollanda, Lüksemburg.

⁵ İskandinav ülkeleri: Danimarka, Finlandiya, İsveç ve Norveç.

⁶ DACH ülkeleri: Avusturya, Almanya, İsviçre.

⁷ Güney Avrupa ülkeleri: Yunanistan, İtalya, Portekiz, İspanya.

⁸ Orta-Doğu Avrupa ülkeleri: Çekya, Polonya, Litvanya, Romanya, Estonya, Macaristan, Bulgaristan ve diğer



Kaynak: Invest Europe, 2024: 47.

Şekil 8. 2023 Yılında Avrupa'da Girişim Sermayesi Yatırımlarının Ülkelere Göre Dağılımı

2023 yılında Avrupa'da yatırıma dönüşen kaynak miktarının yatırımcı şirketlerin yerleşik olduğu bölgeye göre oransal dağılımı incelendiğinde, toplam yatırımların % 35'ini Birleşik Krallık ve İrlanda'da yerleşik yatırımcı şirketlerin, % 32'sini Fransa ve Benelüks, % 14'ünü DACH, %10'unu Güney Avrupa, %8'ini İskandinav, %1'ini ise Orta-Doğu Avrupa ülkelerinde yerleşik şirketlerin gerçekleştirdiği görülmektedir. 2023 yılında Avrupa'da yatırıma dönüşen kaynak miktarının yatırım alan şirketlerin yerleşik olduğu bölgeye göre oransal dağılımı incelendiğinde, yatırımların % 30'unu Fransa ve Benelüks'te, %24'unu Birleşik Krallık ve İrlanda'da, % 19'unu DACH, %14'ünü Güney Avrupa, %11'ini İskandinav, %2'sini ise Orta-Doğu Avrupa ülkelerinde yerleşik şirketlerin aldığı tespit edilmektedir.

2.1.2.1. Birleşik Krallık'ta Girişim Sermayesi Finansman Modelinin Gelişimi

Birleşik Krallık Avrupa'da girişim sermayesi sisteminin en gelişmiş olduğu ülkedir ve sektörün temelleri 1930'larda *Mac Millan Komitesi*'nin ortaya koyduğu KOBİ'lerin uzun dönemli sermayeye erişim sorunlarının değerlendirilmesi yoluyla atılmıştır. 1931'de oluşturulan Komite Raporu bu sermaye sorununu "*Mac Millan Gap*" olarak adlandırmış ve sorunun çözümü için bir dizi uygulama önermiştir. Bu önerilerden önde gelenleri ilgili devlet otoriteleri, *İngiltere Merkez Bankası (Bank of England)*, bazı bankalar ve *İşçi Partisi* tarafından 1943-45 yılları arasında müzakere edilmiş ve 1945'te alınan karar sonucunda uygulamaya alınmıştır. 1945 yılında büyük çapta uzun vadeli yatırımlara kaynak sağlamak amacıyla, *Sanayi Finans Kuruluşu (FCI-Finance Corporation for Industry)* ve KOBİ'lere uzun vadeli kaynak sağlamak amacıyla *Sınayi ve Ticari Finans Kuruluşu (ICFC-Industrial and Commercial Finance Corporation)*

faaliyete geçmiştir. 1962’de teknoloji içeren stratejik yatırımları desteklemek amacıyla ICFC’nin de %5 oranında ortak olduğu *Teknolojik Gelişim Sermayesi (TDC-Technical Development Capital)* kurulmuştur. Teknoloji yatırımlarının içerdiği yüksek risk nedeniyle sermayedarlar ve yönetim arasında oluşan anlaşmazlıklar sonucunda Haziran 1962’de ICFC, TDC’nin tüm hisselerini satın alarak kontrolü devralmıştır. 1973’te ICFC ile kardeş kurum olan FCI birleşerek *Finance for Industry (FFI)* ismini almış; 1980’lerin başında ise FFI, daha sonraları *3i Ventures* ismi ile anılacak olan *Investors in Industry* olarak yeniden yapılandırılmıştır. 3i Ventures, ileri teknoloji start-up ve yüksek büyüme potansiyeli olan “mikroelektronik, bilgisayar, telekomünikasyon, biyo-bilim, endüstriyel otomasyon” alanlarındaki yatırımlara odaklanarak başarılı bir gelişim sergilemiş ve sektörün gelişimine önemli katkıda bulunmuştur (Coopey, 1994).

İngiltere’de sektörün gelişimine katkıda bulunan diğer düzenlemelerden bazıları aşağıda sıralanmıştır (Uludağ, 1996):

Kote Edilmemiş Senetler Piyasası (USM-Unlisted Securities Market): 1980 yılında yürürlüğe giren düzenleme ile *Londra Menkul Kıymetler Borsası*’nda (*London Stock Exchange*) listeye alınma şartlarını sağlamayan firmaların daha uygun komisyonlar ve daha düşük oranda halka arz sınırı ile hisse senedi ihracında bulunabilmeleri sağlanmıştır.

Kredi Garanti Planı, (LGS-Loan Guarantee Scheme): 1981’de uygulamaya alınan düzenleme ile kredi ihtiyaçları için teminat ve sermaye yeterliliği bulunmayan işletmeler için sağlanan kredilerin belirli bir oranının devlet tarafından teminatlandırılması sağlanmıştır. LGS düzenlemesinin şartları güncel ekonomik koşullar altında KOBİ’lerin ihtiyaçlarına göre sıklıkla değiştirilmektedir (Cowling vd., 2024).

İş Genişletme Planı (BES-Business Expansion Scheme): 1983’te yürürlüğe girmiştir ve 1981’ de uygulamaya alınan ve daha sınırlayıcı bir düzenleme olan *İş Başlangıç Planı*’nın (*BSS-Business Start-up Scheme*) devamı biteliğindedir. 1 Ocak 1994 itibarıyla *İşletme Yatırım Planı (EIS-Enterprise Investment Scheme)* ismini alan düzenleme ile yeni kurulmuş ya da hisseleri henüz borsada listeye alınmamış şirketlere bireyler tarafından da yatırım yapılmasının teşvik edilmesi amaçlanmıştır. Hisseleri 5 yıl süre ile tutma şartı ve diğer gerekli koşulların sağlanması kaydıyla, BSS ile 10bin ve

1982’de 20bin İngiliz sterlini olarak belirlenen vergi indirimi için yıllık yatırım miktarı 40bin İngiliz sterlinine çıkartılmıştır. Ayrıca BSS ile 1984 olarak belirlenen uygulama süre sonu, BES ile 1987’ye kadar uzatılmıştır. 1988’de kapsamı genişletilerek sürdürülen sistem adil vergi düzenine zarar verdiği gerekçesi ile eleştirilere neden olmuş ve 31 Aralık 1993 itibariyle kaldırılmıştır (Seely, 2008).

İngiliz Özel Sermaye ve Risk Sermayesi Birliği’nin (BVCA-The British Private Equity & Venture Capital Association) Kuruluşu: 1983 yılında 33 kurumun ortaklığı ile sektörde verileri derlemek, standart ve teamülleri oluşturulmasında lobi çalışmaları yürüterek mevzuatın yaygınlaştırılmasına destek sağlamak, eğitim ve bilgilendirici faaliyetler düzenlemek için kurulmuştur. BVCA, günümüzde 250’den fazla GS ve RS şirketi, 100’den fazla kurumsal yatırımcı, 200’den fazla profesyonel hizmet sağlayıcı olmak üzere 600’den fazla üyesi olan ve sektörde söz sahibi bir kurum haline gelmiştir⁹.

Tablo 5. 2023 Yılında Birleşik Krallık Yatırım Aşamalarına Göre Girişim Sermayesi Özet İstatistikleri

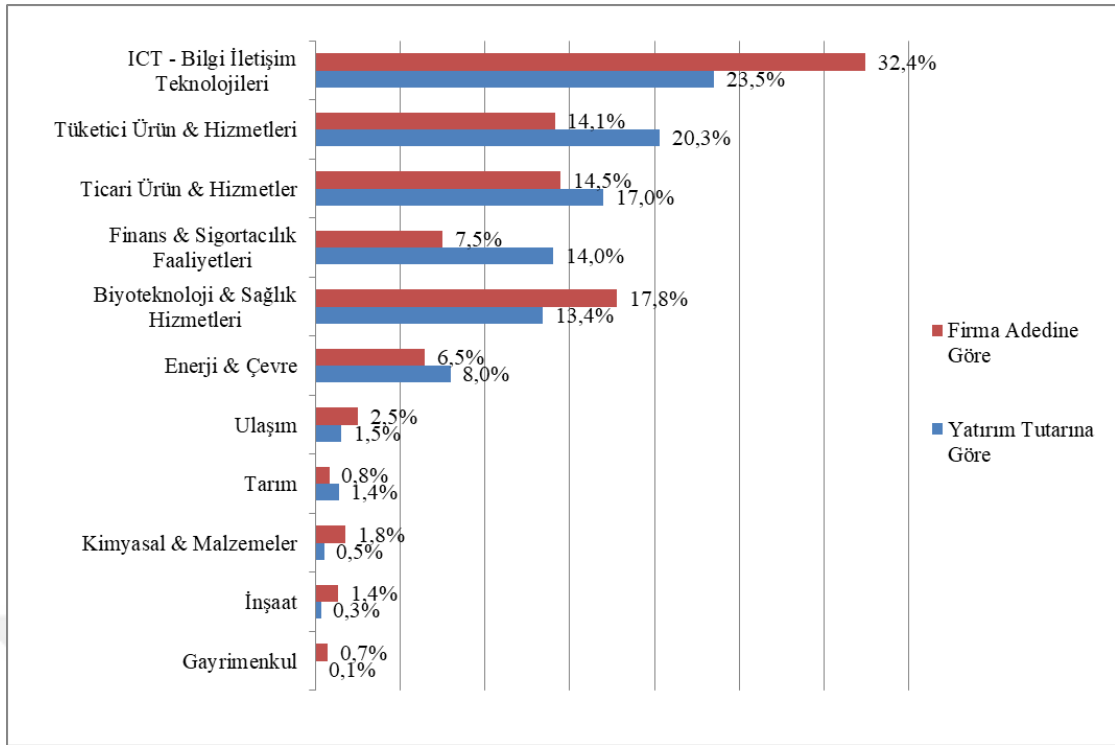
2023 Sektör Verileri						2023 Piyasa Verileri				
	Tüm GS	Buyout	Büyüme Sermayesi	RS	Diğer	Tüm GS	Buyout	Büyüme Sermayesi	RS	Diğer
Miktar (milyar İngiliz sterlini)	30,96	20,03	7,07	3,49	0,37	20,08	11,45	4,33	3,22	1,08
Yatırım Alan Firma Sayısı	1.796	278	488	1.039	34	1.467	192	407	875	32
Yatırım Yapan Firma Sayısı	334	107	125	200	16	478	102	130	324	14
Fon Sayısı	734	195	247	401	23	816	158	222	516	21

Kaynak: BVCA, 2024: 23.

BVCA 2023 Yatırım Faaliyet Raporu’nda Birleşik Krallık liderliğinde yapılan yatırımlar “sektör verileri”, Birleşik Krallık içerisinde yapılan yatırımlar ise “piyasa verileri” başlığı ile ifade edilmektedir. Girişim sermayesi yatırımlarının kamu ve özel sektör eliyle vergi indirimleri dahil farklı teşviklerle desteklendiği ülkede 2023 yılında 1.467 adet firmaya 20 milyar İngiliz sterlininden fazla girişim sermayesi yatırımı yapılmıştır. Buna karşılık, Birleşik Krallık şirket ve fonları liderliğinde ise aynı yıl toplamda 1.796 firmaya yaklaşık 31 milyar İngiliz sterlini yatırım yapmıştır. Birleşik Krallık’ta yapılan girişim sermayesi yatırımlarının yatırım aşamasına göre dağılımı incelendiğinde, miktasal olarak en büyük hacmi 11,45 milyar İngiliz sterlini ile buyout

⁹ <https://www.bvca.co.uk/About-Us>

yatırımlarının aldığı görünmektedir. Buyout yatırımlarını 4,33 milyar İngiliz sterlini ile büyüme sermayesi, 3,22 milyar İngiliz sterlini ile RS yatırımları takip etmektedir. Birleşik Krallık firmaları liderliğinde yapılan yatırımların miktarsal dağılımı ise sırasıyla 20,03 milyar İngiliz sterlini ile buyout, 7,07 milyar İngiliz sterlini ile büyüme ve 3,49 milyar İngiliz sterlini ile RS yatırımı olarak gerçekleşmiştir. Buna karşın hem sektörel hem de piyasa verileri, yatırım alan firma sayısı açısından incelendiğinde durumun tersine dönmekte olduğu ve en büyük hacmi her iki veri setinde de RS'lerin aldığı; RS'leri büyüme sermayesi ve buyout yatırımlarının takip ettiği anlaşılmaktadır. Bu bağlamda, RS yatırımlarının daha çok sayıda GS-RS şirketi ve fon tarafından daha çok sayıda firmaya ve daha düşük hacimde yapıldığı; yatırım yapılan işletmenin büyüklüğü arttıkça ya da yatırım aşaması olgunlaştıkça firma sayısı azalırken yatırım miktarının arttığı anlaşılmaktadır. Tablodaki veriler, RS yatırımlarının daha ziyade riski yüksek olan, genellikle başlangıç aşamasındaki firmalara yapıldığı ve bu aşama için daha az miktarda sermaye girişi makul bulunmakta iken; riskin nispeten düşük, getiri beklentisinin yüksek olduğu yatırımlar için daha yüksek miktarda sermaye girişi yapıldığı durumunu desteklemektedir.



Kaynak: BVCA, 2024: 73.

Şekil 9. 2023 Yılında Birleşik Krallık'ta Girişim Sermayesi Yatırımlarının Sektörlere Göre Dağılımı

2023 yılında Birleşik Krallık'ta GS yatırım miktarının sektörlere göre dağılımı incelendiğinde, en üst sırayı %23,5 ile *Bilgi İletişim Teknolojileri* sektörünün aldığı görülmektedir. Daha sonra sırasıyla %20,3 ile *Tüketici Ürün ve Hizmetleri*, %17 ile *Ticari Ürün ve Hizmetler*, %14 ile *Finans ve Sigortacılık Hizmetleri*, %13,4 ile *Biyoteknoloji ve Sağlık Hizmetleri* ve ardından diğer sektörler takip etmektedir. Firma adedine göre ise yatırımlarda ilk sırayı %32,4 ile yine *Bilgi İletişim Teknolojileri* alırken hemen ardından %17,8 ile *Biyoteknoloji ve Sağlık Hizmetleri*, %14,5 ile *Ticari Ürün ve Hizmetler*, %14,1 ile *Tüketici Ürün ve Hizmetleri* ve diğer sektörler gelmektedir.

2.1.2.2. Almanya'da Girişim Sermayesi Finansman Modelinin Gelişimi

Almanya'da girişim sermayesi alanında ilk faaliyet Deutsche Bank tarafından 1965 yılında *Alman Yatırım Şirketi*'nin (DBG-Deutsche Beteiligungsgesellschaft mbH) kurulması olmuştur. 1984'te DBG'nin portföyündeki 12 adet şirketin 21 milyon euro değerindeki hissesi, yeni kurulan *Alman Kurumsal Yatırım Şirketi* (Deutsche Beteiligung AG Unternehmensbeteiligungsgesellschaft) tarafından devralınmış ve DBG şirketin varlık yönetimini üstlenmiştir. 1985'te şirket Frankfurt ve Düsseldorf Menkul

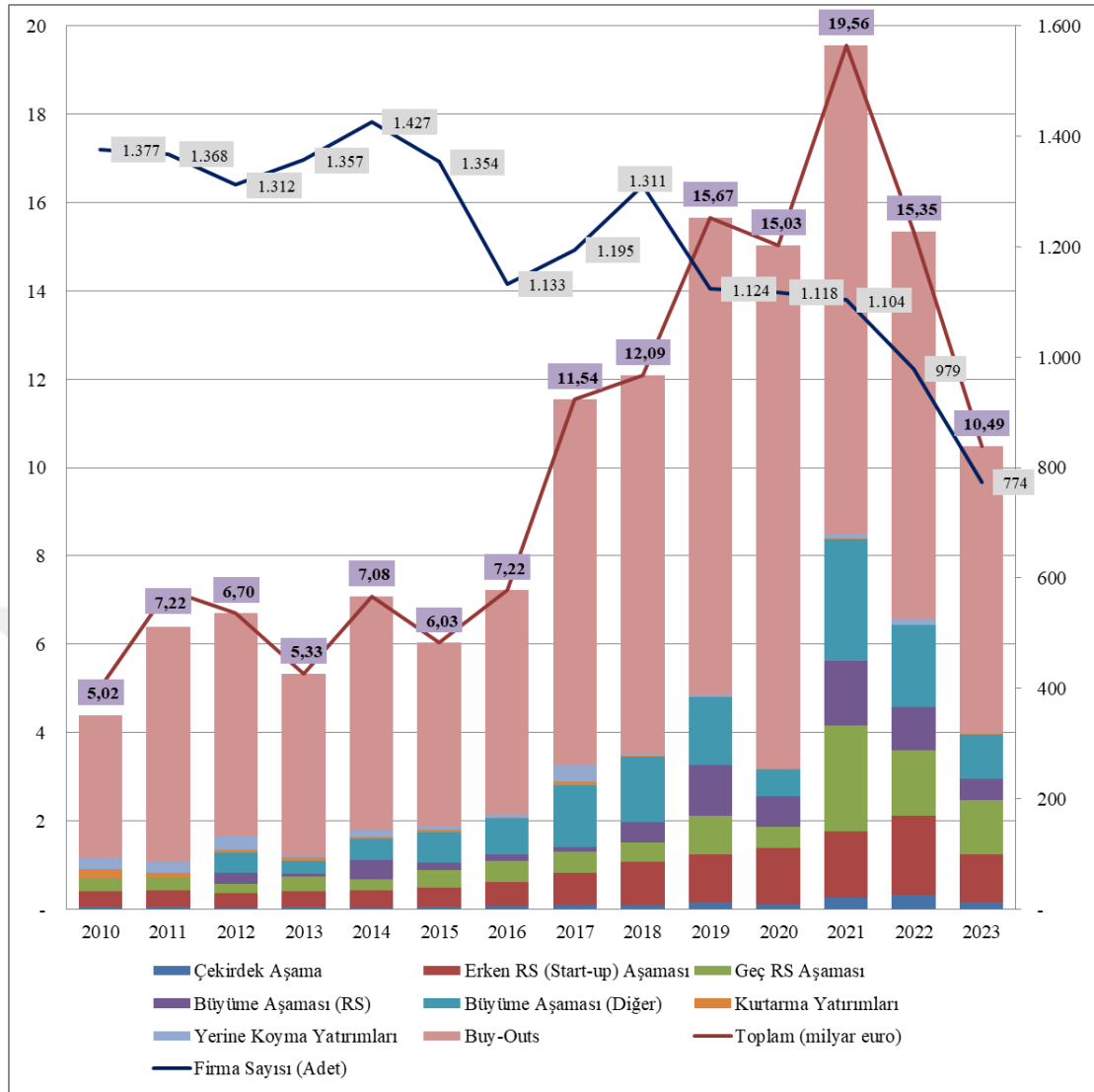
Kıymetler Borsası'nda işlem görmeye başlamış ve 1996'da DBG'nin yatırımları 500 milyon euro'yu aşmıştır (Fałat-Kilijańska, 2021).

1975 yılında ise *Alman Girişim Finansmanı Şirketi (WFG- Wagnisfinanzierungs Gesellschaft mbH)* 28 Alman bankasının katılımı ile kurulmuştur ve devlet tarafından şirketin zarar etmesi durumunda zararın %75'ini karşılama taahhüdü verilmiştir. Özel sektör şirketi gibi yönetilmesi planlanmasına rağmen devamlı zarar etmesi kuruluşun yönetiminde devletin etkin olmasına neden olmuş ve önemli oranda sermaye artışına rağmen zarar etmeye devam etmiştir. 1979 yılında, bir devlet bankasında kurulan fonun yeni kurulacak şirketlere sağladığı 20 yıl vadeli, sabit faizli destek kredisinin yanında; 1983-86 arasında, biyoteknoloji ve mikroelektronik alanında faaliyet gösteren mikro işletmelerin fizibilite ve Ar-Ge çalışmalarını, banka kredilerine garanti vermek suretiyle destekleyen bir program da yürütülmüştür (Uludağ, 1996).

Almanya'da geçmişten bu yana girişim şirketlerinin ağırlıklı olarak doğrudan devlet tarafından desteklenmesine ek olarak, ülkedeki girişimcilerin yatırımcı şirketlere olumsuz bakış açıları, yatırım şirketleri ile veri paylaşımı, vb konularda isteksiz olmaları gibi faktörler 1980'lerin ortalarına kadar girişim sermayesinin gelişimini olumsuz etkilemiştir. Ancak bu süreçten sonra kazandıkları başarılar ile birlikte GS şirketlerine olan güvenin artmasının yanında, devletin girişimcilere verdiği destekleri aşamalı olarak azaltarak bu rolünü özel sektöre bırakması, vergi düzenlemeleri ile sermaye piyasasında yapılan mevzuat değişiklikleri gibi alınan diğer önlemlerle birlikte sektör büyüme göstermiştir (Uludağ, 1996; Fałat-Kilijańska, 2021).

1988'de *Alman Girişim Sermayesi Şirketleri Federal Birliği (BVK- Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften)* kurulmuştur. BVK, 2024 yılı itibarıyla, 200'ü girişim sermayesi yatırım şirketi, 100'ü hizmet sağlayıcı, danışmanlık ve işbirliği firmaları olmakla birlikte toplam 300 üye ile Berlin'de faaliyet göstermektedir.¹⁰.

¹⁰ <https://www.bvkap.de/the-bvk>

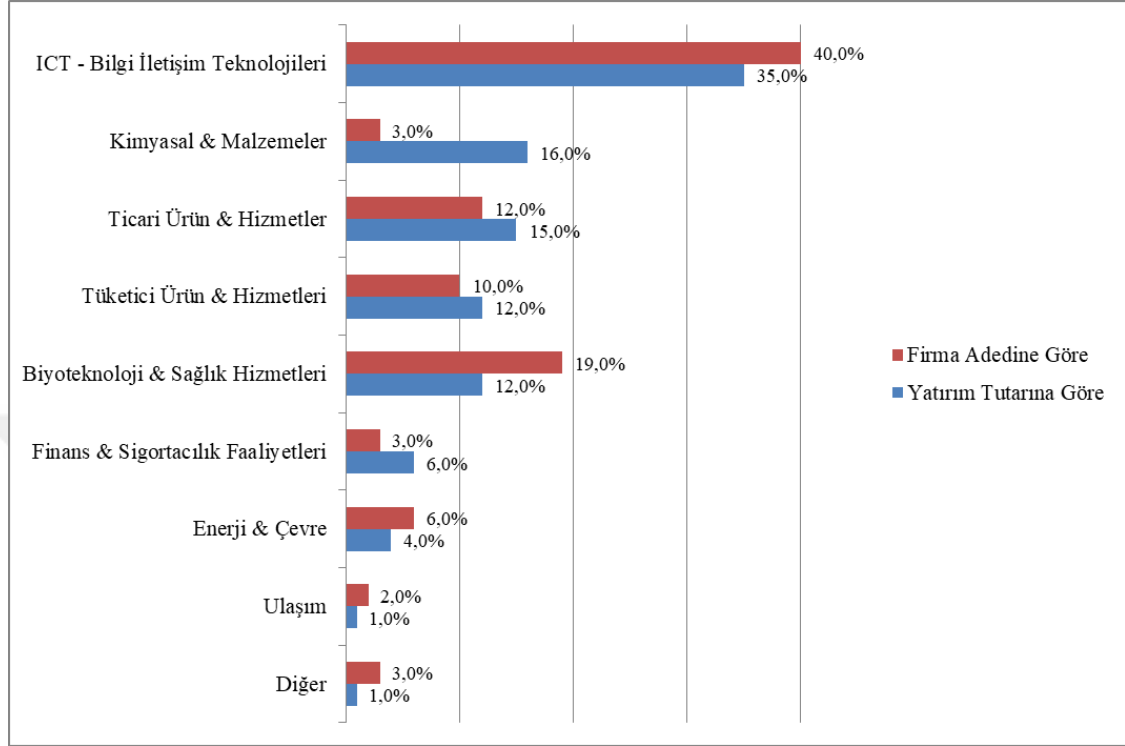


Kaynak: BVK, 2024b.

Şekil 10. 2010-2023 Yılları Arasında Almanya’da Girişim Sermayesi Yatırımlarının Aşamalarına Göre Dağılımı ve Yatırım Alan Firma Sayısı

Almanya’da yapılan GS yatırımlarının yıllara göre değişimi incelendiğinde, 2010 yılında 5 milyar euro olan yatırım tutarının 2016 yılına kadar dalgalı bir seyir izlediği, bu dönemden itibaren genel olarak artış sergileyerek 2021 yılında 19,56 milyar euro’ya ulaştığı, 2022’den itibaren keskin bir düşüş ile 10,49 milyar euro’ya gerilediği görülmektedir. 2010 yılında 1377 adet firma yatırım almışken 2023 yılına gelindiğinde yatırım yapılan firma sayısı yarıya yakın oranda azalarak 774 olmuştur. Bu da yatırımcı şirketlerin aldıkları kararlarda artık çok daha seçici olduğunun bir göstergesi olarak yorumlanabilir. Almanya’da yatırımların aşamalarına göre dağılımı incelendiğinde en büyük payı buyout yatırımlarının aldığı, yıllar içinde büyüme aşaması ve RS yatırımlarının da genel itibarıyla payını artırdığı görülmektedir.

Almanya, Birleşik Krallık ile kıyaslandığında, erken aşama şirketlere daha çok yatırım yapan bir yapıya sahip olmakla birlikte; yatırım tutarları erken aşama olanlar haricinde genel olarak daha düşüktür (KfW Bankengruppe, 2002).



Kaynak: BVK, 2024a.

Şekil 11. 2023 Yılında Almanya’da Girişim Sermayesi Yatırımlarının Sektörlere Göre Dağılımı

2023 yılında Almanya’da GS yatırım miktarının sektörlere göre dağılımı incelendiğinde, en üst sırayı %35 ile *Bilgi İletişim Teknolojileri* sektörünün aldığı görülmektedir. Daha sonra sırasıyla %16 ile *Kimyasal ve Malzemeler*, %15 ile *Ticari Ürün ve Hizmetler*, %12 ile *Tüketici Ürün ve Hizmetleri* ile *Biyoteknoloji ve Sağlık Hizmetleri*, %6 ile *Finans ve Sigortacılık Hizmetleri* ile *Enerji ve Çevre* ve ardından diğer sektörler takip etmektedir. Firma adedine göre ise yatırımlarda ilk sırayı %40 ile yine *Bilgi İletişim Teknolojileri* alırken hemen ardından %19 ile *Biyoteknoloji ve Sağlık Hizmetleri*, %12 ile *Ticari Ürün ve Hizmetler*, %10 ile *Tüketici Ürün ve Hizmetleri* ve diğer sektörler gelmektedir.

2.1.3. Japonya’da Girişim Sermayesi Finansman Modelinin Gelişimi

Gelişmiş ülke ekonomilerini yakından izleyen bir ülke olarak Japonya, girişim sermayesi sektöründe ABD ve İngiltere’deki uygulamaları takip etmiş, ABD’de 1958’te yürürlüğe giren Küçük İşletmeler Düzenlemesi’nin benzerini 1963’te uygulamaya

almıştır. KOBİ'lere girişim sermayesi sağlayan kamu sermayeli yapılar olarak *Küçük ve Orta Boy İşletme Yatırım ve Danışmanlık Şirketleri (SBIC-Small and Medium Business Investment & Consultation)* Tokyo, Nagoya ve Osaka'da kurulmuştur (Uludağ, 1996). Ancak Japonya'da girişim sermayesinin gelişimi daha sonra *JASDAC OTC Market* olarak anılacak Tezgah Üstü Piyasa'nın (OTC-Over the Counter Market) serbestleştirildiği 1970'lere kadar uzanmaktadır. Bu gelişme birçok küçük çapta firmayı borsaya ve aracı kurumları da kendi RS iştiraklerini kurmaya teşvik etmiş, Japonya'da RS piyasasının gelişimine öncülük sağlamıştır. 1970'lerin başında, 1980'lerin ortalarında ve balon ekonomisinin olduğu yıllarda sektörde yükselme dönemi yaşanmıştır (Kaneyuki, 2002).

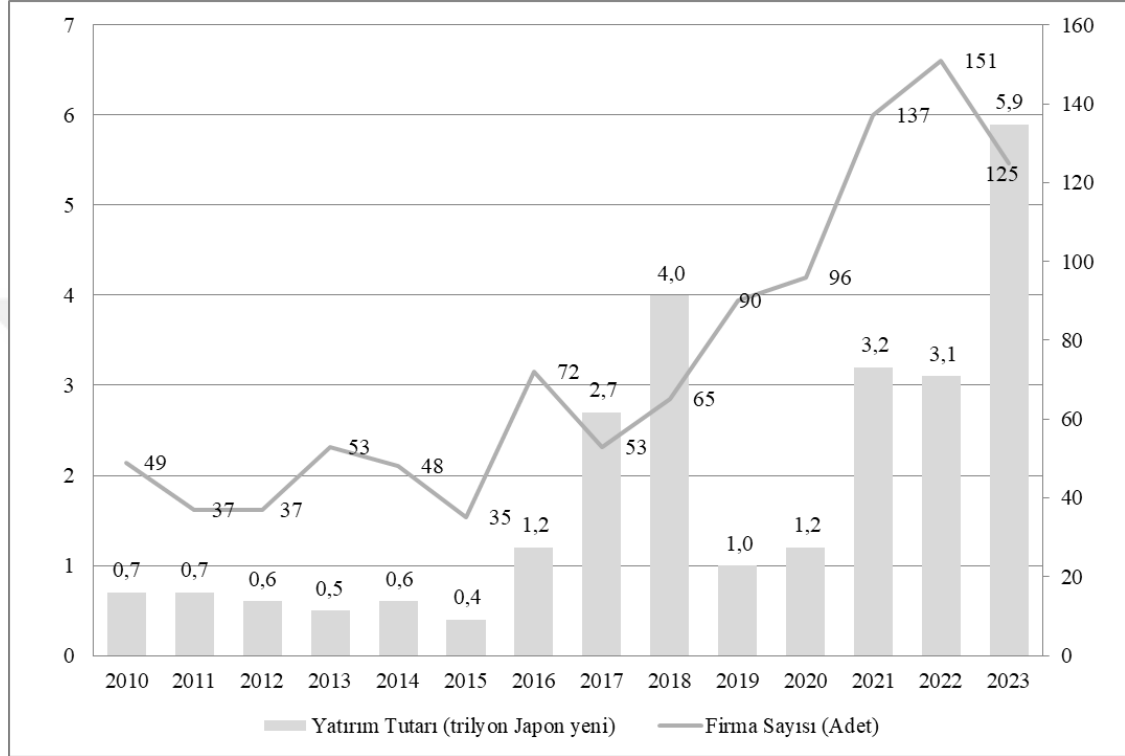
1972'de ilk özel RS şirketi olan *Kyoto Girişim Geliştirme (KED- Kyoto Enterprise Development)*, Credit Bank of Japan tarafından *Japonya Girişim Geliştirme (PED- Japan Enterprise Development)*, 1973'te Namura Securities tarafından *Japonya Bağlı Finans Şirketi (JAFCO- Japan Associated Finance Corporation)* kurulmuştur. Bu düzenlemeler daha önce bankacılık sistemi ve kredi kuruluşlarından fon sağlayan KOBİ'lere hisse alımı yoluyla sermaye sağlamak için yapılmıştır. 1970'lerde yayımlanan *Kentsel Start-up Firma Araştırması (Survey of Urban Startup Firm)* RS sektörü firmalarının gelişmiş ve özelleştirilmiş yetkinlikleri ile işgücünün sosyal dağılımına öncülük etme rollerini ön plana çıkartarak Japonya'da süre gelen start-up'lara yönelik önyargıyı azaltarak sektörün gelişimine katkı sağlamıştır (Nakano, 2017). 1974'te *Risk Sermayesi Merkezi (VEC-Venture Enterprise Center)* faaliyete geçmiştir. Tüm bu gelişmeler neticesinde sektör 1970-73 yılları arasında ilk gelişme dönemini deneyimlemiştir. Daha sonra, 1973 Petrol Krizi, zorlu borsa kotasyon koşulları ve borsa dışı pazarların yetersiz oluşu gibi nedenlerle sektörde yeterli düzeyde gelişme sağlanamamış ve RS şirketlerinin bir kısmı faktoring alanına geçmiş, bazıları da kapanmıştır (Uludağ, 1996).

1981'de Ticaret Kanununda yapılan değişiklik ile borsaya kapalı firmalara teminat bonosu ihracı imkanı tanınmış, 1982'de yatırım kuruluşlarına girişim sermayesi sağlama yetkisi verilmiş, 1983'te *JAFCO* Japon tarzında bir özel yatırım kuruluşu oluşturmuş ve tezgah üstü piyasada açıklama koşuluna ilişkin bir deregülasyon düzenlemesi yapılmıştır. Bu gelişmeler ışığında sektörün ikinci gelişme dönemi gerçekleşmiştir. Ancak sektörün ikinci gelişme dönemi de uzun sürmemiş, 1985'teki

Plaza Anlaşması'nı takiben yen'in aşırı değerlenmesi sonucunda 1986'dan itibaren sektörün önde gelen şirketleri birbiri ardına iflas etmişler ve "RS kışı" diye tabir edilen gerileme dönemine girilmiştir. 1990'larda balon krizinin patlak vermesiyle sektör önemli oranda hacim yitirmiş ve 1998'lere kadar toparlanması mümkün olmamıştır (Kaneyuki, 2002; Nakano, 2017).

Sektörün üçüncü gelişme dönemi devlet tarafından alınan bazı regülasyon reformlarını takiben oluşmuştur. Bu düzenlemelerden bazıları, 1995'te *KOBİ Teşvik Yasası*'nın (*the SME Sized Business Promotion Act*) çıkarılması, 1996'da *girişim vakıflarının* (*venture foundations*) kurulması, 1997'de hisse opsiyonlarına izin verilmesi, 1998'de teknoloji lisans kurumlarının kurulması, *Sektörün Yeniden Canlanması İçin Özel Önlemler Hakkında Kanun*'un (*Act on Special Measures for Industry Revitalization*) yürürlüğe girmesi olarak sıralanabilir. Bu dönem internetin devreye girmesiyle ABD'de büyük başarılar elde edecek dot.com teknoloji şirketlerinin kurulduğu, bunların hisselerinin değer kazandığı ve bunlar ile biyoteknoloji şirketlerine yatırımların arttığı sürece karşılık gelmektedir (Nakano, 2017). Böylelikle yeni nesil bir RS anlayışı doğmuş, bu anlayışa *Softbank* ve *Hikari Tsusui* gibi firmalar internet ve telekomünikasyon yatırımlarına ağırlık vererek öncülük etmişlerdir. Bu yeni nesil yatırım anlayışından etkilenen ABD orijinli finansal gruplar (*Whitney & Company*, *Broadview*, *Warburg Pincus*, *H&Q Asia*, vb) da Japonya'ya şube ve operasyonlarını getirmişlerdir. Takip eden dönemde 1999'da *Hızlı Büyüyen ve Gelişen Hisseler Piyasası* (*Mothers-Market of the High-Growth and Emerging Stocks*), 2000'de *NASDAQ Japonya* kurulmuş; *JASTAQ OTC* ise katı olan ilk halka arz koşullarını gevşetme yönünde adım atmıştır (Kaneyuki, 2002). Teknoloji şirketleri halka arz yoluyla sermaye girişi de elde etmişler ancak 2000'lerde diğer ülke ekonomileri gibi Japonya ekonomisi de durgunluğa girmiştir. Mobil telefon satışlarındaki uygunsuzluklar Hikari Tsushin başta olmak üzere birçok şirketin hisselerinde ani düşmelere neden olmuştur. Ancak dot.com krizinin etkilerini yoğun şekilde yaşayan ABD'den farklı olarak, Japonya'da *Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı*'nın "Üniversitelerden 1000 Girişim Fikri" programı tamamlayıcı çalışmalar ile birlikte uygulanmış, bu sayede krizin etkileri hızla indirgenmiş ve 2007'ye kadar her yıl yüzden fazla firmanın halka arzı gerçekleşmiştir (Nakano, 2017). 2008'de ABD'de mortgage kredilerinin takibe düşmesiyle patlak veren konut kredisi krizi ile Japonya'da da dramatik düşüş yaşanmış ve üçüncü gelişme dönemi böylelikle sona ermiştir. Yamada ve Tomioka (2024)'nın farklı kurumların

raporlarından derlediği girişim sermayesi verilerine göre, 2007 yılında 1,6 trilyon Japon yenine yükselen yatırım tutarı 2008’de sert bir düşüşle 0,7; 2009’da 0,5 trilyon Japon yenine gerilemiştir. Tezde farklı ülkelerin verileri için kullanılan tarih frekans değerine uygun olması açısından 2010 yılından itibaren olan yatırım tutarı ve anlaşma sayıları grafikte belirtilmiştir.



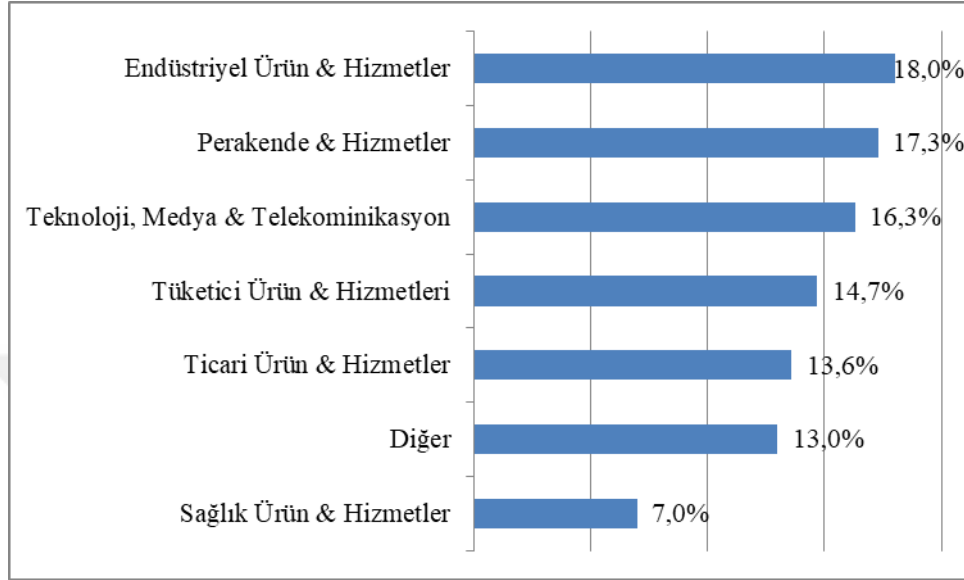
Kaynak: Yamada ve Tomioka, 2024 (Veriler, araştırmacılar tarafından AVCJ, Bain&Company raporlarından derlenmiştir)¹¹

Şekil 12. 2010-2023 Yılları Arasında Japonya’da Girişim Sermayesi Anlaşma Tutarı ve Yatırım Alan Firma Sayısı

Japonya’da yapılan girişim sermayesi yatırımlarının yıllara göre değişimi incelendiğinde, sektörün yukarıda açıklanan 2008 yılındaki kriz etkisinden 2016’ya kadar çıkmadığı ve yatırımların 0,5 trilyon Japon yeni dolayında hareket ettiği görülmektedir. 2016’dan itibaren önemli oranda ivmelenen yatırımlar 2018’de 4 trilyon Japon yenine ulaşmıştır. 2019 yılında ise sert bir azalmayla 1 trilyon Japon yeni dolayına gerileyen yatırımlar 2021’den itibaren artarak 2023’ta rekor düzeye tırmanarak 5,9 trilyon Japon yeni olmuştur. Sektörün ivme kazanmasında geleneksel bir yapıya sahip olan Japon şirketlerinde girişim sermayesi şirketlerine ve bunların sahip olduğu profesyonel yönetimlere artan güvenin önemli etkenlerden biri olduğu söylenebilir.

¹¹ Gayrimenkul yatırımları hariç tutulmuş ve 10 milyon ABD doları üzerindeki yatırımlar dikkate alınmıştır.

Diğer önemli etkenler ise Japonya'daki ekonomik ve politik istikrar, Japon ekonomisinde faiz oranlarının çok düşük seyretmesi, dünyanın diğer ülkelerine göre Japon şirketlerinin değerlendirme çarpanlarının yüksek olması olarak sıralanabilir (Yamada, Tomioka, 2024).



Kaynak: Bischoff, C., Nozaki, D., S. ve Yoshikawa, S., 2024 (Veriler, araştırmacılar tarafından McKinsey&Company raporlarından derlenmiştir)

Şekil 13. 2010-23 Yılları Arasında Japonya'da Girişim Sermayesi Anlaşma Sayısının (Tamamlanan) Sektörlere Göre Dağılımı

2010-23 arasında Japonya'da tamamlanan GS anlaşma sayısının sektörlere göre dağılımı incelendiğinde, en üst sırayı %18 ile *Endüstriyel Ürün ve Hizmetler* sektörünün aldığı görülmektedir. Daha sonra sırasıyla %17,3 ile *Perakende ve Hizmetler*, %16,3 ile *Teknoloji, Medya ve Telekomünikasyon* ve ardından diğer sektörler takip etmektedir. ABD ve Avrupa verileri ile kıyaslandığında, Japonya'da yatırımların perakende, tüketici ve endüstriyel ürün ve hizmetlere daha çok odaklandığı dikkat çekmektedir. Bir diğer önemli nokta ise teknoloji, medya ve sağlık hizmetleri gibi yüksek büyümeye sahip, yüksek getiri sağlayan sektörlerin ABD ve Avrupa'da yatırımlardan aldığı payın Japonya'ya kıyasla çok daha yüksek olduğudur. Bu kapsamda Japonya'da getirisi yüksek olan bu sektörlerin önemli düzeyde potansiyel içermesi ve yatırımlardan aldıkları payın artması beklentisi öne çıkmaktadır (Bischoff vd., 2024).

2.2. Türkiye'de Girişim Sermayesi Finansman Modelinin Gelişimi

Türkiye'de girişim sermayesinin gelişimi geçmişten bugüne kronolojik olarak incelendiğinde, genel itibarıyla 5 dönemden bahsetmek mümkündür:

- *Risk sermayesi kavramının ülkemizde kurumlar tarafından ele alınmaya başladığı ve ilk yapıların ortaya çıktığı 1993 öncesi dönem,*
- *Konuya ilişkin SPK mevzuatının yayımlanarak ilk GSYO'ların kurulduğu 1993-2000 arası dönem,*
- *Yurtdışından finansal kuruluşların Türkiye'deki girişim fırsatlarını değerlendirmek amacıyla genel olarak konsorsiyum şeklinde oluşturulan finansman kaynakları ve fonlar aracılığıyla yatırım yapmaya başladıkları 2000-2005 arası dönem,*
- *Girişim sermayesi yatırımlarının yanında finansman kaynaklarının da çeşitlenmesiyle sektörün gelişim gösterdiği ancak 2009 finansal krizinin de etkileriyle bu gelişimin sönümlenerek 2011 yılından itibaren tekrar toparlanmaya başladığı 2005-2013 arası dönem,*
- *Krizin etkilerinin azalarak sektörün gelişme trendine girdiği ve dünyadaki uygulamalar ışığında SPK'nın ulusal girişim sermayesi mevzuatını modernize ederek yürürlüğe aldığı 2013'ten bugüne uzanan dönem.*

Sonraki bölümde, bahsedilen bu gelişim dönemleri tarihsel sıralamaya uygun olarak ve detaylarıyla birlikte bütünsel şekilde ele alınacaktır.

2.2.1. Türkiye'de Girişim Sermayesinin Tarihsel Gelişimi

Türkiye'de girişim sermayesinin temellerinin atılması, 1984 yılında yenilikçi iş fikirlerinin finanse edilerek ekonomiye kazandırılması amacına yönelik olarak *Geliştirme ve Destekleme Fonu*'nun kurulması ile olmuştur. 1988 yılında ise *İşsizlikle Mücadele ve İstihdam Geliştirme Yüksek Koordinasyon Kurulu* yine benzer bir amaç doğrultusunda, küçük ve orta boy işletmelere destek sağlamak amacı ile kurulmuştur. Söz konusu kurul *Teşebbüs Destekleme Ajansı (TDA)* adı altında bir yapı oluşturarak risk sermayesinin oluşumunu, yani girişimcilerin iş fikirlerinin desteklenmesini de amaçlamıştır. TDA, *İş Vakfı*'na bağlı olarak kurulmuştur ve girişimcilere sadece finansal değil aynı zamanda teknik ve idari konularda da danışmanlık verilmesi amaçlanmıştır. Etibank'ın %25 ortaklığı ile kurulan Ajansın, yenilikçi iş fikirlerine %50'ye kadar sermaye desteği sağlaması ve özelleştirmelerden de pay alarak hisse varlığını artırması öngörülmüş ancak finans ekosisteminin olumsuz bakış açısı ve diğer

bazı nedenlerle başarılı olamamıştır. Girişimcilik ruhunun yaygınlaştırılması konusunda katkı sağlamış olsa da kredi vermeyi amaçlayan Kurumun yöntem farklılıkları nedeni ile girişim sermayesinden ayrıştığı söylenebilir. 1988 ile başlayan dönemde Ajansın faaliyetleri durdurulmuş ve 1992’de duyurulan ekonomik pakette özel yer verilmesine kadar girişim sermayesi oluşturma faaliyetleri kesintiye uğramıştır. 1990 yılında KOSGEB’in kurulması, 1991 yılında *Dünya Bankası* ile *Teknoloji Geliştirme Projesi (TGP)* kapsamında *Teknoloji Geliştirme Vakfı*’nın kurulması, 1993’te SPK tarafından ulusal mevzuatın yayımlanması ile somut adımlar atılmış ve *Yedi, Sekiz ve Dokuzuncu Kalkınma Planlarında* yer verilen tedbirler kapsamında sektöre ilişkin planlar oluşturulmuştur. (Uludağ, 1996; Zaimoğlu, 2001; Kaya, 2001). *Sermaye Piyasası Kurulu* tarafından hazırlanan ulusal ilk mevzuat olan *Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği*, 1993’te, 06.07.1993 tarih ve 21629 sayılı Resmi Gazete ile yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu düzenlemenin yerini sırasıyla, 1998 yılında 06.11.998 tarih ve 23515 sayılı Resmi Gazete ile yayımlanan *Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (VI-10)* ve 2003 yılında 20.03.2003 tarih ve 25054 sayılı Resmi Gazete ile yayımlanan *Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (VI-15)* almıştır. 2003 yılında yayımlanan bu tebliğ ile *risk sermayesi* ifadesi, *girişim sermayesi* kavramına genişletilmiştir. İlgili mevzuatta ilerleyen yıllarda dünyadaki uygulamalara yakınsama da sağlanması amacı ile önemli değişiklikler yapılmıştır.

Türkiye’de risk sermayesi kavramının ülkemizde faaliyet gösteren firmaların yurtdışındaki kaynaklardan finansman arayışı veya yurtdışındaki fonların Türkiye’de cazip buldukları yatırım fırsatlarını değerlendirmeleri neticesinde ortaya çıktığı söylenebilir. Bu yatırımlarının ilk örneği *Bankers Trust* ile *Türkiye Petrol Holding*’in 1991 yılında ortaklık kurmaları olmuş ancak *Bankers Trust*’ın ülkemizdeki uygulamalarında değişikliğe gitmesi sonucu bu ortaklık başarısızlığa uğramıştır¹². Bir diğer yurtdışı kaynaklı yatırım şirketi örneği olan *Sparx Asset Management* ise 1995 yılında Türkiye’de bir ofis açarak toplamda 7 adet firmaya 40 milyon ABD dolarının üzerinde finansman sağlamıştır. 1997 yılında *Merill Lynch*’in, ısı ekipmanları imalatı

¹² Kobinet’ten aktaran Kuğu, 2004.

yapan *Termoteknik* adlı şirkete, *Lehman Brothers*'ın *Superonline*'a yaptığı yatırımlar da örnek olarak verilebilir.¹³

Türkiye'de GSYO olarak ilk kurulan şirket 1996 yılında *Vakıflar Bankası*'nın yan kuruluşu olarak faaliyete geçen ancak özerk yönetime sahip *Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.*'dir. Şirket ilk etapta üç adet şirkete yatırım yaparak 2000 yılında borsaya kote olmuş (Mercan, 2001), 2009 yılında *Rhea Grubu*'na devredilene kadar faaliyetlerini sürdürmüştür. 1999 yılında *KOBİ Yatırımlarına Ortaklık A.Ş.* isimli yatırım şirketi, *Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB)*, *Halk Bankası*, *Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB)*, *Türkiye Esnaf ve Sanatkarları Konfederasyonu (TESK)* ve 16 Sanayi ve Ticaret Odası'nın ortaklığında kurulmuş; SPK mevzuatı çerçevesinde 2004 yılında *KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.* adını alarak faaliyete geçmiştir.¹⁴ Sektörde bir diğer önemli gelişme, *İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.*'nin *İş Bankası Grubu* ve *Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV)*'nin ortaklığında kurulması olmuştur. 2000 yılında kurulan şirket ilk yatırımlarını 2002 yılında bilişim sektörüne yapmıştır. Türkiye girişim sermayesi piyasasında önemli oyuncularından bir diğeri olan *Turkven* ise aynı dönemde *Uluslararası Finans Kurumu (IFC-International Finance Corporation)* ile farklı yatırım bankalarının ortaklığında kurulmuştur. Şirketin ortakları arasında halen *IFC*, *Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD-European Bank for Reconstruction and Development)*, *Hollanda Kalkınma Bankası (FMO-Dutch Development Bank)* ve *Alman Kalkınma Bankası (KfW DEG-German Development Bank)* bulunmaktadır.

SPK'nın 1993'te yapılan mevzuat düzenlemesini takip eden yıllarda girişim sermayesi verilerinde önemli bir değişiklik gözlenmemekle birlikte, 1999 yılında nispeten yükselmeye başlayan girişim sermayesi tutarı global ekosistemde yaşanan teknoloji patlamasının da etkisiyle hızla artarak 2000 yılında gelindiğinde 80 milyon ABD dolarının üzerinde gerçekleşmiştir. 2001 yılında ise yine küresel ekonomiyi sarsan dot.com krizinin etkileri Türkiye'de de etkisini göstermiş ve yatırımlar sert bir şekilde düşerek kesintiye uğramıştır. 1995-2007 arasında toplam yatırım tutarı 2,8 milyar ABD doları olarak gerçekleşirken, bu dönemdeki tutarın büyük kısmını 2006 yılında

¹³ Kobinet'ten aktaran Mercan, 2001.

¹⁴ <https://kobias.com.tr/hakkimizda-2/>

toplamda 2,3 milyar ABD doları olarak gerçekleşen *Mey İçki Sanayi ve Ticaret A.Ş.* ile *TAV Havalimanları Holding*'in aldığı yatırımlar oluşturmaktadır¹⁵ (akt. Yatmaz, 2012).

2007 yılında Türkiye'de girişim sermayesinin gelişimine katkıda bulunmak üzere Fonların Fonu (FoF - Fund of Funds) yapılanmasıyla *İstanbul Girişim Sermayesi İnisiyatifi (iVCi – İstanbul Venture Capital Initiative)* kurulmuştur. Luxemburg merkezli fon Türkiye'de yatırım yapmak üzere *KOSGEB*, *Avrupa Yatırım Fonu (EIF-European Investment Fund)*, *TTGV*, *TKYB*, *Garanti Bankası* ve *National Bank of Greece Group (NBG)* ortaklığı ile 10 milyon euro sermaye ve 160 milyon euro sermaye taahhüdü ile kurulmuştur.¹⁶ Kuruluşundan 2011 yılına kadar altmışın üzerinde başvuru almış ve bunlar arasından uygun bulunan yedi fona 110 milyon euro'nun üzerinde taahhütte bulunmuştur.¹⁷

2008 yılında *BC Partners*, *DeA Capital*, *Turkven Fon II Konsorsiyumu* 3,1 milyar ABD doları değerinde yılın en yüksek yatırımını gerçekleştirmiştir.¹⁸ ABD'de subprime mortgage kredi piyasasının çöküşüyle başlayan ekonomik krizin küresel etkileri nedeniyle, 2009'da ise Türkiye'de de yatırımlarda önemli oranda düşüş yaşanmış ve 2009 yılında 481 milyon ABD doları olarak gerçekleşen girişim sermayesi yatırımları 2010 yılında 66 milyon ABD dolarına gerilemiştir. 2009-2011 yılları arasında sektörde toplam yatırım tutarı 1,1 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir.¹⁹

Sonraki dönemde 2013 ve 2014 yıllarında girişim sermayesi mevzuatının yeniden düzenlendiği bir sürece girilmiştir. *Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.3)* 09.10.2013 tarih ve 28790 sayılı Resmi Gazete ile; *Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.4)* 02.01.2014 tarih ve 28870 sayılı Resmi Gazete ile yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

¹⁵ Deloitte, 2007'den aktaran Yatmaz, 2012: 100.

¹⁶ https://www.eif.org/what_we_do/resources/IVCi/index.htm , <https://kalkinma.com.tr/bizi-taniyin/yatirimci-iliskileri/istirakler/turkiye-yatirim-inisiyatifi-ivci-alt-fon> , <https://www.kosgeb.gov.tr/site/tr/genel/detay/347/istiraklerimiz>

¹⁷ <https://www.dunya.com/gundem/turkiye039nin-girisim-sermayesi-yatirim-platformu-ivci-haberi-156776>

¹⁸ İş GSYO, Faaliyet Raporu 2008: 7.

¹⁹ EMPEA, 2012: 1.

2.2.2. Türkiye’de Girişim Sermayesinin Yasal Çerçevesi

2.2.2.1. Girişim Sermayesi Yatırım Fonları

Girişim Sermayesi Yatırım Fonları (GSYF), Sermaye Piyasası Kurulu’ndan faaliyet izni alan portföy yönetim şirketleri, gayrimenkul ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri tarafından sürekli olarak kurulan ve yönetilen portföy varlıklarıdır. Fon yatırımcıları nitelikli yatırımcılardan oluşur ve para ya da iştirak payları şeklinde yatırım yapabilirler. Fonların tüzel kişiliği bulunmamaktadır.

GSYF’ ler, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 52. ve 54’üncü maddeleri kapsamında “III-52.4 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile düzenlenmiştir. Fonların portföyünde bulunabilecek varlıklar tebliğ kapsamında belirlenmiştir ve fon değerinin en az %80’ inin bir veya birden fazla girişim sermayesi yatırımdan oluşması zorunlu tutulmuştur. Bu durumun bir istisnası, belirli şartları sağlayan girişim şirketlerine bir hesap dönemi içinde doğrudan yapılan yatırımların fon toplam değerinin %10’ unu geçmesi halinde bu yatırım sınırının %51 olarak uygulanması şeklindedir. Fonun payları sadece nitelikli yatırımcılara satılabilir; yatırımcılar ödeyecekleri asgari sermayeyi taahhüt etmek, iki yıl içerisinde taahhütlerini gerçekleştirerek ödemek ve yatırıma yönlendirmek zorundadırlar. Fonlar sadece anonim şirket ya da limited şirket olan, faaliyetlerini yürütebilir durumda olan, getiri vaad edebilecek, vb Tebliğ’de tanımlanmış niteliklere haiz girişim sermayesi şirketlerine yatırım yapabilirler. Yatırım yapılan bir limited şirket ise yatırım tarihinden itibaren 1 yıl içerisinde anonim şirkete dönüştürme zorunluluğu bulunmaktadır. Bu şirketlerin ayrıca Türkiye’de kurulu olmaları ya da varlıklarının en az %80’inin ulusal iştirak veya bağlı ortaklıklardan oluşması zorunludur (SPK, 2022a). Girişim sermayesi olarak kabul edilen ve fonların yatırım yapabileceği yatırım türlerine Tebliğ’de aşağıdaki şekilde yer verilmiştir:²⁰

- a) Girişim şirketlerine doğrudan veya (g) bendinde tanımlanan özel amaçlı şirketler ve (c) bendi kapsamına giren kolektif yatırım amacıyla yurt dışında kurulu kuruluşlar vasıtasıyla dolaylı olarak sermaye aktarımı veya pay devri yoluyla ortak olabilir veya girişim şirketlerinin kurucusu olabilirler.
- b) Payları borsada işlem görmeyen girişim şirketlerinin ihraç ettiği borçlanma araçlarına ve payları borsada işlem görmeyen girişim şirketlerinin fon kullanıcısı olduğu kira sertifikalarına yatırım yapabilirler.

²⁰ 02.01.2014 tarih, 28870 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan *Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.4)*, Md. 18.

- c) Yatırımlardan kaynaklanan riskin yatırıma yönlendirilen anapara miktarı ile sınırlı olması kaydıyla sadece bu Tebliğde tanımlanan girişim şirketlerine sermaye yatırımı yapmak üzere yurtdışında kolektif yatırım amacıyla kurulan kuruluşlara doğrudan yatırım yapabilirler.
- ç) Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirler.
- d) Diğer girişim sermayesi yatırım fonlarının katılma paylarına yatırım yapabilirler.
- e) Girişim şirketi niteliğindeki halka açık şirketlerin borsada işlem görmeyen paylarına yatırım yapabilirler.
- f) (Değişik: RG-21/9/2024-32669) Payları borsada işlem görmeyen girişim şirketlerine borç ve sermaye finansmanı karması olarak yapılandırılmış finansman niteliğinde finansman sağlayabilir. Bu durumda finansmanın sağlanmasından önce, fon ve girişim şirketi arasında asgari olarak bu finansman türüne uygun vade, faiz ve şirket payına dönüşüm koşullarını içeren bir sözleşmenin akdedilmesi zorunludur.
- g) Esas sözleşmelerinde belirlenen faaliyet alanları münhasıran bu Tebliğde tanımlanan girişim şirketlerine yatırım yapma amacı ile sınırlandırılmış olan yurt içinde veya yurt dışında kurulu özel amaçlı anonim şirketlere ortak olabilirler.
- ğ) Münhasıran girişim şirketlerine kullandırılan/kullandırılacak kredilere dayalı ya da faizsiz finansmana dayalı olarak ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetlere yatırım yapabilirler.
- h) (g) bendinde tanımlanan özel amaçlı şirketler ve kolektif yatırım amacıyla yurt dışında kurulu kuruluşların borçlanma araçlarına veya bunların fon kullanıcısı olduğu kira sertifikalarına yatırım yapabilirler.
- i) Girişim şirketlerinin paylarının vadeli olarak satılması veya girişim şirketlerinin paylarının satın alınması için avans verilmesi durumunda, bu işlemlerden oluşan alacaklar ve avanslar da girişim sermayesi yatırımı olarak kabul edilir.
- ı) Girişim şirketlerinin paylarını satın alma hakkı veren opsiyon sözleşmelerinin primleri de girişim sermayesi yatırımı olarak kabul edilir.
- j) (Ek:RG-21/9/2024-32669) 23 üncü maddenin beşinci fıkrası kapsamında yapılan yatırımlar girişim sermayesi yatırımı olarak kabul edilir.
- k) (Ek:RG-21/9/2024-32669) İlgili mevzuat hükümlerine uygun olmak ve diğer mevzuat hükümleri saklı kalmak kaydıyla, girişim şirketlerine ileri vadede ortak olma hakkı veren ya da verecek sözleşmeler yoluyla yapılan yatırımlar girişim sermayesi yatırımı olarak kabul edilir.

2.2.2.2. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları (GSYO), çıkarılmış sermayelerini girişim şirketlerini fonlamak için kullanan anonim şirketlerdir ve Türk Ticaret Kanunu'nun anonim şirketler için geçerli maddelerine uymakla yükümlüdürler. Bu şirketler GSYO olarak kurulabileceği gibi, anonim şirketler de esas sözleşmelerini mevzuat hükümlerine uygun şekilde değiştirerek GSYO'ya dönüşebilirler.

GSYO'lar, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında "III-48.3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile düzenlenmiştir. GSYO'lar aktif büyüklüklerinin %51'inden az olmamak üzere girişim şirketlerine yatırım yapmak ve üçer aylık sürelerde portföy değer tablosu hazırlamak zorundadırlar. Bu şirketlerin portföy işletmeciliğinden doğan kazançları vergiden muaf tutulmuştur ve portföy yönetimine ilişkin alternatifleri Tebliğ'de aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır:²¹

²¹ 09.10.2013 tarih ve 28790 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan *Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.3)*, Md. 18.

Ortaklıklar; portföylerinin mevduat ve katılma hesapları hariç para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan kısmının aktif toplamının %10'unu aşması halinde, bünyelerinde Kurulun lisanslama düzenlemeleri çerçevesinde lisans belgesine sahip yeterli sayıda portföy yöneticisini istihdam etmek suretiyle kendileri yönetebilecekleri gibi, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak ve Kurulun onayının alınması şartlarıyla imzalanacak bir sözleşme ile bir portföy yönetim şirketinden portföy yönetimi hizmeti veya yatırım danışmanlığı hizmeti alabilirler.

Bunun yanında kurucu ve ortakların yanında lider sermayedarın sahip olması gereken nitelikler Tebliğ ile tanımlanmıştır. Kurucu ya da mevcut ortaklardan en az biri lider sermayedar olmalı ve sermayenin en az %25'i Tebliğ'de belirtilen sürelerde halka arz edilmelidir. Bu durumun bir istisnası, esas sözleşmelerinde hüküm bulunması şartıyla ortaklık paylarının satışını sadece nitelikli yatırımcılarla sınırlandırabilmeleridir. Bu durumda ve Tebliğ'de belirtilen diğer koşulları da sağlamak kaydıyla payların borsada işlem görme zorunluluğu ve lider sermayedar şartı ortadan kalkar (SPK, 2022b). Girişim sermayesi olarak kabul edilen yatırım türleri Tebliğ'de 21. madde 3. bendde belirtilmiş; GSYO'ların yapabileceği diğer yatırım türlerine ve faaliyetlere ise 20. madde altında aşağıdaki şekilde yer verilmiştir:²²

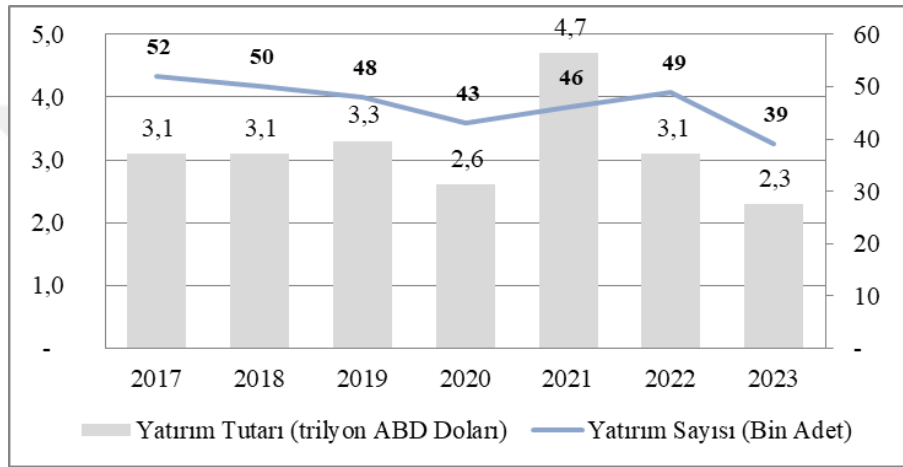
Ortaklıklar;

- a) Bu Tebliğde belirtilen esaslar çerçevesinde girişim sermayesi yatırımları yapabilir.
- b) Girişim sermayesi yatırımları dışında portföylerini çeşitlendirmek amacıyla, borsada işlem gören veya görmek üzere ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına, borsada ters repo işlemlerine, Takasbank Para Piyasası işlemlerine ve yatırım fonu katılma payları ile TL ve döviz cinsinden vadeli-vadesiz mevduat ve katılma hesabına yatırım yapabilir. Yatırım fonu katılma payları hariç sermaye piyasası araçlarının alım satımlarının borsa kanalıyla yapılması zorunludur.
- c) Portföylerindeki girişim şirketlerinin yönetimine katılabilir.
- ç) Portföylerindeki girişim şirketlerine danışmanlık hizmeti verebilir.
- d) Türkiye'deki girişim sermayesi faaliyetlerine yönelik olarak danışmanlık hizmeti vermek üzere yurtiçinde ve yurtdışında kurulu danışmanlık şirketlerine ortak olabilir.
- e) Yurtiçinde kurulu portföy yönetim şirketleri ile yurtdışında kurulmakla birlikte faaliyet kapsamı sadece yurtiçinde kurulu girişim şirketleri olan portföy yönetim şirketlerine ortak olabilir.
- f) BİAŞ Gelişen İşletmeler Piyasasında piyasa danışmanlığı hizmeti verebilir.

²² 09.10.2013 tarih ve 28790 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan *Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.3)*, Md. 20/1.

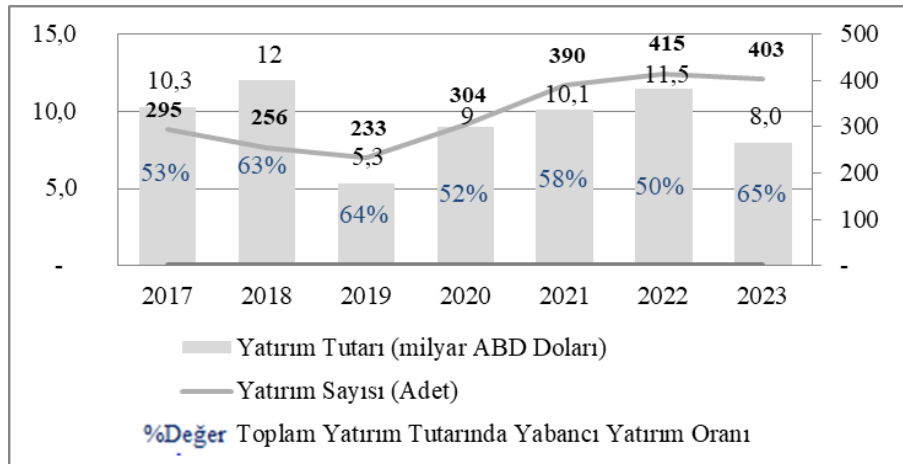
2.2.3. Türkiye’de Girişim Sermayesi Genel İstatistikleri

Bu bölümde Türkiye’de girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin istatistikler ve yıllara göre değişimleri incelenecektir. Girişim sermayesi verilerine öngörü oluşturmaları açısından öncelikle dünyada ve Türkiye’de şirket satın alma ve birleşme (M&A) istatistikleri değerlendirilecektir. Bu kapsamda bu başlık altında yer alan istatistiklerde Türkiye’de detaylı M&A verilerinin yanında, RS ve GS verilerini derleyerek düzenli şekilde yayınlayan Deloitte’un farklı yıllara ait M&A ülke raporlarından yararlanılmıştır.



Kaynak: S&P’ tan akt. Deloitte 2023: 5, 2024: 6.

Şekil 14. 2017-2023 Yılları Arasında Dünyada M&A Yatırımları

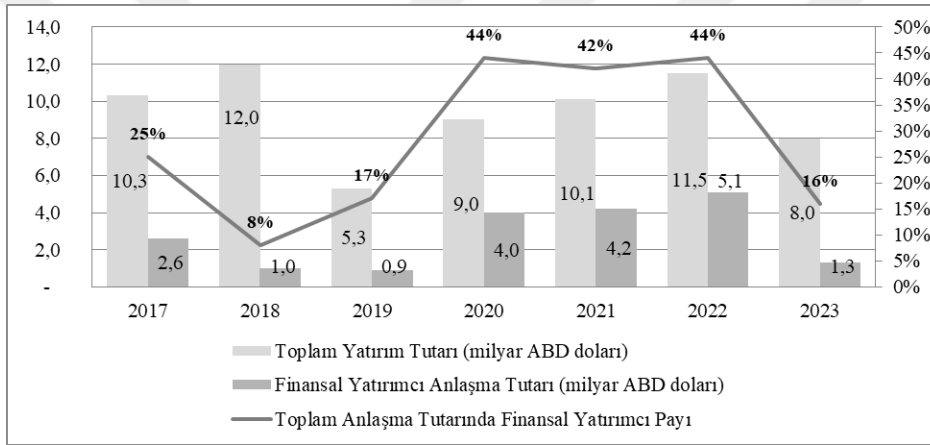


Kaynak: Deloitte 2023: 5, 2024: 6.

Şekil 15. 2017-2023 Yılları Arasında Türkiye’de M&A Yatırımları

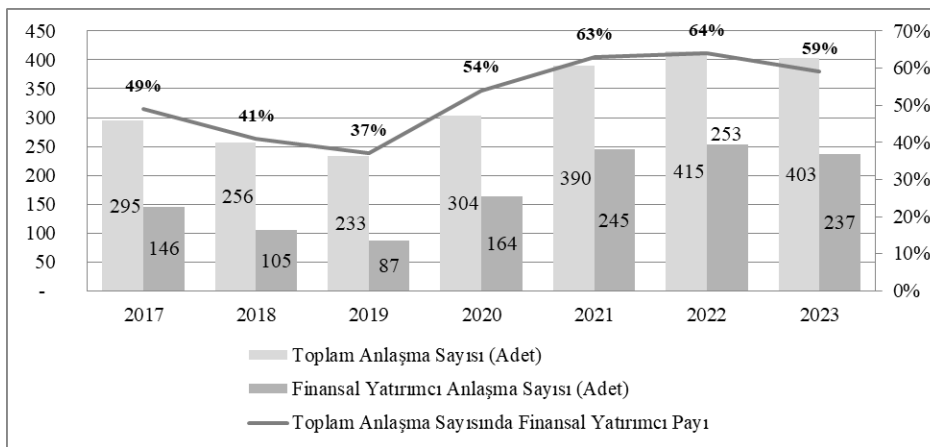
Dünyada M&A verileri incelendiğinde, 2017 yılında 3,1 trilyon ABD doları olarak gerçekleşen yatırım tutarı, 2021 yılında 4,7 trilyon ABD dolarına yükselirken,

izleyen yıllarda keskin bir azalma kaydederek 2023 yılında 2,3 trilyon ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Türkiye'nin 2017 yılında 10,3 milyar ABD doları ile dünyadaki M&A tutarından yaklaşık %0,3 oranında pay aldığı, 2018'de dünyada yatay seyir izleyen yatırım tutarının ülkemizde 12 milyar ABD dolarına yükseldiği görülmektedir. 2019 yılında keskin bir düşüşle 5,3 milyar ABD doları olarak gerçekleşen yatırım tutarının 2017 yılı seviyelerini yakalaması ancak 2021 yılı itibariyle mümkün olmuştur. 2023 yılında 8 milyar ABD doları ile dünyada gerçekleşen satın alma ve birleşmelerden alınan pay %0,3 ile 2017 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2017 yılından 2023'e kadar olan süreçte yıllar itibariyle dünyadaki M&A verilerinden ülkemizin aldığı pay ortalama binde 2 ve binde 4 arasında değişiklik göstermekte olup yabancı yatırımcı payı ise % 50 ve % 65 arasındadır.



Kaynak: Deloitte 2023: 11, 2024: 10.

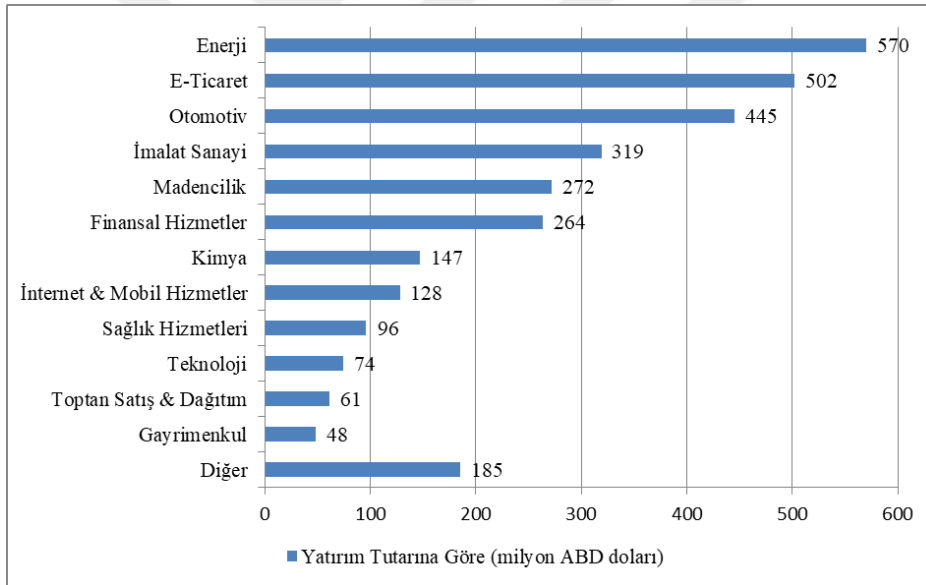
Şekil 16. 2017-2023 Yılları Arasında Türkiye'de Toplam M&A ve Finansal Yatırımcı Anlaşma Tutarı



Kaynak: Deloitte 2023: 11, 2024: 10.

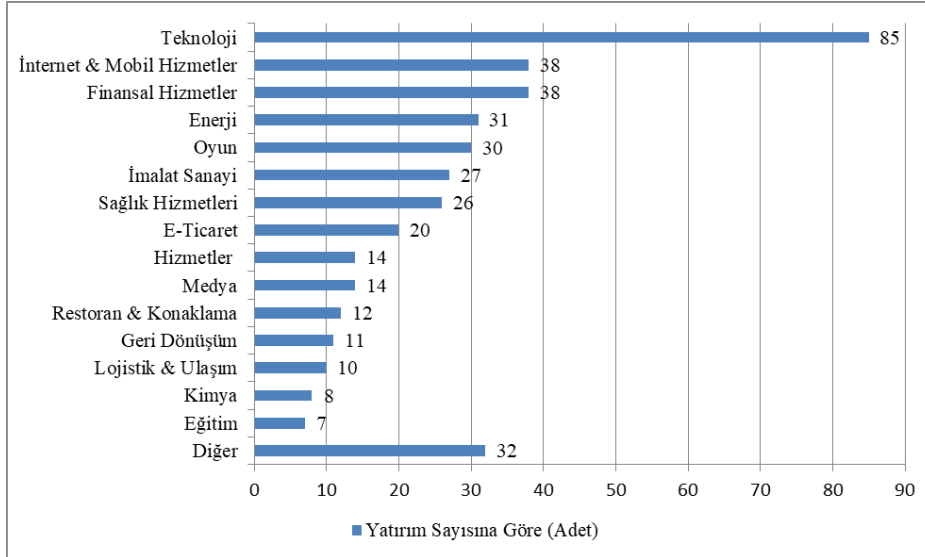
Şekil 17. 2017-2023 Yılları Arasında Türkiye'de Toplam M&A ve Finansal Yatırımcı Anlaşma Sayısı

Yukarıdaki grafiklerde 2017-2023 yıllarında Türkiye’de gerçekleşen M&A anlaşma tutarları ile sayıları ve bunlar içerisinde RS ve GS verilerini de içeren finansal yatırımcıların payı gösterilmektedir. Finansal yatırımcıların toplam M&A yatırım tutarından aldığı pay 2020-2022 arası dönemde en yüksek seviyesine ulaşmış; 2023 itibariyle 2017’deki seviyenin de altına düşerek %16 olarak gerçekleşmiştir. 2023’te Türkiye’de yaklaşık 8 milyar ABD doları olarak gerçekleşen şirket satın alma ve birleşmelerinin sadece 1,3 milyar ABD doları finansal yatırımcılara aittir. Bu veriler tezin diğer bölümlerinde de bahsedildiği gibi dünyadaki gelişmelere de paralel olarak ülkemizde de finansal aktörlerin yatırım isteği ve risk toleransının ne denli düştüğünün bir göstergesi olarak yorumlanabilir. Finansal yatırımcıların anlaşma sayısı bakımından toplamdan aldığı pay ise yıllar itibariyle %37 ile %64 değişmekte; diğer bir deyişle her yıl yapılan şirket satın alma ve birleşme anlaşmalarının adetsel olarak yarıya yakını ya da yarıdan fazlası finansal yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmektedir.



Kaynak: Deloitte 2024: 18.

Şekil 18. 2023 Yılında Türkiye’de M&A Yatırımlarının Sektörlere Göre Dağılımı
(Kamuya açıklanan verilerle, Yatırım Tutarı)

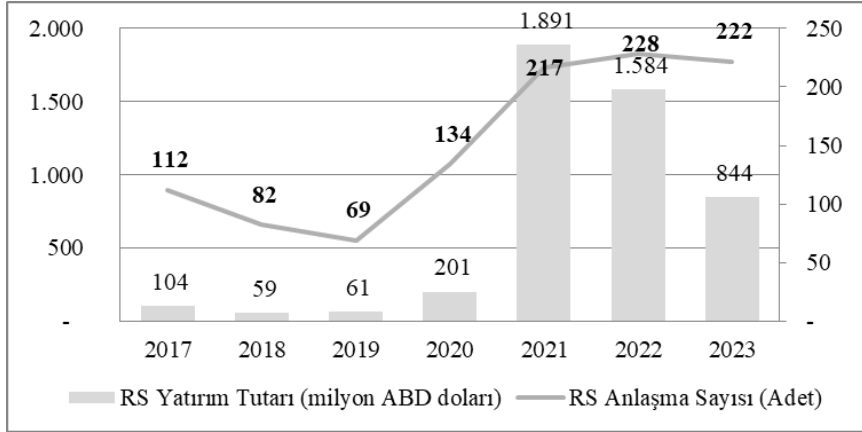


Kaynak: Deloitte, 2024: 18.

Şekil 19. 2023 Yılında Türkiye’de M&A Yatırımlarının Sektörlere Göre Dağılımı (Yatırım Sayısı)

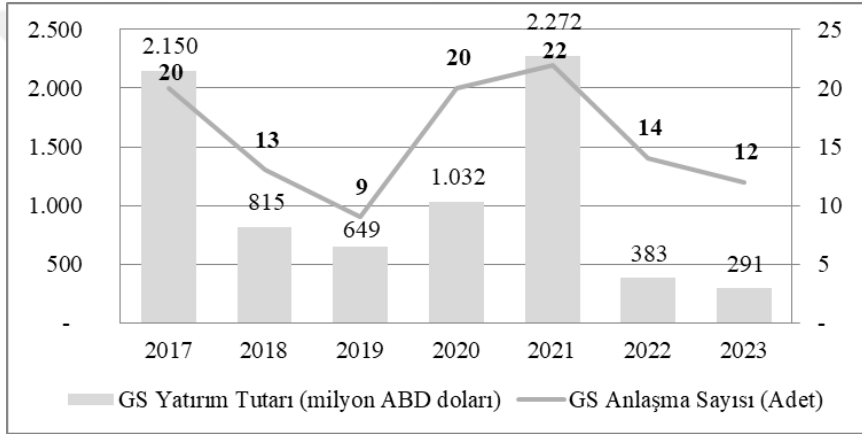
2023 yılında Türkiye’de açıklanan M&A yatırım tutarının sektörlere göre dağılımı incelendiğinde, en üst sıraları 570 milyon ABD doları ile *Enerji*, 502 milyon ABD doları ile *E-Ticaret* ve 445 milyon ABD doları ile *Otomotiv* sektörlerinin aldığı anlaşılmaktadır. Daha sonra sırasıyla, 319 milyon ABD doları ile *İmalat Sanayi*, 272 milyon ABD doları ile *Madencilik*, 264 milyon ABD doları ile *Finansal Hizmetler* ve diğer sektörler gelmektedir. M&A yatırım sayısının sektörlere göre dağılımı incelendiğinde ise, ilk sıraları 85 ile *Teknoloji*, 38 ile *İnternet&Mobil Hizmetler* ve *Finansal Hizmetler* sektörlerinin aldığı görülmektedir. Daha sonra sırasıyla, 31 ile *Enerji*, 30 ile *Oyun*, 27 ile *İmalat Sanayi*, 26 ile *Sağlık Hizmetleri*, 20 ile *E-Ticaret* ve diğerleri gelmektedir. Sektörlere göre dağılım yıllar itibariyle değişmekle birlikte her iki grafik birlikte incelendiğinde 2023 yılında miktarsal olarak daha alt sıralarda olan *Teknoloji*, *İnternet&Mobil Hizmetler* ve *Finansal Hizmetler* sektörlerinin adet olarak en üst sıralarda olması dikkat çekicidir. Bu da dünya genelinde olduğu gibi teknoloji ve yazılım içeren sektörler daha az miktarda ve çok sayıda yatırım yapılması durumunu desteklemektedir. Ayrıca, rapor içeriğinde, Türkiye’de M&A yatırımlarının ülkere göre dağılımı incelendiğinde, 2020-24 döneminde en çok yatırım alınan bölgelerin, yıllara göre sıralamaları değişmekle birlikte, *Avrupa*, *Kuzey Amerika*, *Körfez* ve *Asya Pasifik* olduğu belirtilebilir.²³

²³ Deloitte, 2024: 10.



Kaynak: Deloitte 2023: 12, 15, 2024: 11, 13.

Şekil 20. 2017-2023 Yılları Arasında Türkiye’de Risk Sermayesi Yatırımları



Kaynak: Deloitte 2023: 12, 15, 2024: 11, 13.

Şekil 21. 2017-2023 Yılları Arasında Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırımları

Türkiye’de 2017-2023 yılları arasında RS ve GS yatırım tutarları incelendiğinde, başlangıç dönemine göre RS yatırımları genel itibarıyla hacim ve sayı olarak artış gösterirken; GS yatırımlarında tam tersi durum söz konusudur. 2017 yılında 104 milyon ABD doları olarak gerçekleşen RS yatırım tutarı 2018 ve 2019 yıllarında azaldıktan sonra 2020 itibarıyla artmaya başlamış ve 2021 yılında en yüksek seviyeye ulaşarak 1,9 milyar ABD doları, takip eden dönemde ise azalarak 2023’te 844 milyon ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Bunun yanında yatırımlar işlem bazında incelendiğinde bazı yatırımların toplam yatırım tutarının büyük bir oranını oluşturması dikkat çekicidir. Örneğin, 2023 yılında toplam yatırım tutarının yaklaşık %60’ı tek bir firma satın almasından kaynaklanmaktadır.²⁴ Bu durum sektörün henüz ne kadar düşük bir kapasite ile faaliyet gösterdiğinin bir göstergesi olması açısından önemlidir. 2017 yılında 112

²⁴ 844 milyon ABD doları olan toplam RS yatırım tutarının 500 milyon ABD dolarlık kısmı *Getir* şirketine yapılan yatırım tutarından oluşmaktadır (Deloitte, 2024: 12).

adet olan anlaşma sayısı ise 2023 yılında 222 olmuş ve yaklaşık 2 katına çıkmıştır. GS yatırımlarına gelindiğinde, yatırım tutarı 2017 yılında 2,1 milyar ABD doları iken takip eden yıllarda hızla azalmış, 2020'den itibaren toparlanma eğilimine girmiş ve 2022'de en yüksek seviyesine ulaşarak 2,2 milyar ABD doları olmuştur. Buna karşın, bu seviyeden 2022 yılında 383; 2023'te ise daha da azalarak 291 milyon ABD dolarına kadar gerilemiştir. Ülkemizde GS yatırım sayıları incelendiğinde ise anlaşma adetlerinin oldukça düşük olduğu, 2017 yılında 20 olan sayının 2023'te 12'ye kadar düştüğü gözlenmektedir. Bu istatistikler ülkemizde girişim sermayesi yatırımlarının ağırlıklı risk sermayesi şeklinde teknoloji ve yenilik içeren girişimlere odaklandığını, GS yatırımlarının ise oldukça sığ bir sektörel yapı ortaya koymakla birlikte yüksek bir gelişme potansiyeline de sahip olduğunu göstermektedir.

2.2.4. Türkiye’de Girişim Sermayesi Ekosistemine Katkıda Bulunan Kuruluşlar

Dünya genelinde olduğu gibi ülkemizde de girişim sermayesi sektörünün gelişmesi ve piyasa derinleşmesi için Ar-Ge üreten kurumlardan, patent ve lisans haklarının korunduğu bir hukuki sisteme; yatırım bankalarından, finans ve destek kuruluşlarına kadar geniş ölçekte iyi işleyen bir yapıya ve kurumlara ihtiyaç bulunmaktadır. Bu bölümde bu yapının bir parçası olan tüm kurumlara yer verilemeyeceğinden girişim sermayesi ekosistemine katkıda bulunması amaçlanan başlıca kurum ve kuruluşlara değinilecektir.

2.2.4.1. Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş.

Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası (TKYB)’nin ilk adımı, 1975 yılında kâr ortaklığı yoluyla finansmanı ve kalkınma bankacılığının içerdiği diğer faaliyetleri yürütmek üzere özel hukuk hükümlerine tabi olarak anonim şirket şeklinde kurulan *Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası (DESİYAB) A.Ş.* ile atılmıştır. Bankanın ismi 1988 yılında *Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş.*, 2018 yılında, *Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş.* olarak değiştirilmiştir. Kurum geçmişten bu yana özellikle fizibilite ve çeşitli sektörel raporlamalar konusunda önemli ölçüde birikime sahiptir ve halen yatırım bankacılığının yanında proje finansmanı, kurumsal ölçekte kredi tahsisi, sürdürülebilir ekonomi alanında finansman ihtiyaçlarına yanıt vermek gibi faaliyetler sürdürmektedir. Ayrıca, banka dışı fonlama sisteminin ve girişim sermayesi yatırımlarının

yaygınlaştırılması amacı ile 2019 yılında *Türkiye Kalkınma Fonu* kurulmuştur. Bu fon çatısı altında, *Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı*'nın ana yatırımcısı ve *Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası*'nın kurucusu olduğu "Bölgesel Kalkınma Fonu" ile "Teknoloji ve İnovasyon Fonu" kurulmuş ve 2020 yılında resmiyet kazanarak faaliyete geçmiştir. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı tarafından 2020 yılı için aktarılan fon kaynağı 400 milyon TL olarak belirlenmiştir. Ayrıca yine 2020 yılında *Kalkınma Yatırım Varlık Kiralama A.Ş.* ile *Kalkınma Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş.*, 2021 yılında ise *Kalkınma Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş.* tarafından *Yenilikçi ve İleri Teknolojiler Girişim Sermayesi Yatırım Fonu*, *Kalkınma Katılım Girişim Sermayesi Yatırım Fonu*, *TKYB Sermaye Fonu* kurulmuştur. Bunlara Aralık 2022'de *Kalkınma ODTÜ Teknokent Girişim Sermayesi Yatırım Fonu*, Ekim 2023'te *TÜBİTAK BIGG Fonu* eklenmiş ve 2024 Temmuz itibarıyla yönetilen toplam fon büyüklüğü 4,2 milyar TL'ye ulaşmıştır. Kurum farklı dönemler itibarıyla uluslararası kurumlar ve çeşitli ülkelerin yatırım bankaları ile imzaladığı destek ve hibe anlaşmalarının yanında enerji, *Çevresel*, *Sosyal ve Kurumsal Yönetişim* uygulamaları ile yatırım ekosisteminin gelişmesine önemli katkılar sağlamaktadır.²⁵

2.2.4.2. Kredi Garanti Fonu İşletme ve Araştırma A.Ş.

Kredi Garanti Fonu İşletme ve Araştırma A.Ş. (KGF), 1991 yılında Türkiye ile Almanya arasında imzalanan işbirliğinden sağlanan fon desteği ile faaliyete geçmiştir. Kurulduğu günden bu yana birçok banka ve finansal kurum ile protokol imzalayarak hizmet ağını genişletmiştir. Fon, teminat sorunu nedeni ile kredi imkanlarına erişimde güçlük çeken firmalara kefalet veya garanti vererek orta ve uzun dönemli finansmana erişimlerinin sağlanmasında aracı olmak suretiyle hizmet vermektedir. Ekonomik darboğaz dönemlerinde verdiği nefes kredileri ile gündeme gelen Kurumun ortaklık yapısında Türkiye'de faaliyet gösteren birçok banka ve finans kurumu bulunmaktadır. KGF öz kaynaklarının kullanıldığı krediler için KOBİ'ler, Hazine kaynaklarının kullanıldığı krediler için KOBİ ve KOBİ dışı işletmeler uygun başvuru sahibi konumundadır. Kurum tarafından verilen garantiler 3 farklı sistem ile yürütülmektedir. Bunlar, *Portföy Garanti Sistemi (PGS)*, *Portföy Garanti Sistemi Dışı Kefalet (PLS)* ve *Doğrudan Kefalet* şeklindedir. PGS'de KGF ortağı olan banka tarafından işletmeye verilmesi onaylanan ve kefaleti banka aracılığıyla KGF'den istenen kredi için KGF

²⁵ <https://kalkinma.com.tr/>

tarafından ayrı bir değerlendirme yapılmamakta, sadece uygunluk kriteri kontrolü yapılmaktadır. PLS’de KGF ortağı olan banka tarafından işletmeye verilmesi onaylanan krediye KGF 7 iş günü içinde ayrıca kredi değerlendirmesi yapmaktadır. Doğrudan kefalet sisteminde ise banka kredisi söz konusu olmayıp; KGF ile anlaşması bulunan destek kurumlarından geri ödemeli destek almaya hak kazanmış firmalar ayrıca incelenerek uygun bulunanlar lehine destek sağlayıcı kuruma hitaben teminat mektubu verilmektedir. Kurum 30.10.2024 itibariyle 1,4 milyon işletmeye yaklaşık 776 milyar TL kefalet sağlayarak yaklaşık 925 milyar TL kredi hacmine aracılık etmiştir.²⁶

2.2.4.3. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

*Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. (TSKB), Dünya Bankası, Merkez Bankası ve ticari bankaların ortaklığı ile 1950’de Türkiye’nin ilk özel yatırım bankası olarak kurulmuştur. 2024 yılsonu itibariyle hisselerinin %47,68’si İş Bankası’na, % 8,38’i Vakıfbank’a ait olup % 43,94’ü ise halka açıktır ve BİST Yıldız Pazar’da TSKB ismi ile işlem görmektedir. TSKB’nin kuruluş amaçları şöyledir:*²⁷

- i) Türkiye’de öncelikle sanayi sektöründe olmak üzere bütün ekonomik sektörlerdeki girişimlere ait yeni tesislerin kurulmasına, varolan tesislerin genişletilmesine ve modernleştirilmesine, çalışmalarının geliştirilmesine yardımcı olmak, Yurt dışında girişimciler tarafından doğrudan veya ortaklıklar halinde yürütülecek projelerin ve çalışmaların gerçekleştirilmesine, para ve sermaye piyasalarının geliştirilmesine yardımcı olmak,
- ii) Yabancı ve yerli sermayenin Türkiye’de yatırım yapmasına, kurulu veya kurulacak şirketlere katılmasına yardım etmek ve katılmayı özendirmek,
- iii) Türkiye’de sermaye piyasasının gelişmesine yardım etmek ve şirketlere ilişkin menkul kıymetlerin özel mülkiyete geçirilmesine ve özel mülkiyette kalmasına çaba göstermek.

1999 yılında 15 yıllığına *Avrupa Kalkınma Bankası (EIB-European Investment Bank)* ile “Risk Sermayesi Kaynaklarından Koşullu Kredi Hakkında Finans Sözleşmesi” imzalamış ve bu kapsamda 12,5 milyon euro’luk bir fon oluşturulması yoluyla işletmelerin yüksek büyüme potansiyeli olan projelerine ilişkin en fazla %25 oranında ortak olmayı hedeflemiştir (Kaya, 2001: 32). Banka halen kurumsal bankacılık, danışmanlık ve yatırım bankacılığı alanlarında gayrimenkul ve sürdürülebilirlik, yenilenebilir enerji ve kaynak verimliliği gibi konularda faaliyet gösteren iştirak kuruluşları ve alternatif finansman kaynakları ile birlikte müşterilerine hizmet vermektedir.²⁸

²⁶ <https://www.kgf.com.tr/index.php/tr/>

²⁷ TSKB Esas Sözleşmesi, Madde 2/A-B-C, <https://www.tskb.com.tr/uploads/file/5e69a269667e2055f93193e4e38a6c67-1681195982083.pdf>

²⁸ <https://www.tskb.com.tr/>

2.2.4.4. Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı

1986'da KOBİ'leri desteklemek amacıyla oluşturulan TDA'nın bir uzantısı olarak 1990 yılında *Dünya Bankası* ile oluşturulan "Teknoloji Geliştirme Projesi" kapsamında teknolojik girişimlerin finansmanı amacıyla bir RS şirketi kurulması düşünülmüştür. *Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV)*, 1991 yılında bu projenin devamında özel sektörde faaliyet gösteren firmaların teknoloji ve inovasyona dayalı gelişme göstermeleri ve bu kapsamdaki fonlara erişimlerini kolaylaştırmak üzere kâr amacı gütmeyen bir yapıda kurulmuştur (Uludağ, 1996: 44). TTGV kamu-özel işbirliği ile kurulmuştur, kurucuları arasında *Hazine ve Maliye Bakanlığı, Ticaret Bakanlığı, TÜBİTAK, KOSGEB*, vb kamu kurumlarının yanında, *DEİK, İSO, TUSİAD* gibi iş dünyasından temsilciler ile çok sayıda özel işletme de bulunmaktadır.²⁹ Kurum, 2000 yılında *İŞ GSYO* ve *Turkven* yatırımlarının yanında 2007 yılında *Fonların Fonu* şeklinde kurulan *İstanbul Risk Sermayesi Girişimi*'ne yatırımcı olmuştur. Takip eden dönemde 2016 yılında, *Mediterra Capital Partners II Özel Sermaye Fonu*, 2017 yılında *Taxim Capital Partners I Özel Sermaye Yatırım Fonu* ve 2019 yılında *Digital East II Fonu* yatırımlarını gerçekleştirmiştir. Ayrıca *Institutional Limited Partners Association (ILPA)*, *Invest Europe* ve *European Venture Philanthropy Association (EVPA)* üyesidir.³⁰ Bu faaliyetleri doğrultusunda TTGV, girişim sermayesinin gelişimi açısından önemli bir rol üstlenmiştir. Teknolojik yatırımların hayata geçmesi için kolaylaştırıcı vazifesi görmek, yenilikçi projelerin finansmana erişimini sağlamak, teknoloji odaklı genç girişimcileri ödüllendirmekte, teknoloji, Ar-Ge ve çevre odaklı projelerin kullanımını yaygınlaştırıcı rol üstlenmektedir.

2.2.4.5. Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu

1963 yılında "Türkiye Bilimsel ve Teknik Araştırma Kurumu" adı ile kurulmuş olan *TÜBİTAK*, doğa bilimleri başta olmak üzere *temel bilimler, mühendislik, tıp, tarım ve hayvancılık* olmak üzere dört ana başlıkta bilimsel çalışmaları desteklemek ve araştırmacı yetştirmek amacıyla kurulmuştur. Kuruluşundan itibaren *TÜBİTAK* bünyesinde kurulan yapılar Kurumun web sitesinde kronolojik sırada belirtilmiş olup

²⁹ <https://ttgv.org.tr/>

³⁰ <https://www.teknolojiyatirim.com.tr/tr/hakkinda>

geniş kapsamdaki faaliyet başlıklarının daha iyi anlaşılabilmesi açısından aşağıdaki şekilde alıntılanmıştır:³¹

1968'de Ankara'da, Elektronik Araştırma Ünitesi'nin, şimdi Gebze'de faaliyet gösteren Ulusal Elektronik ve Kriptoloji Araştırma Enstitüsü-TÜBİTAK-UEKAE; 1971'de Yapı Araştırma Enstitüsünün (1989'da TÜBİTAK Bilim Kurulu kararı ile araştırma grubu şekline dönüştürülmüştür); 1972'de Gebze'de Marmara Bilimsel ve Endüstriyel Araştırma Enstitüsünün, şimdi Marmara Araştırma Merkezi-TÜBİTAK-MAM; 1973'de Güdümlü Araçlar Teknolojisi ve Ölçüm Merkezinin, şimdi Savunma Sanayi Araştırma ve Geliştirme Enstitüsü-TÜBİTAK-SAGE; 1984'de Ankara Elektronik Araştırma Geliştirme Enstitüsünün, 1995'te Bilgi Teknolojileri ve Elektronik Araştırma Enstitüsü-BİLTEN ve şimdi Uzay Teknolojileri Araştırma Enstitüsü-TÜBİTAK-UZAY; 1986'da Ulusal Metroloji Enstitüsünün-TÜBİTAK-UME ve 1983'te Milli Eğitim Bakanlığı ile birlikte ortaklaşa kurulan ve 2002'de TÜBİTAK Başkanlığına doğrudan bağlı Enstitü haline gelen Türkiye Sanayi Sevk ve İdare Enstitüsünün-TÜSSİDE kurulmasıyla birlikte kurumun görevleri arasında yer alan araştırma faaliyetlerine başlanmıştır.

TÜBİTAK, 1967 yılında Dokümantasyon ve Enformasyon Merkezini kurarak araştırmacılara Ar-Ge alanında dokümantasyon hizmeti vermek görevini üstlenmiştir. Bu merkez, 1996'da akademik bilgisayar ağı kurulduktan sonra Ulusal Akademik Ağ ve Bilgi Merkezine-TÜBİTAK-ULAKBİM dönüştürülmüştür. Bu merkezin yanı sıra, 1995'te Ulusal Gözlemevinin-TÜBİTAK-TUG ve 1995'de Enstrumental Analiz Laboratuvarının, şimdi Ankara Test ve Analiz Laboratuvarı-TÜBİTAK-ATAL; 1996'da Temel Bilimler Araştırma Enstitüsünün-FEZA GÜRSEY; 2001'de Bursa Test ve Analiz Laboratuvarının-TÜBİTAK-BUTAL kurulmasıyla, araştırmacılara farklı alanlarda çeşitli bilimsel ve teknolojik altyapı hizmeti verilmektedir.

Daha sonra 7 Temmuz 2005 tarih, 5376 sayılı Kanun ile *Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu* adını almıştır. Yeni düzenleme ile Kurumun faaliyet alanı genişletilerek sosyal ve beşeri bilimler de dahil edilmiştir.³² Bu kapsamda TÜBİTAK, Türkiye'deki akademik ve endüstriyel Ar-Ge çalışmalarını özendirmeyi, yönlendirmeyi, bu kapsamda yenilikçi projeleri destekleyerek rekabet gücünü artırmayı hedeflemektedir.

Kurum KOBİ'lerin Ar-Ge çalışmalarına başlangıcını kolaylaştırmak, sanayi kuruluşlarının Ar-Ge ve yeni ürünlerini ortaya koymalarını teşvik etmek, bu alanda uluslararası işbirliklerini artırmak ve yeni teknoloji girişimlerini desteklemek benzeri amaçlar ile çok sayıda farklı destek programı yürütmektedir. Bunun yanında TÜBİTAK tarafından akademi ve sanayi aktörlerinin ulusal ve uluslararası işbirlikleri hedefli bir araya getirilmesini, araştırmacıların akademik çalışmalarına destek olunmasını amaçlayan programlar, etkinlik düzenleme destekleri vb. girişim ekosistemine doğrudan ve dolaylı katkı sağlayan birçok program desteklenmektedir. Uygulanan destek programları belirtilen amaçlar kapsamında beş ana başlıkta toplanmaktadır: Bunlar,

³¹ <https://tubitak.gov.tr/tr/kurumsal/hakkimizda>

³² Kurumun görev ve yetkileri, 15.07.2018 tarihli ve 30479 sayılı Resmi Gazete ile yayımlanan 4 No'lu CK ile yeniden düzenlenmiştir.

Akademik, Sanayi, Bilim&Toplum, Uluslararası İşbirlikleri ve Bilimsel Etkinlik olarak sıralanabilir.³³

2.2.4.6. Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi

Başkanlığı

Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB) 'in oluşumuna iki farklı kuruluş öncülük etmiştir. Bunlardan ilki *Birleşmiş Milletler Sınai Kalkınma Teşkilatı* ile Türkiye Cumhuriyeti arasındaki *Milletlerarası Antlaşma* kapsamında 1973'te Gaziantep'te pilot uygulama olarak faaliyete başlayan *Küçük Sanayi Yayım Hizmetlerinin Geliştirilmesi Merkezi (KÜSGEM)* olmuştur. Daha sonra 17 Haziran 1983 tarih ve 83/6744 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı kapsamında *Küçük Sanayi Yayım Hizmetlerinin Geliştirilmesi Teşkilatı (KÜSGET)* faaliyete geçmiş ve dünya standartlarında kalite anlayışının oluşması ve teknolojik seviyenin artırılması amacıyla işletmelere danışmanlık vermiş, teknik altyapının geliştirilmesine katkıda bulunmuştur. KOSGEB'in temellerini oluşturan diğer kuruluş ise Bakanlar Kurulu'nun 10 Kasım 1978 tarih ve 7/16728 sayılı Kararı kapsamında yürürlüğe giren *Sınai Eğitim Hizmetlerinin Verilmesi'ne Yönelik Milletlerarası Antlaşma* ile kurulan *Sınai Eğitim ve Geliştirme Merkezi (SEGEM)*' dir. SEGEM faaliyet dönemi boyunca çok sayıda eğitim düzenlemiş ve KOBİ'lerde eğitim bilincinin gelişmesine katkı sağlamıştır. Proje kapsamında faaliyet veren bu iki kuruluşun faaliyetlerini daimi hale getirmek için 20 Nisan 1990 tarih ve 20498 sayılı Resmi Gazete ile 3624 sayılı *Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB) Kurulması Hakkında Kanun* yürürlüğe girmiştir. Bu tarihten 2009 yılına kadar KOSGEB imalat sanayi firmalarına odaklanmış, daha sonra 5 Mayıs 2009 tarih ve 27219 sayılı Resmi Gazete ile yürürlüğe giren 3624 sayılı *KOSGEB Kuruluş Kanunu'nda Değişiklik Yapılmasına Dair 5891 sayılı Kanun* ile Kurumun faaliyet alanı tüm KOBİ'lere hizmet verecek şekilde genişletilmiştir.³⁴

KOSGEB, imalat sanayinde faaliyet gösterenler başta olmak üzere küçük ve orta boy işletmelerin teknolojik gelişmelere adaptasyonunu ve rekabet güçlerini artırmaya yönelik çeşitli destek programları yürütmektedir. Kurum ayrıca girişimcilere iş fikirlerine uygun iş planı oluşturmaları ve işletmelerin devamına yönelik bilgilendirme

³³ <https://tubitak.gov.tr/tr>

³⁴ Kurumun görev ve yetkileri, 15.07.2018 tarihli ve 30479 sayılı Resmi Gazete ile yayımlanan 4 No'lu CK ile yeniden düzenlenmiştir.

amacı ile girişimcilik eğitimleri sağlamaktadır. Kurum, destek programları güncel ekonomik koşullara göre dijitalleşme, yeşil dönüşüm gibi konu başlıklarını içerecek şekilde yenilenmekle birlikte, girişimcilik, işletme geliştirme ve işbirliği dahil birçok alanda program yürütmekte ve KOBİ vasfına sahip teknolojik ürün sınıflandırmalarına göre değişen tutarlarda finansal destekler de sağlamaktadır.³⁵

2.2.4.7. Kalkınma Ajansları

Kalkınma Ajansları, 8 Şubat 2006 tarih ve 26074 sayılı Resmi Gazete ile yayımlanan *Kalkınma Ajanslarının Kuruluşu, Koordinasyonu ve Görevleri Hakkında Kanun* kapsamında,

kamu kesimi, özel kesim ve sivil toplum kuruluşları arasındaki işbirliğini geliştirmek, kaynakların yerinde ve etkin kullanımını sağlamak ve yerel potansiyeli harekete geçirmek suretiyle, ulusal kalkınma plânı ve programlarda öngörülen ilke ve politikalarla uyumlu olarak bölgesel gelişmeyi hızlandırmak, sürdürülebilirliğini sağlamak, bölgeler arası ve bölge içi gelişmişlik farklarını azaltmak

amacıyla kurulmuşlardır.³⁶ Daha sonra 2/7/2018 tarihli ve 703 sayılı KHK'nin 75. maddesi ile bu Kanunun adı “Kalkınma Ajanslarının Hizmetlerine İlişkin Kanun” şeklinde değiştirilmiştir.³⁷ Düzey 2 Bölgeleri esas alınarak kurulan ve Türkiye’de 26 Bölgede faaliyet gösteren Kalkınma Ajansları, güncel yapılanmada *Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı Kalkınma Ajansları Genel Müdürlüğü* tarafından koordine edilmektedir. Bu çerçevede bölgedeki paydaşların tercihleri ve ihtiyaçları dikkate alınarak hazırlanan bölge planları ile oluşturulan ve yönetim kurullarınca onaylanan önceliklerin hayata geçirilmesine katkıda bulunacak projelere *mali ve teknik destek* sağlanmaktadır. Kalkınma Ajansları *mali destekleri, doğrudan finansman desteği (proje teklif çağrısı, fizibilite desteği ve güdümlü proje desteği), finansman desteği ve faizsiz kredi desteği* şeklinde üç ana başlıktan oluşmaktadır. *Teknik destek* ise kurumsal kapasiteyi geliştirmeye yönelik eğitim, danışmanlık, lobi faaliyetleri ile geçici uzman/danışman temini şeklinde verilmektedir.³⁸ Ajanslar bölgesel önceliklere özel ve tematik alanlarda destek programları tasarlayabilmektedir. Ayrıca “Sanayi ve Teknoloji Bakanlığınca belirlenen usul ve esaslar çerçevesinde büyüme potansiyeli taşıyan şirketlerin ve

³⁵ <https://www.kosgeb.gov.tr/>

³⁶ 25.01.2006 tarih ve 5449 sayılı Kanun, Md.1

³⁷ Kurumun görev ve yetkileri, 15.07.2018 tarihli ve 30479 sayılı Resmi Gazete ile yayımlanan 4 No’lu CK ile yeniden düzenlenmiştir.

³⁸ 08 Kasım 2008 tarih ve 27048 sayılı Resmi Gazete ile yayımlanan *Kalkınma Ajansları Proje ve Faaliyet Destekleme Yönetmeliği*.

girişimcilerin desteklenmesine yönelik girişim sermayesi fonlarına katılım sağlamak” da Ajansların görevleri arasında tanımlanmaktadır.³⁹

Mali ve teknik desteklerin yanı sıra Ajanslar bölgesel ihtiyaçlar doğrultusunda farklı alanlarda analiz, strateji, envanter, fizibilite, vb. çalışmalar yapmakta ve bunları kamuya açık şekilde yayımlayarak yararlanıcıların hizmetine sunmaktadır. Kalkınma Ajanslarınca hazırlanan tüm raporlara Kalkınma Kütüphanesi web sitesinden ulaşılabilir.⁴⁰ Ajanslar yine bölgesel gereksinimler çerçevesinde çeşitli konularda eğitim, çalıştay, seminer, tanıtım etkinlik ve organizasyonları dahil olmak üzere diğer kurumlar ile işbirliği içinde çeşitli faaliyetler de düzenlemektedir. Ajanslar, her ilde faaliyet gösteren *yatırım destek ofisleri* aracılığıyla da yatırımcı ve girişimcileri tüm devlet desteklerine ilkin süreçler hakkında bilgilendirerek yol göstermek yoluyla yatırım ekosistemine katkı sağlamaktadırlar.⁴¹

2.2.4.8. Teknoloji Geliştirme Bölgeleri

Tenokent ve Teknopark olarak da anılan *Teknoloji Geliştirme Bölgeleri (TGB)*, ilk olarak 6 Temmuz 2001 tarih ve 24454 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 4691 sayılı *Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Kanunu* ile kurulmuş, 2002 yılında *Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Uygulama Yönetmeliği* yayımlanmış, sonrasında ise bir takım mevzuat değişiklikleri yapılmıştır. TGB’ler ülke ekonomisinin ihracata dönük ve daha rekabetçi bir yapıya kavuşturulması için teknoloji üretilmesi, üretilen teknolojinin ticarileşmesi ve bunlara yönelik araştırma ve geliştirme altyapısının desteklenmesi amacıyla kurulmuştur. 2024 Kasım sonu itibarıyla Türkiye’de 13’ü altyapı çalışmaları devam edenler, 91’i faaliyet halinde olanlar olmak üzere toplamda 104 TGB bulunmaktadır. Bu TGB’lerde yine aynı dönem itibarıyla, 482’si yabancı veya yabancı ortaklı olmak üzere toplam 11.158 firma faaliyet göstermektedir ve 62.615 proje tamamlanmış, 16.329 proje ise devam etmektedir.⁴² TGB’ler, özellikle üniversite ve reel sektörü buluşturan bir yapıda olmaları nedeniyle ülkedeki Ar-Ge çalışmaları ve teknoloji girişimlerinin yanında yatırım ortamının gelişmesi açısından önemli yapılardır. TGB’ler aracılığıyla akademisyen, yazılımcı ve sanayici başta olmak üzere farklı

³⁹ 4 No’lu CK, Md. 88.

⁴⁰ <https://www.kalkinmakutuphanesi.gov.tr/> linkinden Ajans yayınlarına ulaşılabilir.

⁴¹ Bu kapsamda devlet desteklerine kolay erişim sağlanması amacıyla hazırlanan *yatırıma destek* web sitesi, www.yatirimadestek.gov.tr linki üzerinden yatırımcı ve girişimcilere hizmet vermektedir.

⁴² <https://www.sanayi.gov.tr/istatistikler/istatistiki-bilgiler/mi0203011501>

sektörlerden aktörler proje geliştirmekte; TÜBİTAK başta olmak üzere devlet desteklerinden faydalanabilmektedirler.

2.2.5. Türkiye’de Faaliyet Gösteren Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

Ülkemizde 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında “III-48.3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile kuruluş izni verilen GSYO’ların şirket unvanları ve iletişim bilgileri SPK web sitesinde yayımlanmaktadır. Farklı tarihlerde kurulan GSYO’lar genel olarak büyüme ve kârlılık potansiyeli yüksek yatırımları hedeflemekte iken yatırım kararlarında ve stratejilerinde farklılık göstermektedir. Örneğin bazıları sadece teknoloji şirketlerine odaklanmakta iken bazıları imalat sanayinde faaliyet gösteren şirketlere yatırım yapmakta ya da perakende sektörü ve enerji şirketlerinin hisselerini satın almaktadır. Ancak borsaya kote olanlar dahil yatırımlarını kamuya açık yayımlayan şirketlerin önemli bir kısmının sektörel ve şirket kaynaklı riskleri indirgemek için portföy çeşitlendirmek amacıyla birden fazla sektöre yatırım yaptığı görülmektedir. Ayrıca bazı şirketler yatırım tutarları ve satın alacakları hisse oranları için azami tutar veya belirli bir band aralığı şeklinde sınır belirleyebilmektedir.

Tablo 6. Türkiye’de Girişim Sermayesi Faaliyeti Gösteren Şirketler (30 Eylül, 2024)

Şirket Türü	Şirket Ünvanı	GSYF/ GSYO Sayısı	GSYF Yatırımcı Sayısı	Yatırım Yapılan Girişim Sayısı	Yönetim Kurulunda GSYF/GSYO Temsili Bulunan Girişim Sayısı
PYŞ	24 GAYRİMENKUL VE GİRİŞİM SERMAYESİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	9	74	25	25
PYŞ	ALLBATROSS PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	3	18	6	6
PYŞ	AK PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	9	174	56	53
PYŞ	AKTİF PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	5	32	16	7
PYŞ	ALBARAKA PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	28	1593	120	120
PYŞ	ARZ GAYRİMENKUL VE GİRİŞİM SERMAYESİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	14	241	52	52
PYŞ	ATLAS PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	1	2	2	2
PYŞ	AURA PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	2	42	7	7
PYŞ	AZİMUT PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	4	90	7	7
PYŞ	BV PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	4	341	25	25
PYŞ	DENİZ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	1	3	3	3
PYŞ	FİBA PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	1	28	2	1
PYŞ	FONERİA PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	7	185	17	17
PYŞ	FONEVA PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	2	4	6	5
PYŞ	GLOBAL MD PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	2	16	2	2
PYŞ	HEDEF PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	11	40	32	32

Şirket Türü	Şirket Ünvanı	GSYF/ GSYO Sayısı	GSYF Yatırımcı Sayısı	Yatırım Yapılan Girişim Sayısı	Yönetim Kurulunda GSYF/GSYO Temsili Bulunan Girişim Sayısı
PYŞ	INVEO PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	7	86	49	19
PYŞ	İNTEGRAL GİRİŞİM SERMAYESİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	1	4	1	1
PYŞ	İSTANBUL PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	20	397	127	127
PYŞ	İŞ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	5	658	15	15
PYŞ	KALKINMA GİRİŞİM SERMAYESİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	3	148	8	8
PYŞ	KIZILAY GAYRİMENKUL VE GİRİŞİM SERMAYESİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	2	23	3	3
PYŞ	KUVEYT TÜRK PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	4	32	23	23
PYŞ	LETVEN CAPITAL GİRİŞİM SERMAYESİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	4	122	28	28
PYŞ	LOGOS PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	2	121	7	7
PYŞ	MAQASID GAYRİMENKUL VE GİRİŞİM SERMAYESİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	6	718	80	80
PYŞ	MAXİS GİRİŞİM SERMAYESİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	24	237	74	74
PYŞ	NEO PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	20	193	42	41
PYŞ	NUROL PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	8	107	21	21
PYŞ	OMURGA GAYRİMENKUL VE GİRİŞİM SERMAYESİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	5	300	8	10
PYŞ	OYAK PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	11	68	28	27
PYŞ	PARDUS PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	9	102	20	20
PYŞ	QINVEST PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	5	157	13	13
PYŞ	QNB PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	1	2	5	5
PYŞ	RE-PIE PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	41	1086	281	207
PYŞ	ROTA PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	10	141	40	21
PYŞ	TACİRLER PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	1	23	5	5
PYŞ	TERA PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	3	43	3	3
PYŞ	ÜNLÜ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	2	39	5	5
PYŞ	YAPI KREDİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	2	81	12	9
PYŞ	ZİRAAT PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	4	341	20	20
GSYO	GÖZDE GSYO	1	0	8	4
GSYO	HEDEF GSYO	1	0	10	5
GSYO	HUB GSYO	1	0	30	1
GSYO	İŞ GSYO	1	0	4	0
GSYO	PARDUS GSYO	1	0	10	2
GSYO	ICU GSYO	1	0	8	4
GSYO	VERUSATURK GSYO	1	0	6	5
GSYO	Halka Kapalı GSYO'lar	11	0	96	27

Kaynak: SPK Aylık Verileri, 2024/9⁴³.

Tabloda Türkiye’de girişim sermayesi faaliyeti gösteren Portföy Yönetim Şirketleri (PYŞ) ve GSYO’lar birlikte yer almaktadır. 2024, 3. Çeyrek itibariyle

⁴³ <https://spk.gov.tr/istatistikler/aylik-istatistik-bultenleri/2024-yili-istatistik-bultenleri>

SPK'nın kuruluşuna izin verdiği toplamda 41 adet PYŞ ve 18 adet GSYO bulunmakta olup bunlardan 7 adedinin hisseleri Borsa İstanbul' da işlem görmektedir.

Tablo 7. SPK'ya Kayıtlı ve Borsaya Kote GSYO Şirketleri Genel Bilgileri (30 Eylül, 2024)

SIRA NO	GSYO ADI	KAYITLI SERMAYE (Milyon TL)	HİSSE KODU	PORTFÖY DAĞILIMI (%)		
				GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARI	PARA VE SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI	DİĞER
1	GÖZDE GSYO A.Ş.	2.000	GOZDE	91,34	1,29	7,37
2	HEDEF GSYO A.Ş.	2.000	HDFGS	91,41	4,26	4,33
3	HUB GSYO A.Ş.	1.500	HUBVC	95,61	0,14	4,25
4	ICU GSYO A.Ş.	207,75	ICUGS	54,00	38,00	8,00
5	İŞ GSYO A.Ş.	500	ISGSY	80,97	6,99	12,04
6	PARDUS GSYO A.Ş.	600	RHEAG	97,00	0,13	2,87
7	VERUSATURK GSYO A.Ş.	250	VERTU	91,11	8,38	0,51

Kaynak: SPK Aylık Verileri, 2024/9.⁴⁴

Tabloda Türkiye’de faaliyet gösteren ve hisseleri Borsa İstanbul (BİST)’te işlem gören GSYO’lar sermayeleri ile birlikte yer almaktadır. Türkiye’de Eylül 2024 itibariyle, hisseleri borsada işlem gören SPK’ya kayıtlı 7 adet GSYO şirketi bulunmaktadır ve portföy dağılımları incelendiğinde 6 adet şirketin ağırlıklı olarak girişim sermayesi yatırımlarından gelir elde ettikleri görülmektedir. ICU GSYO’ nın para ve sermaye piyasası araçlarından kazancı, İş GSYO’nın ise diğer kazançları diğer şirketlere göre nispeten yüksektir.

2.2.5.1. Gözde GSYO

Gözde Finansal Hizmetler A.Ş. 22 Ocak 2010 tarihinde İstanbul merkezli olarak kurulmuş ve 28 Temmuz 2011’de yeni unvanının ticaret siciline tescili ile Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. ismini almıştır. *Yıldız Holding*’in sahip olduğu şirketin amacı, gıda sektörü dışında finansman ihtiyacı olan ve nispeten hızlı dönüş ve yüksek getiri potansiyeli barındıran şirketlere yatırım yapmaktır.

Şirketin Aralık 2024 itibariyle aktif yatırımları, *Flo Mağazacılık ve Pazarlama A.Ş.*, *Makina Takım Endüstrisi A.Ş.*, *Azmüsebat Çelik San. ve Tic. A.Ş.*, *Gözde Tech Ventures Teknoloji Yatırımları A.Ş.*, *Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret A.Ş.*, *Polinas Plastik San ve Tic A.Ş.*, *Şok Marketler Ticaret A.Ş.* ve *Türkiye Finans Katılım*

⁴⁴ <https://spk.gov.tr/istatistikler/aylik-istatistik-bultenleri/2024-yili-istatistik-bultenleri>

Bankası A.Ş. olarak sıralanabilir. Aynı dönem itibariyle çıkış yapılmış olan yatırımlar, *Propak Ambalaj Üretim ve Pazarlama A.Ş.*, *Kümaş Manyezit Sanayi A.Ş.*, *Farmamak Ambalaj Maddeleri Ve Ambalaj Makineleri San. Ve Tic. A.Ş.*, *Sebat Çakmak Sınai ve Tüketim Malları Sanayi ve Ticaret A.Ş.*’dir.⁴⁵

2.2.5.2. Hedef GSYO

Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş., 29.03.2012 tarihinde İstanbul merkezli olarak “esas olarak Türkiye’de kurulmuş veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı olan girişim şirketlerine uzun vadeli yatırım yapmak üzere” kurulmuştur⁴⁶. *Hedef Holding* bünyesinde yer alan şirket, reel sektör, fintech, yazılım, oyun, gayrimenkul, tarım ve gıda, pazarlama, basın ve yayıncılık, eğitim, lojistik, tıbbi amaçlı sağlık ürünleri, polikarbon, polimer, plastik ve benzeri ürünleri, lojistik, yenilenebilir enerji, danışmanlık, blockchain, kripto ve SaaS alanlarında faaliyet gösteren sürdürülebilir büyüme ve yüksek kârlılık potansiyeli bulunan firmalara yatırım yapmaktadır.

Şirketin Aralık 2024 yılı itibariyle aktif yatırımları, *Skyalp Finansal Teknolojiler A.Ş.*, *Seyitler Kimya Sanayi A.Ş.*, *Hedef Projelendirme ve Gayrimenkul Geliştirme A.Ş.*, *GRN Lojistik Teknolojileri A.Ş.*, *Artiox Kripto Varlık Alım Satım Platformu A.Ş.*, *Norm Yeşil Enerji A.Ş.*, *Hedef Global Finansal Yatırımlar A.Ş.*, *Sistem Global Danışmanlık A.Ş.*, *Colendi Holdings Limited*, *WePlay B.V.* olarak sıralanabilir. Aynı dönem itibariyle çıkış yapılan yatırımlar arasında *Tümosan Motor ve Traktör Sanayi A.Ş.*, *Qua Granite Hayal Yapı Ürünleri A.Ş.*, *Fintables Bilişim Teknolojileri A.Ş.*, *Icrypex Bilişim A.Ş.* gibi sektörlerinde önde gelen şirketler de bulunmaktadır.⁴⁷

2.2.5.3. Hub GSYO

İlk olarak 25.09.2006 yılında *Marbaş B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.* olarak İstanbul merkezli kurulan şirket unvanı 2012 yılında *Gedik Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.*, 21.05.2018 yılında ise *Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.* olarak değiştirilmiştir. Hub GSYO, özellikle başarı potansiyeli barındıran erken aşama teknoloji projelerine yatırım yapmayı hedeflemektedir. İlk yatırımdan

⁴⁵ <https://www.gozdegirisim.com.tr/tr>

⁴⁶ Hedef GSYO Faaliyet Raporu, 2021/9: 3.

⁴⁷ <https://hedefgirisim.com.tr/tr/>

itibaren pazar araştırmasından ekip çalışmasına, muhasebeden ürün gelişimine kadar gerekli konularda, yatırım yapılan girişimlerin büyümesine ve globalleşmesine katkıda bulunma stratejisini benimsemiştir.

Şirketin Aralık 2024 itibariyle aktif yatırımları arasında, 29 adet erken aşama girişim şirketi bulunmakta olup bunlardan bazılarında da kısmi çıkış gerçekleştirmiştir. Söz konusu dönem itibariyle, aktif yatırımlarından bazıları, *STRS Teknoloji Yatırım A.Ş.*, *Kontractify Inc.*, *Heybooster Yazılım A.Ş.*, *Cubtale Inc.*, *İdenfit Bilişim Hizmetleri Sanayi ve Dış Ticaret Anonim Şirketi*, *Nerf IT! Inc.*, *DatAnchor Inc.*, *Quin AI Limited*, *Segmentify Yazılım A.Ş.* olarak sıralanabilir. Aynı dönem itibariyle hisselerinin tamamından çıkış yapılan yatırımlar, *Udentify Bilişim Teknolojileri Dan. San. ve Tic. A.Ş.*, *Quantco Enerji Yazılım ve Dan. Hiz. A.Ş.*, *Paymes Elektronik Ticaret ve Bilişim Teknolojileri A.Ş.* ve *Tridi Teknoloji A.Ş.*'dir.⁴⁸

2.2.5.4. Icu GSYO

1996 yılında Ankara merkezli olarak *Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.* unvanı ile T. Vakıflar Bankası T.A.O. liderliğinde kurulmuştur. Daha sonra unvanı 05..07.2004'te *Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.* olarak değiştirilmiş ve Vakıfbank iştiraki olarak görev yaptığı süre zarfında 3 adet yatırım yapmıştır. 11.12.2009 tarihinde Rhea Grubu tarafından satın alınmış ve 2010 yılında unvanı RHEA Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. olarak güncellenmiştir. 2022 yılında ise A grubu payların devri gerçekleştirilmiş ve 2023 yılında Şirket'in unvanı ICU Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. olarak değişmiştir. Sektöründe öncü olmayı amaçlayan, yüksek büyüme potansiyeli olan şirketlere yatırım yaparak sermayedarlarına alternatif yatırımlardan daha yüksek getiri sağlamayı hedeflemektedir.

Şirketin Aralık 2024 yılı itibari ile aktif yatırımları, *Netsafe Teknolojik Yatırımlar A.Ş.*, *Batkon Batarya Kontrol Teknolojileri A.Ş.*, *Laska Teknoloji A.Ş.*, *Seta Tıbbi Cihazlar İthalat İhracat Pazarlama Ticaret ve Sanayi A.Ş.*, *RML Lojistik ve Denizcilik Hizmetleri A.Ş.*, *OEP Turkey Tech B.V.*, *ISM Medikal Yatırımlar Sanayi ve Ticaret A.Ş.*, *Adventus Venture Capital Trust Plc*; çıkış yapılan yatırımları ise, *Erih*

⁴⁸ <https://hubgsyo.com/>

Enerji Üretim Ticaret A.Ş., İnova Bio Teknoloji A.Ş., ODTÜ Yazılım Hizmetleri A.Ş., Tekno Plazma İleri Teknoloji Malzemeleri A.Ş.'dir.⁴⁹

2.2.5.5. İş GSYO

31 Ekim 2000 tarihinde İstanbul merkezli olarak kurulan şirketin, 2024 yılı itibari ile ortakları, *İş Yatırım Menkul Değerler, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş., Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı A.Ş., Anadolu Anonim Türk Sigorta Şirketi, Milli Reasürans T.A.Ş.* ve halka açık diğer paylardır. Genel olarak gelişim vaadeden genişleme ve ileri aşamadaki orta ölçekli şirketlere kurumsal yönetim, verimlilik, stratejik yaklaşım, vb ana odaklarda katkı sağlamayı hedeflemektedir.

Şirket Aralık 2024 yılı itibariyle 17 giriş ve 13 çıkış olmak üzere toplamda 30 işlem gerçekleştirmiş olup aktif yatırımları, *Tatil Budur Seyahat Acenteliği ve Turizm A.Ş., Radore Veri Merkezi Hizmetleri A.Ş., Ortopro Tıbbi Aletler San. ve Tic. A.Ş. ve Sportive (Toksöz Spor Malzemeleri Ticaret A.Ş.)*' dir. Aynı dönem itibariyle çıkış yapılan yatırımlar arasında ise *Aras Kargo Yurt İçi ve Yurt Dışı Taşımacılık A.Ş., Beyaz Filo Oto Kiralama A.Ş., Havaş Havaalanları Yer Hizmetleri A.Ş., Tüypap Tüm Fuarculuk Yapım A.Ş.,* gibi sektörlerinde önemli pazar payına sahip şirketler de bulunmaktadır.

2.2.5.6. Pardus GSYO

29.04.2021 tarihinde İstanbul merkezli olarak *Güler Yatırım Holding* tarafından kurulmuştur. Şirket sektörde marka değerine ve belirli pazar büyüklüğüne ulaşmayı amaçlayan rekabet avantajına sahip firmalara yatırım yapmayı ve bu çerçevede sermayedarlarına alternatif yatırımlara göre daha yüksek ve süreğen getiri sağlamayı hedeflemektedir.

Şirketin Aralık 2024 itibariyle aktif yatırımları, *DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş., ARF Bio Yenilenebilir Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş., Turknet İletişim Hizmetleri AŞ, ASY Yenilenebilir Enerji Üretim AŞ, Non Nocere Bilgi Teknolojileri Eğitim ve Danışmanlık AŞ, Neo Portföy Yönetimi A.Ş. Co-Investment 1 Girişim Sermayesi Yatırım Fonu, Al Eğitim ve Filo Kiralama A.Ş., Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş., Arf Girişim Sermayesi Yatırım Fonu, Novel Scala Basılı Yayın ve*

⁴⁹ <https://icugirisim.com.tr/>

*Tanıtım Ticaret A.Ş., Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş., Velar Makine ve Kimya Sanayi A.Ş. ve DBE Elektrik Mühendislik Proje ve Danışmanlık A.Ş.’dir.*⁵⁰

2.2.5.7. Verusaturk GSYO

09.01.2012 tarihinde İstanbul merkezli olarak *Verusa Holding* tarafından kurulmuştur. Şirket büyüme potansiyeli barındıran, teknoloji odaklı ve inovatif projelere yatırım yapmayı hedeflemektedir ve yatırım sektörleri ağırlıklı enerji, enerjinin yanında teknoloji-yazılım, gıda ve sağlık üzerinedir.

Şirketin Aralık 2024 itibariyle aktif yatırımları, *Pamukova Elektrik Üretim A.Ş., Vektora Yazılım Teknolojileri A.Ş., GoLive Yazılım Hizmetleri A.Ş., Probel Yazılım ve Bilişim Sistemleri A.Ş., Core Engage Yazılım A.Ş. ve Kahve Diyarı Pazarlama Sanayi ve Tic. A.Ş.’dir.* Dolaylı yatırımları ise *Sun Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. (Pamel Yenilenebilir Elektrik Üzerinden), Pamel Yenilenebilir Elektrik Üretim A.Ş. (Pamukova Elektrik üzerinden), Zeroone Interactive Yazılım A.Ş (Core Engage Yazılım üzerinden)’* dir. *Acıselsan Acıpayam Selüloz Sanayi ve Ticaret A.Ş., Mavi Hospital Sağlık Hizmetleri A.Ş., Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.Ş., Smartiks Yazılım A.Ş.* ise şirketin başarılı şekilde çıkışı yapılan yatırımlarıdır.⁵¹

⁵⁰ <https://pardusgirisim.com/>

⁵¹ <https://www.verusaturk.com.tr/tr>

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMI ALAN ŞİRKETLERİN FİNANSAL ANALİZİ

3.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Küresel finansal sistemin dinamik ve dönüştürücü bir bileşeni olarak girişim sermayesi, son yıllarda giderek artan bir öneme sahip olmuştur. Çoğunlukla halka açık olmayan varlıklara yapılan yatırımları ifade eden girişim sermayesi, uzun vadeli yatırım ufku ve likidite kısıtları gibi kendine özgü karakteristik özellikleriyle öne çıkmaktadır. Bu bağlamda, GS fonları, genellikle kurumsal yatırımcılar ve varlıklı bireylerden (LO) toplanan sermayeyi, şirket satın almaları, risk sermayesi ve büyüme sermayesi gibi çeşitli yatırım stratejileri doğrultusunda değerlendirmektedir. Ekonomik sistem içinde çok boyutlu bir değer yaratım mekanizması olarak işlev gören girişim sermayesi yatırımları, bu değer yaratımını *finansal, yönetim ve operasyonel* olmak üzere üç temel mühendislik yaklaşımı üzerinden gerçekleştirmektedir.

Bu yaklaşımlardan ilki olan finansal mühendislik, portföy şirketlerinin sermaye yapılarının optimize edilmesi, kaldıraç kullanımı ve yönetim teşvik sistemlerinin yeniden yapılandırılmasını içerirken; yönetim mühendisliği, karar alma mekanizmalarının iyileştirilmesi, yönetim kurulu yapısının güçlendirilmesi ve performans yönetim sistemlerinin geliştirilmesine odaklanmaktadır. Üçüncü yaklaşım olan operasyonel mühendislik ise verimlilik artışı sağlayacak süreç iyileştirmeleri, teknolojik altyapı yatırımları ve pazar genişletme stratejilerinin uygulanmasını kapsamaktadır.

Girişim sermayesi yatırımlarını inceleyen çalışmaların önündeki en önemli sınırlama öncelikle bu alandaki veri kısıtlılığından kaynaklanmaktadır. Bu kısıt aynı zamanda ekonomik büyüme açısından konunun önemine ek bir motivasyon unsuru da oluşturabilmektedir. Zira GS yatırımlarına ilişkin verilerin kısıtlı, dağınık ve potansiyel olarak yanlış olması, bu alanda sistematik araştırmaların önemini artırmaktadır. Bununla birlikte, geleneksel finansal analiz yöntemlerinin GS yatırımlarına uygulanmasındaki zorluklar, yeni analitik yaklaşımların geliştirilmesini gerektirmekte; ayrıca, bu

yatırımların ve şirketlerin finansal açıdan kapsamlı bir şekilde analiz edilmesi ihtiyacı da bu araştırmaların gerekliliğini desteklemektedir.

Girişim sermayesinin geleneksel yatırım araçlarından farklılaşan özellikleri ve yarattığı katma değer, onu akademik araştırmalar için cazip bir inceleme alanı haline getirmektedir. Dolayısıyla bu tez, özel sermaye yatırımlarının ekonomik sistem içinde önemli rol oynayan şirketler üzerindeki etkileri ve finansal açıdan gerçekleştirdiği dönüşümleri bilimsel bir perspektiften incelemeyi amaçlamaktadır. Bu amaç doğrultusunda, GS yatırımı alan şirketlerin finansal açıdan yaşadıkları değişiklikler, GS yatırımı almayan şirketlerle (kontrol grubu) kıyaslanarak *Farkların Farkı (FF) (DiD-Difference in Differences)* yöntemi kullanılarak ortaya konulmuştur. Bu kapsamda, öncelikle girişim sermayesine ilişkin literatür incelenmekte, sonrasında veri seti ve metodolojinin açıklanmasının ardından iki aşamalı yapılan ampirik analiz sonuçları değerlendirilmektedir. Son bölümde ise bulgular ışığında politika önerileri geliştirilmekte ve gelecek araştırma alanları tartışılmaktadır. Böylece tez, GS yatırımlarının ekonomik büyüme ve sermaye piyasalarında önemli rol oynayan portföy şirketlerinin finansal açıdan yaşadığı değişim, gelişim ve dönüşümleri konusunda literatüre önemli katkılar sunmayı hedeflemekte olup, elde edilecek bulguların hem akademik literatüre hem de politika yapıcılara, yatırımcılara, şirket yöneticilerine ve yatırım uzmanlarına değerli katkılar sağlaması beklenmektedir.

3.2. Literatür Taraması

Girişim sermayesi literatürü incelendiğinde, dünya genelinde araştırmacılara açık şekilde sektör verilerini yayınlayan veri tabanlarının sınırlı sayıda olması, bunların da genel itibarıyla araştırmacılara açık yayınladıkları verilerin periyodunun, veri içeriğinin ya da diğer çeşitli unsurlarının kısıtlı olması nedeniyle analizlerin istenilen düzeye ulaşamadığı, elde edilen veri ölçüsünde kaldığı birçok çalışmada da dile getirilen en kritik unsurlardan biridir. GS sektöründe detaylı veriler genellikle şirket yöneticileri ve sermayedarlara özel olarak yayımlanmaktadır. Veri setlerine ilişkin bir diğer yaygın eleştiri de, genellikle mevcut sermayedarlara sunulması ya da yeni yatırımcı çekmek amacıyla kullanılan verilerin belirli oranda yanlış olabileceğine ilişkindir. Her ne kadar veriye ilişkin bu sınırlamalar nitelik ve nicelik olarak araştırmaların önünde önemli bir engel teşkil etse de özellikle sektörün derinleştiği

gelişmiş ülkelerde konunun farklı boyutlarıyla ele alındığı ve farklı başlıklarda çok sayıda araştırma ve analiz gerçekleştirildiği görülmektedir.

GS finansmanına ilişkin yayımlanan çalışmalar temelde üç farklı başlıkta toplanabilir. Bunlardan ilki sektör dinamiklerine ilişkin bilgi vermek ve yatırım stratejileri hakkında öneri sunmak amacıyla hazırlanmış teorik çalışmalardır. Diğer iki başlık ise ampirik uygulama içeren ve yatırım alanlar ile yatırımcılar açısından GS modelini analiz eden çalışmalardan oluşmaktadır. Başka bir deyişle, farklı taraflar açısından modelin analiz edildiği uygulamalı çalışmaların genel itibariyle konuyu iki farklı açıdan ele aldığı söylenebilir. Bir kısım araştırmacı *yatırım yapan firmaların (investor)* yatırım ve getiri dinamiklerini analiz ederken; diğerleri *yatırım alan portföy şirketlerinin (investee)* finansal performansları üzerine odaklanmışlardır ve girişim sermayesi yatırımlarının bahsi geçen her iki boyutu da oldukça içiçe geçmiş durumdadır. Çünkü sağlıklı işleyen bir sistemde, yatırım alan şirketlerin olumlu finansal performansı zaten dolaylı olarak yatırımcı şirketlerin başarısı demektir ve yatırım yaptıkları portföy hisselerinin getirileri, fon yöneticilerinin aldığı kararların performansını ölçmektedir (Ünal ve Aydın, 2021). Bu sebeple bu bölümde öncelikle yatırımcı şirketlerin analizini içeren, sonrasında ise yatırım alan (portföy) firmaları inceleyen başlıca çalışmalar ele alınacaktır. Bunlar kronolojik sırada ve temel çalışmaların yanında girişim sermayesi sektörünün doğası gereği ülkeler arasındaki yatırımları içermesi nedeniyle mümkün olduğunca farklı ülkelerden örnek analizler içeren araştırmalar şeklinde belirtilmiştir. Yabancı literatür sunulduktan sonra konuya ilişkin ulusal literatürden örneklere de yine kronolojik sırada yer verilmiştir.

GS yatırımlarının getirilerinin araştırılması açısından, literatürde çıkış noktası olarak kabul edilebilecek çalışmalardan bazıları, Gompers ve Lerner'in 2000, Moskowitz ve Vissing-Jorgensen'in 2002, Ljungqvist ve RicKasere'in 2003, Diller'in 2004 ve Kaplan ve Scohar'ın 2005 yılındaki analizleri olarak değerlendirilebilir.

Gompers ve Lerner (2000), 1987-1995 yılları arasında ABD' deki 4.000 RS yatırımını varlık fiyatları ve sermaye akımları açısından analiz ettikleri çalışmalarında, halka açık piyasa değeri ve sermaye akımlarının RS yatırımlarının değerlemeleri üzerinde olumlu etki yarattığını tespit etmişlerdir.

Moskowitz ve Vissing-Jorgensen (2002) çalışmalarında, GS yatırımlarının risk ve getiri değerlerini tam anlamıyla hesaplamanın zoruyla vurgu yapmışlardır. ABD'deki GS getirilerini halka açık hisse getirileri ile kıyaslamalı analiz ederek, ortalama olarak GS yatırımlarının piyasa getirisine yaklaşık olduğu; riske karşılık getiri açısından değerlendirildiğinde ise, GS yatırımlarının daha düşük getiriye sahip olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Ljungqvist ve Rickasere (2003), 1981-2001 yılları arasındaki fonların GS yatırımlarını *nakit akımı, risk ve getiri* durumları açısından analiz etmişler ve GS fon getirilerinin S&P 500'e kıyasla yıllık bazda %6 dolayında daha yukarıda olduğunu, risk bazlı getirilerin de benzer şekilde GS fonları için daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir. Araştırmacıların önemli bulgularından biri de, nakit giriş ve çıkışlarının zamanlamalarının, yatırım fırsatlarını değerlendirmek ve rekabetçi olabilmek açısından GS fonlarının performanslarını belirleyici nitelikte olabildiğidir.

Kaserer ve Diller (2004) çalışmalarında, 1980-2003 yılları arasında 200 adet Avrupa GS fonunun getirilerini analiz etmişlerdir. Getiri mukayesesi için alternatif piyasa eşleniği (benchmark) olarak, *MSCI Europe Equity Endeksi* ve *J.P. Morgan Government Bond Endekslerini* kullanmışlar ve GS getirilerinin 1989-2003 yılları arasında her iki endeksin üzerinde getiriye sahip olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Kaplan ve Scohar (2005), 1980-1997 yılları arasında RS ve GS şirket getirileri ile S&P500 getirilerini kıyaslamışlar ve net getiriler açısından RS ve GS performanslarının S&P 500'e yaklaşık olduğunu, brüt getiriler açısından ise GS getirilerinin S&P 500'ü geçtiğini tespit etmişlerdir. Ayrıca taahhüt edilen sermaye ile ağırlıklandırılmış getiriler açısından RS getiri performanslarının S&P 500'ün altında kaldığı sonucuna ulaşmışlardır. Ancak piyasa riskindeki değişiklikleri dikkate almadıkları için ortalama getiri sonuçlarının yanılabileceğini belirtmişlerdir.

Harris vd., (2011, Rev.2013), yaklaşık 1400 adet RS ve Buyout fon getirilerini analiz ettikleri çalışmalarında, bu fonların piyasa getirilerinin üzerinde getiriye sahip olduğunu tespit etmişlerdir. Her ne kadar veri zamanını takip eden yıllarda analiz edilen fonlar çok yüksek miktarlara ulaşmış olsa da, araştırmacıların verilere ulaşmadaki kısıtı

nedeniyle veri seti 1984-2008 yıllarını kapsamaktadır.⁵² Analize dahil edilen fonlar, S&P 500 ortalamalarından, fon süreleri boyunca, %20-27 arasında değişen oranlarda, yıllık ise, %3 üzerinde seyretmiştir. RS getirileri 1990'larda piyasa getirisinin üzerindeyken, 2000'lerde altında gerçekleşmiştir. Araştırmacılar *Burgiss*'ten elde ettikleri yeni veri seti için ulaşılan getiri performansının *Cambridge Associates* ve *Prequin* veri setlerine yakın, *Thomson Venture Economics* veri setinin ise aşağısında gerçekleştiğini belirtmişlerdir.

Franzoni vd., (2012), *CEPRES (the Center for Private Equity Research)* veri tabanından edindikleri 1975-2006 yıllarını ve Avrupa, Birleşik Krallık ve ABD'de toplamda 4403 adet yatırımı kapsayan veri seti ile çalışmışlardır. Performans getirisini ölçmek için *MIRR (Modified Internal Rate of Return)* hesaplamışlar ve Avrupa'da 1990'ların ilk yarısında getirilerin %14 dolayında ve nispeten düşük, ikinci yarısında ise %26 ve yüksek olduğu, ABD'de ise getirilerin %19 dolayında ve zaman içerisinde daha stabil olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Small vd., (2013), "The PowerShares Global Listed Private Equity Portfolio: Risk and Performance Analysis" başlıklı çalışmalarında, *PSP (PowerShares Global Listed Private Equity Portfolio)* ile benchmark risk ve getirilerini analiz etmişlerdir. Benchmark olarak *Standard & Poor's (S&P) Private Equity*, *S&P 500*, *S&P 400 Mid-Cap*, *S&P 600 Small-Cap*, *S&P 1000*, *S&P 1000 alue*, *S&P 1000 growth*, *Morgan Stanley Capital International (MSCI) UK*, *MSCI İsveç*, *MSCI Fransa*, *MSCI Kanada* ve *MSCI Belçika* endekslerini kullanmışlar ve her bir endeks değeri için *Sharpe oranını* hesaplayarak en yüksek risk-getiri oranını tespit etmeye çalışmışlardır. Analiz sonuçlarına göre PSP endeksi, en düşük risk getiri oranına sahip olmakla birlikte Sharpe rasyosuna göre hesaplanan risk getiri ölçümlerinde US tabanlı endeksler arasında S&P 500 hariç diğerleri arasında en düşük performansı sergilemektedir. Avrupa'da ise MSCI Fransa, Belçika ve Birleşik Krallık endekslerinin üzerinde seyretmiştir.

Sharma, vd., (2014), "The Coefficient of Determination for Listed Private Equity Fund" başlıklı makalelerinde, Amerika'daki 13 adet GS şirketini *OLS (Ordinary Least Square)* ve *MLE (Maximum Likelihood Method)* yoluyla analiz etmişlerdir. *Dow Jones Industrial Average (DIJA)*, *National Association of Securities Dealers Automated*

⁵² Araştırmaya en geç, veri tabanının araştırmacılara açık olduğu son dönem olan 1995 yılı itibariyle yatırıma başlamış ve çalışma yılına yakın döneme kadar tasfiye edilmiş fonlar dahil edilmiştir.

Quotations (NASDAQ), New York Stock Exchange (NYSE), S&P 400, S&P 500 ve S&P 600 olmak üzere 6 adet benchmark kullanarak 13 adet GS şirketi için *Sharpe ve Treynor rasyosu* hesaplamışlar ve GS şirketlerinin tüm endekslerden daha yüksek performans sergilediğini tespit etmişlerdir.

Ballek (2014), tez çalışmasında 1981-2004 yılları arasında daha net sonuç vermesi açısından daha eski fonları seçerek 93'ü GS, 58'i RS olmak üzere toplamda 151 adet yatırımı analiz etmiştir. *Preqin* veri setinin kullandığı çalışmada GO ve LO'ların kendi raporlamalarına dayanması sebebi ile veri setinin yanlı olabileceği vurgulamıştır. Regresyon sonuçlarına göre *fonun büyüklüğü* değişkenlerinin anlamlı olmadığı, *RS kukla* değişkeninin ise anlamlı olduğu ayrıca *RS getirilerinin GS getirilerine* göre %17 daha aşağıda olduğu belirtilmiştir. *GDP ve MSCI* değişkenlerinin etkisi istatistiksel olarak ihmal edilebilir ve *Balon değişkeni* ise %5 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Modelin açıklayıcı gücü %13 ve düşük düzeyde gerçekleşse de çalışmanın en önemli bulgusu, analiz edilen yıllar arasında GS getirilerinin RS getirilerinin oldukça üzerinde seyretmesidir.

Gohil (2015), doktora tezinde girişim sermayesi getirilerini ölçmek için nakit çarpanı ve IRR değişkenlerini ve gösterge olarak da *PME ve "IRR of S&P CNX Nifty"* endekslerini kullanmıştır. 2007-2012 yılları arasında Hindistan'daki 1332 fon arasından birden fazla yatırım yapan 22 fon analize dahil edilmiştir, 22 fondan da 6 tanesi performans sürekliliği ölçümlerini geçmiştir. GS getirilerini belirleyici değişkenler olarak *GS-RS fon türü, yatırım aşaması, yatırım sektörü, yatırımcı türü, çıkış yöntemi, yatırım süresi ve hisse tutma süresi* kullanılmıştır. Araştırma sonuçlarından bazıları, Hindistan'da belirlenen yıllarda GS getirilerinin piyasa getirisinin üzerinde olması, 6 adet fonun diğerlerine göre daha yüksek nakit çarpanı ile IRR'ye, deneyimli fonların daha yüksek getiriye sahip olması, getiriler açısından RS ve GS arasında anlamlı bir fark olmaması, yatırım yapılan sektörün getiriler üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olması, Hindistan fonlarının Hindistan'da yatırım yapan diğer fonlara göre daha yüksek getiriye sahip olması vb. olarak sıralanabilir.

Buncher vd., (2016), analizlerinde *CEPRES* veri tabanının "PE Analyser" isimli uygulamasını kullanarak 1980-2009 yılları arasında US ve US dışı RS ve Buyout Fonları olarak segmente ettikleri veri setini kullanmışlardır. 392 Buyout fonu ve bunların yaptığı 3.729'u tamamı gerçekleşmiş 6.702 adet yatırım ile 377 RS fonunun yaptığı

6005'i tamamı gerçekleşmiş 11.554 yatırımı analiz etmişler ve bu RS ve Buyout fonlarının getirilerini *IRR*, *yatırım çarpanı* ve *piyasa eşleniği (PME-Public Market Equivalent)* oranları ile ölçmüşlerdir. Analiz sonuçlarına göre tüm yıllarda ortalama IRR'yi %19,8, yatırım çarpanını 2,644, PME değişkenini ise 1,842 olarak RS yatırımları için ise IRR değişkenini %23,6, yatırım çarpanını 2,703, PME'yi 1,942 olarak bulmuşlardır. Finansal krizden önce Buyout yatırımlarının negatif IRR ile düşük çarpana sahip olduğunu ve getirilerin PME dolayında seyrettiğini, RS fon getirilerinin ise 1980-90'larda daha yüksek, 2000'lerde daha düşük olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca ABD'deki RS ve Buyout fonları getirilerinin tutarlı olduğunu, ABD dışı fonlarda ise tutarlılığın daha düşük olduğunu tespit etmişlerdir.

Benchmark kıyaslaması, riske göre getiri hesaplama, vb. çeşitli yöntemler yoluyla GS yatırımı yapan şirket ve fonların getiri ve finansal performans analizleri yanında literatürün ilgili başlıklarında yaygın diğer bir analiz türü de portföy şirketlerinin finansal durumlarındaki değişimin incelenmesidir. Bu analiz türünün ilk örneklerinden biri Kaplan'ın 1989 yılındaki çalışmasıdır.

Kaplan (1989), çalışmasında 1980-86 yılları arasında yatırım almış 76 adet MBO işlemini analiz etmiş ve yatırım aldıktan sonraki ilk 3 yıl içinde bu şirketlerde *amortisman öncesi faaliyet gelirleri* ile *net nakit akımlarında* artış, *sermaye harcamalarında* azalma, *piyasa getirilerinin ortalama ve medyan değerlerinde* artış tespit etmiştir.

Singh (1990), 1980-87 yılları arasında MBO yatırımı almış 65 adet firmayı, 130 adet sektörel kontrol grubu ile birlikte analizine dahil etmiş ve yatırım alan firmaların satışların yüzdesi olarak daha yüksek *nakit akımları*, daha düşük *alacak/satışlar oranına* sahip olduğunu tespit etmiştir. Ayrıca yatırım aldıktan sonra ve halka arzdan 3 yıl öncesinde firmaların sektördeki rakiplerine göre *gelirlerinin* daha hızlı arttığını, *faaliyet gelirleri*, *alacaklar* ve *stok yönetimi* kalemlerinin daha yüksek performans sergilediği sonucuna ulaşmıştır.

Manigart vd., (2002), Belçika'da 1987-1997 yılları arasında, RS yatırımı alan 565 adet ve aynı sayıda yatırım almayan firma⁵³ ile yaptıkları analizde, yaygın kanının aksine yatırım alan firmaların *hayatta kalma olasılığının* diğerlerine kıyasla daha

⁵³ Çalışmada kullanılan kontrol grubu, yatırım almadan önceki aktif büyüklüğü, faaliyet ve aşama olarak eşleştirilmiş 565 adet şirketten oluşmaktadır.

yüksek olmadığını tespit etmişlerdir. En eski iki kamu RS şirketinden yatırım alan firmaların *yaşam oranlarının* daha yüksek olduğu, diğer kamu RS şirketlerinden yatırım alan şirketlerin ise daha düşük *yaşam oranı* ve daha yüksek *iflas riskine* maruz kaldıkları, araştırmacıların diğer bulguları arasında yer almaktadır. Bu bağlamda araştırmacılar doğru RS şirketinden yatırım almanın en az yatırım almak kadar önemli olduğunu vurgulamışlardır.

Viviani vd., (2008), “Private Equity-Backed IPOs and Long-Run Market Performance Analysis of Italian Firms” başlıklı makalelerinde, 1995 yılı başından 2005 yılı sonuna kadar Borsa Italiana Stock Exchange’de işlem gören 143 adet *BHA* içeren veri seti ile piyasa getirilerini hesaplamışlar ve piyasa getirisi olarak *Italian Stock Exchange Index (MIBTEL)* kullanmışlardır. Analiz sonucunda GS desteği alan şirketlerin *hisse getirilerinin* uzun dönemde olumsuz etkilendiği sonucuna ulaşmışlardır.

Wilson vd., (2012) de Birleşik Krallık’ taki GS şirketlerinin 1995-2010 arasındaki yatırımlarını inceleyerek GS yatırımı almayanlar ile karşılaştırmışlar ve oldukça geniş bir veri seti ile çalışmışlardır. Çalışmada 1995-2006 durgunluk öncesi, 2007-2009 ise durgunluk dönemi olarak ele alınmıştır. Analiz sonuçlarına göre finansal kriz yıllarında GS yatırımı alan şirketlerin daha yüksek *büyüme* ve daha iyi *işletme sermayesi* yönetimi yanında, %5-15 daha yüksek *verimlilik* ve %3-5 daha yüksek *kârlılık* gösterdiklerini ve bunun da GS şirketlerinin yatırımcılarına daha yüksek katma değer vaat ettiğinin ispatı olduğunu belirtmişlerdir.

Guo ve Jiang (2013), 1998-2007 yılları arasında RS yatırımı alan ve almayan Çinli imalat sektörü firmalarını, finansal performansları ve Ar-Ge yatırımları açısından analiz etmişlerdir. Araştırma sonuçları, *satış kârlılığı*, *öz kaynak kârlılığı* ve *işgücü verimliliğinin*, RS yatırımı alan firmalarda arttığını göstermiş ancak *satışlardaki büyüme* ve *Ar-Ge harcamalarındaki* artışın ise RS kaynaklı olduğuna dair yeterli bulgu edinilememiştir. Ayrıca yabancı RS şirketlerinin yerel olanlara kıyasla yatırımlarında daha fazla değer yarattığı, sendikasyon yatırımı alan şirketlerin sendikasyon olmayan yatırımlara ve RS yatırımı almayan şirketlere kıyasla *daha yüksek performans* ve *Ar-Ge hacama miktarına* sahip olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Nejad ve Strand (2013) tezlerinde Avrupa Birliğinde 2000-2010 yılları arasında net işlem miktarı 5 milyon euro ve üzerinde olan tüm *BHA’ları* içeren yatay kesit veriyi

ve benchmark olarak da *Morgan Stanley Avrupa Endeksini (MSCI EI-Morgan Stanley Capital International European Index)* almışlardır. Araştırmacılar *Zephyr* veri tabanını kullanmışlar ve belirtilen zaman aralığı ve lokasyonda yapılan tüm BHA'ları, RS-GS tarafından yatırım alan ve almayan olmak üzere segmente etmişlerdir. Söz konusu veri setinde 226 adet RS-GS yatırımı alan, 741 adet almamış olan BHA işlemi bulunmaktadır. Öncelikle BHA'ların risk bazlı getirilerini *Jensen ve Sharpe* katsayıları yolu ile analiz etmişler ve modelde risksiz getiri olarak *10 yıllık Alman tahvil getirilerini* ele kullanmışlardır. Regresyon sonuçlarına göre, kârlılık değişkeni olan *Alpha*, *Faaliyetlerin Nakit Akışı Rasyosu* ve *Şirket Büyüklüğü* değişkenleri arasında pozitif anlamlı ilişki tespit etmişler ancak *Şirketin Yaşı*, *Kaldıraç Oranı* ve *Aktif Devir Hızı* değişkenleri arasında ise anlamlı ilişki bulunmamıştır. *GS Desteği Almış Olma* değişkeninin ise *Kârlılıkta* anlamlı bir etkiye sebep olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Annamalai vd., (2014), “Private Equity Investment and Real Estate Development Evidence from Residential Projects in India” başlıklı makalelerinde, 2005-2012 yılları arasında Hindistan’da yer alan 453 adet konut projesini inceleyerek, veri setini GS yatırımı alan ve almayanlar ile yerli ve yabancı yatırım alanlar olmak üzere segmente etmişlerdir. 453 adet yatırımdan 179 adedi GS yatırımı almış, 274 adedi almamış projelerden oluşmaktadır. GS projelerinin diğerlerine göre daha büyük alanlarda, daha lüks ve daha yüksek miktartlı yatırımlar olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca yerli ve yabancı GS yatırımları kıyaslandığında yerli GS projelerinin adet olarak daha yüksek sayıda olmasına karşın yabancı olanların yatırım miktarı açısından çok daha yüksek olduğunu belirtmişlerdir. Her iki grubun yatırımları arasında *proje büyüklüğü ve yatırım lokasyonu* açısından anlamlı bir fark tespit edilememiştir. Ayrıca yatırımlarına değer katan yatırımcıların yatırımlarda daha yüksek oranda hisse sahibi olduklarını tespit etmişler ve diğer birçok çalışmada belirtildiği gibi konuya yönelik veriler kısıtlı ve yeterince şeffaf olmadığından sektöre ilişkin çalışma yapmanın zorluğunu vurgulamışlardır.

Gohil ve Viyas (2015), “Performance of Private Equity Backed Initial Public Offerings: Empirical Evidence from India” başlıklı makalelerinde, *FADS (GS destekli BHA'ların GS destekli olmayanlara göre daha az düşük fiyatlamaya ve daha az düşük performansa sahip oldukları) hipotezini* test etmişlerdir. 2009-2012 yılları arasında Bombay Stock Exchange’te işlem gören ratingi en az üç olan 36 adet GS destekli, 72

adet GS destekli olmayan hisseyi kullanarak kısa ve orta vadede GS destekli halka arzların diğerlerine oranla daha az düşük performans sergiledikleri sonucuna ulaşmışlardır.

Leutscher (2016), 2003-2011 yılları arasında Benelux ülkelerindeki GS yatırımlarını incelemiştir. Performans ölçüm indikatörleri olarak (bağımlı değişkenler) *ciro büyümesi (turnover growth)*, *faiz ve vergi öncesi kârın satışlara ve aktiflere oranı (EBIT/Sales)*, *(EBIT/Assets)*, *Faiz*, *Vergi*, *Amortisman Öncesi Kârın Satışlara ve Aktiflere Oranı (EBITDA/Sales, EBITDA/Assets)* değişkenlerini kullanmıştır. Bağımsız değişkenler olarak ise, *GS yatırımı almış olmak*, *sektörel uzmanlaşmaya sahip GS yatırımı almış olmak*, *buyout aşamasında uzmanlaşmaya sahip GS yatırımı almış olmak* değişkenlerini dahil etmiştir. Araştırmacı, daha önceki yatırım etkilerini elimine edebilmek için veri setinde yer alan girişim şirketlerine ilk kez yatırım yapılmış olması kriterini belirlemiştir. 675'i Hollanda, 206'sı Belçika ve 33'ü Lüksemburg olmak üzere toplamda 914 satın alma üzerinde çalışmış ve data setini tabi tuttuğu kriterler sonucunda koşulları sağlayan, bazı hipotezler için 112, EBITDA verisi içeren hipotezler için ise 48 gözlem ile analizi gerçekleştirmiştir. Regresyon sonuçları, GS yatırımlarının *ciro büyümesini ve kârlılığı (EBIT/Sales değişkeni için)* anlamlı ve önemli oranda etkilediğini, *uzmanlaşma* kriterlerini içeren değişkenler ile kurgulanan modellerin ise anlamlı olmadığını göstermiştir.

Xin ve Xiumin (2019), 2014-18 arası dönemde *Shenzhen Gelişen Girişim Pazarı (GEM-Growth Enterprise Market)*'na kote şirketleri analiz ederek 2014'te "Girişim Sermayesi Fonlarının Denetimi ve Yönetimine İlişkin Geçici Düzenlemeler" (Interim Regulations on the Supervision and Management of Private Equity Funds)' in yürürlüğe girmesiyle Çin'de GS sektörünün sağlıklı ve standart bir yapıya kavuşması, sektörde manipülasyonun azaltılması ve şirketlerin kurumsal performansının geliştirilmesi unsurlarının test edilmesi amaçlanmıştır. Çalışma sonuçları *GS yatırımı almanın şirketlerin operasyonel işlerliliğini artırdığını ve daha yüksek yatırım oranlarının kurumsal performansı olumlu etkilediğini* göstermiştir.

Lavery ve Wilson (2022, Rev.2023), *Pitchbook*, *Capital IQ* ve *FAME*⁵⁴ veri tabanlarını kullanarak, Birleşik Krallık şirketleri tarafından 2000-2020 arasında gerçekleştirilen 1200'den fazla GS destekli buyout işlemini analiz etmişlerdir.

⁵⁴ Tahminleme Analizi ve Modelleme Ortamı (FAME-Forecasting Analysis and Modelling Environment)

Araştırma sonuçları GS destekli portföy şirketlerinin çıkış sonrası dönemdeki performansına bakıldığında, yatırım dönemine göre, büyümelerinin önemli oranda yavaşladığı ancak kontrol grubuna göre halen daha iyi finansal performans sergilediği ve bu etkilerin özellikle genç ve küçük şirketlerden kaynaklandığı yönündedir. *Firma satışları, istihdam, kazançlar veya kârlılık* açısından çıkış sonrası dönemde bir üstünlük gözlemlenmemekle birlikte *verimlilik, yatırım ve borçlanmaya* yönelik kazançların, yatırımda kalma dönemine kıyasla uzun vadede arttığına yönelik bulgulara ulaşılmıştır ve bu bulgular yine genç ve küçük şirketlerde yoğunlaşmaktadır. Analiz bulguları ayrıca, yatırımdan çıkıştan sonra portföy şirketlerinin gerek yatırım dönemine gerekse yatırım almayan firmalara kıyasla daha yüksek *finansal güçlük* ve *iflas başvurusu riskine* sahip olduklarına ve bu riskin genç ve küçük şirketlere kıyasla eski ve büyük şirketlerde daha yüksek olduğuna işaret etmektedir. Sonuç itibarıyla çalışma, GS yatırımcılarının portföy şirketlerine değer kattığına, ancak aynı zamanda GS yatırımcısının şirketten çıkmasının ardından şirketlerin potansiyel uzun vadeli kırılganlıklarına dikkat çekmektedir.

Gohil (2023) çalışmasında, Hindistan’da 2014-2023 yılları arasında yaklaşık 26 milyar ABD doları yatırım büyüklüğüne ulaşan ve 2018-2023 arası dönemde en yüksek büyüme ivmesini yakalayan *Fintech* sektörünü analiz etmiştir. Çalışma 1998 ve 2023/1. çeyrek arası dönemde Hindistan’da *Fintech* alanında yapılan GS-RS yatırımları ile çıkış işlemlerini araştırmaktadır. Çalışmanın bulguları, sektörde *değerleme çarpanlarının* çıkış işlemlerinde, giriş yatırımlarında olduğundan daha yüksek olduğu, yatırımların büyük oranda *çekirdek ve erken aşama yatırımlara* yapıldığı, yazılım, uygulama, kişisel finans ve sigorta alt başlıklarındaki çıkış işlemlerinde *nakit akımlarının* diğer başlıklara göre daha yüksek olduğu ve en çok tercih edilen çıkış işleminin M&A olduğu olarak sıralanabilir. Araştırmacı ayrıca sektörün bu denli büyümesine karşın akademik çalışma sayısının kısıtlı olduğuna vurgu yapmaktadır.

Lavery vd., (2024), çalışmalarında *Pitchbook, S&P Capital IQ ve FAME* veri tabanlarını kullanarak 2000-2021 yılları arasında Birleşik Krallık’ta GS yatırımcıları tarafından gerçekleştirilen tüm buyout işlemlerini dahil etmişlerdir. Analiz bulguları, GS yatırımlarının, portföy şirketlerinin *toplam faktör verimliliği* ve *işgücü verimliliği* üzerinde olumlu etkiye sahip olduğunu, bu verimliliğin çıkış sürecinden sonra ve ekonomik kriz dönemlerinde de devam ettiğini göstermektedir.

Türkiye’de, sektörün gelişmiş olduğu ülkelere kıyasla girişim sermayesi yatırımı yapan şirket ve fonların yanında yatırım alan şirketler de çok daha az sayıdadır. Bu şirketlerden, verilerine ulaşılabilen, hisseleri halka açık olanların sayısının daha da sınırlı olduğu görülmektedir. Bu bağlamda GS sektörüne yönelik ulusal literatür de aynı ölçüde sınırlı kalmakla birlikte aşağıda bu çalışmalardan bazılarına yer verilmektedir.

Ulusal literatürde bazı araştırmaların GS yatırımlarını teorik açıdan ele alarak model önerilerinde bulunduğu görülmektedir. Bu araştırmacılar Uludağ (1996), “Gümrük Birliği Sürecinde KOBİ’ler ve Risk Sermayesi Şirketleri Modeli” isimli çalışmasında, farklı ülkelerdeki risk sermayesi uygulamalarını detaylı şekilde sunarak Türkiye’deki KOBİ’ler için bir model önerisinde bulunmuştur. Modelin çok yönlü olarak incelendiği bu çalışma ulusal literatürde halen temel bir kaynak niteliği taşımaktadır. Yatmaz (2012) da konuyu teorik ve kavramsal çerçevede açıklayarak Türkiye için bölgesel model önerisinde bulunmuştur.

Külahçı (2015), GS yatırımı alan şirketlerin finansal performanslarını *Topsis (Technique for Order Performance by Similarity to Ideal Solution)* yöntemi ve panel veri seti kullanarak analiz etmiş ve analize dahil edilen 4 firmanın etkinlik sırasının olumlu, 5 firmanın olumsuz yönde etkilendiği, 3 firmanın ise etkilenmediği sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca *yatırımların*, firmaların *öz kaynak kârlılığı* üzerindeki etkisinin pozitif, *aktif kârlılığı* üzerindeki etkisinin anlamsız olduğunu tespit etmiştir.

Ulusal literatürde konuyu yatırımcı şirketler açısından inceleyen araştırmaların GSYO’ların kârlılık analizine odaklandığı görülmektedir. Akbulut, Rençber ve Şen (2016), ülkemizdeki GSYO şirketlerini *Promethee (Preference Ranking Organization Method for Enrichment Evaluation)* yöntemini kullanarak 2011-2015 yılları arasında karlılıklarına göre incelemişler ve söz konusu zaman diliminde en önemli performans ölçütünün *net kâr marjı* olduğunu tespit etmişlerdir.

Uygurtürk ve Soylu (2016), BİST’te işlem gören GSYO’ların, mali tablolarındaki verilerden faydalananarak finansal oranlarını hesaplamışlar ve *Copras (Complex Proportional Assessment)* yöntemini kullanarak BİST’te hisseleri işlem gören 8 adet GSYO şirketini, 2013-2015 *likidite ve kârlılığa dayalı mali verilerini* kullanarak analiz etmişler ve finansal performanslarına göre sıralamışlardır. Çalışma bulgularına

göre 2015 yılında 2013 yılına göre finansal performansını artırarak ilk üç sırayı alan şirketler sırasıyla Hedef, Vertu ve Gözde GSYO olmuştur.

Ertürk (2017), melek yatırımcılık ve GS fonlarının yatırımdan çıkış stratejileri ve getirileri ile yatırım yapılan firmaların kurumsal yönetimine yaptıkları müdahaleleri literatür taraması yoluyla incelemiştir. Daha sonra melek yatırım alan 57 girişim ile GS yatırımı alan 36 girişimi, “*yatırım tercihleri, yatırım yapılan girişimlerin büyüklüğü, kurumsal yönetim ve kontrol gücü*” açısından detaylı olarak analiz etmiştir.

Demir (2018), girişim sermayesinin tarafları olan yatırım yapan bazı fonlar, yatırım yapılan firmalar ve katılım bankaları ile derinlemesine mülakat tekniği ile görüşmeler gerçekleştirmiş ve çalışmanın sonunda katılım bankacılığı için bir GS modeli önerisinde bulunmuştur.

Bağcı ve Kılıçaslan (2020) GSYO finansal performanslarını *Critic (Criteria Importance Through Inter-Criteria Correlation)* ve *Oreste (Organization, Storage and Synthesis of Relevant Data)* yöntemlerini kullanarak analiz etmişlerdir. Araştırmacılar BİST’e kayıtlı 7 adet şirketin 2013-2018 arası 6 yıllık dönemde *cari oran, aktif kârlılığı, aktif devir hızı ve finansal kaldıraç* oranlarını critic yöntemi ile ağırlıklandırmışlar, daha sonra oreste yöntemi ile şirketleri performanslarına göre sıralamışlardır. Performans sıralamasına göre ilk iki sırayı alan şirketler sırasıyla Hedef ve Hub GSYO olmuştur.

Apan ve Öztel (2020), hisseleri BİST’te işlem gören 7 adet GSYO şirketinin 2012-2016 yılları arasındaki verilerini analiz etmişler, araştırmacılar finansal verileri *Critic* yöntemi ile önem sırasına göre derecelendirmişler ve *Promethee (Preference Ranking Organization Method for Enrichment Evaluations)* yöntemi ile finansal performans ölçümü yapmışlardır. Analiz sonuçlarına göre en önemli finansal oranlar *kısa ve uzun vadeli yabancı kaynakların toplam pasif tutarına oranı* olmuştur.

Darwish (2020), Türkiye’de faaliyet gösteren 32 GMYO ve 7 GSYO’nun finansal performanslarını finansal oran analiziyle mukayeseli olarak analiz etmiştir. Analiz bulgularından bazıları, GMYO sektörünün, GSYO sektörüne göre toplam pasiflere oranla daha az kısa vadeli, daha fazla uzun vadeli borç kullanması, öz sermaye ve aktif kârlılığının genel olarak daha yüksek olması, daha düşük F/K ve PD/DD, daha yüksek PBKO oranına sahip olması olarak sıralanabilir.

Ünal ve Aydın (2021), 2015-2020 yılları arasında girişim sermayesi fon getirilerini *Üç Faktörlü Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (Three Factor CAPM)* kullanarak analiz ettikleri çalışmalarında, fonların piyasa getirilerine göre daha düşük beta katsayılarına sahip olduğunu, DD/PD düşük ve piyasa değeri yüksek şirketlere yatırım yapma eğilimi gösterdiklerini tespit etmişlerdir.

3.3. Veri Seti

GS şirketleri tarafından yatırım yapılan şirketlerin finansal olarak yaşadığı muhtemel değişiklikleri incelemek amacıyla oluşturulan uygulamanın veri setini, Borsa İstanbul'da işlem gören ve GS yatırımı aldığı tespit edilen portföy şirketleri ve bu şirketlerin sektörlerinde yer alan diğer şirketler oluşturmaktadır. Söz konusu şirketlerin finansal verileri *Finnet Analiz Expert* veri terminalinden alınmıştır. Ayrıca girişim sermayesi yatırımı alan şirketlerin ve bu şirketlere yapılan yatırım tarihlerinin belirlenmesi amacıyla *Deloitte* tarafından düzenlenen M&A ülke raporlarından ve *Thomson Reuters* veri terminalinden yararlanılmıştır.

Çalışma veri setinin oluşturulmasının ardından çalışma periyodu, ilgili veri setinde yer alan portföy şirketlerinin finansal tablo verilerinin mevcudiyeti dikkate alınarak belirlenmiştir. Bu bağlamda veri periyodu olarak 2009 ile 2022 yılları arası dönem belirlenmiştir. Çalışmada müdahale grubu (*treated grup*) olarak tespit edilen yani yatırım alan portföy şirketleri ve bu şirketlerin yatırım aldıkları tarihler aşağıda bir tablo halinde sunulmuştur.

Tablo 8. Portföy Şirketlerinin Yatırım Aldıkları Şirketler, Yatırım ve Birincil Halka Arz Tarihleri

<i>Hisse Kodu</i>	<i>Yatırım Alan Şirket Adı</i>	<i>Yatırım Yapan Şirket Adı</i>	<i>Yatırım Tarihi</i>	<i>BHA Tarihi</i>
ERSU	Ersu Meyve Gıda San A.Ş.	Global Emerging Markets Ltd.	2010	30/03/2000
NETAS	Netas Telekomünikasyon A.Ş.	One Equity Partners / RHEA	2010	15/03/1993
BANVT	Bandırma Vitaminli Yem San. ve Tic. A.Ş.	Aabar Investments PJS	2011	27/11/1992
KRONT	Kron Teknoloji A.Ş.	Accelerator Technology Holdings	2011	27/05/2011
MAKTK	Makina Takim Endüstrisi A.Ş.	Gözde GSYO A.Ş., İstanbul Portföy	2012	03/02/1986
ACSEL	Aciselsan Acipayam Selüloz San. ve Tic. A.Ş.	Verusaturk GSYO A.Ş.	2012	06/07/2012
ANELE	Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret A.Ş.	Verusaturk GSYO A.Ş.	2012	16/06/2010
AKSEN	Aksa Enerji Üretim A.Ş.	Goldman Sachs International	2012	21/05/2010
ARENA	Arena Bilgisayar San. ve Tic. A.Ş.	212 Capital Partners Ltd.	2012	02/11/2000
DGNMO	Doğanlar Mobilya Grubu İmalat San. ve Tic. A.Ş.	Turkven	2012	04/06/1990
FRIGO	Frigo-Pak Gıda Maddeleri San. ve Tic. A.Ş.	Universe Capital Partners LLC	2012	25/04/1995

<i>Hisse Kodu</i>	<i>Yatırım Alan Şirket Adı</i>	<i>Yatırım Yapan Şirket Adı</i>	<i>Yatırım Tarihi</i>	<i>BHA Tarihi</i>
INDES	İndeks Bilgisayar Sistemleri Mühendislik San. ve Tic. A.Ş.	MCI Capital ASI S.A. / Alfanor 13131 A.Ş.	2013	26/06/2004
CLEBI	Çelebi Hava Servisi A.Ş.	Actera Group	2013	18/11/1996
LOGO	Logo Yazılım San. ve Tic. A.Ş.	Mediterra Capital Management Ltd.	2013	08/05/2000
TMSN	Tümosan Motor ve Traktör Sanayi A.Ş.	Hedef GSYO A.Ş.	2013	05/12/2012
GEREL	Gersan Elektrik Ticaret ve Sanayi A.Ş.	Verusaturk GSYO A.Ş.	2015	11/05/2003
ULKER	Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.	Ünlü&Co, Türkven	2015	23/02/2004
AKENR	Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	Crescent Capital / CETF L.P.	2016	03/07/2000
PETKM	Petkim Petrokimya Holding A.Ş.	BCM Global Fund Ltd.	2015	19/06/1990

Tablo 8’de portföy şirketlerinin adı, hisse kodu, yatırım aldığı tarih ve halka arz tarihi bulunmaktadır. Tabloda koyu ile belirtilen şirketler örneklemden çıkarılmıştır. Bu şirketlerin örneklemden çıkarılmasının nedeni, analiz edilen veri periyodunun başlangıç tarihinden daha sonra halka arz olmalarıdır. Bu şirketlerin halka arz tarihlerinin geç olması piyasa çarpanları verilerinin çalışma veri periyodu içinde mevcut olmamasına yol açmaktadır. Dolayısıyla bahsedilen şirketler veri periyodu kısıtlaması nedeniyle portföy şirketleri grubundan elenmiştir. Diğer şirketlerin halka arz tarihleri belirlenen veri periyodunun başlangıç tarihinden önce olduğu için incelenen şirketler arasında yer almıştır. İlgili veri periyodu kriterine uyan toplamda 15 şirket yatırım alan portföy şirketleri olarak belirlenmiştir.

Tablo 9. Portföy Şirketlerinin Faaliyette Bulunduğu Sektörler ve Yatırım Tarihlerine Göre Yer Aldıkları Gruplar⁵⁵

<i>Hisse</i>	<i>Sektör</i>	<i>Grup</i>
AKENR	ELEKTRİK GAZ BUHAR	2015
ANELE	İNŞAAT BAYINDIRLIK	2012
ARENA	TEKNOLOJİ BİLİŞİM	2012
BANVT	GIDA İÇECEK VE TÜTÜN	2011
CLEBI	ULAŞTIRMA VE DEPOLAMA	2013
DGNMO	ORMAN ÜRÜNLERİ VE MOBİLYA	2012
ERSU	GIDA İÇECEK VE TÜTÜN	2011
FRIGO	GIDA İÇECEK VE TÜTÜN	2012
GEREL	METAL EŞYA MAKİNE ELEKTRİKLİ CİHAZLAR VE ULAŞIM ARAÇLARI	2015
INDES	TEKNOLOJİ BİLİŞİM	2013
LOGO	TEKNOLOJİ BİLİŞİM	2013
MAKTK	METAL EŞYA MAKİNE ELEKTRİKLİ CİHAZLAR VE ULAŞIM ARAÇLARI	2012
NETAS	TEKNOLOJİ BİLİŞİM	2011
PETKM	KİMYA İLAÇ PETROL LASTİK VE PLASTİK ÜRÜNLER	2015
ULKER	GIDA İÇECEK VE TÜTÜN	2015

Tablo 9’da yatırım tarihleri ortak olan portföy şirketleri FF analizinde bir grup olarak ele alınmaktadır. Dolayısıyla yatırım tarihleri ortak olanlar aynı grupta yer alan

⁵⁵ Şirketlerin gruplar arasında oransal dağılımını sağlamak açısından yatırım tarihleri 2010 olan ERSU ve NETAS 2011 grubuna; yatırımı 2016’da tamamlanan AKENR 2015 grubuna dahil edilmiştir.

şirketler olup hesaplanan Ortalama Müdahale Etkileri (ATT- Average Treatment Effects) (yatırım etkisi) bu gruplar için hesaplanmaktadır. Dolayısıyla analizde 2011, 2012, 2013 ve 2015 yılları grubu şirketleri bulunmakta ve bu şirketler için ATT hesaplamaları yapılmaktadır. Söz konusu müdahale etkileri hesaplanan portföy şirketlerinin faaliyette bulunduğu sektörleri de aşağıdaki şekilde bir tablo halinde göstermek mümkündür.

Tablo 10. Kontrol Grubu Şirketleri ve Faaliyette Bulundukları Sektörler

<i>Sektör</i>	<i>Hisseler</i>
<i>GIDA İÇECEK VE TÜTÜN (17 Hisse)</i>	AEFES-AVOD-CCOLA-DARDL-EKIZ-KENT-KERTV-KNFRT-KRSTL-PENG-D-PETUN-PINSU-PNSUT-SELGD-TATGD-TBORG-TUKAS
<i>KİMYA İLAÇ PETROL LASTİK VE PLASTİK (21 Hisse)</i>	AKSA-ALKIM-AYGAZ-BAGFS-BRISA-BRKS-DEVA-DYOB-EGGUB-EGPRO-EMNIS-EPLAS-GOODY-GUBRF-HEKTS-IZFAS-MRSHL-SANFM-SASA-SODSN-TUPRS
<i>METAL EŞYA MAKİNE ELEKTRİK Lİ CİHAZLAR (23 Hisse)</i>	ALCAR-ARCLK-ASUZU-BALAT-BFREN-DITAS-EGEEN-EMKEL-FMIZP-FROTO-IHEVA-JANTS-KARSN-KATMR-KLMSN-OTKAR-PARSN-PRKAB-SILVR-TOASO-TTRAK-VESBE-VESTL
<i>TEKNOLOJİ BİLİŞİM (7 Hisse)</i>	ALCTL-DESPC-DGATE-ESCOM-KAREL-LINK-PKART
<i>ELEKTRİK GAZ BUHAR (4 Hisse)</i>	AKSUE-AYEN-ZEDUR-ZOREN
<i>İNŞAAT BAYINDIRLIK (5 Hisse)</i>	ENKAI-KUYAS-ORGE-SANEL-YYAPI
<i>ORMAN ÜRÜNLERİ VE MOBİLYA (2 Hisse)</i>	EDIP-GENTS
<i>ULAŞTIRMA VE DEPOLAMA (3 Hisse)</i>	GSDDE-RYSAS-THYAO

Portföy şirketleri ile aynı sektörde yer alan diğer şirketlerin tamamı ise kontrol grubunu oluşturmaktadır ve kontrol grubu şirketleri de Tablo 10'da yer almaktadır. Portföy şirketlerinin faaliyet gösterdiği sektörlerde bulunan şirketlerden bazıları kontrol grubuna dahil edilmemiştir. Bu durumun sebepleri arasında analiz periyodu dahilinde verilerine ulaşamaması ya da yatırım almamış olma kriterini karşılamıyor olmaları gibi durumlar yer almaktadır. Tabloda, kontrol grubunda yer alan 82 adet şirketlerin sektör ve hisse kodu bilgilerine yer verilmiştir.

Müdahale ve kontrol grubu şirketlerinin 2009-2022 yılları arası finansal tablo verilerinden yararlanılmıştır. Bazı sektörlerde yer alan şirket sayısının düşük olmasına rağmen, yukarıda da belirtildiği gibi, analiz periyodundaki bazı verileri eksik olan şirketler kontrol grubuna dahil edilmiştir. Bu durumu çalışma analizinin bir kısıtı olarak nitelendirmek mümkündür. Kontrol değişkenleri veri setinde, müdahale grubunda yer

alan şirketlerin sektörlerine göre şirket sayısı açısından oransal dağılım sağlanamasa da tezde uygulanan *Aşamalı Yaklaşım* ve *Sentetik Kontrol FF modelinde* kullanılan hesaplamalarda önemli bir kriter olan *karşı olgusal (counterfactual) etkiyi* güçlendirmek için kontrol değişkeni sayısı olabildiğince yüksek tutulmaya çalışılmıştır. Başka bir deyişle, modelin tahmin gücünü korumak amacıyla, belirlenen veri kriterlerine uyan tüm şirketler kontrol grubu olarak benimsenmiştir.

3.4. Metodoloji

Portföy şirketleri iki yöntem ile analiz edilmiştir ve ilk aşamada portföy şirketleri ile kontrol grubu şirketlerinin mali verileri arasındaki farklar, FF metodolojisi kullanılarak hesaplanmış ve finansal oranlardaki değişim incelenmiştir. Analiz kapsamında öncelikle portföy şirketleri yatırım alma tarihleri bakımından gruplandırılmıştır. Yapılan gruplandırmanın ardından ilgili gruplar için finansal analiz çerçevesinde çeşitli finansal rasyoların (*likidite, faaliyet-etkinlik, mali yapı, kârlılık, borsa performans, büyüme oranları*) ortalamalarındaki değişimler hesaplanmıştır. Söz konusu değişiklikler özet tablolar ve görseller aracılığıyla ortaya konularak elde edilen bulgular finansal analiz bağlamında yorumlanmıştır.

FF hesaplamaları yoluyla elde edilen bulguları sınamak amacıyla söz konusu finansal oranların daha objektif ve bilimsel bir açıdan ele alınması noktasında finansal oranlar ve kukla değişkenlerden oluşan panel veri seti FF metodolojisi kullanılarak ekonometrik analize tabi tutulmuştur. Ekonometrik analiz yoluyla portföy şirketlerinin finansal rasyolarındaki değişimler ile bu değişimler yoluyla yatırım sonrası gerçekleşmesi olası dönüşümler tespit edilmeye çalışılmış ve elde edilen bulgular raporlanmıştır. Sonuç olarak uygulama kapsamında kullanılan her iki yöntem aracılığıyla finansal oran analizi gerçekleştirilmiştir. İkinci aşamada gerçekleştirilen ekonometrik analiz, birim ve zaman etkilerini modele dahil ederek istatistiksel olarak daha geçerli sonuçlar vermesi bakımından ilk yöntemden elde edilen sonuçların sınanması ve istatistiksel açıdan anlamlı sonuçların yorumlanarak politika önerilerinin oluşturulması açısından önem arz etmektedir. Bu çerçevede metodoloji başlığı altında öncelikle finansal oranlar açıklanmış, daha sonra ise FF metodolojisine yer verilmiştir.

3.4.1. Finansal Oran Analizi

Finansal oran analizi, şirketlerin faaliyetleri sonucu oluşan ve gelişen temel finansal tablolarındaki verileri belirli ölçütlerle analiz etmeye yarayan araçlardandır. Finansal rasyo analizini şirket yöneticileri başta olmak üzere şirketlerin çıkar ilişkisinde bulunduğu tüm gruplar (tedarikçiler, kreditorler, müşteriler, yatırımcılar, devlet vb.) da dikkate almakta ve kullanmaktadır. Dolayısıyla şirkete yatırım yapan herhangi bir grup veya şirketin de bu analizi kullanması gerektiğini ifade etmek mümkündür. Bu gereklilik doğrultusunda girişim sermayesi şirketleri tarafından yatırım yapılan şirketlerin yaşayacağı dönüşüm veya değişim finansal rasyo analizi bağlamında incelenmiş ve inceleme sonucu elde edilen bulgular ortaya konulmuştur. Şirketlerin yatırım sonrası nelerinin değiştiği veya dönüştüğü noktasında yararlanılan finansal rasyo analizinde; *likidite oranları*, *faaliyet (etkinlik) oranları*, *mali yapı oranları*, *kârlılık oranları*, *borsa performans (değerleme) oranları* ve son olarak *büyüme oranları* kullanılmıştır. Oranların başlıklar halinde açıklanmasının ardından söz konusu oran analizi için hangi rasyoların kullanıldığı formüller aracılığıyla gösterilmiştir. Böylelikle kullanılan oranların şirketler açısından ne ifade ettiği ortaya konulmuş ve portföy şirketlerinin yatırım aldıktan sonra yaşadığı dönüşüm daha net bir şekilde açıklanmış olacaktır.

3.4.1.1. Likidite Oranları

Likidite oranları, işletmelerin bir yıl içinde vadesi gelecek olan kısa vadeli yükümlülüklerini ve diğer borçlarını karşılayabilme kabiliyetini değerlendirmek için kullanılmaktadır. Bu oranlar, bir şirketin dönen varlıklarını kullanarak mevcut borçlarını ödeme kapasitesinin üstünde yoğunlaşarak finansal sağlığı hakkında önemli öngörüler sağlamaktadır (Stanko ve Zeller, 2003). Likidite oranlarıyla işletmenin kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama yeteneği, bu oranlar aracılığıyla dönen varlıkların cari borçları karşılama kapasitesi ölçülmektedir. Bu durum, operasyonel sürdürülebilirlik ve finansal sıkıntılardan kaçınmak açısından kritik öneme sahiptir. Ayrıca, işletmenin varlıklarını acil ödeme ihtiyaçları için nakde çevirebilme kabiliyetini değerlendirmektedir. Bu oranlar, işletmenin kısa vadeli finansal istikrarının anlık görüntüsünü sunarak, tedarikçilere, çalışanlara ve kısa vadeli kredi verenlere olan yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceğini göstermektedir (Palat, 2011; Carlon vd., 2019).

Şirketlerin likiditelerini analiz etmek amacıyla *Cari Oran (CO)*, *Asit Test Oranı (ATO)* ve *Nakit Oran (NO)* kullanılmıştır. İlgili oranların matematiksel gösterimi aşağıda sırasıyla yapılmıştır.

$$\text{Cari Oran} = \frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}} \quad (3.1.)$$

$$\text{Likidite Oranı} = \frac{\text{Dönen Varlıklar} - \text{Stoklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}} \quad (3.2.)$$

$$\text{Nakit Oranı} = \frac{\text{Hazır Değerler} + \text{Menkul Kıymetler}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}} \quad (3.3.)$$

3.4.1.2. Faaliyet (Etkinlik) Oranları

Faaliyet oranları, aynı zamanda performans oranları veya varlık kullanım oranları olarak da bilinir. Bu oranlar bir şirketin varlıklarını satış ve kâr elde etmek için ne kadar verimli kullandığını ölçmekle birlikte, operasyonel performansı ve kaynaklarını yönetmedeki etkinliği hakkında önemli bilgiler sunmaktadır. Faaliyet oranları, varlık kullanım verimliliği açısından, şirketin stok, alacaklar ve duran varlıklar gibi kaynaklarını gelir elde etmek için ne kadar iyi kullandığını gösterir. Operasyonel performans bakımından, alacakların tahsilatı ve stok yönetimi gibi şirketin günlük faaliyetlerini ölçer. Ayrıca, şirket yönetiminin kaynakları ne kadar iyi yönettiğine dair göstergeler sunar (Robinson vd., 2015).

Şirketler açısından faaliyet oranlarının anlamı şöyle özetlenebilir. Operasyonel verimlilik açısından, faaliyet oranları şirketlerin kaynaklarını ne kadar iyi yönettiklerini değerlendirmelerine yardımcı olur ve varlıklarından satış ve kâr elde etme kabiliyetlerinin bir göstergesidir. Kaynak yönetimi bakımından, bu oranlar şirketin stok ve ticari alacaklar gibi temel varlıklarını ne kadar etkin yönettiğini ortaya koyar ve kaynak tahsisinin optimizasyonuna yardımcı olur. Performans ölçümü açısından, faaliyet oranları zaman içindeki performansı ölçme ve takip etme imkânı sağlar (Thurakam, 2006; Robinson, 2015).

Özetle, faaliyet oranları bir şirketin operasyonel verimliliğini ve varlıklarını yönetmedeki etkinliğini değerlendirmek için kritik araçlardır. Şirketler bu oranları kullanarak iyileştirme alanlarını belirleyebilir, kaynak kullanımlarını optimize edebilir ve finansal performanslarını artırabilirler. Bununla birlikte, anlamlı sonuçlar çıkarmak için bu oranları şirketin faaliyet gösterdiği sektör ve iş stratejisi bağlamında değerlendirmek önem taşımaktadır.

Şirketlerin faaliyetlerini (etkinlik) analiz etmek amacıyla *Stok Devir Hızı (SDH)*, *Alacak Devir Hızı (ADH)*, *Borç Devir Hızı (BDH)* ve *Özkaynak Devir Hızı (ÖDH)* kullanılmıştır. İlgili oranların matematiksel gösterimi aşağıda sırasıyla yapılmıştır.

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Satılan Malın Maliyeti}}{\text{Stoklar}} \quad (3.4.)$$

$$\text{Alacak Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ticari Alacaklar}} \quad (3.5.)$$

$$\text{Borç Devir Hızı} = \frac{\text{Net Alışlar}}{\text{Ticari Borçlar}} \quad (3.6.)$$

$$\text{Özkaynak Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Toplam Özkaynaklar}} \quad (3.7.)$$

Yukarıda yer alan formüllerin payda kısımlarının üstünde çizgi işareti bulunmaktadır. Bu işaret ilgili kalemin ortalamasının alındığını göstermektedir. Ortalama formülünü de şu şekilde göstermek mümkündür. Aşağıda formülde yer alan X ifadesi ortalaması alınan finansal kalemi göstermektedir.

$$\bar{X} = \frac{X_{\text{dönem başı}} + X_{\text{dönem sonu}}}{2} \quad (3.8.)$$

3.4.1.3. Mali Yapı Oranları

Mali yapı oranları, bir şirketin finansal sağlığını, özellikle borçlarını yönetme ve uzun vadeli yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyetini değerlendirmek için kullanılan araçlardır. Bu oranlar, şirketin sermaye yapısıyla ilişkili riskleri ve borçlarını geri ödeme kapasitesini anlamaya yardımcı olmaktadır. Borç oranları, şirketin varlıklarını finanse etmek için ne ölçüde borçlanmış olduğunu ve fon kullandığını ölçer. Bu oranlar, şirket varlıklarının ne kadarının hissedarlar yerine kreditorler tarafından finanse edildiğini değerlendirir. Yüksek borç oranları genellikle daha yüksek finansal riske işaret eder. Bunun nedeni, daha yüksek oranda borcu olan şirketlerin, yükümlülüklerini yerine getiremedikleri takdirde finansal sıkıntıya düşme riskinin daha yüksek olmasıdır. Yüksek borç seviyeleri aynı zamanda kreditor (banka vb.) devralmalarının riskini de artırabilir (Rist ve Pizzica, 2015; Carlon vd., 2019).

Mali yapı oranları, şirketin uzun vadeli finansal yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyetini ölçmekle birlikte finansal istikrarını ve uzun vadede hayatta kalma kapasitesini de gösterir. Yine bu oranlar, şirketin vadesi gelen borçlarını, faiz ve anapara dahil olmak üzere ödeyip ödeyemeyeceği konusunda bilgi sağlar. Paydaşların şirketin uzun vadeli finansal sürdürülebilirliğini değerlendirmesine yardımcı olur (Robinson, 2015; Carlon vd., 2019). Özetle, mali yapı oranları, şirketin finansal sağlığını değerlendirmek için kritik araçlardır. Mali yapı oranları, şirketin ne ölçüde borçlanmış olduğunu, fonlara dayandığını, kısa ve uzun vadeli finansal yükümlülüklerini karşılama kapasitesini, diğer bir ifadeyle, varlıklarını finanse etmek için ne kadar borç kullandığını gösterir. Bu oranların kapsamlı analizi, şirketin karşı karşıya olduğu finansal risklere ve uzun vadede sürdürülebilir bir şekilde faaliyet gösterme kabiliyetine dair önemli ipuçlarını gösterir.

Şirketlerin mali yapılarını analiz etmek amacıyla *Kaldıraç Oranı (KO)*, *Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Kaynaklara Oranı (KVYKO)*, *Uzun Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Kaynaklara Oranı (UVYKO)* ve *Finansman Oranı (FO)* kullanılmıştır. İlgili oranların matematiksel gösterimi aşağıda sırasıyla yapılmıştır.

$$\text{Finansal Kaldıraç} = \frac{\text{Yabancı Kaynaklar}}{\text{Toplam Kaynaklar}} \quad (3.9.)$$

$$KVYKO = \frac{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}{\text{Toplam Kaynaklar}} \quad (3.10.)$$

$$UVYKO = \frac{\text{Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar}}{\text{Toplam Kaynaklar}} \quad (3.11.)$$

$$\text{Finansman Oranı} = \frac{\text{Toplam Özkaynaklar}}{\text{Toplam Yabancı Kaynaklar}} \quad (3.12.)$$

3.4.1.4. Kârlılık Oranları

Kârlılık oranları, bir şirketin varlıklarından kâr elde etme kabiliyetini değerlendirmek için kullanılan önemli finansal göstergelerdir. Bu oranlar, belirli bir dönem boyunca şirketin operasyonel başarısının farklı yönlerini ölçer ve hem yönetimin etkinliğini hem de şirketin rekabetçi pozisyonunu yansıtır. Kârlılık, paydaşların şirketlerin sürdürülebilirliğini değerlendirirken dikkate aldıkları temel faktörlerden biridir (Wahlen, 2015; Robinson, 2015). Kârlılık oranları öncelikle genel kârlılığı ölçer, yani işletmenin belirli bir dönemdeki kâr veya operasyonel başarısını değerlendirir. Kârlılık oranları, şirketin gelirlerine, varlıklarına veya özkaynaklarına kıyasla ne kadar iyi kâr ürettiğini, operasyonel verimlilik açısından, maliyetlerini ve giderlerini satışlarına göre ne kadar verimli yönettiğini ortaya koyar. Yatırım getirisi bakımından, belirli kârlılık oranları varlıklar, özkaynak veya kullanılan sermaye üzerinden getiriye ölçerek, şirketin kaynaklarını kâr elde etmek için ne kadar iyi kullandığını gösterir. Dolayısıyla yatırım kararları bakımından, kârlılık temel bir faktördür. Yatırımcılar ve kredi verenler kârlı şirketlere yatırım yapmakta daha güvenlidir. Şirketlerin kârı, borç ve özkaynak finansmanı elde etme kabiliyetlerini etkiler. Finansal istikrar açısından kârlılık, şirketlerin finansal istikrarı ve büyüme kapasitesiyle bağlantılıdır. Daha yüksek kârlılığa sahip şirketlerin, finansal yükümlülüklerini yerine getirme ve gelecekteki operasyonlarını finanse etme olasılığı daha yüksektir (Feldman ve Libman, 2007; Griffin, 2009; Carlon vd., 2019).

Özetle kârlılık oranları şirketlerin finansal performanslarını ve kâr üretme kapasitelerini değerlendirmek için vazgeçilmez araçlardır. Paydaşlar bu oranları analiz ederek şirketin verimliliğini, yönetim etkinliğini ve genel finansal sağlığını değerlendirebilir. Ancak, bu oranları şirketin faaliyet gösterdiği sektör, ekonomik çevre ve stratejik hedefleri bağlamında yorumlamak büyük önem taşımaktadır.

Şirketlerin kârlılıklarını analiz etmek amacıyla *Brüt Kâr Marjı (BKM)*, *Faaliyet Kâr Marjı (FKM)*, *Net (Dönem) Kâr Marjı (DKM)*, *Varlıkların Getirisi (ROA)* ve *Özkaynakların Getirisi (ROE)* kullanılmıştır. İlgili oranların matematiksel gösterimi aşağıda sırasıyla yapılmıştır.

$$\begin{aligned} \text{Brüt Kâr Marjı} &= \frac{\text{Brüt Kâr}}{\text{Net Satışlar}} \times 100 \\ &= \frac{\text{Net Satışlar} - \text{Satılan Malın Maliyeti}}{\text{Net Satışlar}} \times 100 \end{aligned} \quad (3.13.)$$

$$\text{Faaliyet Kâr Marjı} = \frac{\text{Net Faaliyet Kârı}}{\text{Net Satışlar}} \times 100 \quad (3.14.)$$

$$\text{Net Kâr Marjı} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Net Satışlar}} \times 100 \quad (3.15.)$$

$$\text{ROA} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Toplam Varlıklar}} \times 100 \quad (3.16.)$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Toplam Özkaynaklar}} \times 100 \quad (3.17.)$$

3.4.1.5. Borsa Performans Oranları

Borsa performans (değerleme) oranları, genellikle bir şirketin hisse senedi fiyatını finansal bir ölçütle karşılaştırarak piyasadaki değerini ölçmek için kullanılan önemli göstergelerdir. Bu oranlar, yatırımcıların şirketin aşırı değerli veya düşük değerli olup olmadığını belirlemelerine yardımcı olmaktadır. Hem yatırımcılar hem de yönetim için faydalı olan bu oranlar, piyasanın, şirketin değeri ve gelecekteki beklentileri hakkındaki değerlendirmesini yansıtır (Rist ve Pizzica, 2015; Alexander, 2018); diğer bir ifadeyle, piyasanın, şirketin değeri, büyüme potansiyeli ve riski hakkındaki görüşünü gösterir. Hisse değeri açısından bu oranlar, şirketin hisse senedi fiyatını, kazanç, defter değeri veya satışlar gibi finansal ölçütlerle karşılaştırır. Göreceli değer bakımından, benzer şirketlerin değerlerini karşılaştırmak için bir temel sağlar. Ayrıca, şirketin finansal yapısına ve gelecekteki beklentilerine olan piyasa güvenini yansıtabilir (Bhattacharya, 2007).

Şirketler açısından değerlendirme oranlarının anlamı şöyle özetlenebilir: Yatırımcı kararları bakımından değerlendirme oranları, alım, satım veya elde tutma kararlarını vermek için kullanılır. Sermaye artırımını açısından, yüksek bir değerlendirme, şirketin sermaye artırmasını ve yeni hisse senedi ihraç etmesini kolaylaştırabilirken, düşük bir değerlendirme bu çabaları zorlaştırabilir. Şirket birleşme ve satın almalarında, değerlendirme oranları şirketin gerçek değerini belirlemek için kullanılır (Bhattacharya, 2007; Subramanyam ve Wild, 2009).

Özetle, değerlendirme oranları, piyasanın bir şirketin değerini nasıl algıladığının ve anlık göreceli değerinin tespitini sağlayan araçlardır. Yatırımcılar ve yöneticiler bu oranları değerlendirerek şirketin mevcut piyasa konumunu, gelecekteki büyüme potansiyelini öngörebilir ve bu şekilde bilinçli kararlar alabilirler. Ancak, tüm finansal ölçütler gibi, değerlendirme oranları da, şirketin finansal sağlığı, sektörü ve genel ekonomi hakkında kapsamlı bir bakış açısıyla değerlendirilmelidir.

Şirketlerin borsa performanslarını analiz etmek amacıyla *Fiyat Kâr Oranı (F/K)*, *Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı (PD/DD)*, *Pay Başına Kâr Oranı (PBKO)*, *Fiyat Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kâr Oranı (F/F)* ve *Piyasa Değeri Satışlar Oranı (PD/S)* kullanılmıştır. İlgili oranların matematiksel gösterimi aşağıda sırasıyla yapılmıştır.

$$F/K = \frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Kâr}} \quad (3.18.)$$

$$F/K = \frac{\text{Piyasa Değeri}}{\text{Net Kâr}}$$

$$PD/DD = \frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Defter Değeri}} \quad (3.19.)$$

$$PD/DD = \frac{\text{Özkaynak Toplamı}}{\text{Toplam Hisse Sayısı}}$$

$$F/F = \frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına FAVÖK}} \quad (3.20.)$$

$$F/F = \frac{\text{Piyasa Değeri}}{\text{Toplam FAVÖK}}$$

$$PD/S = \frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Satış}} \quad (3.21.)$$

$$PD/S = \frac{\text{Piyasa Değeri}}{\text{Net Satışlar}}$$

$$PBKO = \frac{\text{Toplam Net Kâr}}{\text{Toplam Hisse Sayısı}} \quad (3.22.)$$

3.4.1.6. Büyüme Oranları

Büyüme oranları, bir şirketin genişleme hızını ve bu büyümenin şirketin değeri, performansı ve gelecekteki beklentileri üzerindeki etkisini değerlendirmek için kullanılan önemli finansal göstergelerdir. Bu oranlar, şirketin satışlarını, kazançlarını veya varlıklarını zaman içinde ne kadar hızlı artırdığını değerlendirmeye yardımcı olur. Hem yatırımcılar hem de yönetim için faydalı olan bu oranlar, şirketin işini büyütme ve sürdürme kabiliyeti hakkında önemli bilgiler sunar (Alexander, 2018, Fridson ve Alvarez, 2022). Büyüme oranları öncelikle şirketin satışlar, kazançlar ve varlıklar gibi temel finansal metriklerinin ne kadar hızlı arttığını ölçer. Aynı zamanda, geçmiş performansa göre büyüme eğilimlerini belirlemeye çalışır; şirketin gelecekteki performansını ve değerini tahmin etmek için kullanılır. Büyümenin sürdürülebilirliği açısından, şirketin büyümesinin uzun vadede devam edebilir olup olmadığını gösterebilir. Piyasa pozisyonu bakımından, şirketin büyümesini rakipleriyle ve genel piyasayla karşılaştırmak için kullanılabilir (Alexander, 2018; Palepu, 2003).

Özetle, büyüme oranları şirketin genişlemesini ve gelecek potansiyelini değerlendirmek için bir öngörü sağlar. Yatırımcılar ve yönetim bu oranları analiz ederek bilinçli kararlar alabilir, şirketin rekabetçi konumunu ölçebilir ve büyümesinin sürdürülebilirliğini değerlendirebilir. Ancak, tüm finansal ölçütler gibi, büyüme oranları da şirketin finansal pozisyonu, sektörü, ekonomik çevresi ve stratejik hedeflerine göre yorumlanmalıdır.

Şirketlerin büyüme performanlarını analiz etmek amacıyla *Satışların Büyüme Oranı* (Sat.BO), *Aktiflerin Büyüme Oranı* (Ak.BO), *Özkaynakların Büyüme Oranı* (Öz.BO) ve *Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kârların (FAVÖK) Büyüme Oranı*

(Favök.BO) kullanılmıştır. İlgili oranların matematiksel gösterimi aşağıda sırasıyla yapılmıştır.

$$\text{Sat.BO} = \frac{\text{Cari Yıl Satışları} - \text{Önceki Yıl Satışları}}{\text{Önceki Yıl Satışları}} \times 100 \quad (3.23.)$$

$$\text{Ak.BO} = \frac{\text{Cari Yıl Aktifleri} - \text{Önceki Yıl Aktifleri}}{\text{Önceki Yıl Aktifleri}} \times 100 \quad (3.24.)$$

$$\text{Öz.BO} = \frac{\text{Cari Yıl Özkaynakları} - \text{Önceki Yıl Özkaynakları}}{\text{Önceki Yıl Özkaynakları}} \times 100 \quad (3.25.)$$

$$\text{Favök.BO} = \frac{\text{Cari Yıl FAVÖK} - \text{Önceki Yıl FAVÖK}}{\text{Önceki Yıl FAVÖK}} \times 100 \quad (3.26.)$$

3.4.2. Farkların Farkı Yöntemi

Tezde uygulama olarak finansal oran analizi gerçekleştirilmiş ve bu analiz kapsamında halen gelişimini sürdüren bir istatistiksel yöntem olan *Farkların Farkı (FF)* (*DiD-Difference in Differences*) metodolojisinden yararlanılmıştır. Uygulamanın ilk bölümünde yatırımdan önce ve sonra, yatırım alan portföy şirketleri ile sektör şirketlerinin finansal oranları arasındaki net farklar hesaplanarak finansal yapıdaki değişimler incelenmiştir. Daha sonra istatistiksel geçerliliği bulunmayan bu sonuçları sınamak amacıyla finansal oranlardaki değişimler, FF yöntemi kullanılarak ekonometrik analiz yoluyla test edilmiştir. Bu doğrultuda öncelikle FF metodolojisinin anlatımı yapılmış, sonrasında kısıtlar ve alternatif yaklaşımlar çerçevesinde FF metodunun gelişimi özetlenmiş ve nihayetinde FF metodolojisi bağlamında geliştirilen ve tezde yararlanılan Callaway ve Sant’Anna (2021) ile Sun ve Abraham (2021) yaklaşımları açıklanmıştır.

FF yöntemini literatürde ilk kullanan araştırmacı, 1855 yılında yayımlanan kitabında yer verdiği çalışmasıyla İngiliz epidemiyoloji uzmanı Doktor John Snow olmuştur. Dr Snow çalışmasında kolera salgını döneminde Güney Londra’da yaklaşık 400.000 kişiye içme suyu sağlayan Southwark & Vauxhall ve Lambeth isimli iki

firmanın hizmet verdiği alana ilişkin istatistiklerden yola çıkarak kirli ve temiz su kaynaklarının, su kaynağının değişmesi öncesi ve sonrasında salgının yayılması üzerindeki etkisini araştırmıştır. Araştırmacı, FF yöntemini kullanarak Lambeth firmasının kaynak elde ettiği alanı değiştirerek nehrin yukarı kısmına taşımasıyla 1849-54 döneminde salgın kaynaklı kayıpların kayda değer oranda önlendiğini tespit etmiştir.

FF metodolojisi, yarı deneysel bir araştırma tasarımı olarak, özellikle politika müdahaleleri, regülasyon değişiklikleri, vb. müdahalelerin etkilerini tahmin etmede kullanılan bir ekonometrik yaklaşımdır (Baker vd., 2022). Bu metodoloji, bir müdahalenin etkisini, müdahaleye maruz kalan grup (*müdahale grubu*) ile maruz kalmayan grup (*kontrol grubu*) arasındaki zaman içindeki çıktıların değişimini karşılaştırarak ölçmeyi amaçlamaktadır (Wing vd., 2024).

FF metodolojisi, özünde iki temel yaklaşımı birleştirerek potansiyel sapmaları elimine etmeyi hedeflemektedir. Metodolojide ilk olarak, gruplar arasındaki zamandan bağımsız farklılıkları ortadan kaldırmak için her grup için "önce-ve-sonra" farkı alınır. İkinci olarak, gruplar arasında "müdahale-ve-kontrol" kesitsel farkı hesaplanır. Bu iki farkın kombinasyonu, hem gruplar arasındaki önceden var olan farklılıklardan kaynaklanan sapmayı hem de zaman trendlerinden kaynaklanan sapmayı ayırtırmayı amaçlamaktadır (Cunningham, 2021; de Chaisemartin ve D'Haultfoeuille, 2023). Metodolojinin temel varsayımı olan paralel trendler varsayımı, müdahale uygulanmamış olsaydı, müdahale ve kontrol gruplarının ortalama sonuçlarının zaman içinde paralel bir seyir izleyeceğini öngörmektedir. Bu varsayım, FF metodolojisinin güvenilirliği açısından kritik öneme sahiptir ve araştırmacılar tarafından dikkatle değerlendirilmelidir.

Ekonometrik bir yöntem olarak FF, yeni bir politikanın belirli bir sonuç üzerindeki etkisini analiz etmek amacıyla sıklıkla kullanılan bir tekniktir. Bu yöntemi açıklamak için, politika değişikliğinden etkilenen bir müdahale grubu ile etkilenmeyen bir kontrol grubunun varlığı gerekmektedir. Bu iki grup için politika uygulanmadan önceki ve uygulandıktan sonraki dönemlere ait sonuçlar gözlemlenir. FF analizinde iki temel aşama bulunmaktadır. İlk olarak, müdahale grubunun politika öncesi ve sonrası dönemlerdeki değişimi ile kontrol grubunun aynı dönemdeki değişimi ayrı ayrı incelenir. Bu adım, müdahale ve kontrol grupları arasındaki zaman içinde sabit kalan yapısal farklılıkların etkisini ortadan kaldırmayı amaçlar. İkinci aşamada ise, müdahale

grubundaki değişim ile kontrol grubundaki değişim arasındaki fark hesaplanır. Elde edilen bu fark, politikanın etkisinin bir göstergesi olarak yorumlanır.

3.4.2.1. Modelin Temel Varsayımları

FF yönteminin geçerliliği, temel varsayımlardan biri olan *paralel trend varsayımına* dayanır (Goodman-Bacon, 2021). Bu varsayım, müdahale uygulanmamış kontrol grupları ile müdahale uygulanmış grupların müdahale olmaksızın gösterdiği ortalama etkilerinin zaman içinde benzer bir eğilim izleyeceğini ifade eder (Abadie, 2005). Başka bir deyişle, metodolojinin temel varsayımı olan paralel trendler varsayımı, müdahale uygulanmamış olsaydı, müdahale ve kontrol gruplarının ortalama sonuçlarının zaman içinde paralel bir seyir izleyeceğini öngörmektedir. Bu varsayımın sağlanması, FF analizinin sonuçlarının güvenilirliği açısından kritik öneme sahiptir. Müdahale grubun müdahale sonrası durumuyla yaşadığı değişimin net etkisi söz konusu varsayım yoluyla hesaplanmakta; FF etkisi bu varsayım üzerine ortaya konulmaktadır (Cunningham, 2021). Bununla birlikte, FF metodolojisinin güvenilir nedensel çıkarımlar yapabilmesi için paralel trend varsayımının yanı sıra başka önemli varsayımlar da bulunmaktadır. *Beklenti etkisinin olmaması varsayımı*, birimlerin gelecekteki müdahaleyi öngörerek davranışlarını değiştirmemelerini gerektirmektedir. Bu varsayım, gözlemlenen sonuç değişimlerinin müdahale öncesi ayarlamalardan değil, doğrudan müdahalenin kendisinden kaynaklandığını gösterir. *Müdahale etkilerinin tutarlılığı varsayımı*, müdahale etkisinin müdahale grubu içindeki bireyler ve zaman dilimleri arasında istikrarlı olduğunu ifade ederek, *müdahale grubu üzerindeki ortalama müdahale etkisinin (ATT-Average Treatment Effect on the Treated)* net bir şekilde yorumlanabilmesini sağlar. *Homojen müdahale zamanlaması varsayımı*, Kanonik FF yapısında tüm müdahale edilen birimlerin müdahaleyi aynı zaman noktasında aldığını varsayarak tahmin ve yorumlamayı basitleştirir. Son olarak, *eşit başlangıç müdahale durumu varsayımı*, müdahale ve kontrol gruplarının müdahale öncesinde karşılaştırılabilir başlangıç özelliklerine sahip olduğunu öne sürer. Bu varsayımların bütünü, Kanonik FF yönteminde nedensel çıkarımların güvenilirliğini artırmaktadır (Roth vd., 2023; Tchetgen, 2023; Tazhitdinova ve Vazquez-Bare, 2023).

Söz konusu varsayımlar göz önüne alındığında, gerçek dünya uygulamalarında farklı zamanlarda müdahaleye maruz kalan birimler içeren ve paralel trend varsayımının sağlanamadığı durumlarda, *Aşamalı FF (Staggered DiD)* ve *Sentetik Kontrol (Synthetic*

Control) yaklaşımları, homojen müdahale zamanlaması kısıtını aşarak ve kontrol gruplarını daha esnek bir şekilde modelleyerek daha güvenilir nedensel tahminler sunmaktadır (Callaway ve Sant'Anna, 2021; Abadie vd., 2005).

Farkların farkı yöntemi, sosyal bilimlerde nedensel ilişkilerin belirlenmesinde önemli bir metodolojik araç olarak öne çıkmaktadır. Bu yöntemin yaygın kullanımının ardında çeşitli avantajlar bulunmaktadır. Öncelikle, FF yöntemi rastgele atamanın mümkün olmadığı veya etik kısıtlamalar nedeniyle uygulanamadığı durumlarda güvenilir nedensel çıkarımlar yapılmasına olanak tanımaktadır (Thome vd., 2024). Metodolojinin temelinde yatan mantık, gruplar arasındaki değişimlerin karşılaştırılması prensibine dayanması nedeniyle oldukça anlaşılır ve basittir. Bunun yanı sıra, fark alma yöntemi sayesinde gruplar arasındaki sabit ancak gözlemlenemeyen farklılıkların etkisini elimine etme özelliğine sahiptir (Cunningham, 2021). FF yönteminin bir diğer önemli özelliği, farklı bağlamlarda ve çeşitli sonuç türlerinde uygulanabilme esnekliğidir. Metodolojik açıdan bakıldığında, standart regresyon teknikleri kullanılarak kolaylıkla uygulanabilmekte ve bu yönüyle araştırmacılara önemli pratik avantajlar sağlamaktadır (Baker, 2022; Roth vd., 2023). Ayrıca, veri gereksinimleri açısından da ekonomik bir yöntem olarak değerlendirilebilir; zira yalnızca müdahale öncesi ve sonrası dönemlere ait veriler ile kontrol grubu verilerinin mevcut olması, analizin gerçekleştirilebilmesi için yeterlidir.

Bununla birlikte, FF metodolojisinin bazı sınırlamaları da mevcuttur. En temel sınırlamalardan biri, müdahale ve kontrol gruplarının uygulama öncesinde benzer eğilimler göstereceğini varsayan paralel trendin doğrulanamaz olması durumudur. Ayrıca, uygulama farklılığı, eşzamanlılık sorunları, yanlış olmayan bir kontrol grubu seçimi ve uygulama etkilerinin zamana bağlı olarak değişmesi gibi faktörler, FF tahminlerinin güvenilirliğini etkileyebilir. Öte yandan, zaman içinde uygulamanın farklı dönemlerde uygulanması (aşamalı yaklaşım) ve dinamik etkiler, standart FF modellerinde sapmalara neden olabilir. İleri yöntemler, bu sınırlamaları ele almayı hedeflese de uygulanmaları karmaşıktır ve dikkatli bir şekilde yapılmalıdır. Bu sebeple, FF analizlerinin güvenilirliğini artırmak için varsayım testleri, duyarlılık analizleri ve yerleştirme testleri gibi sağlamlık kontrolleri yapılması önemli olmaktadır (Atasanov, 2016; Baker vd., 2022; Martins, 2021; Nyborg ve Woschitz, 2023; Roth vd., 2023; Thome vd., 2024).

Ortaya konulan genel avantaj ve kısıtlılıklarının yanında FF metodolojisinin sosyal bilimlerde, özellikle finans alanında yaygın kullanımının birkaç önemli nedeni bulunmaktadır. Öncelikle, nedensel çıkarım yapma konusunda güçlü bir araç sunmaktadır. Metodolojinin mantığı kolay anlaşılır olup, gözlemlenemeyen ancak zamana bağlı olmayan heterojenliği ele alabilmektedir. Ayrıca, standart regresyon teknikleri kullanılarak uygulanabilir olması ve veri gereksinimlerinin görece düşük olması, finans alanında da metodolojinin pratik uygulamalardaki çekiciliğini artırmaktadır (Cunningham, 2021; Roth vd., 2023; Thome vd., 2024).

3.4.2.2. Kanonik Model

FF metodolojisiyle ilgili temel bilgiler verildikten sonra öncelikle *Standart ya da Kanonik (Canonical) FF* modelinin nasıl oluşturulduğu ve bu modelde ortaya çıkan problemlerin neler olduğundan bahsetmek gerekmektedir. Bu bağlamda *Kanonik FF Modelinin* temel unsurlarını, varsayımlarını ve bu varsayımlar altında tahmin yöntemini ortaya koymak gerekmektedir. Kanonik FF yöntemini açıklamadan önce metodolojideki notasyonlardan bahsetmek gerekmektedir. Buna göre FF metodolojisinde bu aşamada kullanılan notasyonlar belirtilmektedir.

FF metodolojisinde kullanılan temel değişkenler aşağıdaki gibidir:

Y_{it} = i birimi için t zamanındaki çıktı değişkeni,

$D_i = 1$, müdahale grubu için, $D_i = 0$, kontrol grubu için,

$P_t = 1$, müdahale sonrası dönem için $P_t = 0$, müdahale öncesi dönem için kullanılmaktadır. Regresyon modelinde müdahale zamanlamasını gösteren bir kukla (dummy) değişkendir.

FF metodolojisinde ortaya konulan potansiyel çıktılar ise şu şekilde gösterilmektedir.

$Y_{is}(0)$ = müdahale almamış durumda i biriminin s dönemindeki potansiyel çıktısı,

$Y_{is}(1)$ = müdahale almış durumda i biriminin s dönemindeki potansiyel çıktısı.

Bunlara dayalı olarak kanonik FF metodolojisiinde ortalama uygulama etkisi řu şekilde hesaplanmaktadır:

Birim i için bireysel uygulama etkisinin hesaplanması aşağıdaki gibidir:

$$Y_{i2}(1) - Y_{i2}(0)$$

Uygulama yapılanlar üzerindeki ortalama uygulama etkisi aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$\tau_{ATT} = E[Y_{i2}(1) - Y_{i2}(0)|D_i = 1] \quad (3.27.)$$

Uygulamanın etkisini hesaplamak için $Y_{i2}(0)$ gözlemlenemez. Paralel trendler varsayımı ile çözüm sağlanır. Yani ilgili uygulama etkilerini hesaplamak için en önemli varsayımlardan biri olan paralel trend varsayımından yararlanılır. Paralel trend varsayımı aşağıdaki gibi gösterilebilir:

$$E[Y_{i2}(0) - Y_{i1}(0)|D_i = 1] = E[Y_{i2}(0) - Y_{i1}(0)|D_i = 0] \quad (3.28.)$$

Yukarıda yer alan paralel trend varsayımı uygulama yapılmasaydı treated ve kontrol grubundaki değışimlerin birbirine paralel olacağını ifade etmektedir:

Söz konusu varsayım temelinde oluşturulan FF tahmincisi de aşağıdaki gibi olacaktır:

$$\tau_{DiD} = E[Y_{i2} - Y_{i1}|D_i = 1] - E[Y_{i2} - Y_{i1}|D_i = 0] \quad (3.29.)$$

FF tahmincisi örneklem ortalamalarından hareket eder ve bu ortalamaları kullanarak uygulamanın etkisini hesaplar. Aşağıda örneklem üzerinde tahmin gösterilmiştir:

$$\widehat{\tau_{DiD}} = (\bar{Y}_{2,1} - \bar{Y}_{1,1}) - (\bar{Y}_{2,0} - \bar{Y}_{1,0}) \quad (3.30.)$$

FF metodolojisiinde FF tahmincisi kullanılabileceğı gibi bir regresyon tahmincisinden de faydalanılabilmektedir. Yine aşağıdaki gibi bir model FF etkisini tahmin etmede kullanılabilir:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 D_i + \beta_2 P_t + \beta_3 (D_i \times P_t) + \varepsilon_{it} \quad (3.31.)$$

Regresyon denkleminde yer alan elementleri de aşağıdaki gibi açıklamak mümkündür.

β_0 = sabit terim

β_1 = müdahale ve kontrol grupları arasındaki başlangıç farkı

β_2 = zaman etkisi

β_3 = FF tahmin edicisi (ortalama müdahale etkisi)

ε_{it} = hata terimi

3.4.2.3. Kanonik Model ve İki Yönlü Sabit Etkiler Tahmincisinin Kısıtları

Farkların farkı metodolojisinde özellikle standart modelde bir veri yapısı için tahminleme, *İki Yönlü Sabit Etkiler (TWFE-Two Way Fixed Effects)* tahmincisi ile gerçekleştirilmektedir. Kanonik modelde temel standart unsurlar, aynı anda politika değişikliğine maruz kalan müdahale grubu ve müdahale almayan kontrol grubunun bulunması ve bunların arasında paralel trendler varsayımının geçerli olmasıdır. Farklı dönemlerde müdahale alan grupların varlığı ve gruplar arasında, zaman içinde etkinin değiştiği durumlarda model sapmalı sonuçlar vermektedir. Diğer bir deyişle, burada dikkat edilmesi gereken en önemli nokta, TWFE tahmincisi uygulamanın, zaman içinde değişimin olmadığı ve birimler arası etkinin aynı olduğu durumlarda sapmasız sonuçlar vermesidir. Fakat finans uygulamalarında bu durum önemli bir sorun teşkil etmektedir. Çünkü finans çalışmalarında genellikle ilgili veri periyodundaki ekonomik ve finansal koşullar her zaman sabit olmamakta ve dolayısıyla zamansal etki farklılaşabilmektedir. Özellikle şirketler üzerinde yapılan finansal çalışmalarda ise belirli bir uygulamanın etkisinin şirketler için aynı olması beklenemez. Bunun nedeni ise, şirketlerin ölçeklerinin, finansal yapılarının ve hatta yönetimde bulunan profesyonellerinin aynı olmamasıdır. Dolayısıyla bir müdahalenin veya uygulamanın etkisinin şirketler arasında aynı olmasını beklemek mümkün değildir. Doğal olan şirketlerin söz konusu uygulama etkisine farklı tepkilerinin olmasıdır.

3.4.2.4. İki Yönlü Sabit Etkiler Tahmincisine Alternatif Yaklaşımlar

Sun ve Abraham'ın 2021 (2020, WP) yılında yayımlanan çalışması, *aşamalı müdahale yaklaşımı ve dinamik etkiler* bağlamında geleneksel TWFE regresyonlarını kullanarak dinamik müdahale etkilerini tahmin ederken ortaya çıkabilecek yanlılıkları ele almaktadır. Çalışmanın temel tespiti, müdahale zamanlaması birimler arasında değiştiğinde, TWFE regresyonlarındaki müdahale göstergesinin öncüllerinin ve gecikmelerinin katsayılarının araştırmacıların amaçladığı nedensel etkileri tam olarak yakalayamayabileceğidir. Yazarlar, bu katsayıların diğer dönemlerdeki müdahale etkilerine göre "sapmalı, yanlı olabileceğini" göstermektedir. Veri seti olarak, *Sağlık ve Emeklilik Çalışması'ndan (HRS-Health and Retirement Study)* elde edilen verileri kullanan araştırmacılar, Dobkin ve diğerlerinin (2018) analizini tekrar ederek, hastaneye yatışın cepten yapılan tıbbi harcamalar ve işgücü kazançları üzerindeki dinamik etkilerini tahmin etmişlerdir. Metodolojik çerçeve, TWFE tahmincisinin formal bir ayrıştırmasına dayanmakta ve her bir katsayının, *grup-spesifik müdahale edilenler üzerindeki ortalama müdahale etkilerinin (CATT-Conditional ATT)* doğrusal bir kombinasyonu olarak ifade edilebileceğini göstermektedir. Araştırmacılar, TWFE'nin sınırlamalarını aşmak için *Etkileşim Ağırlıklı (IW-Interaction Weighted) Tahminci* adı verilen alternatif bir tahmin yöntemi önermektedirler. Bu tahminci, her CATT'i ayrı ayrı tahmin ederek başlamakta ve ardından grup paylarını ağırlık olarak kullanarak grup-spesifik tahminlerin ortalamasını almaktadır. Callaway ve Sant'Anna (2021) ile benzer bir yaklaşım sergileyen IW tahmincisi, ayrıştırılmış müdahale etkilerinin tahmin edilmesine odaklanmaktadır. Ampirik uygulamalarında, TWFE regresyonlarından elde edilen tahminlerin bazen temel müdahale etkilerinin dışbükey kısmının dışına düştüğünü, oysa IW tahminlerinin her zaman temel etkilerin dışbükey bir kombinasyonu olduğunu tespit eden çalışma, Callaway ve Sant'Anna (2021), Goodman-Bacon (2018) ve de Chaisemartin ve D'Haultfœuille (2020) gibi diğer çalışmalarla birlikte, *aşamalı yaklaşım ve heterojen müdahale etkileri* durumlarında TWFE regresyonlarının kullanımını eleştiren literatüre katkıda bulunmaktadır. Sonuç olarak, Sun ve Abraham'ın (2021) bu çalışması, TWFE modelindeki yanlılıkları anlamaya odaklanmakta ve grup-spesifik müdahale etkilerinin ağırlıklı ortalaması olan bir tahminci geliştirirken, Callaway ve Sant'Anna daha geniş FF uygulamalarına olanak sağlayan daha genel bir tanımlama stratejisine odaklanmaktadır.

Callaway ve Sant'Anna (2021, 2020 WP), FF yönteminin birden fazla zaman dilimi ve farklı gruplar arasında değişen müdahale zamanlaması durumlarındaki zorlukları ele almaktadır. Araştırmacılar, geleneksel FF tasarımının iki grup ve iki zaman dilimini içerdiğini ve temel varsayımın paralel trendler olduğunu vurgulamaktadır. Yazarlar, gerçek dünya uygulamalarının bu basit kurulumdan sapmasını ve TWFE regresyonlarının heterojen müdahale etkileri varlığında sorunlu olabileceğini tespit etmişlerdir. Veri seti olarak, *Üç Aylık İşgücü Göstergeleri'nden* (QWI- Quarterly Workforce Indicators) aldıkları genç istihdamına ilişkin ilçe düzeyindeki verileri ve *2000 İlçe Veri Kitabı'ndan* aldıkları diğer ilçe özelliklerini kullanmışlardır. Metodolojik çerçeve, üç adımlı bir prosedüre dayanmaktadır: *Tanımlama, Toplama ve Tahmin/Çıkarım*. Yaklaşımlarının merkezinde, *Grup-Zaman Ortalama Müdahale Etkisi* ($ATT(g,t)$) kavramı yer almaktadır. Bu parametre, belirli bir grup için belirli bir zaman dilimindeki ortalama müdahale etkisini ölçmekte ve grupların zaman ve müdahaleye maruz kalma süreleri boyunca müdahale etkisi heterojenliğine izin vermektedir. Tanımlama stratejisi, *"sınırlı müdahale öngörüsü"* ve *"koşullu paralel trendler"* varsayımlarına dayanmaktadır. $ATT(g,t)$ 'lerin tanımlanması için *Sonuç Regresyonu* (OR-Outcome Regression), *Ters Olasılık Ağırlıklandırma* (IPW-Inverse Probability Weighting) ve *Çifte Dayanıklı* (DR-Doubly Robust) tahmin ediciler sunulmuştur. Yazarlar, çeşitli toplama şemaları önererek genel müdahale etkisi parametreleri ve müdahale etkisi heterojenliğini vurgulamışlardır. Tahmin ve çıkarım için, *eklenti tipi tahmin ediciler* ve *çarpan bootstrap prosedürü* kullanılmıştır. Çalışmanın sonuçları, sözkonusu durumda TWFE regresyonlarının problemli olabileceğini ve kendi yaklaşımlarının bu sorunları aşmak için bir yol sağladığını göstermektedir. Asgari ücret uygulamasında, kendi yaklaşımlarını kullanarak elde ettikleri sonuçların TWFE kullanılarak elde edilen sonuçlardan niteliksel olarak farklı olduğunu bulmuşlardır. Bu çalışma, Goodman-Bacon (2021, 2018, (2020, w.p.), de Chaisemartin ve D'Haultfœuille (2020) ve Sun ve Abraham (2021) gibi yazarların TWFE tahmin edicileriyle ilgili vurguladığı sorunları doğrudan ele almakta ve R paketinde "did" adıyla açık kaynak yazılım olarak sunulmaktadır.

Baker vd. (2022) çalışması, farklı gruplar arasında farklı zamanlarda uygulanan politika değişikliklerinin nedensel etkisini giderme problemini ele almaktadır. FF yönteminin bu tür analizler için temel bir araç haline geldiğini belirten araştırmacılar, yöntemin temel varsayımının, politika değişikliği olmadığında her iki grubun da benzer

trendleri takip etmesi olduğunu vurgulamaktadırlar. Çalışmanın kritik tespiti, aşamalı FF modelinin, görünüşte sağlam olmasına rağmen, müdahale etkisi heterojenliği koşulları altında gerçek müdahale etkisinin yanlış tahminlerini üretebileceği yönündedir. Yazarlar, simüle edilmiş veri setleri ile gerçek veri setlerini kullanarak analizlerini gerçekleştirmişlerdir. Özellikle Beck ve diğerleri (2010), Fauver ve diğerleri (2017) ve Wang ve diğerleri (2021) çalışmalarını yeniden analiz ederek, TWFE yaklaşımının yanlışlık sorunlarını göstermişlerdir. Metodolojik çerçeveden, Goodman-Bacon (2021) ayrıştırmasını kullanan çalışma, standart TWFE tahmincisinin, aslında birçok farklı 2x2 FF karşılaştırmasının ağırlıklı ortalaması olduğunu açıkça göstermektedir. Yazarlar, sorunun sadece müdahalenin kademeli doğasından değil, aşamalı müdahale zamanlaması ile heterojen müdahale etkilerinin kombinasyonundan kaynaklandığını ortaya koymaktadırlar. Alternatif tahminler olarak, Sun ve Abraham (2021) ile Callaway ve Sant'Anna (2021) tahmincileri ile *birleştirilmiş (aggregated) regresyon* tahmincisini öneren çalışma, bu yöntemlerin daha sağlam sonuçlar verdiğini ortaya koymaktadır. Uygulama aşamasında, banka deregülasyonu, yönetim kurulu reformları ve hisse geri alım yasallaştırması üzerine yapılan önceki çalışmaların sonuçlarının, alternatif tahmin yöntemleri kullanıldığında desteklenmediğini ortaya koymuşlardır. Çalışmanın sonuçları, aşamalı FF üzerine ampirik literatürün yeniden değerlendirilmesi gerektiğini, yaygın yaklaşımın kusurlu olduğunu ve buna dayalı sonuçların güvenilmez olabileceğini göstermektedir. Bu bağlamda, araştırmacıların aşamalı müdahale zamanlamasıyla karşılaştıklarında bu alternatif tahminlere yönelmeleri önerilmektedir.

De Chaisemartin ve D'Haultfoeuille'nin 2022 yılında yayımlanan çalışması, heterojen müdahale etkileri bağlamında TWFE ve FF yöntemlerini incelemektedir. Araştırmacılar, TWFE regresyonlarının ekonomi ve diğer sosyal bilimlerde yaygın olarak kullanıldığını, ancak müdahale etkilerinin gruplar arasında veya zaman içinde değişmesi durumunda yanıltıcı sonuçlar üretebileceğini vurgulamaktadırlar. Modelin temel problemi, TWFE tahmincilerinin müdahale etkilerinin ağırlıklı ortalamasını hesaplaması ve bu ağırlıkların ($W_{g,t}$) her zaman pozitif olmamasıdır. Yazarlar, TWFE regresyonlarının bazı müdahale etkilerine negatif ağırlıklar atayabileceğini ve bunun sakıncalı karşılaştırmalardan kaynaklandığını belirtmektedirler. Metodolojik çerçeveden, çalışma TWFE tahmincisinin formal bir ayrıştırmasını sunmakta ve kademeli müdahale tasarımlarını özel olarak ele almaktadır. Alternatif heterojen-sağlam FF tahmincileri olarak, *çoklu müdahale tahmincisi (DIDM-Difference-in-Differences with*

Multiple treatments estimator), Callaway ve Sant'Anna (2021), Sun ve Abraham (2021), Borusyak ve diğerleri (2021) ile de Chaisemartin ve D'Haultfoeuille (2021) tahmincilerini önermektedirler. Çalışma, TWFE regresyonlarının müdahale etkileri heterojen olduğunda yanıltıcı sonuçlar üretebileceği ve araştırmacıların bu potansiyel sorunların farkında olmaları gerektiği temel mesajını vermektedir. Yazarlar ayrıca, araştırma tasarımı ve sorulan sorulara bağlı olarak doğru tahmincinin seçilmesinin önemini vurgulamakta ve gelecekteki araştırmaların heterojen-sağlam yöntemleri ikili olmayan müdahaleler veya kademeli olmayan müdahale tasarımlarına genişletmesi gerektiğini belirtmektedirler.

Roth vd. (2023) çalışması, FF ekonometrisindeki son gelişmeleri sentezlemekte ve uygulayıcılar için öneriler sunmaktadır. Araştırmacılar, FF modelinin deneysel olmayan ortamlarda nedensel etkileri tahmin etmek için çok popüler bir yöntem olduğunu belirterek başlamakta ve Kanonik FF modelini temel olarak almaktadırlar. Bu temel model, bazı birimlerin iki dönem arasında müdahaleye maruz kaldığı, diğerlerinin ise kalmadığı basit bir iki dönemli kurulumu dayanmaktadır. Çalışma, son literatürün Kanonik FF modelinin varsayımlarını nasıl gevşettiğini, *çoklu dönemler ve aşamalı müdahale zamanlaması, paralel trendler varsayımının olası ihlalleri ve alternatif çıkarım çerçeveleri* olmak üzere üç ana alanda incelemektedir. Kanonik modelin varsayımlarını açıkça ortaya koyan çalışma, aşamalı müdahale yaklaşımı olan durumlara geçerek, bu ortamlarda TWFE modellerinin, halihazırda müdahaleye maruz kalmış birimler arasındaki sakıncalı karşılaştırmalar nedeniyle müdahale etkisinin makul bir tahminini sağlayamayabileceğini göstermektedir. Yazarlar ayrıca, paralel trendler varsayımının birçok ampirik ortamda ihlal edilebileceğini ve bu varsayımın yalnızca kovaryantlara koşullu olarak geçerli olabileceğini belirtmekte; araştırmacıların kovaryantları kontrol etmesine olanak tanıyan *regresyon ayarlaması, IPW ve DR* tahmincilerini tartışmaktadırlar. Çalışmanın sonuçları, TWFE modellerinin heterojen müdahale etkileri veya aşamalı müdahale yaklaşımı olan ortamlarda sorunlu olabileceğini göstermektedir. Yazarlar, herhangi bir FF analizinin altında yatan varsayımların açıkça belirtilmesinin önemini vurgulamakta ve *karşılaştırma grubu, zaman çerçevesi seçimi, nedensel tahmin ve tahmin yöntemleri* hakkında net olunması gerektiğini belirtmektedirler. Ayrıca, uygulamacılar için *müdahale zamanlaması, paralel trendlerin geçerliliği ve örnekleme varsayımları* hakkında sorular içeren bir kontrol listesi sunmaktadırlar. Çalışma, *dağılımsal müdahale etkileri, yarı-rastgele*

müdahale zamanlaması, yayılma etkileri ve koşullu müdahale etkileri gibi gelecekteki araştırma alanlarına değinerek gelecek çalışmalara ışık tutmuştur.

3.4.2.5. Aşamalı Yaklaşım ve Birimler Arası Etkinin Farklılaşması

Bahsedilen nedenlerle *Kanonik FF* metodolojisine uygun olmayan bir veri yapısına sahip olunması nedeniyle tezde bu alanda daha ileri yaklaşımlar olan Callaway ve Sant'Anna (2021) ve Sun ve Abraham (2021) yöntemleri kullanılmıştır. Bu yöntemlerde özellikle *Aşamalı Yaklaşım (Staggered Adoption)* ve *Birimler Arası Etkinin Farklılaşması (Heterogeneity)* unsurları dikkate alınmış ve bu tip verilere yönelik olarak düzenleme yapılmıştır. Nitekim finans alanında FF modelinin kullanımı genellikle bu türde yöntemlerin kullanılmasını gerektirmektedir. Nispeten yeni olmasına rağmen bu yöntemlerden özellikle, Fauver vd. (2017), Bae vd. (2021), Ji vd. (2021) gibi yönetim kurullarıyla ilgili reformların etkilerinin analiz edildiği çalışmalar, Shima ve Fung (2019), Xue vd. (2023), Darendeli vd. (2022) gibi şirketlerin çevresel sosyal ve yönetim uygulamalarının etkilerine yönelik çalışmalar, Atasanov ve Black (2016), Wang vd. (2021), Singh vd. (2023) gibi pay geri satın alımları gibi finansal yapılandırmaların incelendiği çalışmalar dahil olmak üzere çok sayıda araştırmada yararlanıldığı görülmektedir.

Finans alanına yönelik çalışmalarda sıklıkla kullanılan yöntemlere benzer şekilde tezde de aşamalı yaklaşım ve birimler arası etki farklılaşmasının mümkün olduğu yöntemler kullanılmıştır. Bunun nedeni GS şirketlerinin yatırımlarının şirketten şirkete farklı olabilmesi (heterojen etkiler) ve bu yatırımların eş zamanlı bir şekilde gerçekleştirilmemesidir (aşamalı yaklaşım). Söz konusu yöntemlerin FF tahmininde izlediği prosedürü iki temel yaklaşım kapsamında açıklanmaktadır. Bunlardan ilki Callaway ve Sant'Anna (2021), diğeri ise Sun ve Abraham (2021) yaklaşımıdır.

Callaway ve Sant'Anna (C&S) metodolojisi, çoklu zaman periyotları ve değişken müdahale zamanlaması olan durumlarda müdahale etkilerinin FF modeli kapsamında tahmin edilmesine odaklanır. Metodun temel fikri, *grup-zaman ortalama müdahale etkilerini* ($ATT(g,t)$) tahmin etmektir. Burada 'g' belirli bir dönemde ilk kez müdahale alan birimlerin grubunu, 't' ise zaman periyodunu ifade eder. Birimler, müdahaleyi ilk ne zaman aldıklarına göre gruplandırılır. Örneğin, 2006'da müdahale alan firmalar bir grup, 2009'da müdahale alanlar başka bir grup oluşturur. Hiç müdahale

almayan birimler ayrı bir kontrol grubu oluşturur (Baker vd., 2022). C&S yaklaşımında her bir grubun ortalama müdahale etkisi yani ATT'si tahmin edilebilmektedir. Her grup için her zaman periyodunda $ATT(g,t)$, çıktı değişkeninin "uzun farkının" ağırlıklı ortalaması kullanılarak tahmin edilir. Uzun fark, g grubu için, t zamanı ile uygulamadan hemen önceki dönem arasındaki sonuçlardaki farktır. Ağırlıklar *eğilim skorlarına* (*propensity score*) bağlıdır ve müdahale ve kontrol gruplarının özelliklerinin dengelenmesini sağlar. C&S yaklaşımında her bir grup için tahmin edilen $ATT(g,t)$, iki farklı şekilde elde edilebilmektedir. Söz konusu farklılık kontrol grubunun tanımlanmasından kaynaklanmaktadır. Kontrol grubu olarak hiç müdahale görmeyenler olarak tanımlanabileceği gibi belirli bir tarihte müdahale alanlardan daha geç müdahale alanlar, müdahale alana dek, kontrol grubuna dahil edilebilmektedir. Bu durum iki farklı hesaplama yöntemini ortaya çıkarmakta ve ATT tahminini farklılaştırabilmektedir. Eğer *Hiç Müdahale Almayanlar* (*Never Treated*) kontrol grubu olarak ele alınırsa tahmin aşağıdaki gibi olacaktır (Callaway ve Sant'Anna, 2021: 206-207).

$$ATT^{nevdr}(g,t) = E \left[\left(\frac{G_g}{E[G_g]} - \frac{p_g(X)C}{1-p_g(X)} / E \left[\frac{p_g(X)C}{1-p_g(X)} \right] \right) \cdot (Y_t - Y_{g-1} - m_{g,t}^{nev}(X)) \right] \quad (3.32.)$$

Burada:

G_g : Birimin ilk kez g döneminde müdahale edildiğini belirten ikili değişken.

C: Hiç müdahale edilmemiş birimler için 1 olan ikili değişken.

$p_g(X)$: Grup g veya kontrol grubunda olma koşuluyla, bireyin müdahale edilme olasılığı (genelleştirilmiş eğilim skoru).

Y_t : Zaman t'deki sonuç değişkeni.

Y_{g-1} : Grup g için müdahale öncesi dönem sonuç değişkeni.

$m_{g,t}^{nev}(X) = E[Y_t - Y_{g-1} | X, G = \infty]$: Hiç müdahale edilmeyen birimler için t ve g-1 zamanları arasındaki beklenen sonuç farkı.

Eğer hiç müdahale almayanların yanında *Henüz Müdahale Almayanlar (Not Yet Treated)* kontrol grubu olarak ele alınırsa tahmin aşağıdaki gibi olacaktır.

$$ATT^{nydr}(g, t) = E \left[\left(\frac{G_g}{E[G_g]} - \frac{p_{g,t}(X)(1 - D_t)}{1 - p_{g,t}(X)} \right) / E \left[\frac{p_{g,t}(X)(1 - D_t)}{1 - p_{g,t}(X)} \right] \cdot (Y_t - Y_{g-1} - m_{g,t}^{ny}(X)) \right] \quad (3.33.)$$

Burada:

D_t : Zaman t 'de müdahale alan birimler için 1 olan ikili değişken.

$p_{g,t}(X)$: Grup g 'de ve henüz müdahale edilmemiş olma koşuluyla müdahale olasılığı.

$m_{g,t}^{ny}(X) = E[Y_t - Y_{g-1} | X, D_t = 0, G_g = 0]$: Henüz müdahale almamış birimler için t ve $g-1$ zamanları arasındaki beklenen sonuç farkı.

Gruplara özel ATT tahmini için tezde *Doubly Robust* yöntemi baz alınmıştır.⁵⁶ Grup ATT tahminlerinin yanı sıra grupların ATT'lerinin birleştirilerek tek bir ATT haline getirildiği bir tahmin de mevcuttur. Söz konusu grup tahminlerinin basit ortalaması, zaman spesifik ortalaması ve grup spesifik ortalaması alınarak tek bir ATT elde edilebilmektedir.

Eğer genel ATT için basit ortalama kullanılırsa:

$$\theta_{simple} = \frac{1}{\sum_t \sum_{g:g \leq t} N_g} \sum_t \sum_{g:g \leq t} N_g ATT(g, t) \quad (3.34.)$$

genel ATT için zamana göre ortalama kullanılırsa:

$$\theta_t = \frac{1}{\sum_{g:g \leq t} N_g} \sum_{g:g \leq t} N_g ATT(g, t) \quad (3.35.)$$

genel ATT için grup spesifik ortalama kullanılırsa:

$$\theta_g = \frac{1}{T - g + 1} \sum_{t:t \geq g} ATT(g, t) \quad (3.36.)$$

⁵⁶ Diğer yaklaşımlar için Callaway ve Sant'Anna (2021) çalışması incelenebilir.

şeklinde hesaplamalar yapılmaktadır.

Özetle, C&S metodolojisi, geleneksel TWFE regresyon modellerinin uygun şekilde ele alamadığı heterojen müdahale etkileri ve aşamalı müdahale uygulamalarını ele alabilmektedir. Yöntem hem parametrik hem de parametrik olmayan tahmin yaklaşımlarına izin vermektedir. Yöntemi uygulama alanı olabildiğince geniştir ve R'da 'did' paketi ile, STATA' da 'csdid', 'csdid2', 'hdiidregress' ve 'xthdiidregress' paketleriyle uygulanabilmektedir. Tezde, R'daki 'did' paketi kullanılmıştır.

Uygulama aynı zamanda Sun ve Abraham (S&A) yaklaşımına göre ATT tahminlemesi içermektedir. S&A (2021) yaklaşımına göre ATT hesaplaması C&S yaklaşımıyla benzerdir. S&A yaklaşımı, C&S yaklaşımından farklı olarak genel bir ATT hesaplamakta ve bu ATT bir zaman penceresine göre belirlenmektedir. Yani grup olarak hesaplanan ATT'ler zaman spesifik ortalamaları alınarak genel bir ATT'ye dönüştürülür ve tek bir ATT olarak hesaplanır. Tezdeki analizde S&A yaklaşımı uygulanırken -2 yıl ve +5 yıl zaman penceresi kullanılmış ve yatırımdan sonraki 1., 2., 3. ve 4. yıllardaki genel ATT'ler raporlanmıştır. Son olarak sektör şirketlerinden oluşan kontrol grubuna alternatif olması açısından *sentetik kontrol grubu* oluşturulmuş ve bu uygulama yine R programında gerçekleştirilmiştir. Söz konusu programda sentetik kontrol grubunun oluşturulması için ise 'Scpi' paketinden yararlanılmıştır. Sentetik kontrol grubunun nasıl oluşturulduğu ile ilgili prosedür söz konusu paket için hazırlanan dökümantasyondan (manual) yararlanılarak incelenebilir⁵⁷.

Sonuç olarak, FF metodolojisi, gözlemsel veriler kullanarak nedensel etkileri tahmin etmede güçlü ve aynı zamanda pratik bir araç sunmaktadır. Metodolojinin sezgisel doğası, esnekliği ve gerçek dünya uygulamalarındaki kullanışlılığı, finans alanındaki araştırmacılar için de değerli bir analiz aracı olmasını sağlamaktadır. Ancak, araştırmacıların metodolojinin varsayımlarını ve sınırlamalarını dikkatle değerlendirmeleri ve araştırma sorularına uygun yöntemi seçmeleri kritik öneme sahiptir.

⁵⁷ Bkz: <https://cran.r-project.org/web/packages/scpi/scpi.pdf>

3.5. Bulgular⁵⁸

Girişim sermayesi yatırımcılarının yatırım yapılan şirketlere finansal etkisi iki şekilde incelenmiş ve inceleme sonucu elde edilen bulgular ortaya konulmuştur. Buna göre ilk olarak portföy şirketlerinin belirlenen finansal oranlarında yatırım sonrasında yaşanan değişiklikler, kontrol grubuyla yatırım sonrası oluşan etkiler (farklar) hesaplanarak oluşturulan tablo ve görseller yoluyla analiz edilmiştir. Bu tablo ve görseller FF analizinin temelini oluşturmakla birlikte istatistiksel olarak yeterli açıklayıcılığı bulunmamaktadır. Nitekim bu eksikliği gidermek adına yatırımın finansal oranlardaki etkisi FF metodolojisi kapsamında detayları metodoloji bölümünde açıklanan çeşitli güncel yaklaşımlara yönelik uygulamalarla test edilmiştir ve elde edilen sonuçlar raporlanmıştır. İlk yöntemden elde edilen bulgular ikinci yöntem ile istatistiki açıdan test edilmekte olup bazı veriler için her iki yöntem birbirini desteklemekte iken bazı verilerde iki yöntem farklı sonuçlar vermektedir. Uygulamanın her iki yöntemle yapılması, mevcut durumu farklı açılardan algılamaya yardımcı olmakla birlikte; bulguların yorumlanmasıyla elde edilen genel değerlendirme ve politika önerileri, istatistiki açıdan belirli güven aralıkları için ulaşılan ekonometrik analiz sonuçları temel alınarak yapılmıştır.

3.5.1. Farkların Farkı Hesaplama Yöntemiyle Portföy Şirketlerinin Finansal Performanslarının Değerlendirilmesi

Portföy şirketleri finansallarındaki değişim, öncelikle belirlenen finansal oranlardaki farkların farkı metodolojisi yoluyla hesaplanarak oluşturulan tablo ve grafiklerin yorumlanmasıyla ortaya konulmaktadır. Bu noktada şirketler; *likidite, faaliyet (etkinlik), mali yapı, kârlılık, borsa performans ve büyüme* yönünden analiz edilmiştir. Bu doğrultuda şirketlerin likiditesi; *cari oran, asit test oranı, likidite oranı* ölçütleriyle, faaliyetlerinin etkinliği; *stok devir hızı, alacak devir hızı, borç devir hızı* ölçütleriyle, mali yapısı; *kaldıraç oranı, kısa vadeli kaynakların toplam kaynaklara oranı, uzun vadeli kaynakların toplam kaynaklara oranı, finansman oranı* ölçütleriyle, kârlılıkları; *brüt kâr marjı, faaliyet kâr marjı, net kâr marjı, aktif kârlılığı, özkaynak kârlılığı* ölçütleriyle, borsa performansları; *fiyat kâr oranı, piyasa değeri defter değeri oranı, pay başı kâr oranı, fiyat favök oranı, piyasa değeri satışlar oranı* ölçütleriyle,

⁵⁸ Önceki bölümlerden farklı olarak bulgular başlığından itibaren elde edilen sonuçların gösteriminde ondalık ayracı olarak “.” işareti kullanılmıştır.

büyümesi; *satışların büyüme oranı*, *aktiflerin büyüme oranı*, *özkaynakların büyüme oranı* ve *favök büyüme oranı* ölçütleriyle değerlendirilmiştir. Finansal analiz çerçevesinde yapılan oran analizi, portföy şirketleri (T Grubu) ile kontrol grubu şirketleri (C Grubu) arasındaki yatırım öncesi ve sonrası farkların gelişimine odaklanmıştır.

Sonuç olarak finansal oranlar analizi kapsamında, portföy şirketleri, yatırım tarihleri aynı olanlar ortak grupta yer alacak şekilde gruplandırılmıştır. Gruplandırılan portföy şirketlerinin, kontrol grubu şirketleriyle kıyası, fark hesaplamalarından oluşan özet tabloların yorumlanması yoluyla yapılmıştır.

FF hesaplamaları yoluyla finansal analiz kapsamında portföy şirketlerindeki yatırım etkilerinin görsel analizi amacıyla oluşturulan tablolara bu bölümde, kutu diyagram (boxplot) şeklinde hazırlanan şekillere ise tezin ekler bölümünde yer verilmiştir. Analizi basitleştirmek için bu bölümde, ekler kısmında yer verilen kutu diyagramlar ayrıca yorumlanmamış olup sadece tablolarda bulunan fark verilerinin açıklanması yoluna gidilmiştir. Ancak kutu diyagramların incelenmesi, özellikle diyagramların alt panelinde bulunan zaman etkilerinin dikkate alınması ve ekonometrik analize geçişte temel oluşturması açısından yararlı olacaktır.

3.5.1.1. Likidite Oran Analizi

Likidite oran analiziyle, portföy şirketlerinin yatırım öncesi ve sonrası likidite durumundaki değişimin ortaya konulması amaçlanmıştır. Bu analiz çerçevesinde *cari oran*, *asit test oranı* ve *likidite oranı* kullanılmış ve portföy şirketleri yatırım tarihleri itibarıyla gruplandırılarak incelenmiştir. Likidite oran analizi kapsamında, ekler bölümünde yer alan ve her bir yatırım yılında portföy şirketleri grupları için ayrı hazırlanan şekiller ile gösterimi yapılmış olan etki değişimlerinin sonuçları daha bütünsel açıdan yorumlanması amacıyla bir tabloda özet haline getirilmiştir. Analiz çerçevesinde her bir grup ve likidite oranı için yatırım öncesi ve sonrası etki değişimleri (FF değerleri) Tablo 11’de özet olarak sunulmuştur.

Tablo 11. 2011, 2012, 2013 ve 2015 T Grubu Likidite Oranlarındaki Net Etki Değişimi

Yatırım Yılına Göre T Grubu	Yatırım Öncesi		Yatırım Sonrası		Değişim		FF	Etki
	T	C	T	C	T Fark	C Fark		
Cari Oran (CO)								
2011	3.3	2.18	1.74	2.02	-1.56	-0.15	-1.41	↕↕ Yüksek Negatif
2012	1.22	2.26	1.3	1.99	0.09	-0.27	0.36	↑ Düşük Pozitif
2013	1.55	2.43	1.22	1.89	-0.34	-0.54	0.2	↑ Düşük Pozitif
2015	1.35	2.32	1.78	1.83	0.43	-0.49	0.92	↑↑ Yüksek Pozitif
Asit Test Oranı (ATO)								
2011	1.67	1.68	0.91	1.55	-0.75	-0.13	-0.62	↕↕ Orta Negatif
2012	0.75	1.75	0.84	1.51	0.09	-0.24	0.33	↑ Düşük Pozitif
2013	1.43	1.92	1.13	1.42	-0.3	-0.5	0.2	↑ Düşük Pozitif
2015	1.06	1.81	1.47	1.38	0.41	-0.43	0.84	↑↑ Yüksek Pozitif
Nakit Oranı (NO)								
2011	0.75	0.93	0.41	0.88	-0.34	-0.05	-0.29	↓ Düşük Negatif
2012	0.34	0.99	0.3	0.86	-0.05	-0.13	0.08	↑ Minimal Pozitif
2013	0.65	1.13	0.53	0.79	-0.12	-0.34	0.22	↑ Düşük Pozitif
2015	0.64	1.03	0.95	0.78	0.31	-0.25	0.56	↑ Orta Pozitif

Farklı yıllarda GS yatırımı alan şirket gruplarının likidite oranlarında belirgin değişimler gözlemlenmektedir. Tabloya cari oran açısından bakıldığında, 2011 müdahale grubu için yatırım öncesi 3.30 olan ortalama değer, yatırım sonrası 1.74'e düşerek yüksek negatif bir etki sergilemiştir. Bu gruptaki kontrol şirketlerinde ise daha ılımlı bir düşüş (2.18'den 2.02'ye) gözlemlenmiş, bu da -1.41'lik bir FF değeriyle sonuçlanmıştır. 2012 müdahale grubu ise tam tersi bir durum göstermiş; yatırım sonrası hafif bir artış yaşarken (1.22'den 1.30'a), kontrol grubunda düşüş yaşamış (2.26'dan 1.99'a), böylece 0.36'lık pozitif bir FF değeri oluşmuştur. 2013 müdahale grubu için de benzer şekilde, kontrol grubuna kıyasla (2.43'ten 1.89'a) daha az düşüş göstermesi (1.55'ten 1.22'ye) 0.20'lik bir FF değeri yaratmıştır. 2015 müdahale grubu ise en dikkat çekici olumlu sonuçları sergilemiştir; bu gruptaki portföy şirketleri belirgin bir artış gösterirken (1.35'ten 1.78'e), kontrol grubu düşüş yaşamış (2.32'den 1.83'e), bu da 0.92'lik güçlü pozitif bir FF değeri ortaya çıkarmıştır.

Asit test oranlarındaki değişim incelendiğinde, farklı yıllarda yatırım alan gruplarda karışık sonuçlar gözlemlenmektedir. 2011 grubu portföy şirketleri yatırım sonrası ciddi bir likidite kaybı yaşamış (1.67'den 0.91'e); kontrol grubundaki hafif düşüşle (1.68'den 1.55'e) karşılaştırıldığında -0.62'lik bir FF değeri oluşmuştur. 2012 müdahale grubundaki şirketlerin asit test oranı yatırım sonrası artmış (0.75'ten 0.84'e), kontrol grubunda ise düşüş gözlemlenmiş (1.75'ten 1.51'e), 0.33'lük pozitif bir FF değeri sağlamıştır. 2013 müdahale grubu kontrol grubuna göre daha az düşüş göstererek 0,20'lik bir etki göstermiş; 2015 müdahale grubu ise 1.06'dan 1.47'ye yükselerek ve 0.84'lük FF değeriyle en güçlü pozitif etkiyi sergilemiştir.

Nakit oranlarındaki değişim incelendiğinde, farklı yıllarda yatırım alan gruplarda değişen etkiler görülmektedir. 2011 müdahale grubu yatırım sonrası 0.75'ten 0.41'e düşerken kontrol grubu 0.93'ten 0.88'e minimal bir düşüş göstermiş, bu da -0.29'luk bir FF değeri yaratmıştır. 2012 müdahale grubunda fark daha az belirgin olmuş (FF=0.08), 2013 yılında yatırım alanlar da kontrol grubuna göre daha iyi performans (FF=0.22) sergilenmiştir. 2015 müdahale grubu, nakit oranında da en olumlu etkiyi göstermiş, ortalama 0.64'ten 0.95'e yükselerek 0.56'lık bir FF değeriyle dikkat çekmiştir.

Genel olarak likidite açısından portföy şirketleri analiz edildiğinde, GS yatırımlarının etkisinin farklı yıllarda yatırım alan gruplar arasında önemli farklılıklar gösterdiğini ortaya koymaktadır. 2011 müdahale grubu tüm likidite oranlarında negatif etki gösterirken, 2012, 2013 ve özellikle 2015 müdahale grupları olumlu sonuçlar sergilemiştir. Bu durum, GS yatırımlarının şirket likiditesi üzerindeki etkisinin yatırım yapılan döneme, sektörel koşullara veya yatırım stratejilerine bağlı olarak değişebileceğini göstermektedir. Özellikle 2015 müdahale grubunun tüm likidite göstergelerinde sergilediği güçlü pozitif performans, bu dönemdeki yatırım stratejilerinin veya seçilen şirketlerin özelliklerinin daha etkili sonuçlar doğurduğunu ortaya koymaktadır.

3.5.1.2. Faaliyet (Etkinlik) Oran Analizi

Faaliyet (etkinlik) oran analiziyle portföy şirketlerinin yatırım öncesi ve sonrası faaliyetlerinin etkinliği incelenmiştir. Faaliyet etkinliği analiziyle yapılan inceleme doğrultusunda *stok devir hızı*, *alacak devir hızı*, *borç devir hızı* ve *özkaynak devir hızı* oranları kullanılmış ve portföy şirketleri yatırım tarihleri itibarıyla gruplandırılarak

analiz edilmiştir. Analiz çerçevesinde her bir grup ve faaliyet oranı için yatırım öncesi ve sonrası etki değişimleri (FF değerleri) Tablo 12’de özet olarak sunulmuştur.

Tablo 12. 2011, 2012, 2013 ve 2015 T Grubu Faaliyet (Etkinlik) Oranlarındaki Net Etki Değişimi

Yatırım Yılına Göre T Grubu	Yatırım Öncesi		Yatırım Sonrası		Değişim		FF	Etki
	T	C	T	C	T Fark	C Fark		
Stok Devir Hızı (SDH)								
2011	6.92	12.39	7.07	161.89	0.15	149.5	-149.34	↓↓ Yüksek Negatif
2012	5.9	12.35	4.94	175.27	-0.96	162.92	-163.88	↓↓ Yüksek Negatif
2013	24.49	12.65	43.28	191.16	18.79	178.51	-159.71	↓↓ Yüksek Negatif
2015	22.8	13.86	204.72	234.61	181.91	220.74	-38.83	↓↓ Yüksek Negatif
Alacak Devir Hızı (ADH)								
2011	5.85	7.04	7.92	10.79	2.07	3.76	-1.69	↓ Düşük Negatif
2012	5.6	7.89	6.16	10.9	0.56	3.01	-2.44	↓ Düşük Negatif
2013	7.16	8.18	5.7	11.09	-1.46	2.91	-4.37	↓↓ Orta Negatif
2015	6.34	9.59	8.14	10.77	1.8	1.18	0.62	↑ Orta Pozitif
Borç Devir Hızı (BDH)								
2011	7.11	7.6	5.2	8.18	-1.92	0.58	-2.49	↓ Düşük Negatif
2012	5.01	8.17	4.19	8.08	-0.82	-0.09	-0.73	↓ Düşük Negatif
2013	7.29	8.26	5.31	8.04	-1.98	-0.22	-1.76	↓ Düşük Negatif
2015	5.85	8.23	7.74	8.01	1.89	-0.21	2.1	↑ Düşük Pozitif
Özkaynak Devir Hızı (ÖDH)								
2011	2.92	2.29	7.79	4.7	4.87	2.41	2.46	↑ Düşük Pozitif
2012	3.69	2.53	8.02	4.86	4.34	2.33	2.01	↑ Düşük Pozitif
2013	5.46	2.52	7.08	5.09	1.62	2.57	-0.95	↓ Düşük Negatif
2015	1.86	2.4	2.48	5.83	0.61	3.43	-2.82	↓ Düşük Negatif

Faaliyet (etkinlik) oranları analizi çerçevesinde, farklı yıllarda GS yatırımı alan şirket gruplarının faaliyet etkinliğinde dikkat çekici sonuçlar gözlemlenmektedir. Stok devir hızındaki değişim incelendiğinde, tüm yatırım dönemlerinde müdahale gruplarının kontrol gruplarına kıyasla daha düşük performans sergilediği görülmektedir. 2011 müdahale grubu için stok devir hızı yatırım öncesi 6.92 iken, yatırım sonrası 7.07'ye

hafif bir artış göstermiştir. Ancak aynı dönemde kontrol grubu çok daha dramatik bir artış yaşamış (12.39'dan 161.89'a), bu da -149.34'lük yüksek negatif bir farkların farkı (FF) değeri ortaya çıkarmıştır. Benzer şekilde, 2012 grubu portföy şirketleri yatırım sonrası düşüş gösterirken (5.90'dan 4.94'e), kontrol grubu ciddi bir artış sergilemiş (12.35'ten 175.27'ye), -163.88'lik bir FF değeri oluşmuştur. 2013 ve 2015 müdahale gruplarında da stok devir hızında artışlar görülmesine rağmen (sırasıyla 24.49'dan 43.28'e ve 22.80'den 204.72'ye), kontrol gruplarındaki artışlar daha belirgin olmuş, yine yüksek negatif FF değerleri ortaya çıkmıştır. Stok devir hızlarındaki bu yüksek etkiler, örneklem gruplarında yer alan teknoloji, enerji, ulaşım dahil olmak üzere çok farklı dinamiklere sahip sektör şirketlerinin stok düzeyleri arasındaki farklar ile ani stok değişimlerinden kaynaklanabilmektedir.

Alacak devir hızındaki etki değişimleri incelendiğinde, 2011, 2012 ve 2013 müdahale grupları için negatif etkiler görülürken, 2015 grubunda pozitif bir etki dikkat çekmektedir. 2011 grubu portföy şirketlerinde alacak devir hızı 5.85'ten 7.92'ye artmış, ancak kontrol grubundaki artış daha yüksek olduğundan (7.04'ten 10.79'a) -1.69'luk düşük negatif bir FF değeri oluşmuştur. 2012 müdahale grubu daha az bir artış göstermiş (5.60'tan 6.16'ya), -2.44'lük bir FF değeriyle sonuçlanmıştır. 2013 müdahale grubunda alacak devir hızı düşüş göstermiş (7.16'dan 5.70'e), bu da kontrol grubundaki yükselme ile birlikte -4.37'lik orta negatif bir FF değeri yaratmıştır. 2015 müdahale grubu ise olumlu bir performans sergilemiş, alacak devir hızı 6.34'ten 8.14'e yükselmiş ve 0.62'lik orta pozitif bir FF değeri elde edilmiştir.

Borç devir hızındaki etki değişimleri incelendiğinde, 2011, 2012 ve 2013 müdahale gruplarında negatif etkiler gözlemlenirken, 2015 grubunda yine pozitif bir etki ortaya çıkmıştır. 2011 müdahale grubunda borç devir hızı 7.11'den 5.20'ye düşerken, kontrol grubunda hafif bir artış yaşanmış (7.60'tan 8.18'e), -2.49'luk düşük negatif bir FF değeri oluşmuştur. 2012 ve 2013 grubu portföy şirketlerinde de düşüşler görülmüş (sırasıyla 5.01'den 4.19'a ve 7.29'dan 5.31'e), her iki dönemde de negatif FF değerleri (sırasıyla -0.73 ve -1.76) ortaya çıkmıştır. 2015 müdahale grubunda ise borç devir hızı 5.85'ten 7.74'e yükselmiş, kontrol grubunda hafif bir düşüş yaşanmasıyla (8.23'ten 8.01'e) 2.10'luk düşük pozitif bir FF değeri elde edilmiştir.

Özkaynak devir hızındaki etki değişimleri incelendiğinde, 2011 ve 2012 müdahale gruplarında pozitif etkiler gözlemlenirken, 2013 ve 2015 gruplarında negatif

etkiler ortaya çıkmıştır. 2011 grubu portföy şirketlerinin özkaynak devir hızı 2.92'den 7.79'a önemli bir artış göstermiş, kontrol grubundaki artıştan daha yüksek olduğundan (2.29'dan 4.70'e) 2.46'lık düşük pozitif bir FF değeri oluşmuştur. 2012 müdahale grubunda da benzer bir olumlu etki görülmüş (3.69'dan 8.02'ye), 2.01'lik bir FF değeriyle sonuçlanmıştır. Ancak 2013 grubunda artış daha sınırlı kalmış (5.46'dan 7.08'e), -0.95'lik düşük negatif bir FF değeri ortaya çıkmıştır. 2015 grubunda ise özkaynak devir hızı 1.86'dan 2.48'e artmasına rağmen, kontrol grubundaki daha belirgin artış (2.40'tan 5.83'e) -2.82'lik düşük negatif bir FF değeri yaratmıştır.

Faaliyet (etkinlik) oranları bir bütün olarak analiz edildiğinde, GS yatırımlarının şirketlerin faaliyet etkinliği üzerindeki etkisinin farklı düzeyde sonuçlar gösterdiği ortaya çıkmaktadır. Stok devir hızında tüm yıllarda negatif etkiler gözlemlenirken, alacak ve borç devir hızlarında 2015 müdahale grubunda pozitif farklar dikkat çekmektedir. Özkaynak devir hızında ise erken dönem yatırımlarda (2011 ve 2012) olumlu etkiler görülürken, sonraki dönemlerde (2013 ve 2015) olumsuz etkiler ortaya çıkmıştır. Bu durum, GS yatırımlarının şirketlerin verimlilik performansı üzerindeki etkisinin farklı faaliyet alanlarında ve farklı dönemlerde değişkenlik gösterdiğini, bazı alanlarda iyileştirme sağlarken diğer alanlarda gerilemeye neden olabildiğini göstermektedir.

3.5.1.3. Mali Yapı Oran Analizi

Mali yapı oran analiziyle portföy şirketlerinin yatırım öncesi ve sonrası finansman politikalarındaki değişiklikler veya bu konuda gerçekleştirilen yapısal dönüşümler incelenmiştir. Mali yapı analiziyle yapılan inceleme doğrultusunda *kaldıraç oranı*, *kısa vadeli kaynakların toplam kaynaklara oranı*, *uzun vadeli kaynakların toplam kaynaklara oranı* ve *finansman oranı* kullanılmıştır. Analiz çerçevesinde her bir grup ve faaliyet oranı için yatırım öncesi ve sonrası etki değişimleri (FF değerleri) Tablo 13'te sunulmuştur.

Tablo 13. 2011, 2012, 2013 ve 2015 T Grubu Mali Yapı Oranlarındaki Net Etki Değişimi

Yatırım Yılına Göre T Grubu	Yatırım Öncesi		Yatırım Sonrası		Değişim		FF	Etki
	T	C	T	C	T Fark	C Fark		
Kaldıraç Oranı (KO)								
2011	0.38	0.57	0.55	0.59	0.16	0.02	0.14	↑ Düşük Pozitif
2012	0.78	0.58	0.73	0.59	-0.05	0.01	-0.06	↓ Minimal Negatif
2013	0.6	0.58	0.69	0.59	0.09	0	0.09	↑ Minimal Pozitif
2015	0.56	0.58	0.66	0.59	0.1	0.01	0.08	↑ Minimal Pozitif
Kısa Vadeli Yabancı Kaynak Oranı (KVYKO)								
2011	0.29	0.43	0.45	0.41	0.16	-0.02	0.17	↑ Düşük Pozitif
2012	0.6	0.44	0.57	0.4	-0.03	-0.03	0	Nötr
2013	0.41	0.45	0.5	0.4	0.09	-0.05	0.13	↑ Düşük Pozitif
2015	0.32	0.42	0.28	0.4	-0.04	-0.02	-0.02	↓ Minimal Negatif
Uzun Vadeli Yabancı Kaynak Oranı (UVYKO)								
2011	0.09	0.14	0.1	0.18	0.01	0.04	-0.03	↓ Minimal Negatif
2012	0.18	0.14	0.16	0.18	-0.02	0.04	-0.06	↓ Minimal Negatif
2013	0.19	0.14	0.2	0.19	0.01	0.05	-0.04	↓ Minimal Negatif
2015	0.24	0.15	0.38	0.19	0.14	0.03	0.11	↑ Düşük Pozitif
Finansman Oranı (FO)								
2011	3.05	1.85	1.34	1.68	-1.71	-0.17	-1.55	↓↓ Yüksek Negatif
2012	0.46	1.86	0.51	1.67	0.05	-0.2	0.24	↑ Düşük Pozitif
2013	1.34	2.05	0.53	1.57	-0.82	-0.48	-0.33	↓ Düşük Negatif
2015	0.92	1.92	0.59	1.55	-0.33	-0.37	0.04	Minimal Pozitif

Mali yapı oranları analizi çerçevesinde, farklı yıllarda girişim sermayesi yatırımı alan şirket gruplarının sermaye yapısında ve finansman tercihlerinde önemli düzeyde değişimler gözlemlenmektedir. Kaldıraç oranlarında etki değişimleri incelendiğinde, 2011, 2013 ve 2015 müdahale gruplarında pozitif, 2012 grubunda ise negatif etki görülmektedir. 2011 müdahale grubunda kaldıraç oranı yatırım öncesi 0.38 iken, yatırım

sonrası 0.55'e belirgin bir artış göstermiştir. Kontrol grubunda ise minimal bir artış yaşanmış (0.57'den 0.59'a), bu da 0.14'lük düşük pozitif bir farkların farkı (FF) değeri ile sonuçlanmıştır. 2012 grubu portföy şirketlerinde ise kaldıraç oranı azalmış (0.78'den 0.73'e), -0.06'lık minimal negatif bir FF değeri oluşmuştur. 2013 ve 2015 müdahale gruplarında kaldıraç oranında artışlar görülmüş (sırasıyla 0.60'tan 0.69'a ve 0.56'dan 0.66'ya), her ikisinde de minimal pozitif FF değerleri (sırasıyla 0.09 ve 0.08) ortaya çıkmıştır.

Kısa vadeli yabancı kaynak oranı (KVYKO) etki değişimleri incelendiğinde, 2011 ve 2013 müdahale gruplarında pozitif etkiler görülürken, 2012 grubunda nötr ve 2015 grubunda minimal negatif etki ön plana çıkmaktadır. 2011 müdahale grubunda KVYKO 0.29'dan 0.45'e artmış, kontrol grubundaki düşüşle birlikte (0.43'ten 0.41'e) 0.17'lik düşük pozitif bir FF değeri oluşmuştur. 2012 grubu portföy şirketlerinde ve kontrol grubunda benzer düşüşler görülmüş (sırasıyla 0.60'tan 0.57'ye ve 0.44'ten 0.40'a), FF değeri 0 olarak hesaplanmıştır. 2013 müdahale grubunda KVYKO 0.41'den 0.50'ye artmış, kontrol grubundaki düşüşle birlikte (0.45'ten 0.40'a) 0.13'lük düşük pozitif bir FF değeri yaratmıştır. 2015 müdahale grubunda ise KVYKO 0.32'den 0.28'e düşmüş, -0.02'lik minimal negatif bir FF değeri elde edilmiştir.

Uzun vadeli yabancı kaynak oranı (UVYKO) etki değişimleri incelendiğinde, 2011, 2012 ve 2013 müdahale gruplarında minimal negatif etkiler gözlemlenirken, 2015 grubunda düşük pozitif bir etki ortaya çıkmıştır. 2011, 2012 ve 2013 grubu portföy şirketlerinin UVYKO'da minimal değişimler görülürken (sırasıyla 0.09'dan 0.10'a, 0.18'den 0.16'ya ve 0.19'dan 0.20'ye), kontrol gruplarındaki artışlar daha belirgin olmuş, bu da negatif FF değerleri (sırasıyla -0.03, -0.06 ve -0.04) yaratmıştır. 2015 müdahale grubunda ise UVYKO 0.24'ten 0.38'e önemli bir artış göstermiş, kontrol grubundaki daha az artışla birlikte (0.15'ten 0.19'a) 0.11'lik düşük pozitif bir FF değeri elde edilmiştir.

Finansman oranlarındaki değişim incelendiğinde, 2011 ve 2013 müdahale gruplarında negatif etkiler gözlemlenirken, 2012 grubunda düşük pozitif ve 2015 yılında minimal pozitif etkiler ortaya çıkmıştır. 2011 grubu portföy şirketlerinin finansman oranı 3.05'ten 1.34'e belirgin bir düşüş göstermiş, kontrol grubundaki daha az düşüşle birlikte (1.85'ten 1.68'e) -1.55'lik yüksek negatif bir FF değeri oluşmuştur. 2012 müdahale grubunda finansman oranı hafif artış göstermiş (0.46'dan 0.51'e), kontrol

grubundaki düşüşle birlikte (1.86'dan 1.67'ye) 0.24'lük düşük pozitif bir FF değeri yaratmıştır. 2013 müdahale grubunda finansman oranı yine düşüş yaşamış (1.34'ten 0.53'e), -0.33'lük düşük negatif bir FF değeri elde edilmiştir. 2015 grubu portföy şirketlerinde düşüş görülmesine rağmen (0.92'den 0.59'a), kontrol grubundaki daha belirgin düşüş (1.92'den 1.55'e) 0.04'lük minimal pozitif bir FF değerini ortaya çıkarmıştır.

Portföy şirketleri için mali yapı oranları genel olarak analiz edildiğinde, GS yatırımlarının şirketlerin sermaye yapısı ve finansman tercihleri üzerindeki etkisinin farklı dönemlerde ve farklı oranlarda değişkenlik gösterdiği ortaya çıkmaktadır. Genel olarak, yatırımların kaldıraç oranını artırdığı (2012 hariç), kısa vadeli yabancı kaynak kullanımını etkilediği (2011 ve 2013'te artış, 2015'te azalış), uzun vadeli yabancı kaynak kullanımında ise sadece 2015 grubunda düşük seviyede artışa neden olduğu görülmektedir. Finansman oranındaki değişimler ise şirketlerin özkaynak yapılarında önemli dalgalanmalar yaşandığını göstermektedir. Bu durum, GS yatırımlarının şirketlerin mali yapılarını dönemsel koşullara, yatırım stratejilerine ve sektörel dinamiklere bağlı olarak farklı şekillerde etkilediğini ancak bu etkilerin minimal düzeyde kaldığını göstermektedir.

3.5.1.4. Kârlılık Oran Analizi

Kârlılık oran analiziyle portföy şirketlerinin yatırım öncesi ve sonrası kârlılık durumları incelenmiştir. Kârlılık oran analiziyle ilgili yapılan inceleme doğrultusunda *brüt kâr marjı*, *faaliyet kâr marjı*, *net kâr marjı*, *aktiflerin getirisi* ve *özkaynakların getirisi* ölçütleri kullanılmıştır. Kullanılan her bir ölçüt aracılığıyla portföy şirketleri yatırım tarihleri itibarıyla gruplandırılarak değerlendirilmiştir. Analiz çerçevesinde her bir grup ve kârlılık oranı için yatırım öncesi ve sonrasındaki etki değişimleri (FF düzeyleri) Tablo 14'te özet halinde sunulmuştur.

Tablo 14. 2011, 2012, 2013 ve 2015 T Grubu Kârlılık Oranlarındaki Net Etki Değişimi

Yatırım Yılına Göre T Grubu	Yatırım Öncesi		Yatırım Sonrası		Değişim		FF	Etki
	T	C	T	C	T Fark	C Fark		
Brüt Kâr Marjı (BKM)								
2011	0.16	0.23	0.12	0.24	-0.04	0.01	-0.05	↓ Minimal Negatif
2012	0.19	0.22	0.18	0.24	-0.01	0.02	-0.03	↓ Minimal Negatif
2013	0.44	0.22	0.4	0.24	-0.04	0.02	-0.06	↓ Minimal Negatif
2015	0.15	0.22	0.18	0.25	0.03	0.03	0	Nötr
Faaliyet Kâr Marjı (FKM)								
2011	0.06	-0.59	0.01	0.07	-0.05	0.66	-0.71	↓↓ Yüksek Negatif
2012	0.03	-0.37	0.05	0.07	0.02	0.44	-0.42	↓↓ Yüksek Negatif
2013	0.06	-0.27	0.15	0.07	0.09	0.33	-0.24	↓ Düşük Negatif
2015	0.04	-0.16	0.09	0.07	0.06	0.23	-0.18	↓ Düşük Negatif
Net Kâr Marjı (DKM)								
2011	0.05	15.78	0	1.11	-0.05	-14.67	14.61	↑↑ Yüksek Pozitif
2012	-0.04	10.47	-0.03	1.21	0.01	-9.25	9.26	↑↑ Yüksek Pozitif
2013	0.02	7.86	0.12	1.33	0.1	-6.53	6.63	↑↑ Yüksek Pozitif
2015	0.01	5.26	-0.04	1.62	-0.04	-3.64	3.59	↑↑ Yüksek Pozitif
Aktif Kârlılığı (ROA)								
2011	0.05	0.03	-0.01	0.07	-0.06	0.04	-0.09	↓ Minimal Negatif
2012	0	0.03	0	0.07	0	0.04	-0.05	↓ Minimal Negatif
2013	0.03	0.03	0.09	0.07	0.06	0.04	0.02	Minimal Pozitif
2015	0.02	0.05	0.01	0.07	-0.01	0.02	-0.03	↓ Minimal Negatif
Özkaynak Kârlılığı (ROE)								
2011	0.13	0.04	-0.6	0.07	-0.73	0.03	-0.76	↓↓ Yüksek Negatif
2012	-0.04	0.03	-0.09	0.08	-0.05	0.04	-0.09	↓ Minimal Negatif
2013	0.13	0.05	0.29	0.07	0.16	0.02	0.14	↑ Düşük Pozitif
2015	0.02	0.04	-0.11	0.09	-0.12	0.04	-0.17	↓ Düşük Negatif

Kârlılık oranları analizi çerçevesinde, farklı yıllarda GS yatırımı alan şirket gruplarının performanslarında çeşitli sonuçlar gözlemlenmektedir. Brüt kâr marjı incelendiğinde, 2011, 2012 ve 2013 müdahale gruplarında minimal negatif etkiler görülürken, 2015 grubunda nötr bir etki ortaya çıkmıştır. 2011 grubu portföy şirketlerinin BKM yatırım öncesi 0.16 iken, yatırım sonrası 0.12'ye düşmüştür. Kontrol grubunda ise hafif bir artış yaşanmış (0.23'ten 0.24'e), bu da -0.05'lik minimal negatif bir FF değerini ortaya çıkarmıştır. 2012 ve 2013 müdahale gruplarında da benzer şekilde BKM'de düşüşler görülmüş (sırasıyla 0.19'dan 0.18'e ve 0.44'ten 0.40'a), her

ikisinde de minimal negatif FF değerleri (sırasıyla -0.03 ve -0.06) oluşmuştur. 2015 müdahale grubunda ise BKM 0.15'ten 0.18'e artmış, kontrol grubunda da benzer bir artış yaşanmış (0.22'den 0.25'e), FF değeri 0 olarak hesaplanmıştır.

Faaliyet Kâr Marjı etki değişimleri incelendiğinde, tüm dönemlerde portföy şirketlerinde negatif etkiler görülmektedir. 2011 grubu portföy şirketlerinde 0.06'dan 0.01'e düşerken, kontrol grubunda belirgin bir artış yaşanmış (-0.59'dan 0.07'ye), bu da -0.71'lik yüksek negatif bir FF değeri oluşturmuştur. 2012 müdahale grubunda FKM artış göstermiş olsa da (0.03'ten 0.05'e), kontrol grubundaki daha belirgin iyileşme (-0.37'den 0.07'ye) -0.42'lik yüksek negatif bir FF değeri yaratmıştır. 2013 ve 2015 müdahale gruplarında FKM'de artışlar görülmesine rağmen (sırasıyla 0.06'dan 0.15'e ve 0.04'ten 0.09'a), kontrol gruplarındaki iyileşmeler daha etkili olmuş, düşük negatif FF değerleri (sırasıyla -0.24 ve -0.18) ortaya çıkmıştır.

Net kâr marjı (DKM) etki değişimleri incelendiğinde, tüm yıllarda yatırım alan gruplarda dikkat çekici pozitif etkiler gözlemlenmektedir. 2011 grubu portföy şirketlerinde DKM 0.05'ten 0'a düşerken, kontrol grubunda çok daha dramatik bir düşüş yaşanmış (15.78'den 1.11'e), bu da 14.61'lik yüksek pozitif bir FF değeri oluşturmuştur. Benzer şekilde, 2012, 2013 ve 2015 müdahale gruplarında DKM'de değişimler yaşanırken, kontrol gruplarında çok daha belirgin düşüşler görülmüş, her üç dönemde de yüksek pozitif FF değerleri (sırasıyla 9.26, 6.63 ve 3.59) elde edilmiştir. Bu sonuçlar, yatırım alan grupların net kâr marjında kontrol gruplarına kıyasla daha istikrarlı bir performans sergilediğini, kontrol gruplarına göre marjlarını koruduğunu göstermektedir.

Aktif kârlılığı etki değişimleri incelendiğinde, 2011, 2012 ve 2015 müdahale gruplarında minimal negatif etkiler görülürken, 2013 grubunda minimal pozitif bir etki ortaya çıkmıştır. 2011 grubu portföy şirketlerinde ROA 0.05'ten -0.01'e düşerken, kontrol grubunda artış yaşanmış (0.03'ten 0.07'ye), -0.09'luk minimal negatif bir FF değeri oluşmuştur. 2012 müdahale grubunda ROA değişmezken (0.00), kontrol grubundaki artış (0.03'ten 0.07'ye) -0.05'lik minimal negatif bir FF değeri yaratmıştır. 2013 müdahale grubunda ROA 0.03'ten 0.09'a artarken, kontrol grubunda daha az bir artış görülmüş (0.03'ten 0.07'ye), 0.02'lik minimal pozitif bir FF değeri elde edilmiştir. 2015 grubu portföy şirketlerinde ise ROA 0.02'den 0.01'e düşmüş, -0.03'lük minimal negatif bir FF değeri ortaya çıkmıştır.

Özkaynak kârlılığı etki değişimleri incelendiğinde, 2011, 2012 ve 2015 müdahale gruplarında negatif etkiler gözlemlenirken, 2013 grubunda düşük pozitif bir etki dikkat çekmektedir. 2011 müdahale grubunda ROE 0.13'ten -0.60'a dramatik bir düşüş göstermiş, kontrol grubundaki hafif artışla birlikte (0.04'ten 0.07'ye) -0.76'lık yüksek negatif bir FF değeri oluşmuştur. 2012 grubu portföy şirketlerinde de düşüş yaşanmış (-0.04'ten -0.09'a), -0.09'luk minimal negatif bir FF değeri yaratmıştır. 2013 yılında yatırım alan grupta ise ROE 0.13'ten 0.29'a belirgin bir artış göstermiş, kontrol grubundaki daha az artışla birlikte (0.05'ten 0.07'ye) 0.14'lük düşük pozitif bir FF değeri elde edilmiştir. 2015 müdahale grubunda ROE 0.02'den -0.11'e düşmüş, -0.17'lik düşük negatif bir FF değeri ortaya çıkmıştır.

Kârlılık oranları etki değişimleri, GS yatırımlarının şirketlerin kârlılık performansı üzerindeki etkisinin karmaşık ve çok boyutlu olduğunu göstermektedir. Brüt kâr marjı ve faaliyet kâr marjında genel olarak negatif etkiler gözlemlenirken, net kâr marjında tüm dönemlerde güçlü pozitif etkiler dikkat çekmektedir. Aktif kârlılığında minimal bir etki tablosu ortaya çıkmış; özkaynak kârlılığında ise 2013 grubu hariç negatif etkiler görülmüştür. Bu durum, GS yatırımlarının şirketlerin operasyonel kârlılığı üzerinde baskı yaratırken, net kârlılık açısından daha istikrarlı bir performans sağladığını, ancak varlık verimliliği ve özkaynak getirisi açısından genellikle olumsuz etkilere neden olduğunu göstermektedir.

3.5.1.5. Borsa Performans Analizi

Portföy şirketlerinin pay senedi piyasasındaki fiyatlamasında gerçekleşen değişimi izlemek amacıyla çeşitli borsa performans ölçütlerinden olan değerlendirme çarpanları kullanılmıştır. Söz konusu şirketlerin pay senedi piyasasında gerçekleşen fiyatlama davranışının ölçülmesi amacıyla *fiyat kâr oranı*, *piyasa değeri defter değeri oranı*, *pay başı kâr oranı*, *fiyat favök oranı* ve *piyasa değeri satışlar oranı* ölçütleri kullanılmıştır. Kullanılan her bir ölçüt aracılığıyla portföy şirketleri yatırım tarihleri itibarıyla gruplandırılarak değerlendirilmiştir. Analiz çerçevesinde her bir grup ve borsa performans oranı için yatırım öncesi ve sonrası etki değişimleri (FF değerleri) Tablo 15'te özet olarak sunulmuştur.

Tablo 15. 2011, 2012, 2013 ve 2015 T Grubu Borsa Performans Oranlarındaki Net Etki Değişimi

Yatırım Yılına Göre T Grubu	Yatırım Öncesi		Yatırım Sonrası		Değişim		FF	Etki
	T	C	T	C	T Fark	C Fark		
Fiyat-Kâr Oranı (F/K)								
2011	12.92	4.55	35.87	9.71	22.95	5.17	17.78	↑↑ Yüksek Pozitif
2012	81.56	3.76	9.72	10.32	-71.84	6.57	-78.41	↓↓ Yüksek Negatif
2013	7.32	3.88	-5.52	10.92	-12.84	7.05	-19.89	↓↓ Yüksek Negatif
2015	6.13	2.77	10.32	13.45	4.19	10.68	-6.49	↓ Düşük Negatif
Piyasa Değeri-Defter Değeri Oranı (PD/DD)								
2011	1.33	1.57	7.14	1.97	5.81	0.4	5.4	↑↑ Yüksek Pozitif
2012	0.24	1.58	1.31	2	1.07	0.42	0.65	Minimal Pozitif
2013	1.35	1.44	2.34	2.09	0.99	0.65	0.34	Minimal Pozitif
2015	1.07	1.32	1.13	2.34	0.06	1.02	-0.96	↓ Minimal Negatif
Pay Başı Kâr Oranı (PBKO)								
2011	1.44	1.21	-0.36	3.1	-1.8	1.89	-3.69	↓↓ Yüksek Negatif
2012	0.11	2.17	0.21	3.02	0.1	0.85	-0.75	↓ Minimal Negatif
2013	0.37	2.31	4.47	3.04	4.09	0.73	3.36	↑↑ Yüksek Pozitif
2015	0.23	1.82	0.3	3.59	0.07	1.77	-1.7	↓ Düşük Negatif
Fiyat-FAVÖK Oranı (F/F)								
2011	24.34	56.72	29.39	15.24	5.05	-41.48	46.52	↑↑ Yüksek Pozitif
2012	4.57	39.17	7.4	15.98	2.83	-23.19	26.01	↑↑ Yüksek Pozitif
2013	2.23	32.64	7.72	16.06	5.49	-16.58	22.07	↑↑ Yüksek Pozitif
2015	5.53	24.87	1.82	17.34	-3.71	-7.54	3.83	Minimal Pozitif
Piyasa Değeri-Satışlar Oranı (PD/S)								
2011	0.58	1.04	1.75	5.93	1.17	4.89	-3.72	↓↓ Yüksek Negatif
2012	0.8	0.89	1.16	6.36	0.36	5.47	-5.12	↓↓ Yüksek Negatif
2013	0.41	0.84	1.05	6.9	0.64	6.06	-5.42	↓↓ Yüksek Negatif
2015	0.65	0.99	0.75	8.31	0.1	7.32	-7.22	↓↓ Yüksek Negatif

Borsa performans oranları analizinde, farklı yıllarda GS yatırımı alan şirket gruplarının piyasa değerlemelerinde çarpıcı değişimler gözlemlenmektedir. Fiyat kâr oranı etki değişimleri incelendiğinde, 2011 grubu portföy şirketlerinde oldukça olumlu,

2012, 2013 ve 2015 grubu portföy şirketlerinde ise olumsuz etkiler görülmektedir. 2011 müdahale grubunda F/K oranı yatırım öncesi 12.92 iken, yatırım sonrası 35.87'ye belirgin bir artış göstermiştir. Kontrol grubunda ise daha sınırlı bir artış yaşanmış (4.55'ten 9.71'e), bu da 17.78'lik yüksek pozitif bir farkların farkı (FF) değerini ortaya çıkarmıştır. Ancak 2012 müdahale grubunda F/K oranı dramatik bir düşüş sergilemiş (81.56'dan 9.72'ye), kontrol grubundaki artışla birlikte (3.76'dan 10.32'ye) -78.41'lik yüksek negatif bir FF değeri oluşmuştur. Benzer şekilde, 2013 ve 2015 müdahale gruplarında olumsuz etkiler gözlemlenmiş, sırasıyla -19.89 ve -6.49'luk FF değerleri ortaya çıkmıştır.

Piyasa değeri defter değeri oranı etki değişimleri incelendiğinde, 2011, 2012 ve 2013 müdahale gruplarında pozitif etkiler görülürken, 2015 grubunda minimal negatif bir etki dikkat çekmektedir. 2011 grubu portföy şirketlerinde PD/DD oranı 1.33'ten 7.14'e dramatik bir artış göstermiş, kontrol grubundaki daha sınırlı artışla birlikte (1.57'den 1.97'ye) 5.40'lık yüksek pozitif bir FF değeri oluşmuştur. 2012 ve 2013 müdahale gruplarında da olumlu etkiler görülmüş (sırasıyla FF değerleri 0.65 ve 0.34), 2015 yılında yatırım alanlarda ise PD/DD oranında minimal bir artış yaşanmış (1.07'den 1.13'e), kontrol grubundaki daha belirgin artışla birlikte (1.32'den 2.34'e) -0.96'lık minimal negatif bir FF değeri ortaya çıkmıştır.

Pay Başı Kâr Oranı etki değişimleri incelendiğinde, 2011, 2012 ve 2015 müdahale gruplarında negatif etkiler gözlemlenirken, 2013 grubunda yüksek pozitif bir etki dikkat çekmektedir. 2011 müdahale grubunda PBKO 1.44'ten -0.36'ya düşerken, kontrol grubunda artış yaşanmış (1.21'den 3.10'a), bu da -3.69'luk yüksek negatif bir FF değeri oluşturmuştur. 2012 ve 2015 grubu portföy şirketlerinin PBKO'da küçük artışlar görülmesine rağmen (sırasıyla 0.11'den 0.21'e ve 0.23'ten 0.30'a), kontrol gruplarındaki daha belirgin artışlar nedeniyle negatif FF değerleri elde edilmiştir. 2013 müdahale grubunda ise PBKO 0.37'den 4.47'ye belirgin bir artış göstermiş, 3.36'lık yüksek pozitif bir FF değeri ortaya çıkmıştır.

Fiyat-faiz amortisman vergi öncesi kâr (F/F) oranı etki değişimleri incelendiğinde, tüm yıllarda yatırım alan gruplarda pozitif etkiler gözlemlenmektedir. 2011, 2012 ve 2013 grubu portföy şirketlerinin F/F oranında artışlar görülürken (sırasıyla 24.34'ten 29.39'a, 4.57'den 7.40'a ve 2.23'ten 7.72'ye), kontrol gruplarında düşüşler yaşanmış, bu da yüksek pozitif FF değerleri (sırasıyla 46.52, 26.01 ve 22.07)

ortaya çıkarmıştır. 2015 müdahale grubunda F/F oranı düşüş göstermiş olsa da (5.53'ten 1.82'ye), kontrol grubundaki daha belirgin düşüş (24.87'den 17.34'e) 3.83'lük minimal pozitif bir FF değeri oluşturmuştur.

Piyasa değeri satışlar oranı etki değişimleri incelendiğinde, tüm yıllarda yatırım alan gruplarda yüksek negatif etkiler dikkat çekmektedir. 2011, 2012, 2013 ve 2015 grubu portföy şirketlerinin PD/S oranında artışlar görülmesine rağmen (sırasıyla 0.58'den 1.75'e, 0.80'den 1.16'ya, 0.41'den 1.05'e ve 0.65'ten 0.75'e), kontrol gruplarındaki çok daha belirgin artışlar nedeniyle (sırasıyla 1.04'ten 5.93'e, 0.89'dan 6.36'ya, 0.84'ten 6.90'a ve 0.99'dan 8.31'e) tüm dönemlerde yüksek negatif FF değerleri (sırasıyla -3.72, -5.12, -5.42 ve -7.22) elde edilmiştir.

Portföy şirketlerinin borsa performans oranlarındaki etki değişimi genel olarak analiz edildiğinde, GS yatırımlarının şirketlerin piyasa değerlemeleri üzerindeki etkisinin karmaşık ve çok yönlü olduğunu göstermektedir. F/K oranında 2011 grubu hariç olumsuz etkiler görülürken, PD/DD oranında 2015 grubu hariç olumlu etkiler dikkat çekmektedir. Pay başı kâr oranında dalgalı bir performans sergilenmiş, F/F oranında ise tüm dönemlerde olumlu etkiler gözlemlenmiştir. Ancak PD/S oranında tüm yıllarda belirgin olumsuz etkiler ortaya çıkmıştır. Bu sonuçlar, girişim sermayesi yatırımlarının şirketlerin borsa performansı üzerindeki etkisinin, yatırımın yapıldığı döneme, şirketlerin özelliklerine ve piyasa koşullarına bağlı olarak farklılaştığını, bazı değerlendirme göstergelerinde iyileşme sağlarken diğerlerinde gerilemeye neden olabildiğini göstermektedir.

3.5.1.6. Büyüme Oran Analizi

Büyüme oranı analizinde portföy şirketlerinin büyüme noktasında nasıl bir dönüşüm veya gelişim yaşadığını ortaya koymak amacıyla çeşitli büyüme oranı ölçütlerinden faydalanılmıştır. Bu kapsamda *satışların büyüme oranı*, *aktiflerin büyüme oranı*, *özkaynak büyüme oranı* ve *favök büyüme oranı* ölçütleri kullanılmıştır. Daha önceki analizlere paralel olarak kullanılan her bir ölçüt aracılığıyla portföy şirketleri yatırım tarihleri itibarıyla gruplandırılarak incelenmiştir. Analiz çerçevesinde her bir grup ve büyüme oranı için yatırım öncesi ve sonrası etki değişimleri (FF değerleri) Tablo 16'da özet olarak sunulmuştur.

Tablo 16. 2011, 2012, 2013 ve 2015 T Grubu Büyüme Oranlarındaki Net Etki Değişimi

Yatırım Yılına Göre T Grubu	Yatırım Öncesi		Yatırım Sonrası		Değişim		FF	Etki
	T	C	T	C	T Fark	C Fark		
Satışların Büyüme Oranı (Sat.BO)								
2011	0.31	2.27	0.51	0.39	0.2	-1.88	2.08	↑↑ Yüksek Pozitif
2012	0.09	1.67	1.41	0.38	1.32	-1.3	2.61	↑↑ Yüksek Pozitif
2013	0.2	1.27	0.43	0.41	0.22	-0.86	1.09	↑ Düşük Pozitif
2015	0.19	0.9	0.48	0.46	0.29	-0.44	0.73	↑ Minimal Pozitif
Aktiflerin Büyüme Oranı (Ak.BO)								
2011	0.06	0.16	0.23	0.3	0.17	0.14	0.03	↑ Minimal Pozitif
2012	0.15	0.19	0.38	0.3	0.23	0.11	0.12	↑ Minimal Pozitif
2013	0.16	0.21	0.38	0.31	0.23	0.09	0.13	↑ Minimal Pozitif
2015	0.24	0.2	0.32	0.34	0.09	0.15	-0.06	↓ Minimal Negatif
Özkaynak Büyüme Oranı (Öz.BO)								
2011	0.23	4.39	0.15	0.35	-0.09	-4.05	3.96	↑↑ Yüksek Pozitif
2012	0.24	2.93	0.56	0.37	0.32	-2.56	2.88	↑↑ Yüksek Pozitif
2013	0.02	2.25	0.46	0.38	0.44	-1.87	2.31	↑↑ Yüksek Pozitif
2015	0.12	1.56	0.8	0.42	0.68	-1.14	1.82	↑ Düşük Pozitif
FAVÖK Büyüme Oranı (Favök.BO)								
2011	-0.03	0.96	0.49	2.07	0.53	1.11	-0.58	↓ Düşük Negatif
2012	0.19	5.57	0.55	0.96	0.36	-4.6	4.97	↑↑ Yüksek Pozitif
2013	0.04	4.07	0.46	1.09	0.41	-2.98	3.4	↑↑ Yüksek Pozitif
2015	0.41	3.37	0.84	0.86	0.44	-2.51	2.95	↑↑ Yüksek Pozitif

Büyüme oranları analizi çerçevesinde, farklı yıllarda girişim sermayesi yatırımı alan şirket gruplarının gelişim performanslarında dikkat çekici sonuçlar gözlemlenmektedir. Satışların büyüme oranı etki değişimleri incelendiğinde, tüm yıllarda yatırım alan gruplarda pozitif etkiler görülmektedir. 2011 müdahale grubunda Sat.BO yatırım öncesi 0.31 iken, yatırım sonrası 0.51'e artış göstermiştir. Kontrol

grubunda ise belirgin bir düşüş yaşanmış (2.27'den 0.39'a), bu da 2.08'lik yüksek pozitif bir farkların farkı (FF) değeri ortaya çıkarmıştır. 2012 grubu portföy şirketlerinin satış büyümesinde daha dramatik bir artış görülmüş (0.09'dan 1.41'e), kontrol grubundaki düşüşle birlikte (1.67'den 0.38'e) 2.61'lik yüksek pozitif bir FF değeri oluşmuştur. 2013 ve 2015 müdahale gruplarında da satışların büyüme oranında artışlar gözlemlenmiş (sırasıyla 0.20'den 0.43'e ve 0.19'dan 0.48'e), her iki dönemde de pozitif FF değerleri (sırasıyla 1.09 ve 0.73) elde edilmiştir.

Özkaynak büyüme oranı etki değişimleri incelendiğinde, tüm yıllarda yatırım alan gruplarda pozitif etkiler gözlemlenmektedir. 2011 grubu portföy şirketlerinde Öz.BO 0.23'ten 0.15'e düşmesine rağmen, kontrol grubundaki çok daha dramatik düşüş (4.39'dan 0.35'e) 3.96'lık yüksek pozitif bir FF değeri oluşturmuştur. 2012, 2013 ve 2015 müdahale gruplarında özkaynak büyüme oranında artışlar görülmüş (sırasıyla 0.24'ten 0.56'ya, 0.02'den 0.46'ya ve 0.12'den 0.80'e), kontrol gruplarındaki düşüşlerle birlikte tüm dönemlerde pozitif FF değerleri (sırasıyla 2.88, 2.31 ve 1.82) elde edilmiştir.

FAVÖK büyüme oranındaki etki değişimleri incelendiğinde, 2011 müdahale grubunda düşük negatif bir etki görülürken, 2012, 2013 ve 2015 gruplarında yüksek pozitif etkiler dikkat çekmektedir. 2011 grubu portföy şirketlerinin Favök.BO -0.03'ten 0.49'a artmasına rağmen, kontrol grubundaki daha belirgin artış (0.96'dan 2.07'ye) - 0.58'lik düşük negatif bir FF değeri ortaya çıkarmıştır. Ancak 2012, 2013 ve 2015 müdahale gruplarında Favök.BO oranında artışlar görülürken (sırasıyla 0.19'dan 0.55'e, 0.04'ten 0.46'ya ve 0.41'den 0.84'e), kontrol gruplarında düşüşler veya sınırlı artışlar yaşanmış, tüm bu dönemlerde yüksek pozitif FF değerleri (sırasıyla 4.97, 3.40 ve 2.95) elde edilmiştir.

Büyüme oranları genel olarak analiz edildiğinde, GS yatırımlarının şirketlerin büyüme performansı üzerinde genel olarak olumlu bir etki yarattığını göstermektedir. Satışların büyüme oranında tüm dönemlerde pozitif etkiler gözlemlenirken, aktiflerin büyüme oranında 2015 müdahale grubu hariç yine olumlu etkiler görülmüştür. Özkaynak büyüme oranında da tüm dönemlerde belirgin pozitif etkiler dikkat çekerken, FavökBO, 2011 grubu portföy şirketleri hariç yüksek pozitif etkiler elde edilmiştir. Bu sonuçlar, GS yatırımlarının şirketlerin büyüme dinamiklerini güçlendirdiğini, özellikle satışlar, özkaynaklar ve kârlılık açısından belirgin iyileşmeler sağladığını

göstermektedir. Bu durum, GS yatırımlarının şirketlere sağladığı finansal destekle birlikte, büyüme stratejilerinin başarılı bir şekilde uygulanmasına katkıda bulunduğunu ortaya koymaktadır.

3.5.2. Farkların Farkı Ekonometrik Analiz Yöntemiyle Portföy Şirketlerinin Finansal Performanslarının Değerlendirilmesi

Portföy şirketlerinin yatırımdan sonra finansal açıdan ne yönde değişim yaşadığı, başka bir deyişle finansal yapıdaki dönüşüm, bu bölümde FF ekonometrik analiziyle incelenmiştir. Analiz doğrultusunda şirketlerin *Likidite*, *Faaliyet (Etkinlik)*, *Mali Yapı*, *Kârlılık*, *Borsa Performans*, *Büyüme Oranlarını* temsil eden; finansal analistler, finans yöneticileri, yatırım uzmanları vb. tarafından kullanılan genel kabul görmüş çeşitli oranlar kullanılmıştır. FF modeli özelinde ise *Aşamalı Yaklaşım (Staggered Adoption)* veri tasarımına uygun geliştirilen yöntemlerden olan Callaway ve Sant'Anna (C&S) (2021) ve Sun ve Abraham (S&A) (2021) yaklaşımları benimsenmiştir. C&S (2021) modelinde her bir grup (cohort) için *Ortalama Müdahale Etkisi (ATT-Average Treatment Effect on the Treated)* hesaplanmıştır. İlgili bölümünde de açıklandığı üzere veri setinde 2011, 2012, 2013 ve 2015 grupları mevcut olduğundan C&S (2021) metodolojisine göre dört adet ATT hesaplanmıştır. Bu ATT'ler her bir grup için ayrı hesaplanmış değerlerdir ve tüm grupların ortalama müdahale etkisini yansıtmamaktadır. S&A (2021) çalışmasında yer alan metodolojiye uyumlu bir şekilde hesaplanan ATT'ler ise tüm gruplar için tek bir ortalama değer şeklinde hesaplanmıştır. Bu metodolojide gruplara özel ATT hesaplaması yapılmamakta ancak zaman penceresi olarak alınan dönemler için ayrı değerlere ulaşılmaktadır. Bu kapsamda S&A (2021) modelinde dikkat edilmesi gereken nokta, ATT'lerin belirli bir zaman penceresi dikkate alınarak hesaplanmasıdır. Örneğin tezde S&A (2021) metodolojisi uygulanırken GS yatırım dinamiklerine uygun şekilde -2 ve +5 yıllarını kapsayan bir zaman penceresi ele alınmış ve bu zaman penceresi doğrultusunda ATT hesaplamaları yapılmıştır. S&A yaklaşımında zaman penceresinde yer alan her bir yıl için ATT hesaplaması ayrı ayrı yapılabilmekte, bir de tüm zaman penceresi için tek bir ATT hesaplanabilmektedir. Bu bölümde yer alan tablolarda zaman penceresindeki +1., +2., +3. ve +4. yıllardaki ATT'ler raporlanmıştır. Bunun en önemli sebebi girişim sermayesi yatırımlarında ortalama yatırımda kalma süresinin önceki bölümlerde ve birçok kaynakta da belirtildiği üzere 5 yıl olmasıdır. Genel itibarıyla, GS şirketleri

tarafından yatırım etkilerinin genellikle yatırım yılını takip eden ilk 4 yıl içerisinde alınarak 5. yıldan itibaren çıkış prosedürünün başlatılması sebebiyle bu modeldeki gösterim de yatırımı takip eden ilk 4 yıl için yapılmıştır. Dolayısıyla C&S metodolojisi, yatırım alınan yıllar bazında grupların ATT'lerini analiz ederken; S&A metodolojisi yatırım sonrası yıllara odaklanarak GS yatırımlarının etkisinin zamansal dinamiklerini ortaya koymaktadır. Ayrıca ilgili yaklaşımlar kullanılarak hesaplanan, portföy şirketlerine yatırımın belirlenen değişkenlere ortalama etkisi (ATT) için ikişer adet kontrol grubu kullanılmıştır. Kontrol grupların biri yatırım yapılan şirketlerin sektöründe yer alan diğer şirketlerden oluşan *sektör şirketleri kontrol grubudur*. Bir diğer kontrol grubu ise, ilgili sektör şirketlerinden türetilerek oluşturulan *sentetik kontrol grubudur*. Her iki kontrol grubu ile iki yaklaşımdan elde edilen *portföy şirketlerine yatırımın ortalama etkisi (ATT)* çıktıları raporlanmıştır. Daha açıklayıcı bir ifadeyle, her bir oran için $4 \times 4 = 16$ adet ATT sonucu elde edilmiş ve elde edilen bu sonuçlara ilgili tablolarda yer vermiştir. Söz konusu oran grupları için elde edilen veriler GS yatırım etkileri bağlamında yorumlanmıştır.

3.5.2.1. Likidite Oranları İçin Elde Edilen Bulgular

Portföy şirketlerinin likidite oranlarının gelişimlerinin ortaya konulması amacıyla *cari oran*, *asit test oranı* ve *nakit oranı* kullanılmıştır. Söz konusu oranlar için elde edilen bulgular aşağıda Tablo 17'de sunulmuştur.

Tablo 17. Likidite Oranları İçin Hesaplanan Yatırımın Ortalama Etkisi (ATT)⁵⁹

KONTROL GRUBU (Sektör Şirketleri)										
Callaway ve Santana Metodu						Sun ve Abraham Metodu				
GRUP	ATT	SE	LB	UB	PEN.	ATT	SE	LB	UB	
CO	2011	-1.522	0.381	-2.148	-0.896	1	-0.142	0.494	-0.955	0.67
	2012	0.386	1.125	-1.465	2.236	2	0.188	0.64	-0.865	1.241
	2013	0.89	1.988	-2.379	4.16	3	0.175	0.678	-0.94	1.291
	2015	0.677	0.135	0.455	0.899	4	-0.003	0.901	-1.485	1.478
ATO	2011	-0.845	0.307	-1.35	-0.34	1	-0.04	0.405	-0.706	0.627
	2012	0.346	0.628	-0.688	1.379	2	0.151	0.67	-0.95	1.253
	2013	0.855	1.84	-2.17	3.881	3	0.343	0.542	-0.548	1.234
	2015	0.571	0.13	0.357	0.786	4	0.197	0.734	-1.01	1.404
NO	2011	-0.199	0.399	-0.855	0.457	1	0.056	0.397	-0.597	0.709
	2012	0.126	0.472	-0.649	0.902	2	0.209	0.549	-0.695	1.112
	2013	0.878	1.628	-1.8	3.557	3	0.26	0.509	-0.577	1.096
	2015	0.285	0.196	-0.038	0.608	4	0.201	0.678	-0.914	1.317
KONTROL GRUBU (Sentetik Kontrol)										
Callaway ve Santana Metodu						Sun ve Abraham Metodu				
GRUP	ATT	SE	LB	UB	PEN.	ATT	SE	LB	UB	
CO	2011	-1.306	0.736	-2.517	-0.095	1	-0.145	0.754	-1.386	1.097
	2012	0.498	0.677	-0.614	1.611	2	0.154	0.552	-0.753	1.061
	2013	0.935	0.583	-0.024	1.895	3	0.237	1.199	-1.734	2.209
	2015	0.853	0.545	-0.044	1.75	4	0.118	1.259	-1.953	2.189
ATO	2011	-0.291	0.454	-1.037	0.455	1	0.015	0.396	-0.636	0.666
	2012	0.784	0.315	0.267	1.302	2	0.236	0.364	-0.363	0.834
	2013	1.196	0.685	0.068	2.323	3	0.61	0.403	-0.053	1.273
	2015	0.995	0.404	0.332	1.659	4	0.605	0.423	-0.09	1.301
NO	2011	1.04	0.59	0.069	2.01	1	0.271	0.1	0.106	0.435
	2012	1.227	0.357	0.64	1.814	2	0.561	0.122	0.361	0.762
	2013	1.841	0.574	0.897	2.785	3	0.943	0.173	0.659	1.227
	2015	1.238	0.461	0.48	1.996	4	1.191	0.322	0.661	1.721

Tabloda C&S ve S&A FF yaklaşımları ile sektör şirketleri ve sentetik kontrol grupları olmak üzere iki farklı kontrol grubu kullanılmış olup, bulgular GS yatırımlarının likidite yönetimi üzerindeki etkilerinin gruplar arasında ve zaman içinde farklılaştığını ortaya koymaktadır. 2011 grubunda, yatırım sonrası dönemde cari oranda gözlemlenen belirgin negatif etki (kontrol grubunun sektör şirketleri olduğu sonuçlara göre -1.522, sentetik kontrol grubu için elde edilen sonuçlara göre -1.306), GS yatırımcılarının işletme sermayesi yönetiminde kısa vadeli borçlara, dönen varlıklardan daha fazla ağırlık verdiği bir politika izlediklerine işaret etmektedir. Bu durum, 2011 grubu için GS şirketlerinin, yatırım sonrası dönemde işletme sermayesi

⁵⁹ : Tabloda renkli ve koyu olarak belirtilen ATT'ler istatistiksel açıdan %90 güven aralığında anlamlıdır. İtalik olarak raporlanan kısımlar sentetik kontrol grubu için elde edilen sonuçları ifade etmektedir. Tabloda GRUP:İlgili tarihlerde yatırım alan şirket gruplarını, ATT:Ortalama Müdahale Etkisini, SE:Standart Hatayı, LB:Alt Bandı, UB:Üst Bandı, PEN:Zaman Penceresini ifade etmektedir.

optimizasyonuna odaklandıklarını ve fazla likiditeyi azaltma eğiliminde olduklarını göstermektedir. 2012, 2013, 2015 gruplarında ise belirtilen istatistiksel anlamlılık düzeyinde desteklenmese de, cari orandaki etki pozitif gerçekleşmiş, özellikle 2013 grubunda sentetik kontrol grubuna göre 0.935'lik önemli bir artış gözlenmiştir.

Asit-test oranı açısından, 2011 grubunda sektör şirketleri ile karşılaştırıldığında anlamlı negatif bir etki (-0.845) görülmektedir. Bu durum, yatırımın ilk döneminde stoklar dışındaki dönen varlıkların kısa vadeli yükümlülüklerle oranında bir azalma yaşandığını göstermektedir. Bununla birlikte, 2012, 2013 ve 2015 yılı gruplarında hem C&S (istatistiksel açıdan anlamlı) hem de S&A metodolojilerinde (istatistiki olarak anlamsız) pozitif etkiler gözlemlenmiştir. Özellikle sentetik kontrol grubu sonuçlarında, 2012 yılında yatırım alanlar açısından 0.784, 2013 yılında yatırım alanlar açısından 1.196 ve 2015 yılında yatırım alanlar açısından 0.995 değerlerinde pozitif ve anlamlı etkiler tespit edilmiştir. Ayrıca S&A sonuçları ise zaman içinde bir artış eğiliminin varlığını göstermektedir ancak bu artış istatistiki açıdan desteklenmemektedir. Bu durum, GS şirketlerinin zaman içerisinde portföy şirketlerinin orta vadeli likidite yönetiminde daha başarılı bir performans sergilediklerini ortaya koymaktadır.

Nakit oranı açısından, tüm gruplarda tutarlı bir şekilde pozitif etkiler gözlenmiş; bu etki özellikle sentetik kontrol grubuna sahip 2013 portföy şirketlerinde en yüksek seviyeye (1.841) ulaşmıştır. S&A yaklaşımı ile elde edilen sonuçlar, nakit yönetiminde kademeli bir iyileşmeyi açıkça ortaya koymaktadır; birinci yılda 0.271 olan ortalama müdahale etkisinin (ATT) dördüncü yılda 1.191'e yükselmesi, GS yatırımcılarının nakit yönetimi konusundaki olumlu etkisinin zaman içinde güçlendiğini göstermektedir. Her iki metodolojik yaklaşımın ve kontrol grubu spesifikasyonunun tutarlı sonuçlar vermesi, bulguların güvenilirliğini artırmaktadır. Özellikle sentetik kontrol grubu kullanıldığında daha güçlü etkilerin gözlenmesi, sektörel dinamiklerin kontrol edilmesinin önemini vurgulamaktadır.

Sonuçlar bir bütün olarak değerlendirildiğinde, GS yatırımlarının başlangıçta likidite üzerinde bir baskı oluşturmalarına rağmen, orta ve uzun vadede işletme sermayesi yönetiminde önemli etkinlik artışları sağladığı görülmektedir. Bu etkinlik artışı, özellikle nakit yönetimi alanında belirgindir ve zamanla güçlenmektedir. Gruplar arasındaki farklılıklar, GS yatırım stratejilerinin zaman içinde evrildiğine ve likidite yönetimi konusundaki yaklaşımların daha etkin hale geldiğine işaret etmektedir.

3.5.2.2. Faaliyet (Etkinlik) Oranları İçin Elde Edilen Bulgular

GS yatırımlarının portföy şirketlerinin operasyonel verimliliği üzerindeki etkilerini ele almak için farklı etkinlik rasyoları üzerinden kapsamlı bir analiz gerçekleştirilmiştir. Analizde şirketlerin faaliyet (etkinlik) gelişimlerinin ortaya konulması amacıyla *stok devir hızı*, *alacak devir hızı*, *borç devir hızı* ve *özkaynak devir hızı* oranları kullanılmıştır. Söz konusu oranlar için elde edilen bulgular Tablo-18'de sunulmuştur.

Tablo 18. Faaliyet (Etkinlik) Oranları İçin Hesaplanan Yatırımın Ortalama Etkisi (ATT)

KONTROL GRUBU (Sektör Şirketleri)										
Callaway ve Santana Metodu					Sun ve Abraham Metodu					
GRUP	ATT	SE	LB	UB	PEN.	ATT	SE	LB	UB	
SDH	2011	-165.375	94.946	-321.548	-9.203	1	1.969	68.073	-110.002	113.94
	2012	-181.536	103.88	-352.403	-10.668	2	27.81	428.725	-677.381	733.001
	2013	-179.549	114.234	-367.447	8.35	3	119.458	1767.99	-2788.628	3027.543
	2015	-62.238	2214.209	-3704.288	3579.811	4	149.207	2107.646	-3317.562	3615.977
ADH	2011	-1.81	5.489	-10.839	7.219	1	-0.446	5.647	-9.735	8.843
	2012	0.285	1.143	-1.595	2.164	2	-0.288	5.713	-9.686	9.109
	2013	-1.66	3.098	-6.755	3.435	3	-0.049	2.337	-3.892	3.795
	2015	2.926	14.077	-20.229	26.081	4	-0.246	5.162	-8.737	8.246
BDH	2011	-3.266	1.296	-5.398	-1.134	1	-0.309	2.372	-4.211	3.593
	2012	1.074	1.156	-0.826	2.975	2	0.381	2.07	-3.024	3.787
	2013	-0.218	10.255	-17.085	16.65	3	0.927	2.397	-3.015	4.87
	2015	2.24	4.158	-4.598	9.079	4	0.421	2.778	-4.149	4.99
ÖDH	2011	-60.177	84.7	-199.496	79.141	1	0.495	1.609	-2.151	3.141
	2012	-156.525	93.285	-309.965	-3.085	2	1.886	1.284	-0.226	3.997
	2013	-134.948	88.986	-281.318	11.421	3	1.909	3.083	-3.162	6.979
	2015	-173.933	132.026	-391.097	43.231	4	2.258	3.883	-4.128	8.645
KONTROL GRUBU (Sentetik Kontrol)										
Callaway ve Santana Metodu					Sun ve Abraham Metodu					
GRUP	ATT	SE	LB	UB	PEN.	ATT	SE	LB	UB	
SDH	2011	-138.137	7.194	-149.971	-126.304	1	3.735	6.3	-6.627	14.098
	2012	-152.892	4.416	-160.156	-145.628	2	27.692	29.647	-21.072	76.456
	2013	-149.836	13.115	-171.408	-128.264	3	117.628	121.304	-81.9	317.156
	2015	-24.018	5.252	-32.657	-15.38	4	145.414	101.243	-21.116	311.944
ADH	2011	-6.28	3.657	-12.294	-0.265	1	0.431	2.048	-2.938	3.801
	2012	-6.158	4.011	-12.755	0.439	2	-0.087	2.365	-3.977	3.803
	2013	-8.54	3.232	-13.856	-3.224	3	-1.333	2.305	-5.124	2.458
	2015	-5.888	3.309	-11.33	-0.445	4	-2.348	2.344	-6.204	1.508
BDH	2011	-13.101	4.574	-20.624	-5.577	1	-2.81	1.056	-4.546	-1.073
	2012	-8.842	4.21	-15.767	-1.918	2	-3.29	2.006	-6.589	0.009
	2013	-10.969	4.203	-17.883	-4.055	3	-5.873	3.238	-11.199	-0.547
	2015	-9.334	4.176	-16.202	-2.465	4	-10.588	3.458	-16.277	-4.9
ÖDH	2011	1.006	1.127	-0.849	2.86	1	-0.024	0.444	-0.755	0.707
	2012	1.562	1.48	-0.871	3.996	2	1.152	0.254	0.735	1.569
	2013	-3.295	0.948	-4.854	-1.735	3	0.971	0.667	-0.127	2.069
	2015	-4.279	0.778	-5.558	-3	4	1.095	0.856	-0.313	2.504

Stok devir hızı sonuçları açısından, sektör şirketleri kontrol grubu için C&S yöntemiyle hesaplanan ATT'lerin 2011-2012 döneminde portföy şirketleri için istatistiksel olarak anlamlı ve negatif olduğu (-165.375, -181.536) görülmektedir. Bu bulgu, GS yatırımı sonrasında 2011-2012 yıllarında yatırım alan portföy şirketlerinin stok yönetimi etkinliğinde önemli bir düşüş yaşadığını göstermektedir. Bununla birlikte, S&A yöntemiyle elde edilen sonuçlar, yatırım sonrası 1. yıldan 4. yıla kadar ATT'lerin pozitif ve artan bir trend izlediğini (1.969'dan 149.207'ye) fakat bu trendin istatistiksel olarak anlamlı olmadığını ortaya koymaktadır. Sonuçlara sentetik kontrol grubu için bakıldığında aynı çıktıların elde edildiği görülmektedir. Kontrol grubunda yer alan bazı şirketlerin sektörel dinamikleri sebebiyle (enerji, teknoloji, ulaşım, vb) asgari stok ile faaliyet gösteriyor olması ya da stoklarındaki ani değişimlerin de bu negatif farkın önemli bir kısmından sorumlu olabileceği dikkate alınmalıdır. Bu durum, GS yatırımlarının yapılmasının hemen ardından stok yönetimindeki etkinliğin düştüğüne, fakat bu düşüşün zaman içinde olumlu yönde dönüşüm gösterdiğine işaret etmektedir.

Ticari alacak devir hızı açısından, her iki model ile elde edilen sonuçlar kontrol grubunun sektör şirketleri olduğu durum için ele alındığında, C&S yöntemiyle hesaplanan ATT'lerin gruplar için hem pozitif (2012 ve 2015 grupları) hem de negatif (2011 ve 2013 grupları) olduğu söylenilebilir. Grupların havuzlanarak analiz edildiği S&A yönteminde ise sürekli negatif ATT'ler hesaplanmaktadır. Söz konusu sonuçlar sentetik kontrol grubu için ele alındığında C&S yöntemiyle hesaplanan ATT'lerin sürekli negatif olduğu ve 2012 grubu hariç anlamlı olduğu, yine S&A yaklaşımına göre sonuçların genellikle (yatırımdan sonraki ilk yıl hariç) negatif olduğu, fakat istatistiki açıdan anlamlı olmadığı görülmektedir. Bu bulgu, GS yatırımı alan şirketlerin müşterilerine daha esnek ödeme koşulları sunması veya tahsilat politikalarındaki değişiklikler nedeniyle alacak tahsil süresinin uzadığını göstermektedir.

Ticari borç devir hızı açısından, kontrol grubunun sektör şirketleri olduğu durumda sadece 2011 grubunun ATT değeri istatistiki açıdan anlamlı ve negatiftir. Diğer sonuçlar her iki yöntem için de değişkendir. En belirgin etkiler sentetik kontrol grubu sonuçlarında görülmektedir. S&A yöntemiyle hesaplanan ATT'lerde yatırım sonrası dönemde belirgin bir negatif trend (-2.81'den -10.588'e) gözlemlenmektedir. Aynı şekilde C&S metodolojisine göre hesaplanan ATT'ler de negatiftir. ATT'lerin negatif olması, portföy şirketlerinin tedarikçilerine olan borçlarının vadelerini uzattığı

anlamına gelmektedir. Bu durum, yatırım almanın piyasada yarattığı güvenden kaynaklı beklenen bir etkidir ve GS yatırımı alan şirketlerin tedarikçi ödemelerinde yeniden yapılandırmaya giderek vadelerini uzatma yoluyla işletme sermayesi yönetimini bir finansman aracı olarak kullandıklarına işaret etmektedir.

Özkaynak devir hızı açısından, sonuçlar metodolojiler arasında farklılık göstermektedir. Sektör şirketi kontrol grubunda C&S yöntemine göre hesaplanan ATT'ler içinde sadece 2012 grubunun istatistiki açıdan anlamlı olduğu ve negatif olduğu tespitini yapmak mümkündür. S&A sonuçlarında özkaynak devir hızlarının artan bir eğilim gösterdiği fakat ve bu eğilimin istatistiki açıdan anlamlı olmadığı söylenilebilir. Sentetik kontrol grubu için sonuçlar incelendiğinde C&S metoduna göre hesaplanan ATT'lerden anlamlı olanların (2013 ve 2015 grubu) negatif olduğunu belirtmek gerekmektedir. Tüm grupların bir arada değerlendirildiği S&A yönteminde ise, öz kaynak devir hızının GS yatırımdan sonraki 2. yılda pozitifte döndüğü ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

Özetle bulgular, C&S yöntemine göre özkaynak devir hızının GS yatırımıyla düştüğünü fakat S&A yaklaşımına göre bu düşüşün ilerleyen yıllarda potansiyel iyileşmeleri de beraberinde getirebileceğini göstermektedir. Dolayısıyla GS yatırımı sonrasında özkaynakların satış yaratma etkinliğinde bir düşüş yaşandığını veya GS firmalarının kısa vadede şirketlere büyük miktarda sermaye enjekte etmesine kıyasla satışlarda bu denli bir iyileşmenin görülmediğini, fakat sonradan toparlanma olabileceğini vurgulamak gerekmektedir. Ayrıca sentetik kontrol grubunun kullanıldığı analize göre istatistiki açıdan anlamlı ve yatırım etkisinden beklendiği şekilde ticari borç vadelerinde de bir uzama tespit edilmiştir.

3.5.2.3. Mali Yapı Oranları İçin Elde Edilen Bulgular

Portföy şirketlerinin mali yapı oranlarında gerçekleşen değişimin incelenmesi için *kaldıraç oranı*, *kısa vadeli yabancı kaynak oranı*, *uzun vadeli yabancı kaynak oranı* ve *finansman oranı* kullanılmıştır. Söz konusu oranlar için elde edilen bulgular Tablo-19'da sunulmuştur.

Tablo 19. Mali Yapı Oranları İçin Hesaplanan Yatırımın Ortalama Etkisi (ATT)

KONTROL GRUBU (Sektör Şirketleri)										
Callaway ve Santana Metodu						Sun ve Abraham Metodu				
	GRUP	ATT	SE	LB	UB	PEN.	ATT	SE	LB	UB
KO	2011	0.173	0.125	-0.032	0.378	1	0.046	0.121	-0.152	0.245
	2012	0.012	0.544	-0.883	0.907	2	0.068	0.157	-0.19	0.326
	2013	0.053	0.216	-0.303	0.409	3	0.08	0.165	-0.192	0.352
	2015	-0.045	0.034	-0.101	0.01	4	0.032	0.17	-0.248	0.312
KVYKO	2011	0.221	0.107	0.045	0.397	1	0.075	0.052	-0.01	0.161
	2012	0.07	0.252	-0.344	0.484	2	0.115	0.07	-0.001	0.231
	2013	0.113	0.133	-0.106	0.331	3	0.119	0.08	-0.012	0.25
	2015	-0.08	0.031	-0.131	-0.029	4	0.096	0.131	-0.118	0.311
UVYKO	2011	-0.047	0.025	-0.088	-0.007	1	-0.029	0.122	-0.23	0.171
	2012	-0.058	0.273	-0.508	0.392	2	-0.047	0.092	-0.199	0.104
	2013	-0.06	0.098	-0.222	0.102	3	-0.039	0.086	-0.18	0.103
	2015	0.035	0.018	0.006	0.064	4	-0.065	0.071	-0.182	0.053
FO	2011	-1.571	0.645	-2.632	-0.51	1	-0.222	0.484	-1.018	0.575
	2012	0.111	1.015	-1.558	1.78	2	-0.084	1.153	-1.98	1.812
	2013	0.75	3.754	-5.424	6.924	3	-0.099	1.131	-1.959	1.761
	2015	0.026	0.35	-0.55	0.602	4	0.007	1.081	-1.772	1.786
KONTROL GRUBU (Sentetik Kontrol)										
Callaway ve Santana Metodu						Sun ve Abraham Metodu				
	GRUP	ATT	SE	LB	UB	PEN.	ATT	SE	LB	UB
KO	2011	0.253	0.314	-0.264	0.769	1	0.04	0.149	-0.206	0.285
	2012	0.094	0.717	-1.085	1.273	2	0.072	0.085	-0.067	0.211
	2013	0.12	0.474	-0.66	0.9	3	0.118	0.309	-0.39	0.626
	2015	0.024	0.4	-0.634	0.682	4	0.108	0.454	-0.638	0.854
KVYKO	2011	0.786	0.599	-0.2	1.772	1	0.163	0.106	-0.011	0.338
	2012	0.614	0.568	-0.32	1.548	2	0.303	0.246	-0.101	0.706
	2013	0.606	0.528	-0.263	1.474	3	0.453	0.353	-0.127	1.033
	2015	0.348	0.048	0.269	0.427	4	0.574	0.551	-0.332	1.48
UVYKO	2011	-0.608	0.301	-1.104	-0.112	1	-0.138	0.119	-0.334	0.057
	2012	-0.59	0.284	-1.057	-0.123	2	-0.257	0.214	-0.609	0.094
	2013	-0.552	0.389	-1.192	0.088	3	-0.379	0.295	-0.865	0.107
	2015	-0.38	0.229	-0.757	-0.003	4	-0.528	0.354	-1.11	0.054
FO	2011	-0.456	0.554	-1.368	0.456	1	0.049	0.431	-0.659	0.758
	2012	1.096	0.444	0.365	1.828	2	0.281	0.548	-0.621	1.182
	2013	1.529	0.509	0.691	2.366	3	0.51	0.735	-0.699	1.718
	2015	0.796	0.443	0.067	1.524	4	0.837	0.724	-0.353	2.028

Kaldıraç oranı açısından, sektör şirketleri kontrol grubu için hesaplanan ortalama müdahale etkisinin (ATT) istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Bununla birlikte, sentetik kontrol grubu kullanıldığında da benzer şekilde kaldıraç oranında anlamlı bir değişim gözlemlenmemiştir. Bu bulgu, GS yatırımlarının şirketlerin genel borçluluk düzeyinde önemli bir değişikliğe yol açmadığını ya da yabancı kaynak artışının sermaye enjeksiyonuna oranla dengeli kalmış olabileceğini göstermektedir.

Kısa vadeli yabancı kaynak oranı açısından, sektör şirketleri kontrol grubunda 2011 yılı grubunda pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etki (0.221), 2015 yılı

grubunda negatif ve anlamlı bir etki (-0.08) tespit edilmiştir. S&A metodolojisine göre hesaplanan ATT'ler incelendiğinde ise, yıllar itibariyle (4. Yıl hariç) KVKYKO'nun pozitif ve ılımlı bir artış seyrinde olduğunu belirtmek gerekmektedir. Sentetik kontrol grubunun C&S sonuçlarında ise 2015 yılında 0.348'lik anlamlı bir artış gözlemlenmiştir. Benzer şekilde S&A metoduna göre elde edilen sonuçlarda KVKYKO'nun artış trendinde ve pozitif olduğu söylenilebilir. Bu bulgular, GS yatırımlarının özellikle erken dönem yatırımlarında şirketlerin kısa vadeli finansman kullanımını (sektör şirketleri kontrol grubu için 2015 grubu haricinde) artırdığına işaret etmektedir.

Uzun vadeli yabancı kaynak oranı açısından, sektör şirketleri kontrol grubunda 2015 yılında küçük ama anlamlı bir artış (0.035), benzer biçimde 2011 yılında küçük ama anlamlı bir azalış (-0.047) görülürken, sentetik kontrol grubunda 2011, 2012 ve 2015 yıllarında sırasıyla -0.608, -0.59 ve -0.38'lik anlamlı azalışlar tespit edilmiştir. Bu azalışlar S&A yaklaşımına göre istatistiksel açıdan anlamlı olmasa da yıllar itibariyle devam etmiş gibi görünmektedir. Bu sonuçlar, portföy şirketlerinin uzun vadeli borçlanma ağırlığını azalttığını göstermektedir. Bu azalış GS şirketleri tarafından enjekte edilen sermayeden kaynaklı olarak oransal bir azalış olarak da nitelendirilebilir.

Mali yapı oranları arasında en dikkat çekici değişiklikler finansman oranında yaşanmış gibi görünmektedir. Sektör şirketleri kontrol grubunda 2011 yılında negatif yönde 1.571'lik anlamlı bir azalış gözlemlenirken, sentetik kontrol dikkate alındığında 2012, 2013 ve 2015 gruplarında 0.796 ile 1.529 arasında değişen pozitif ve anlamlı etkiler tespit edilmiştir. Aynı zamanda S&A yaklaşımına göre elde edilen ATT'ler incelendiğinde finansman oranında GS yatırımı sonrasındaki yıllar itibariyle anlamlı olmasa da bir iyileşmenin göz önünde olduğunu da ifade etmek gerekmektedir. Bu bulgular, GS yatırımlarının şirketlerin finansman yapısını belirli bir düzeyde değiştirdiğini göstermektedir. Zaman boyutu açısından incelendiğinde, etkilerin yatırım sonrası ilk yıllarda daha az belirgin olduğu ve zamanla artış eğilimi gözlemlenmektedir. Bu sonuç da finansman oranı değişimlerinin pozitif olduğu gruplarda, GS yatırımıyla birlikte şirketlerin yabancı kaynaklarındaki değişimin özkaynaklardaki artışı yakalayamadığını göstermektedir.

Finansman teorisi perspektifinden değerlendirildiğinde, kısa vadeli borçlanmadaki artış, GS yatırımcılarının işletme sermayesi finansmanında daha aktif bir yaklaşım benimsediklerine işaret ederken; uzun vadeli borçlanmadaki görece azalış,

yatırımcıların kaldıraç etkisinden faydalanmak amacıyla borçlanmayı özkaynak artışı paralelinde ancak düşük oranda artırmak yoluyla optimal sermaye yapısını hedeflediklerini göstermektedir. Sentetik kontrol grubu sonuçlarının sektör şirketleri kontrol grubuna göre daha belirgin etkiler göstermesi, portföy şirketlerinin sektör ortalamalarından ziyade tahmini yapılmış karşılaştırma gruplarından daha fazla farklılaştığını ortaya koymaktadır. Bu durumun, GS yatırımcılarının şirket finansmanında sektör normlarından farklılaşan stratejik kararlar aldıklarını gösterdiği söylenilebilir. Sonuç olarak, elde edilen bulgular, GS yatırımlarının şirketlerin portföy şirketlerinin finansal yönetiminde aktif rol aldıklarını ve stratejik finansal kararları etkilediklerini göstermektedir. Bu kararlar analiz dönemindeki yabancı kaynak kullanımında daha ziyade kısa vadeli borçlanmadan yana kendini göstermiştir. Bu durum, her ne kadar yatırımın beklenen etkisi olan uzun vadeli yabancı kaynak kullanım imkanlarının genişlediği yönündeki yaygın görüşe uygunluk teşkil etmese de, Türkiye’deki mevcut kısa vadeli borçlanma imkanları ve piyasa dinamiklerinin paralelinde gerçekleşmiştir.

3.5.2.4. Kârlılık Oranları İçin Elde Edilen Bulgular

GS yatırımlarının portföy şirketlerinin kârlılık performansı üzerindeki etkisinin analiz edildiği bu başlıkta, farklı kârlılık oranları üzerinden detaylı bir inceleme gerçekleştirilmiştir. Portföy şirketlerinin kârlılıklarındaki değişim düzeyinin irdelenmesinde *brüt kâr marjı*, *faaliyet kâr marjı*, *net kâr marjı*, *aktif kârlılığı* ve *özkaynak kârlılığı* oranları kullanılmıştır. Söz konusu oranlar için elde edilen bulgular Tablo 20’de sunulmuştur.

Tablo 20. Kârlılık Oranları İçin Hesaplanan Yatırımın Ortalama Etkisi (ATT)

KONTROL GRUBU (Sektör Şirketleri)										
Callaway ve Santana Metodu						Sun ve Abraham Metodu				
	GRUP	ATT	SE	LB	UB	PEN.	ATT	SE	LB	UB
BKM	2011	-0.062	0.008	-0.075	-0.049	1	-0.038	0.033	-0.092	0.016
	2012	-0.052	0.056	-0.143	0.04	2	-0.016	0.029	-0.063	0.031
	2013	-0.059	0.124	-0.263	0.145	3	-0.035	0.042	-0.104	0.035
	2015	0.035	0.018	0.005	0.064	4	-0.032	0.039	-0.096	0.032
FKM	2011	-0.088	0.033	-0.142	-0.034	1	-0.057	0.046	-0.132	0.019
	2012	-0.04	0.096	-0.197	0.117	2	-0.02	0.045	-0.094	0.054
	2013	0.009	0.078	-0.119	0.137	3	-0.04	0.046	-0.115	0.035
	2015	0.044	0.043	-0.027	0.114	4	-0.035	0.057	-0.129	0.058
DKM	2011	-1.175	1.191	-3.134	0.784	1	-0.146	0.118	-0.34	0.048
	2012	-1.221	1.273	-3.314	0.872	2	-0.041	0.113	-0.226	0.145
	2013	-1.257	1.53	-3.774	1.26	3	-0.032	0.124	-0.236	0.171
	2015	-1.601	1.827	-4.606	1.405	4	0.097	0.205	-0.239	0.434
ROA	2011	-0.106	0.025	-0.146	-0.065	1	-0.051	0.049	-0.132	0.031
	2012	-0.028	0.124	-0.232	0.176	2	-0.02	0.048	-0.099	0.059
	2013	-0.012	0.051	-0.096	0.072	3	-0.04	0.054	-0.128	0.049
	2015	-0.007	0.038	-0.07	0.057	4	-0.035	0.061	-0.136	0.066
ROE	2011	-0.775	0.512	-1.617	0.068	1	-0.007	0.081	-0.14	0.127
	2012	-0.03	0.124	-0.233	0.174	2	-0.006	0.107	-0.182	0.169
	2013	0.01	0.062	-0.092	0.113	3	-0.069	0.058	-0.165	0.026
	2015	-0.003	0.067	-0.113	0.107	4	-0.064	0.114	-0.251	0.124
KONTROL GRUBU (Sentetik Kontrol)										
Callaway ve Santana Metodu						Sun ve Abraham Metodu				
	GRUP	ATT	SE	LB	UB	PEN.	ATT	SE	LB	UB
BKM	2011	-0.149	0.575	-1.095	0.796	1	-0.054	0.1	-0.218	0.111
	2012	-0.134	0.498	-0.953	0.684	2	-0.045	0.167	-0.319	0.229
	2013	-0.137	0.466	-0.903	0.63	3	-0.082	0.316	-0.602	0.439
	2015	-0.032	0.434	-0.746	0.681	4	-0.101	0.451	-0.843	0.64
FKM	2011	3.278	1.918	0.123	6.433	1	0.615	0.349	0.04	1.19
	2012	3.144	1.962	-0.084	6.372	2	1.205	0.683	0.082	2.328
	2013	2.995	1.823	-0.004	5.994	3	1.972	0.941	0.425	3.519
	2015	2.547	1.519	0.049	5.045	4	2.757	1.659	0.029	5.485
DKM	2011	-25.623	13.995	-48.642	-2.604	1	-4.977	2.355	-8.85	-1.103
	2012	-24.353	11.452	-43.19	-5.516	2	-8.891	4.134	-15.691	-2.092
	2013	-22.898	9.385	-38.335	-7.462	3	-14.598	5.238	-23.214	-5.982
	2015	-19.865	8.785	-34.316	-5.415	4	-20.145	8.908	-34.798	-5.493
ROA	2011	-0.282	0.514	-1.128	0.564	1	-0.065	0.09	-0.212	0.083
	2012	-0.191	0.486	-0.989	0.608	2	-0.066	0.188	-0.375	0.244
	2013	-0.166	0.453	-0.912	0.58	3	-0.144	0.34	-0.702	0.415
	2015	-0.144	0.346	-0.712	0.425	4	-0.185	0.342	-0.747	0.377
ROE	2011	-0.542	0.457	-1.293	0.209	1	0.079	0.071	-0.038	0.196
	2012	0.2	0.433	-0.512	0.912	2	0.119	0.088	-0.026	0.264
	2013	0.288	0.402	-0.374	0.95	3	0.114	0.173	-0.171	0.398
	2015	0.186	0.339	-0.373	0.744	4	0.166	0.415	-0.516	0.849

Brüt kâr marjı açısından, sektör şirketleri kontrol grubu olarak alındığında sadece 2015 yılında yatırım alan grupta istatistiksel olarak anlamlı pozitif bir etki (+%3,5) gözlemlenmiştir. 2011 yılında yatırım alan gruplarda ise negatif ve anlamlı bir etki görülmektedir. Sentetik kontrol grubu sonuçlarında ise istatistiksel olarak anlamlı

bir etki tespit edilememiştir. Bu durum, GS yatırımlarının şirketlerin brüt kârlılığı üzerinde sınırlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Brüt kâr marjındaki bu sınırlı etki, GS şirketlerinin satış gelirleri ve satışların maliyeti üzerindeki müdahalelerinin kısıtlı olduğuna, özellikle satışlarla doğrudan ilişkili giderlerde tam kontrolün sağlanamadığına işaret etmektedir.

Faaliyet kâr marjı sonuçları açısından, sektör şirketlerinin kontrol grubu olduğu sonuçlar özelinde sadece 2011 yılında portföy şirketlerinin kârlılıkları negatif ve anlamlı bir şekilde etkilenmiş, diğer gruplarda ise anlamlı bir etki gözlenememiştir. Benzer sonuçlar aynı kontrol grubunda S&A metodolojisi için de geçerlidir. Sentetik kontrol grubu C&S metodunda ise 2011 ve 2015 gruplarında anlamlı olmak üzere, tüm gruplarda güçlü pozitif etkiler (+2,5 ile +3,3 arasında) görülmektedir. Bu sonuçlar, GS şirketlerinin operasyonel verimliliği artırmada başarılı olduklarını göstermektedir. S&A metodunda da yatırım sonrası yıllarda artan pozitif etkiler tespit edilmiştir. Bu durum, GS şirketlerinin operasyonel iyileştirmelere odaklandıklarını ve zaman içerisinde bu iyileştirmelerin kârlılık üzerindeki etkilerinin arttığını göstermektedir.

Dönem net kâr marjı açısından, özellikle sentetik kontrol grubu karşılaştırmasında tüm gruplar için anlamlı büyük negatif etkiler gözlemlenmiştir. Her iki metodolojide de tutarlı bir şekilde görülen bu negatif etkiler, operasyonel iyileştirmelere rağmen finansal giderler ve yeniden yapılandırma maliyetleri gibi faktörlerin net kârlılığı olumsuz etkileyebileceğini göstermektedir.

Aktif kârlılığı (ROA) açısından, her iki kontrol grubu ve metodoloji için de istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar sınırlıdır. Sektör şirketleri kontrol grubunda 2011 yılında negatif ve anlamlı bir etki (-0,106) gözlemlenirken, diğer dönemlerde anlamlı etkiler tespit edilememiştir. Bu durum, GS yatırımlarının varlık verimliliği üzerindeki etkisinin belirsiz olduğunu göstermektedir. Yatırımların ilk yıllarında görülen negatif etkiler, yeni varlık yatırımları ve yeniden yapılandırma süreçlerinden kaynaklanabilmektedir.

Özkaynak kârlılığı (ROE) açısından, sentetik kontrol grubu için C&S metodolojisinde özellikle 2012 ve sonrası dönem yatırımlarında pozitif ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan etkiler gözlemlenmiştir. Sektör şirketleri kontrol grubunda da belirgin etkiler tespit edilememiştir. Sentetik kontrol grubu özelinde S&A

yaklaşımının sonuçları, GS yatırımlarının sermaye verimliliği üzerindeki olumlu etkisinin zaman içerisinde devam etme eğiliminde olduğunu, ancak bu etkinin istatistiksel olarak güçlü olmadığını göstermektedir. Başka bir bakış açısından bu durum değerlendirilecek olursa, GS tarafından yapılan öz sermaye enjeksiyonlarına oranla kârlılıkta yeterli ve anlamlı bir artışın sağlanamadığını ifade etmek mümkündür.

Genel olarak bulgular GS yatırımlarının şirket performansı üzerindeki etkisinin karmaşık ve çok boyutlu olduğunu ortaya koymaktadır. Operasyonel verimlilikte görülen iyileşmelere rağmen, finansal giderler ve yeniden yapılandırma maliyetleri gibi faktörler net kârlılık üzerinde baskı oluşturabilmektedir. Bu durum, GS şirketlerinin değer yaratma mekanizmalarının daha detaylı incelenmesi gerektiğini ve farklı performans göstergelerinin bir arada değerlendirilmesinin önemini vurgulamaktadır.

3.5.2.5. Borsa Performans Oranları İçin Elde Edilen Bulgular

Portföy şirketlerinin piyasa çarpanlarında gerçekleşen değişim düzeyinin ortaya konulmasında *fiyat/kâr oranı*, *piyasa değeri defter değeri oranı*, *pay başı kâr oranı*, *fiyat favök oranı* ve *piyasa değeri satışlar oranı* kullanılmıştır. Söz konusu oranlar için elde edilen bulgular Tablo-21’de sunulmuştur.

Tablo 21. Piyasa Çarpanları İçin Hesaplanan Yatırımın Ortalama Etkisi (ATT)

KONTROL GRUBU (Sektör Şirketleri)										
Callaway ve Santana Metodu						Sun ve Abraham Metodu				
	GRUP	ATT	SE	LB	UB	PEN.	ATT	SE	LB	UB
F/K	2011	11.001	11.458	-7.847	29.848	1	-71.329	160.6	-335.493	192.834
	2012	-2.555	65.691	-110.607	105.496	2	-11.136	26.85	-55.301	33.028
	2013	-18.155	35.33	-76.267	39.957	3	-14.888	18.07	-44.611	14.834
	2015	-54.111	33.474	-109.171	0.948	4	-24.319	17.21	-52.628	3.99
PD/DD	2011	5.69	5.438	-3.254	14.634	1	-0.067	0.441	-0.792	0.658
	2012	0.804	1.106	-1.015	2.622	2	0.046	1.425	-2.299	2.391
	2013	-0.349	0.936	-1.888	1.19	3	0.256	1.908	-2.882	3.394
	2015	-1.864	2.805	-6.478	2.75	4	0.943	3.548	-4.892	6.778
PBKO	2011	-3.738	1.44	-6.107	-1.369	1	0.008	0.419	-0.681	0.696
	2012	-1.311	1.632	-3.995	1.373	2	-0.055	0.633	-1.096	0.986
	2013	1.374	6.891	-9.962	12.709	3	-0.584	0.697	-1.73	0.562
	2015	-2.663	1.069	-4.421	-0.905	4	-0.223	0.736	-1.434	0.987
F/F	2011	86.495	336.642	-467.232	640.221	1	18.923	59.508	-78.959	116.806
	2012	-4.866	13.507	-27.082	17.351	2	20.128	66.914	-89.936	130.192
	2013	2.19	4.825	-5.747	10.127	3	24.989	65.638	-82.976	132.954
	2015	-10.335	4.757	-18.16	-2.51	4	19.099	71.139	-97.915	136.113
PD/S	2011	-4.492	6.433	-15.073	6.09	1	-0.078	0.369	-0.686	0.529
	2012	-5.716	7.154	-17.484	6.052	2	-0.102	0.393	-0.749	0.544
	2013	-6.35	5.907	-16.066	3.366	3	-0.074	0.331	-0.619	0.471
	2015	-7.865	6.784	-19.024	3.293	4	-0.492	2.882	-5.233	4.249
KONTROL GRUBU (Sentetik Kontrol)										
Callaway ve Santana Metodu						Sun ve Abraham Metodu				
	GRUP	ATT	SE	LB	UB	PEN.	ATT	SE	LB	UB
F/K	2011	433.386	234.394	47.842	818.929	1	8.068	24.477	-32.192	48.329
	2012	406.104	219.741	44.663	767.546	2	140.319	85.405	-0.159	280.797
	2013	363.645	198.843	36.577	690.712	3	235.374	100.239	70.496	400.252
	2015	280.239	167.297	5.06	555.418	4	335.78	179.497	40.535	631.026
PD/DD	2011	8.374	2.723	3.896	12.852	1	0.126	0.958	-1.45	1.703
	2012	3.432	2.541	-0.747	7.611	2	0.844	0.948	-0.714	2.403
	2013	2.492	2.182	-1.096	6.08	3	1.888	1.326	-0.292	4.069
	2015	0.51	1.82	-2.484	3.504	4	3.529	2.616	-0.775	7.832
PBKO	2011	-4.897	2.216	-8.542	-1.251	1	-0.017	1.051	-1.746	1.711
	2012	-1.433	1.951	-4.643	1.776	2	-0.042	1.404	-2.352	2.267
	2013	1.705	1.849	-1.336	4.746	3	-0.639	2.333	-4.476	3.197
	2015	-3.344	2.341	-7.194	0.506	4	-0.565	1.799	-3.524	2.395
F/F	2011	33.674	21.179	-1.163	68.511	1	8.156	6.342	-2.275	18.588
	2012	27.155	20.732	-6.947	61.256	2	14.224	9.671	-1.684	30.131
	2013	31.918	18.668	1.212	62.623	3	26.218	14.77	1.923	50.513
	2015	14.26	15.458	-11.166	39.686	4	27.754	19.52	-4.353	59.861
PD/S	2011	-6.614	1.462	-9.019	-4.209	1	-0.534	0.255	-0.953	-0.114
	2012	-7.551	1.355	-9.779	-5.322	2	-1	0.58	-1.954	-0.045
	2013	-7.96	1.294	-10.089	-5.832	3	-1.619	1.177	-3.555	0.317
	2015	-9.011	1.013	-10.676	-7.345	4	-2.639	1.025	-4.324	-0.954

Fiyat/kazanç oranı açısından, sektör şirketleri kontrol grubu için C&S metodolojisine göre, 2011 yılında yatırım alan portföy şirketleri için pozitif (11.001) ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir etki gözlenirken, 2015 yılında yatırım alanlara gelindiğinde, negatif (-54.111) ve yine anlamlı olmayan bir etki görülmektedir. S&A metodolojisine göre hesaplanan ATT'lerde de benzer sonuçların olduğunu

söylemek mümkündür. Sentetik kontrol grubu sonuçlarında ise, güçlü pozitif ve anlamlı sonuçlar dikkat çekmektedir. C&S çalışmasına göre elde edilen ATT'ler bütün gruplar için pozitif ve istatistiki açıdan anlamlıdır. Ayrıca S&A metodolojisinde, yatırım sonrası 3. ve 4. yıllarda sırasıyla 235.374 ve 335.78 değerleriyle istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif etkiler tespit edilmiştir. Bu durum, GS yatırımının şirketlerin kazanç kalitesi üzerindeki olumlu etkisinin zaman içerisinde artış göstereceği beklentisine paralel olarak şirket değeri üzerinde pozitif bir etki yarattığını göstermektedir.

Piyasa değeri/defter değeri oranı açısından, sektör şirketlerinin kontrol grubu olduğu her iki metodolojide istatistiksel olarak anlamlı etkiler gözlenmemiştir. Bu bulgu, GS yatırımının şirketlerin defter değeri ile piyasa değeri arasındaki ilişki üzerinde belirgin bir etki yaratmadığını göstermektedir. Ancak, sentetik kontrol grubu C&S metodolojisine göre, 2011 grubundaki 8.374'lük anlamlı etkinin yanında; hem sektör şirketleri hem de sentetik kontrol grubunda S&A metodolojisine göre, yatırım sonrası yıllarda pozitif bir trend gözlenmesi GS şirketlerinin portföy şirketlerinde varlık yönetimi konusunda etkinliği artırma yönündeki çabalarının piyasa değerine pozitif yönde yansıyabileceğinin bir göstergesi olarak değerlendirilebilir.

Pay Başına Kâr Oranı açısından, sektör şirketleri kontrol grubunda C&S metodolojisine göre 2011 ve 2015 yıllarında portföy şirketlerinin ATT'lerinde sırasıyla -3.738 ve -2.663 değerleriyle istatistiksel olarak anlamlı negatif etkiler tespit edilmiştir. Yine sentetik kontrol grubunda 2011 yılında yatırım alanlar için hesaplanan ATT'nin de istatistiksel olarak anlamlı ve negatif olduğu ortaya konulmuştur. Bu sonuç, GS şirketlerinin özellikle düşük değerlenmiş şirketleri hedef aldığını ve yatırım sonrasında pay başına kâr performansının sektör ortalamalarının altında seyrettiğini göstermektedir. Ancak, 2013 yılında yatırım alan portföy şirketlerinde gözlenen pozitif ATT (1.374), GS şirketlerinin operasyonel iyileştirmeler yoluyla şirket performansını artırma çabalarının piyasadaki bir yansıması olarak yorumlanabilir.

Firma değeri FAVÖK oranı sonuçları, özellikle sentetik kontrol grubu için dikkat çekici bulgular sunmaktadır. C&S metodolojisinde 2013 yılı için 31.918 değeriyle istatistiksel olarak anlamlı pozitif etki gözlenirken, sektör şirketleri kontrol grubunda 2015 yılı için -10.335 değeriyle anlamlı negatif etki tespit edilmiştir. Bu farklılaşma, GS yatırımının FAVÖK bazlı değerlendirme çarpanları üzerindeki etkisinin

kontrol grubu seçimine duyarlı olduğunu göstermektedir. Ayrıca, sentetik kontrol grubundaki pozitif etki, GS şirketlerinin operasyonel verimlilik artışı yoluyla şirket değeri yaratma konusundaki başarısını işaret etmektedir. S&A sonuçları da incelendiğinde özellikle sentetik kontrol grubu olmak üzere Fiyat/FAVÖK oranında yıldan yıla bir artışın gözlemlendiğini söylemek mümkündür. Bu durum piyasanın GS yatırımı alan şirketlerin FAVÖK'lerindeki değişimlere duyarlı olduğunu ve FAVÖK rakamında meydana gelen iyileşmelerin yatırımcılar tarafından daha pozitif bir şekilde fiyatlandığını ortaya koymaktadır.

Piyasa değeri/satışlar oranı açısından, her iki metodoloji ve kontrol grubunda da yatırım sonrası dönemde negatif etkiler gözlenmiştir. Bu etkiler özellikle sentetik kontrol grubu için istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu bulgu, portföy şirketlerinin yatırım aldıkları tarihten sonra satış rakamlarına nazaran daha az değerlendirildiğini göstermektedir. Özellikle sentetik kontrol grubunda S&A metodolojisine göre, yatırım sonrası 1.,2. ve 4. Yılda sırasıyla, -0.534, -1 ve -2.639 değeriyle istatistiksel olarak anlamlı negatif etkiler tespit edilmiştir. Bulgular, GS yatırımı alan şirketlerin satışların piyasa değerine oranında gruplar ve yıllar itibarıyla negatif bir seyre işaret etmektedir; başka bir deyişle satışlarındaki büyümenin piyasa değerine yeterince yansımadağı söylenebilir. Bu durum, piyasadaki yatırımcıların satış büyümesinden ziyade operasyonel verimlilik ve kârlılık odaklı bir strateji (faaliyet kâr marjı gibi) izlediklerini düşündürmektedir.

Genel olarak değerlendirildiğinde, elde edilen bulgular GS yatırımlarının şirket değerlendirme oranları üzerindeki etkisinin çok boyutlu olduğunu göstermektedir. Özellikle F/K oranındaki uzun vadeli pozitif etkiler ve F/F oranındaki metodolojiye duyarlı sonuçlar, GS yatırımcılarının şirket değeri yaratma konusundaki katkısının zaman içerisinde ve farklı metrikler üzerinden değerlendirilmesi gerektiğini ortaya koymaktadır. Ayrıca, PD/S oranındaki negatif etkiler, GS şirketlerinin operasyonel verimlilik odaklı stratejilerini destekler niteliktedir. Yine piyasanın satışlara güveninin yeterli düzeyde gerçekleşmediğini, fakat dönem karı ve FAVÖK'e göre olumlu fiyatlamaların söz konusu olduğunu ifade etmek gerekmektedir. Bu bulgular, GS yatırımlarının değerlendirme çarpanları üzerindeki etkisinin kısa vadeli perspektiften ziyade, stratejik dönüşüm ve değer yaratma potansiyeli çerçevesinde değerlendirilmesi gerektiğine işaret etmektedir.

3.5.2.6. Büyüme Oranları İçin Elde Edilen Bulgular

Portföy şirketlerinin belirli kalemlerinde gerçekleşen büyümelerin ne düzeyde olduğunu analiz etmek amacıyla *satışların büyüme oranı*, *aktiflerin büyüme oranı*, *öz kaynakların büyüme oranı* ve *faiz amortisman ve vergi öncesi kârların büyüme oranı* kullanılmıştır. Söz konusu oranlar için elde edilen bulgular Tablo-22’de sunulmuştur.

Tablo 22. Büyüme Oranları İçin Hesaplanan Yatırımın Ortalama Etkisi (ATT)

KONTROL GRUBU (Sektör Şirketleri)										
Callaway ve Santana Metodu						Sun ve Abraham Metodu				
	GRUP	ATT	SE	LB	UB	PEN.	ATT	SE	LB	UB
Sat.BO	2011	0.278	0.966	-1.311	1.867	1	0.115	0.67	-0.987	1.217
	2012	1.34	8.048	-11.897	14.577	2	0.059	0.417	-0.628	0.745
	2013	0.048	0.065	-0.059	0.155	3	0.492	0.296	0.004	0.98
	2015	0.215	0.108	0.037	0.393	4	0.127	0.515	-0.72	0.974
Ak.BO	2011	0.074	0.14	-0.157	0.305	1	0.211	0.159	-0.051	0.472
	2012	0.229	0.432	-0.481	0.939	2	0.107	0.29	-0.369	0.584
	2013	0.297	0.718	-0.885	1.478	3	0.127	0.175	-0.161	0.414
	2015	-0.095	0.162	-0.362	0.171	4	0.103	0.263	-0.329	0.535
Öz.BO	2011	-0.244	0.052	-0.33	-0.158	1	0.008	0.309	-0.501	0.516
	2012	-0.112	1.126	-1.965	1.74	2	-0.184	0.164	-0.454	0.087
	2013	0.147	0.13	-0.067	0.361	3	-0.171	0.18	-0.467	0.125
	2015	0.476	1.485	-1.966	2.918	4	0.26	0.334	-0.289	0.81
Favök.BO	2011	-1.459	4.755	-9.28	6.362	1	3.539	16.421	-23.471	30.55
	2012	14.003	57.973	-81.354	109.361	2	3.627	16.294	-23.174	30.427
	2013	-0.782	0.69	-1.917	0.352	3	4.618	18.157	-25.248	34.484
	2015	-0.015	0.332	-0.562	0.532	4	4.242	18.373	-25.978	34.462
KONTROL GRUBU (Sentetik Kontrol)										
Callaway ve Santana Metodu						Sun ve Abraham Metodu				
	GRUP	ATT	SE	LB	UB	PEN.	ATT	SE	LB	UB
Sat.BO	2011	7.843	5.159	-0.643	16.328	1	1.58	1.118	-0.258	3.419
	2012	8.043	5.925	-1.704	17.789	2	2.74	1.899	-0.383	5.864
	2013	6.21	5.005	-2.023	14.443	3	4.771	3.44	-0.888	10.429
	2015	5.411	4.191	-1.483	12.304	4	6.072	4.68	-1.626	13.77
Ak.BO	2011	0.415	0.605	-0.579	1.41	1	0.277	0.192	-0.038	0.592
	2012	0.511	0.55	-0.394	1.416	2	0.215	0.124	0.011	0.418
	2013	0.523	0.559	-0.395	1.442	3	0.319	0.301	-0.176	0.814
	2015	0.132	0.437	-0.587	0.852	4	0.348	0.446	-0.385	1.082
Öz.BO	2011	-12.772	6.495	-23.455	-2.088	1	-2.486	1.178	-4.423	-0.549
	2012	-11.992	7.257	-23.928	-0.056	2	-4.711	2.249	-8.41	-1.011
	2013	-10.968	5.668	-20.291	-1.645	3	-7.639	2.763	-12.184	-3.093
	2015	-8.876	4.703	-16.611	-1.141	4	-10.11	5.109	-18.514	-1.706
Favök.BO	2011	-8.253	10.406	-25.369	8.863	1	13.088	18.088	-16.664	42.84
	2012	75.19	99.775	-88.925	239.306	2	12.54	16.792	-15.081	40.161
	2013	-6.081	6.538	-16.835	4.674	3	28.137	38.614	-35.378	91.652
	2015	-4.257	4.846	-12.228	3.714	4	26.508	39.233	-38.024	91.041

Satış büyüme oranları açısından, portföy şirketlerinin performansında kayda değer iyileşmeler gözlemlenmiştir. S&A metodolojisine göre, sektör şirketleri kontrol grubu kullanıldığında, yatırımı takip eden 3. yılda portföy şirketlerinin satış büyüme

oranlarında 0.492'lik istatistiksel olarak anlamlı bir artış kaydedilmiştir. Bu sonuç, GS yatırımcılarının şirketlerin pazar penetrasyonunu artırma ve satış stratejilerini geliştirme konusundaki başarısını göstermektedir. Söz konusu çıktılar, GS şirketlerinin satış performansını artırmada etkili stratejiler uyguladıklarını desteklemektedir. Dolayısıyla GS yatırımcılarının şirketlerin satış performansını artırmada kademeli bir şekilde etkili olduğunu göstermektedir. Sentetik kontrol grubu analizinde de benzer şekilde pozitif etkiler gözlemlenmiş, ancak bu etkiler istatistiksel anlamlılık düzeyine ulaşmamıştır.

Aktif büyüme oranları, GS yatırımlarının şirketlerin varlık tabanını genişletmedeki rolünü ortaya koymaktadır. Sentetik kontrol grubu kullanılarak yapılan analizde, S&A metodolojisine göre yatırım sonrası ikinci yılda 0.215'lik istatistiksel olarak anlamlı bir aktif büyüme oranı artışı tespit edilmiştir. Her iki metodolojide de pozitif katsayıların tutarlılığı, GS yatırımlarının şirketlerin aktif büyümesini desteklediğini göstermekle birlikte bu etkiler istatistiksel açıdan desteklenmemektedir. Bu durum, GS şirketlerinin portföy şirketlerinde aktif genişlemesini teşvik eden yatırım stratejileri uyguladıklarına kısmen işaret etmektedir.

Özkaynak büyüme oranları açısından, özellikle sentetik kontrol grubu analizinde tutarlı bir şekilde negatif katsayılar gözlemlenmiştir. Yatırım sonrası dönemde negatif etkilerin büyüklüğünün artması, özellikle borçlanma yapısının kısa vadeli yabancı kaynak lehine değişimiyle artan finansman giderleri, dönem net kârlarında aşınma, GS şirketlerinin temettü politikaları konusundaki aktif yaklaşımları gibi unsurlara işaret etmektedir. Bu durum, yatırımı takip eden süreç içerisinde portföy şirketlerinin, “şirketin kârlarıyla özkaynaklarını artırması” olarak tanımlanan otofinansman olanaklarının zayıfladığı anlamına gelmektedir.

Faiz amortisman vergi öncesi kâr büyüme oranları analizi, operasyonel performans açısından en yüksek volatilitayı göstermektedir. Her iki metodoloji ve kontrol grubunda da yüksek standart hatalar, portföy şirketlerinin operasyonel performans iyileştirmelerinde önemli bir heterojenlik olduğunu göstermektedir. Bu durum, GS şirketlerinin farklı sektörlerde ve farklı büyüklükteki şirketlerde uyguladıkları değer yaratma stratejilerinin çeşitliliğini yansıtmaktadır.

Sonuç olarak GS yatırımlarının şirketlerin büyüme oranları üzerindeki etkileri, farklı oran ve gruplar için heterojen sonuçlar ortaya koymaktadır. Satış büyüme oranı,

bazı dönemlerde anlamlı artışlar gösterirken, piyasa ve firma dinamiklerine bağlı olarak değişkenlik göstermektedir. Aktif büyüme oranı, tüm gruplar için varlık genişlemesini desteklemektedir. Öte yandan, özsermaye büyüme oranı sonuçları, artan finansman giderleri, kârlılıktaki daralma ve aktif temettü politikalarına dayalı stratejiler gibi GS yatırımlarından beklenenden aksi yönde bazı gelişmeleri yansıtmaktadır. Operasyonel kârlılığın iyileştirilmesinde GS yatırımlarının pozitif katkısını incelemeye yarayan FAVÖK büyüme oranı, istatistiksel olarak anlamlı bir katkıyı desteklememektedir. Genel olarak, bulgular GS yatırımlarının büyüme oranları üzerinde istatistiksel açıdan anlamlı etkiler oluşturmadığını, firma özelinde uygulanan stratejilerin belirleyici olduğunu vurgulamaktadır. Bu durum, portföy şirketlerinin finansal yapısında önemli oranda büyüme ve iyileşme sağlama potansiyeli taşıyan GS yatırımlarında stratejik uyarlamalara duyulan ihtiyacı da ortaya koymaktadır.

3.6. Genel Değerlendirme

GS yatırımlarının şirketlerin finansal oranları ve performans ölçütleri üzerindeki etkileri, farklı kontrol grupları ve analiz yöntemleriyle çok yönlü ve detaylı şekilde analiz edilmiş olup bu başlıkta genel değerlendirme notlarına yer verilmektedir.

Likidite Oranları: GS yatırımları, başlangıçta likidite oranları üzerinde baskı oluştursa da, orta ve uzun vadede nakit ve işletme sermayesi yönetiminde iyileşmeler sağlamaktadır. Bu iyileşme, GS şirketlerinin likidite yönetiminde uzmanlığını ortaya koyarken, şirketlerin operasyonel verimliliğine de katkı sunmaktadır.

Faaliyet (Etkinlik) Oranları: Stok yapıları itibarıyla, birbirinden oldukça farklı dinamikleri bulunan sektörlerdeki şirket etkileri stok devir hızındaki değişimlerin yorum gücünü daraltsa da, stok devir hızlarının GS yatırımlarından sonra kısa vadede düşebileceği, ancak uzun vadede iyileşme eğilimi gösterdiği söylenebilir. Alacak devir hızının yavaşlaması, GS yatırımlarından beklenenin tersine bir değişime işaret etse de, şirketlerin satışlardaki artışı desteklemek amacıyla müşterilere esnek ödeme koşulları sunmasının sonucunda gelişebilmekte veya tahsilat politikalarındaki değişiklikleri göstermektedir. Ticari borç devir hızındaki azalma, tedarikçi ödemelerinin daha uzun vadede gerçekleştirilerek işletme sermayesinin finanse edilmesine yönelik bir stratejiye ışık tutmakta ve GS yatırımlarından beklenen yönde bir gelişim göstermektedir.

Bununla birlikte, özkaynak devir hızındaki düşüşler, yatırım sonrası süreçte portföy şirketlerinin sermaye etkinliğinin yeterli düzeyde sağlanamadığına işaret etmektedir.

Mali Yapı Oranları: GS yatırımları genel borçluluk oranlarını radikal bir şekilde değiştirmezken, kısa vadeli borçlanma oranını artırma ve uzun vadeli borçlanma oranını azaltma etkisi göstermiştir. Finansman oranlarında gözlemlenen artışlar, GS yatırımlarının şirketlerin sermaye yapısını güçlendirdiğini ortaya koymaktadır. Bu durum, GS'nin sermaye enjeksiyonu ile şirketlerin finansal stabilitesine katkı sunduğunu göstermektedir.

Kârlılık Oranları: GS yatırımlarının brüt kâr marjı üzerindeki etkisi sınırlı olmasına rağmen, faaliyet kâr marjı genellikle artış göstermektedir. Bu durum, GS'nin operasyonel verimliliği artırma başarısını ortaya koymaktadır. Ancak, net kâr marjında gözlemlenen azalmalar, finansal giderler ve yeniden yapılandırma maliyetlerinin etkisiyle açıklanabilir. Aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı üzerindeki etkiler ise daha belirsizdir.

Borsa Performans Oranları: GS yatırımlarının piyasa performansı üzerindeki etkileri de dikkat çekicidir. Fiyat kazanç (F/K) oranı, GS yatırımlarından sonra artış eğilimi göstererek, yatırımların, kazancın kalitesini ve piyasa değerini olumlu yönde etkilediğini göstermektedir. Ancak, piyasa değeri defter değeri (PD/DD) oranı üzerindeki etkiler daha sınırlı kalmıştır. Firma değeri FAVÖK (F/F) oranı üzerindeki pozitif etkiler, sentetik kontrol gruplarında daha belirgin bir şekilde ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla GS yatırımı alan şirketler açısından piyasanın kâr odaklı bir strateji izlediği, özellikle FAVÖK rakamlarında meydana gelen iyileşmeleri portföy şirketlerinin piyasa değerine pozitif bir şekilde yansıttığı söylenebilir. GS yatırımları sonrası net kâr rakamlarında ortaya konulan nispeten düşük performansa rağmen F/K oranındaki önemli iyileşmeler yine FAVÖK rakamları destekli pozitif fiyatlama davranışından kaynaklanmaktadır. Bu genel olumlu fiyatlama davranışı ayrıca, piyasanın, portföy şirketlerinin mevcut durumu net şekilde analiz ederek yatırım kararı vermekten ziyade GS yatırımı almış olmanın yarattığı iyimser tabloyu fiyatlamakta olduğunu da düşündürmektedir.

Büyüme Oranları: GS yatırımları, şirketlerin büyüme oranları üzerinde çeşitli etkiler yaratmıştır. Satış ve aktif büyüme oranları bazı dönemlerde önemli artış

gösterirken, özsermaye büyüme oranı yatırımdan sonraki dönemde genellikle azalmıştır. FAVÖK büyüme oranı üzerindeki etkiler ise daha volatil olup, GS şirketlerinin şirket bazlı farklı stratejiler uyguladığını göstermektedir. Satış ve aktif büyüme oranlarındaki olumlu tablo, GS şirketlerinin yatırımlarının şirketlerin büyümesi üzerindeki potansiyel olumlu etkilerini yansıtmaktayken; özkaynak büyüme oranlarındaki olumsuz değişimler, özellikle kısa vadeli borçlanmadan kaynaklanan finansman maliyetleri, satışlardaki büyümenin net kârlara yansıtılması ve otofinansman imkanlarını daraltan temettü politikaları gibi konularda daha dikkatli davranmaları gerektiğini ortaya koymaktadır.

Sonuç olarak, analiz bulguları GS yatırımlarının şirket performansı üzerinde çok boyutlu bir etki yarattığını göstermektedir. Bu etkiler, operasyonel performansta kademeli iyileşmeler, sermaye yapısında optimal seviyeyi koruyucu değişiklikler, faaliyet kârlarında net kârlara yansımayan sınırlı olumlu değişimler ve büyüme dinamiklerinde stratejik hedeflerle uyumsuz kısıtlı dönüşümler şeklinde ortaya çıkmaktadır. Analiz sonuçları, GS şirketlerinin değer yaratma mekanizmalarının finansal mühendislik ve operasyonel iyileştirmeler yoluyla belirli bir düzeyde gerçekleştiğini desteklemektedir. Söz konusu gelişimler ve iyileştirmeler GS şirketlerinin stratejik hedefleri olan kaldıraç etkisi, sermaye yapısında uzun vadeli kaynak lehine değişim, kârlılık ve büyüme gibi alanlarda ise yetersiz kalmaktadır. Bu tespitler, GS yatırımlarının şirket performansını iyileştirmedeki rolünü ampirik olarak desteklerken, etkilerin farklı performans ölçütleri üzerinde farklı zaman dilimlerinde ve farklı büyüklüklerde ortaya çıktığını, stratejik hedeflere ulaşmada istenilen seviyeye gelinemediğini göstermektedir.

SONUÇ

Girişim sermayesi finansmanına ilişkin literatür incelendiğinde, genel olarak çalışmaların konuyu üç farklı açıdan incelediği söylenebilir. Bunlardan ilki sektöre ilişkin bilgi sunan, temel kavram ve uygulamaları araştıran ve mikro ölçekte, işletmelerin büyümesine; makro ölçekte ise, ekonomik kalkınmaya yön veren modelin geliştirilmesi için önerilerde bulunan teorik çalışmalardır. İkincisi, konuyu yatırımcılar açısından ele alarak farklı endeks ve benchmark getirileri ile girişim sermayesi yatırım getirilerini ve risklerini kıyaslayan çalışmalardır. Bu çalışmalar girişim sermayesi risk ve getirilerini, farklı ülkelerde, ekonomik kriz dönemleri dahil farklı süreçlerde, farklı getiriler ve piyasa riskleri ile mukayese ederek yatırımcılara önemli bir bakış açısı sağlamaktadır. Üçüncü grup ise, yatırım alan firmalar açısından GS yatırımlarının etkilerini ölçen, yatırım öncesi ve sonrasında portföy şirketlerinin finansal performanslarını ortaya koyan araştırmalardır. Tezde konuyu özellikle yatırımcılar ve yatırım alan firmalar açısından inceleyen çalışmalar için literatür taramasına yer verilmiş ve girişim sermayesi yatırımı alan portföy şirketlerinin finansal performansları, yatırım almayan şirketlerle karşılaştırılarak, detaylı şekilde incelenmiştir.

Tezde, Türkiye’de yatırım alan portföy şirketlerinin finansal performanslarının, yatırım almayan şirketlerle karşılaştırılarak derinlemesine incelenmesi ve bu kapsamda yatırımların likidite, faaliyet etkinliği, mali yapı, kârlılık, borsa performansı ve büyüme oranları üzerindeki etkilerinin tespit edilmesi amaçlanmıştır. Analiz, hisseleri Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin 2009-2022 dönemini kapsayan finansal verileri kullanılarak gerçekleştirilmiştir ve FF yöntemi çerçevesinde hem görsel analizlerden hem de ileri ekonometrik yöntemlerden faydalanılmıştır. Bu bulgular ışığında, çalışmanın literatüre birkaç önemli katkısı bulunmaktadır. İlk olarak, Türkiye özelinde girişim sermayesi yatırımlarının etkilerini kapsamlı bir şekilde analiz eden ilk çalışmalardan biri olma özelliği taşımaktadır. İkinci olarak, güncel ekonometrik yöntemlerin (Callaway ve Sant’Anna, 2021; Sun ve Abraham, 2021) kullanılması, bulguların güvenilirliğini artırmaktadır. Üçüncü olarak, sentetik kontrol grubu analizinin kullanılması, sonuçların sağlamlığının test edilmesine olanak sağlamaktadır.

Araştırmanın bazı kısıtları da bulunmaktadır. Özellikle, veri setinin sadece halka açık şirketleri kapsamı, bulguların genelleştirilebilirliğini sınırlandırmaktadır. Ayrıca, bazı sektörlerde kontrol grubu şirket sayısının sınırlı olması, sektörel analizlerin

derinliğini etkileyebilmektedir. Bu kısıtlar, sonraki araştırmalar için önemli fırsatlar sunmaktadır. Gelecek araştırmalar için birçok öneri sunmak mümkündür. İlk olarak, halka açık olmayan şirketleri de kapsayan daha geniş bir veri seti ile analizin tekrarlanması, bulguların genelleştirilebilirliğini artırabilecektir. İkinci olarak, sektörel dinamiklerin daha detaylı incelenmesi, GS yatırımlarının etkilerinin sektörler arasında nasıl farklılaştığının anlaşılmasına yardımcı olabilir. Benzer şekilde, yatırım yapan şirketin menşei (yerli/yabancı), portföy şirketlerinin yaşı, büyüklüğü, faaliyet gösterdiği alt sektör, yatırım oranı, kaldıraç etkisi, vb değişkenlerin yatırım kârlılığı üzerindeki etkileri de incelenebilir. Üçüncü olarak, yönetim uygulamaları, kurumsal yönetim mekanizmaları, inovatif göstergeler gibi nitel faktörlerin analize dahil edilmesi, etki mekanizmalarının daha iyi anlaşılmasını sağlayabilir.

Tezde elde edilen bulgular, GS yatırımlarının şirketlerin finansal performansı üzerinde karmaşık ve çok yönlü bir etkiye sahip olduğunu açıkça ortaya koymaktadır. Yatırım yapılan dönem, şirketin sektörü, büyüklüğü ve şirket özelinde uygulanan stratejiler gibi faktörler, GS yatırımlarının etkisini belirlemede önemli rol oynayabilmektedir. Bu sebeple yatırım etkileri yatırım yılına göre oluşturulan gruplara ve uygulanan yönteme göre değişebilmekle birlikte, sonuç bölümünde genel etkiler değerlendirilerek, yatırımcılar ve piyasa düzenleyiciler açısından politika önerileri açıklanacaktır.

Analiz bulguları, GS şirketlerinin, portföy şirketlerinin nakit akışlarını daha etkin bir şekilde yönetmelerine yardımcı olduğunu ve likidite riskini azalttığını göstermektedir. Sun ve Abraham (2021) yaklaşımı ile elde edilen sonuçlar, nakit yönetiminde kademeli bir iyileşmeyi açıkça ortaya koymuştur. Faaliyet etkinliği açısından ticari alacak vadelerinin uzaması, GS şirketlerinin satışları artırma yönünde bir strateji izlediğine işaret etmektedir. Ayrıca yatırım almış olmanın piyasada yarattığı güvenin de etkisiyle ticari borç vadelerinin de uzadığı tespit edilmiştir. GS yatırımlarının likiditeyi iyileştirmesi, faaliyetlerde daha etkin bir yapı oluşturması ve satış kapasitesinin artırılması, beklenen bir durumdur ve analiz sonuçları da genel itibarıyla bu beklentileri desteklemektedir.

GS yatırımlarının portföy şirketlerine özellikle ilk aşamada büyüme için gerekli finansmanı özkaynak yoluyla sağlamasının şirketlerin borçlanma maliyetlerini düşürmesi ve daha etkin bir sermaye yapısı oluşturmalarına katkı sağlaması

öngörülmektedir. Analiz kapsamında bu katkı, finansman oranındaki anlamlı artışlarda izlenmekle birlikte; sermaye yapısına ilişkin diğer analiz bulgularına göre, portföy şirketlerinin yabancı kaynak kullanımında anlamlı bir artış tespit edilemezken yabancı kaynağın kendi içindeki dağılımında kısa vadeli borçlanma yönünde etkiler gözlenmiştir. Yatırımı takip eden dönemde finansal kaldıraç etkisinden faydalanarak yabancı kaynak kullanımının uzun vadeli borçlanma yönünde artırılması optimal sermaye yapısına katkıda bulunması, yatırımdan beklenen diğer bir etkidir. Ayrıca geleneksel finansman kaynaklarına erişmekte zorlanan girişim şirketlerinin borçlanma imkanları genellikle yatırım aldıktan sonra piyasada oluşan güvenden kaynaklı olarak artmaktadır. Finansal verileri incelenen portföy şirketlerinin sermaye yapısındaki değişimlerin bu öngörüler paralelinde gerçekleşmediği söylenebilir. Artan kısa vadeli borçlanmanın şirketlerin likidite riskini artırabileceği ve finansal istikrarlarını tehlikeye atabileceği unutulmamalıdır. Bu nedenle, GS şirket yöneticilerinin, yatırımları sonrasında şirketlerin borç yönetimi politikalarını dikkatlice değerlendirmeleri ve olası riskleri yönetmek için stratejiler geliştirmeleri gerekmektedir.

Analize dahil edilen portföy şirketlerinin kârlılık, borsa performans ve büyüme oranlarına ilişkin analiz sonuçları da dikkat çekicidir. Brüt kâr marjlarında genel olarak istatistiki açıdan anlamlı olmayan negatif etkiler gözlenmiştir. Bu durum GS şirketlerinin piyasada oluşan mal ve hizmet maliyetlerine doğrudan müdahale edememeleri ile açıklanabilir. Faaliyet kârlarında özellikle sentetik kontrol grubunda görülen olumlu değişimler ise, GS yöneticilerinin idari ve operasyonel giderleri kontrol etme kabiliyetlerini yansıtmaktadır. Ancak net kâr marjına gelindiğinde bu olumlu etkiler tersine dönmekte ve kontrol grubu şirketlerine göre negatif yönde etkiler tespit edilmektedir. Bu durum, GS yatırımlarının şirketlerin operasyonel verimliliğini artırmalarına yardımcı olabileceğini, ancak finansal giderler, yeniden yapılandırma maliyetleri ve piyasadaki rekabet koşullarının kârlılık üzerinde olumsuz etkiler yaratabileceğini göstermektedir. Fiyat kazanç oranları, özellikle sentetik kontrol grubu açısından ele alındığında, portföy şirketlerinin net kâra göre değerinin sektör ortalamalarına göre oldukça yükseldiğini göstermektedir. FAVÖK'e göre bu etkiler daha sınırlı olmakla birlikte yine olumlu yönde değişmiş; defter değerine göre de özellikle sentetik kontrol grubuna kıyasla olumlu farklar söz konusu olmuştur. Genel olarak satışlardaki artış piyasa değerine yeterince yansımamakta; istatistiki açıdan kısmen anlamlı olsa da pay başına kâr oranları da olumsuz seyretmektedir. Faaliyet kâr

marjlarındaki pozitif değişimlerin yanında net kâr marjlarındaki negatif değişimin de piyasada olumlu yönde fiyatlandığını söylemek mümkündür. Özellikle kısa vadeli borçlanma ve finansman giderlerindeki artış, satışlardaki büyümenin net kâr marjlarına olumlu yansımaması gibi negatif yönlü farklara rağmen piyasadaki pozitif değerlemeler, portföy şirketlerinin finansal durumlarındaki değişimin detaylı şekilde incelenerek yatırım yapılmasından ziyade bu şirketlerin GS yatırımı almış olmaları durumunun fiyatlandığını düşündürmektedir. Bu durum GS yatırımları açısından bilgi asimetrisinin ve spekülative kazanç riskinin gözetilmesi gerektiğine işaret etmektedir. Bu kapsamda girişim sermayesi finansman modelinin sürdürülebilir bir büyüme eksenine sahip olması için, yapılan yatırımları izleyerek sermayedarların olduğu kadar borsada işlem gören hisseleri alan bireysel yatırımcıların da haklarını gözeten yasal düzenlemelere ihtiyaç bulunmaktadır. Spekülative kazanç elde ettiği düşünülen şirketlerin borsada işlemlerinin sona erdirilmesi, bireysel yatırımcılar için geç kalınmış bir müdahale olabileceğinden ve portföylerindeki yatırımları düzgün şekilde yöneterek kazanç beklentisinde olan diğer GS şirketleri ve sermayedarlar için de güven kaybını getirebileceğinden piyasadaki spekülative risklerin önüne geçilmesi önem arz etmektedir. Bunun için yatırımların regülatör ve aracı kurumlar tarafından izlenmesi, bireysel yatırımcıları koruyan düzenlemeler yapılması, piyasada oluşan spekülasyonlara yönelik önlemler ve manipülatif uygulamalara yönelik yaptırımlar belirlenerek bunların zamanında uygulanması önemli bir gereklilik olarak öne çıkmaktadır.

Piyananın işlerliğini artırmak için yasal düzenlemelerin yanında alınması gereken bir diğer önlem ise, GS sektöründe bilgi asimetrisinin önlenmesi amacıyla detaylı istatistiki verileri, sektör raporları ve çeşitli bilgilendirici kaynakları hazırlayan ve kamuya açık yayınlayan bir çatı kurumun kurulmasıdır. Çalışmanın yapıldığı dönem itibarıyla, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB) ve bağımsız denetim kurumları gibi bazı kurum ve kuruluşlar genel sektör istatistikleri yayınlamaktadır. Bu veriler, ulusal düzeyde sektöre ilişkin genel bir bakış açısı sağlamakla birlikte özellikle bireysel yatırımcılar için yatırım kararları alınmasına yönelik öngörü sağlaması açısından yeterli düzeyde değildir. Dolayısıyla piyasadaki bilgi asimetrisi risklerine karşı bireysel yatırımcıların mümkün olduğunca profesyonel ve güvenilir aracı kurumlar yoluyla yatırım yapmaları; kişisel aldıkları yatırım kararlarında ise Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) duyuruları, şirketlerin düzenli yayımlanan faaliyet raporları, mali tabloları, vb. mevcut bilgi kaynaklarından faydalanmaları yönünde bilinçlendirme

çalışmaları yapılmalıdır. Ayrıca, yatırımlardan elde edilen kazancın, yasal düzenlemeler yoluyla, şirket yöneticileri, sermayedarlar ve bireysel yatırımcılar arasında makul dağılımının gözetilmesi amaçlanmalıdır. Girişim sermayesi modelinin ülkemizde sağlıklı bir zemine kavuşması için önemli bir diğer unsur da, konuya ilişkin tarafsız akademik çalışmaların yaygınlaştırılması gerekliliğidir. Bağımsız akademik çalışmaların piyasanın işleyişindeki bozulmalara ilişkin önceden sinyal niteliğinde olduğu unutulmamalı ve piyasa yapıcılar tarafından bu çalışmalar desteklenmeli, analiz edilmeli, erken tespit ve uyarı etkilerinden faydalanılmalıdır.

Özetle, tezdeki bulgular GS yatırımlarının şirket performansı üzerindeki etkilerinin kompleks ve çok boyutlu olduğunu göstermektedir. Bu durumun nedenleri arasında, yatırım etkilerinin zaman içinde ve farklı şirketlerde değişebilmesi, piyasa koşullarındaki dalgalanmalar, asimetrik bilgi, şirketlerin büyüme beklentileri ve risk algılamalarındaki farklılıklar gibi faktörler sayılabilir. Yatırımların başarısı, sadece finansal mühendislik becerilerine değil, aynı zamanda operasyonel iyileştirme kapasitesi ve stratejik yönetim yeteneklerine de bağlıdır. Bu nedenle, GS şirketlerinin portföy firmalarının değerini artırmak için bütüncül bir yaklaşım benimsemeleri önem taşımaktadır.

Sonuç olarak, tezin politika yapıcılar ve uygulayıcılar için önemli çıkarımları bulunmaktadır. GS yatırımlarının şirket performansı üzerindeki etkilerinin zaman içinde ve farklı metrikler arasında değişkenlik göstermesi, bu tür yatırımların değerlendirilmesinde çok boyutlu bir yaklaşımın gerekliliğini ortaya koymaktadır. Özellikle, likidite, operasyonel verimlilik ve satışlardaki büyüme başta olmak üzere bazı dinamikler üzerindeki olumlu etkilerin varlığı, GS yatırımlarının, şirketlerin gelişimi ve yenilikçi ürün ve hizmetlerin hayata geçirilmesi için önemli bir finansman kaynağı olabileceğini göstermektedir. Aynı zamanda sermaye yapısı ve kârlılıkta tespit edilen değişimler ve bunların piyasadaki fiyatlamalarına yönelik analiz bulguları, ülkemizde, sistemde yukarıda belirtilen acil düzenlemeler ile girişim sermayesi finansman modelini destekleyici unsurların yapılandırılmasına ihtiyaç bulunduğunu göstermektedir.

KAYNAKLAR

- Abadie, A. (2005). "Semiparametric Difference-in-Differences Estimators". *The Review of Economic Studies*, 72. Sayı, 1. Cilt, 1-19.
- Abbot, S., & Hay, M. (1995). *Investing for the Future. New Firm Funding in Germany, Japan, the UK and the USA*. London: Pittman Publishing Ltd.
- Akbulut, R., Rençber, Ö., & Şen, B. (2016). "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Karlılıklarına Göre Performanslarının Analizi". *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 36. Sayı, 19. Cilt, 273-290.
- Akgüç, Ö. (1990). *Mali Tablolar Analizi (Genişletilmiş 8. Baskı)*. İstanbul: Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı.
- Akın, M. Ş. (2020). "Risk Sermayesinin Yüksek Maliyeti ve Startuplar'ın İzlemesi Gereken Yatırım Stratejisi". *İstanbul İktisat Dergisi*, 70-2020/1, 229-245.
- Alexander, J. (2018). *Financial Planning & Analysis and Performance Management*. John Wiley & Sons.
- Apan, M., & Öztel, A. (2020). "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Critic-Promethee Bütünleşik Karar Verme Yöntemi İle Finansal Performans Değerlendirmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama". *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 63. Sayı, 54-73.
- Atanasov, V., & Black, B. (2016). "Shock-Based Causal Inference in Corporate Finance and Accounting Research". *Critical Finance Review*, 5. Sayı, 2. Cilt, 207-304.
- Bae, K. H., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Zheng, X. (2021). "Board Reforms and Dividend Policy: International Evidence". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56. Sayı, 4. Cilt.
- Bağcı, H., & Kılıçarslan, S. (2020). "BİST'e Kayıtlı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Finansal Performanslarının Critic ve Oreste Yöntemleriyle Analizi". *Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 1. Sayı, 30. Cilt, 223-240.
- Bain&Company. (2024). *Global M&A Report 2024*.
- Bain&Company. (2024). *Global Private Equity Report 2024*.
- Baker, A. C., Larcker, D. F., & Wang, C.C.Y. (2022). "How Much Should We Trust Staggered Difference-in-Differences Estimates?". *Journal of Financial Economics*, 144. Sayı, 2. Cilt, 370-395.
- Baker, H., Filbeck, G., & Kıymaz, H. (2015). *Private Equity: Opportunities and Risks*. New York: Oxford University Press.

- Ballek, R. (2014). *Private Equity Fund Performance: The Comparison of Venture Capital Funds and Buyout Funds in Europe and the Determinants of their Returns*, (Basılmamış Lisans Tezi). Charles University in Prague, Faculty of Social Sciences, Institute of Economic Studies, Prague.
- Beck, T. , Levine, R. , Levkov, A. (2010). "Big Bad Banks? The Winners and Losers from Bank Deregulation in the United States". *Journal Finance* 65. Sayı, 5. Cilt, 1637–1667.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). "The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle". *Journal of Banking and Finance*, 22. Sayı, 613-673.
- Betcherman, G., Daysal, N., & Pagés, C. (2010). "Do Employment Subsidies Work? Evidence From Regionally Targeted Subsidies in Turkey". *Labour Economics*, 17. Sayı, 4. Cilt, s. 710-722.
- Bhattacharya, H. (2007). *Total management by ratios: An Analytic Approach to Management Control and Stock Market Valuations*. SAGE Publications Pvt. Limited.
- Bischoff, C., Nozaki, D., Sato, Y., & Yoshikawa, Y. (2024). *A Force for Good: Japan's Private Equity Opportunity*. 27 Kasım, 2024 tarihinde <https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/a-force-for-good-japans-private-equity-opportunity#/> adresinden alındı
- Borusyak, K., Xavier J., & Jann S. (2021, rev.2024). "Revisiting Event Study Designs: Robust and Efficient Estimation" *arXiv econ.EM*, arXiv:2108.12419, 1-54.
- Bovy, C., von Eckartsberg, C., Miller, E., & Hood, T. (2024). *"Building a Stronger Buy-and-Build"*, *Bain & Company Global Private Equity Report 2024*. 30 Kasım, 2024 tarihinde https://www.bain.com/globalassets/noindex/2024/bain_report_global-private-equity-report-2024.pdf adresinden alındı
- Buchner, A., Mohamed, A., & Schwienbacher, A. (2016). "Does Risk Explain Persistence in Private Equity Performance?". *Journal of Corporate Finance*, 36. Sayı, 18-35.
- Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V. (BVK). (2024a). *Der deutsche Beteiligungskapitalmarkt im Jahr 2023 (Presentation)*. 31 Ekim, 2024 tarihinde https://www.bvkap.de/files/content/statistik-deutschland/pdfs/20240314_BVK-Statistik_2023_Charts_final.pdf adresinden alındı.

- Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V. (BVK). (2024b). *Der deutsche Beteiligungskapitalmarkt im Jahr 2023 (Tables)*. 31 Ekim, 2024 tarihinde <https://www.bvkap.de/statistics/statistics-germany> adresinden alındı
- Callaway, B., & Sant'Anna, P.H.C. (2021). "Difference-in-Differences with Multiple Time Periods". *Journal of Econometrics*, 225. Sayı, 2. Cilt, 200-230. [2020, Working Paper]
- Cao, J., Li, W., & Xiao, S. (2022). "Does Mixed Ownership Reform Affect Private Firms' ESG Practices? Evidence from a quasi-natural experiment in China". *Financial Markets Institutions and Instruments*, 31. Sayı, 2-3. Cilt, 47-86.
- Card, D., & Krueger, A. (1994). "Minimum Wages and Employment: A Case study of the Fast-Food Industry in New Jersey and Pennsylvania". *the American Economic Review*, 84. Sayı, 4. Cilt, 772-793.
- Carlson, S., McAlpine, R. ve Lee, C. (2019). *Financial accounting: Reporting, Analysis and Decision Making*. John Wiley & Sons Australia, Ltd.
- Caselli, S., & Negri, G. (2018). *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*. London: Elsevier Ltd.
- Christofidis, C., & Debande, O. (2001). *Financing Innovative Firms Through Venture Capital, (European Investment Bank Sector Papers)*. 24 Ağustos, 2024 tarihinde <https://www.eib.org/attachments/pj/vencap.pdf> adresinden alındı
- Coffey, A. (2019). *The Private Equity Playbook: Management's Guide To Working With Private Equity*. Lioncrest Publishing.
- Coopey, R. (1994). "The First Venture Capitalist: Financing Development in Britain After 1945 The Case of ICFC/3i". *Business and Economic History*, 23. Cilt, 1. Sayı, 262-271.
- Cowling, M., Kacer, M., & Wilson, N. (2024). "The demand for loan guarantees in the UK 1981–2018: time series analysis". M. Taylor, & D.-E. Peel içinde, *Applied Economics Letters*. Taylor and Francis Online: Informa UK Limited, trading as "Taylor & Francis Group".
- Cunningham, L.M., Li, C., Stein, S.E., & Wright, N.S. (2019). "What's in a Name? Initial Evidence of U.S. Audit Partner Identification Using Difference-in-Differences Analyses". *The Accounting Review*, 94. Sayı, 5. Cilt, 139-163.
- Cunningham, S. (2021). *Causal inference: The mixtape*. Yale University Press.
- Darendeli, A., Fiechter, P., Hitz, J.-M., & Lehmann, N. (2022). "The Role Of Corporate Social Responsibility (CSR) Information in Supply-Chain Contracting: Evidence from the Expansion Of CSR Rating Coverage". *Journal of Accounting and Economics*, 74. Sayı, 2-3. Cilt, 101525, 1-26.

- Darwish, Z. (2020). *Türkiye’de Gayri Menkul Yatırım Ortaklıklarının ve Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Finansal Performanslarının Karşılaştırılması. (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi)*. Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Niğde.
- de Chaisemartin, C., & D’Haultfoeuille, X. (2020). “Two-way Fixed Effects Estimators with Heterogeneous Treatment Effects”. *The American Economic Review*, 110. Sayı, 9. Cilt, 2964-2996.
- de Chaisemartin, C., & D’Haultfoeuille, X. (2020, rev.2023). "Two-Way Fixed Effects and Differences-in-Differences Estimators with Several Treatments". *NBER Working Paper Series, Working Paper 30564*, 59 sf.
- de Chaisemartin, C., & D’Haultfoeuille, X. (2023). “Two-way Fixed Effects and Differences-in-differences with Heterogeneous Treatment Effects: a survey”. *The Econometrics Journal*, 26. Sayı, 3. Cilt, 1-30.
- Deloitte. (2012). *Annual Turkish M&A Review 2011*.
- Deloitte. (2013). *Annual Turkish M&A Review 2012*.
- Deloitte. (2014). *Annual Turkish M&A Review 2013*.
- Deloitte. (2015). *Annual Turkish M&A Review 2014*.
- Deloitte. (2016). *Annual Turkish M&A Review 2015*.
- Deloitte. (2017). *Annual Turkish M&A Review 2016*.
- Deloitte. (2018). *Annual Turkish M&A Review 2017*.
- Deloitte. (2019). *Annual Turkish M&A Review 2018*.
- Deloitte. (2020). *Annual Turkish M&A Review 2019*.
- Deloitte. (2021). *Annual Turkish M&A Review 2020*.
- Deloitte. (2022). *Annual Turkish M&A Review 2021*.
- Deloitte. (2023). *Annual Turkish M&A Review 2022*.
- Deloitte. (2024). *Annual Turkish M&A Review 2023*.
- Demaria, C. (2015). *Private Equity Fund Investments: New Insights on Alignment of Interests, Governance Returns and Forecasting*. Palgrave Macmillan.
- Demir, Z. (2018). *Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (Kobi) Finansal Problemlerinin Çözümünde Girişim Sermayesi Fon’larının Önemi ve Rolü: Katılım Bankacılığına Yeni Bir Model Önerisi. (Basılmamış Doktora Tezi)*. İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

- Divakaran, S., McGinnis, P. J., & Shariff, M. (2014). "Private Equity and Venture Capital in SMEs in Developing Countries" . *World Bank Capital Markets Practice, Policy Research Working Paper No:6827*. 34 sf.
- DPT. (1992). *1992 Yılı Yatırım Programı*.
- EMPEA-Emerging Markets Private Equity Association. (2012). *Insight Turkey (an Overview of Trends in Selected Sectors and Markets)*. 30 Kasım, 2024 tarihinde https://www.globalturkcapital.com/Dosyalar/EMPEA_turkey_insight_web.pdf adresinden alındı
- Engelen, E., Ertürk, E., Froud, J., Leaver, A., & Williams, K. (2010). "Reconceptualizing Financial Innovation: Frame, Conjuncture and Bricolage". *Economy and Society*, 39. Sayı, 1. Cilt, 33-63.
- Er, B. (2007). *Özel Sermaye Fonları, Gelişimi ve Özel Sermaye Fonu Destekli Girişimlerde Fiyatlandırma. (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi)*. Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon.
- Ertürk, H. (2017). *Girişim Sermayesi Sektöründeki Yatırım Tercihleri ve Kurumsal Yönetim Çerçevesinde Girişimlere Yapılan Müdahalelerin Analizi: Türkiye'deki Girişim Sermayesi Uygulamaları. (Basılmamış Doktora Tezi)*. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Ertürk, H., & Sayılğan, G. (2014). "Girişim Sermayesi Fonları ve Bu Fonların Geliştirilmesinde Kamunun Rolü" . *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 2. Sayı, 43.Cilt, 293-318.
- Ertürk, I., Froud, J., Johal, S., Leaver, A., & Williams, K. (2008). "General Introduction: Financialization, Coupon Pool and Conjuncture". *Financialisation at Work*, 1-44.
- Ertürk, I., Froud, J., Johal, S., Leaver, A., & Williams, K. (2010) "Ownership Matters: Private Equity and the Political Division of Ownership". *Organization*, 17. Sayı, 5. Cilt, 543-561.
- Fałat-Kilijańska, I. (2021). "The History of the Private Equity Market. The Story Based on USA, Great Britain, Germany and Poland Cases". *BH Ekonomski forum*, 9. Sayı, 2. Cilt, 9-27.
- Fauver, L., Hung, M. Y., Li, X., & Taboada, A. G. (2017). "Corrigendum to: Board Reforms and Firm Value: Worldwide Evidence". *Journal of Financial Economics*, 445.
- Feld, B., & Mendelson, J. (2013). *Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist (2. Baskı)*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

- Feldman, M. & Lidman A. (2007). *Crash Course in Accounting and Financial Statement Analysis*. John Wiley & Sons.
- Finkel, R., & Greising, D. (2010). *The Masters of Private Equity and Venture Capital: Management Lessons from the Pioneers of Private Investing*. The McGraw-Hill Companies.
- Franzoni, F., Nowak, E., & Phalippou, L. (2012). "Private Equity Performance and Liquidity Risk". *The Journal of Finance*, 67. Sayı, 6. Cilt, 2341-2373.
- Fraser-Sampson, G. (2007). *Private Equity As An Asset Class*. Chichester, West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.
- Fridson, M. S., & Alvarez, F. (2022). *Financial Statement Analysis: A Practitioner's Guide*. John Wiley & Sons.
- Gohil, R. (2023). "Private Equity in India Fintech: A Lifecycle Analysis". *Indian Journal of Economics and Finance (IJEF)*, 3. Sayı, 2. Cilt, 80-84.
- Gohil, R., & Vyas, V. (2015). "Performance of Private Equity Backed Initial Public Offerings: Empirical Evidence from India". *The Journal of Private Equity*, 18. Sayı, 4. Cilt, 56-64.
- Gompers, P. A. (1995). "Optimal Investment, Monitoring and The Staging of Venture Capital". *Journal of Finance*, 50. Sayı, 5. Cilt, 1461-1489.
- Gompers, P., & Lerner, J. (2000). "Money Chasing Deals? The Impact of Fund Inflows on Private Equity Valuation". *Journal of Financial Economics*, 55. Sayı, 281-325.
- Gompers, P., Kaplan, S. N., & Mukharlyamov, V. (2016). "What do private equity firms say they do?". *Journal of Financial Economics*, 121. Sayı, 3. Cilt, 449-476.
- Goodman-Bacon, A. (2018). "Difference-in-differences with Variation in Treatment Timing". *NBER Working Paper Series, Working Paper 25018*, 48 sf.
- Goodman-Bacon, A. (2021). "Difference-in-differences with Variation in Treatment Timing". *Journal of Econometrics*, 225. Sayı, 2. Cilt, 254-277.
- Gottschalg, O. (2009). *Private Equity Mathematics: An essential guide to investing in private equity, acquiring portfolio companies and running a private equity firm*. London: PEI Media Ltd.
- Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (2022). *01.01.2021-30.09.2021 Dönemi Faaliyet Raporu*.
- Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (2024). *01.01.2023-31.12.2023 Dönemi Faaliyet Raporu*.

- Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (2024). *01.01.2024-30.09.2024 Dönemi Faaliyet Raporu*.
- Griffin, M. P. (2009). *MBA Fundamentals: Accounting and Finance*. Kaplan Incorporated DBA Kaplan Test Prep.
- Guo, D., & Jiang, K. (2013). "Venture Capital Investment and the Performance of Entrepreneurial Firms: Evidence from China". *Journal of Corporate Finance*, 22. Sayı, 375-395.
- Haarmayer, D. (2008). "Private Equity: Capitalism's Misunderstood Entrepreneurs and Catalysts for Value Creation". *The Independent Review*, 13. sayı, 2. Cilt, 245-288.
- Harris, R. S., Jenkinson, T., & Kaplan, S. N. (2011, Rev.2013). *"Private Equity Performance: What Do We Know?"*. Kasım 30, 2024 tarihinde https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1932316 adresinden alındı
- Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (2022). *01.01.2021-30.09.2021 Dönemi Faaliyet Raporu*.
- Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (2024). *01.01.2023-31.12.2023 Dönemi Faaliyet Raporu*.
- Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (2024). *01.01.2024-30.09.2024 Dönemi Faaliyet Raporu*.
- Horsley, P., Kurenova, M., Rovit, S., Snider, A., & Spits, J. (2024). *"Can Consumer Products Companies Master the Small Deal?"*, Bain & Company Global M&A Report 2024. 30 Kasım, 2024 tarihinde https://www.bain.com/globalassets/noindex/2024/bain_report_global_m_and_a_report_2024.pdf adresinden alındı.
- Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (2024). *01.01.2023-31.12.2023 Dönemi Faaliyet Raporu*.
- Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (2024). *01.01.2024-30.09.2024 Dönemi Faaliyet Raporu*.
- Icu Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (2024). *01.01.2023-31.12.2023 Dönemi Faaliyet Raporu*.
- Icu Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (2024). *01.01.2024-30.09.2024 Dönemi Faaliyet Raporu*.
- İlgün, Y. (2019). *Borsa İstanbul'da İşlem Gören Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Finansal Performanslarının Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi. (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi)*. Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Niğde.

- Invest Europe Reports. (2021). *Investing in Europe: Private Equity Activity H1 2021*.
- Invest Europe Reports. (2024). *Private Equity at Work: Employment & Job Creation Across Europe*.
- İpekten, B. O. (2006). "Risk Sermayesi Finansman Modeli". *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1.Sayı, 7.Cilt, 385-408.
- İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (2009). *01.01.2008-31.12.2008 Dönemi Faaliyet Raporu*.
- İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (2022). *01.01.2021-30.09.2021 Dönemi Faaliyet Raporu*.
- İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (2024). *01.01.2023-31.12.2023 Dönemi Faaliyet Raporu*.
- İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (2024). *01.01.2024-30.09.2024 Dönemi Faaliyet Raporu*.
- Jeng, L. A., & Wells, P. C. (2000). "The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries". *Journal of Corporate Finance*, 6.sayı, 241–289.
- Ji, J., Peng, H., Sun, H., & Xu, H. (2021). "Board Tenure Diversity, Culture and Firm Risk: Cross-Country Evidence". *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 70. Sayı, 101276, 1-24.
- Jones, D. M. (2010). "The Industrial and Commercial Finance Corporation: Lessons From The Past For The Future". *Civitas (1085494)*, London.
- Kaneyuki, M. (2002). *Brief Summary of Japanese Venture Capital Industry*. 11 Kasım, 2024 tarihinde https://resourcecenter.biotechgate.com/wp-content/uploads/2011/08/Japanese_VC_market_0.pdf adresinden alındı
- Kaplan, S. (1989). "The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value". *Journal of Financial Economics*, 24. Sayı, 217-254.
- Kaplan, S. N., & Schoar, A. (2005). "Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows". *The Journal Of Finance*, Sayı: LX, No: 4, 1791-1823.
- Kaserer, C., & Diller, C. (2004). "European Private Equity Funds - a Cash Flow Based Performance Analysis". *CEFS Working Paper No. 2004-01*, 1-47.
- Kaya, A. (2001). *"Dünyada ve Türkiye’de Risk Sermayesi"*. Ankara: SPK Yeterlilik Etüdleri.
- Kenney, M., Han, K., & Tanaka, S. (2004). *"the Globalization of Venture Capital: The Cases of Taiwan and Japan"*. 5 Ocak, 2022 tarihinde Financial Systems, Corporate Investment in Innovation and Venture Capital:

<https://books.google.com.tr/books?id=ntDSAgAAQBAJ&lpg=PA52&dq=globalization%20of%20venture%20capital&lr&hl=tr&pg=PA52#v=onepage&q=globalization%20of%20venture%20capital&f=false> adresinden alındı.

KfW Bankengruppe. (2002). *Private Equity in Germany and Great Britain – A comparison of market.* 30 Ekim, 2024 tarihinde <https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-Schwerpunkt-Sonderthemen/Private-Equity-Germany-Great-Britain.pdf> adresinden alındı.

Kildokum, H. (2012). "Girişim Sermayesi'nin Türkiye Serüveni - Bir Modele Yönelik Fırsat Arayışı". *DergiPark Akademik*, 1. Cilt, 1. Sayı, 1-18.

KOSGEB web sitesi. (tarih yok). 30 Kasım, 2024 tarihinde [www....](http://www.kosg.gov.tr) adresinden alındı

Kuğu, T. D. (2004). "Finansman Yöntemi Olarak Risk Sermayesi". *Yönetim ve Ekonomi*, 11. Cilt, 2. Sayı, 141-153.

Külahçı, H. M. (2015). *Girişim Sermayesi ve Firma Performansı. (Basılmamış Doktora Tezi)*. Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

Lavery, P., & Wilson, N. (2022, Rev.2023). "Private Equity Buyouts and Portfolio Company Performance Post-Exit". *Leeds University Business School Working Paper No. 23-02*, 65 sf.

Lavery, P., Tsoukalas, J., & Wilson, N. (2024). "Private Equity Financing & Firm Productivity". *The Productivity Institute Working Paper No. 041*, 56 sf.

Leeds, R. with Satyamurthy, N. (2015). *Private Equity Investing in Emerging Markets: Opportunities for Value Creation*. New York: St. Martin's Press LLC.

Leutscher, A. (2016). *The Specialization Effect in Private Equity: A Study of Value Creation in Buyouts (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi)*. Erasmus School of Economics, Rotterdam.

Lichtenstein, R., Rapoport, G., Allinson, R., & Khalaf, K. (2024). "Harnessing Generative AI in Private Equity", *Bain & Company Global Private Equity Report 2024*. 30 Kasım, 2024 tarihinde https://www.bain.com/globalassets/noindex/2024/bain_report_global-private-equity-report-2024.pdf adresinden alındı.

Ljungqvist, A., & Richardson, M. (2003). *The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity (Basılmamış Çalışma Belgesi)*. NBER.

M., A., & Öztel, A. (2020). "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Critic-Promethee Bütünleşik Karar Verme Yöntemi İle Finansal Performans Değerlendirmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama". *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 63. Sayı, 54-73.

- MacArthur, H., Burack, R., Rose, G., De Vusser, C., Yang, K., & Lamy, S. (2024a). "Private Equity Outlook 2024: The Liquidity Imperative", *Bain & Company Global Private Equity Report 2024*. 30 Kasım, 2024 tarihinde https://www.bain.com/globalassets/noindex/2024/bain_report_global-private-equity-report-2024.pdf adresinden alındı.
- MacArthur, H., Rainey, B., Skolnik, O., & De Mol, A. (2024b). "Have Secondaries Reached a Tipping Point?", *Bain & Company Global Private Equity Report 2024*. 30 Kasım, 2024 tarihinde https://www.bain.com/globalassets/noindex/2024/bain_report_global-private-equity-report-2024.pdf adresinden alındı.
- Manigart, S., Baeyens, K., & Van Hyfte, W. (2002). "The Survival of Venture Capital Backed Companies". *Venture Capital*, 4. Sayı, 2. Cilt, 103-124.
- Martins, H. C. (2021). "Competition and ESG Practices in Emerging Markets: Evidence from a Difference-in-Differences Model". *Finance Research Letters*, 46. Sayı (102371).
- Mercan, M. (2001). *Dünyada ve Türkiye'de Risk Sermayesi. (Basılmamış Doktora Tezi)*. İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2021). *Venture Capital & the Finance of Innovation (3. Baskı)*. John Wiley & Sons, Inc.
- Mollick, E. (2014). "The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study". *Journal of Business Venturing*, 29. Sayı, 1. Cilt, 1-16.
- Moskowitz, T. J., & Vissing-Jorgensen, A. (2000). "The Private Equity Premium Puzzle". 15 Aralık, 2024 tarihinde https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=252310 adresinden alındı
- Moskowitz, T.J., & Vissing-Jorgensen, A. (2002). "The Returns to Entrepreneurial Investment: A Private Equity Premium Puzzle". *American Economic Review*, 92. Sayı, 4. Cilt, 745-778.
- Nakano, K. (2017). "A History of Japanese Venture Businesses". *Annals of Business Administrative Sciences*, 16. Cilt, 5. Sayı, 243-255.
- National Venture Capital Association. (2024). *2023 Yearbook*. 5 Eylül, 2024 tarihinde <https://nvca.org/wp-content/uploads/2021/08/NVCA-2021-Yearbook.pdf> adresinden alındı
- Nedeljković, A. (2018). *Corporate Venturing As A Tool For SMEs Growth. (Yüksek Lisans Tezi)*. Vienna Üniversitesi Ekonomi ve İşletme Enstitüsü, Viyana.

- Nejad, S.R., & Strand, E. (2013). *Long-Term Value Creation of Private Equity Firms (Basılmamış Lisans Tezi)*. Stocholm School of Economics, Finans Bölümü, Stockholm.
- Nyborg, K. G., & Woschitz, J. (2023). “Robust Difference-in-Differences Analysis When There is a Term Structure”. *SSRN Electronic Journal*, 62 sf. 10 Temmuz, 2024 tarihinde <https://doi.org/10.2139/ssrn.4613748> adresinden alındı.
- OECD. (2016). *Entrepreneurship At a Glance 2016*, OECD Publishing, Paris. 14 Ağustos, 2024 tarihinde https://doi.org/10.1787/entrepreneur_aag-2016-en adresinden alındı.
- Palat, R. (2011). *How to Read Annual Reports & Balance Sheets*. Jaico Publishing House.
- Palepu, K.G., Healy, P. M., & Bernard, V. L. (2003). *Business Analysis & Valuation : Using Financial Statements : Text & Cases*. Thomson/South-Western eBooks, <http://ci.nii.ac.jp/ncid/BA63207459>.
- Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (2024). *01.01.2023-31.12.2023 Dönemi Faaliyet Raporu*.
- Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (2024). *01.01.2024-30.09.2024 Dönemi Faaliyet Raporu*.
- Preqin. (2020). *2020 Preqin Global Private Equity & Venture Capital Report*.
- Renneboog, L D.R., & Simons, T. (2005). “Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs”. *CentER Discussion Paper, 2005-98. Sayı, Tilburg: Finance*, 1-39.
- Resmi Gazete. (8 Şubat 2006 tarih ve 26074 sayılı). Kalkınma Ajanslarının Kuruluşu, Koordinasyonu ve Görevleri Hakkında Kanun.
- Resmi Gazete. (08 Kasım 2008 tarih ve 27048 sayılı). Kalkınma Ajansları Proje ve Faaliyet Destekleme Yönetmeliği.
- Resmi Gazete. (15 Şubat 2013 tarihli ve 28560 sayılı). Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik.
- Resmi Gazete. (9/10/2013 tarihli ve 28790 sayılı). Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.3).
- Resmi Gazete. (2/1/2014 tarihli ve 28870 sayılı). Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.4).
- Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (2022). *01.01.2021-30.09.2021 Dönemi Faaliyet Raporu*.

- Rist, M., & Pizzica, A. J. (2015). *Financial Ratios for Executives: How to Assess Company Strength, Fix Problems, and Make Better Decisions*. Apress.
- Robinson, T. R., Henry, E., Pirie, W. L., & Broihahn, M. A. (2015). *International Financial Statement Analysis*. John Wiley & Sons.
- Roth, J. (2022). "Pretest with Caution: Event-Study Estimates after Testing for Parallel Trends". *American Economic Review: Insights*, 4. Sayı, 3. Cilt, 305-322.
- Roth, J., Sant'Anna, P. H., Bilinski, A., & Poe, J. (2023). "What's Trending in Difference-in-Differences? A Synthesis of the Recent Econometrics Literature". *Journal of Econometrics*, 235. Sayı, 2. Cilt, 2218-2244.
- Sakovska, T. (2022). *The Private Equity Toolkit: A StepbyStep Guide To Getting Deals Done From Sourcing to Exit*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Sayılğan, G. (2017). *Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı (Güncelleştirilmiş ve Genişletilmiş 7. Baskı)*. Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Seely, A. (Son Revize: 28 Mayıs 2008). *Business Expansion Scheme*. House of Commons-Library (Standard Note: SN/BT/14).
- Seretakis, A. (2013). "A Comparative Examination of Private Equity in the United States and Europe: Accounting for the Past and Predicting the Future of European Private Equity". *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, 18. Sayı, 3. Cilt, 613-667.
- Seretakis, A. (2015). Private Equity in the United States and Europe Market and Regulatory Developments. H. K. Baker, G. Filbeck, & H. Kıymaz içinde, *Private Equity Opportunities and Risks* (s. 32-45). New York: Oxford University Press.
- Sermaye Piyasası Kurulu. (2016). *Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları*.
- Sermaye Piyasası Kurulu. (2022a). *Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları: Girişim Sermayesi Yatırım Fonları*.
- Sermaye Piyasası Kurulu. (2022b). *Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları*.
- Sharma, M., Singh, G., Gupta, P., & Prashar, E. (2014). "The Coefficient of Determination for Listed Private Equity Funds". *The Journal of Private Equity*, 17. Sayı, 4. Cilt, 27-33.
- Shima, K., & Fung, S. (2019). "Voluntary Disclosure of Environmental Performance After Regulatory Change". *Meditari Accountancy Research*, 27. Sayı, 2. Cilt, 287-324.

- Shipley, B., Coyne, A., Moore, R., & Perkins, J. (2023). "Private Equity 101 Understanding the Fundamentals of PE Investing". *Arnerich Massena, Inc.*
- Silbernagel, C., & Vaitkunas, D. (2012). "Mezzanine Finance". *Bond Capital*.
- Singh, H. (1990). "Mangement Buyouts: Distinguishing Characteristics and Operating Changes Prior to Public Offering". *Strategic Management Journal*, 11.Sayı, 111-129.
- Singh, R., Chauhan, Y., & Jادیappa, N. (2023). "Does an Effective Bankruptcy Reform Increases Collateralized Borrowing? Evidence From a Quasi-Natural Experiment in India". *Journal of Regulatory Economics*, 63. Sayı, 1. Cilt, 74-86.
- Small, K., Duncan, D., & Small, E. (2013). "The PowerShares Global Listed Private Equity Portfolio: Risk and Performance Analysis. *The Journal of Private Equity*, 16. Sayı, 2.Cilt, 99-109.
- Snow, J. (1855). *On the Mode of Communication of Cholera* (2. Baskı). London: John Churchill Press.
- Stanko, B., & Zeller, T. L. (2003). *Understanding Corporate Annual Reports : A User's Guide*. Wiley eBooks, <http://ci.nii.ac.jp/ncid/BA63403559>.
- Subramanyam, K. R., & Wild, J. J. (2009). *Financial Statement Analysis* (10. Baskı). The McGraw-Hill Companies.
- Sun, L., & Abraham, S. (2021). "Estimating Dynamic Treatment Effects in Event Studies with Heterogeneous Treatment Effects". *Journal of Econometrics*, 225. Sayı, 2. Cilt, 175–199. [2020, Working Paper]
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, Finansal Piyasalar ve Kambiyo Genel Müdürlüğü. (2024). 2024 2. Çeyrek BKS İlerleme Raporu. 8 Ekim, 2024 tarihinde <https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2024/07/BKS-ILERLEME-RAPORU-2.-CEYREK.pdf> adresinden alındı
- Tazhitdinova, A., & Vazquez-Bare, G. (2023). "Difference-in-Differences with Unequal Baseline Treatment Status". National Bureau of Economic Research (No. w31063).
- Tchetgen, E. J., Park, C., & Richardson, D. B. (2023). "Universal Difference-in-Differences for Causal Inference in Epidemiology". *Epidemiology*, 5. Sayı, 1.Cilt, 16-22.
- The Investment Association. (2022). "Investment Management In The UK 2020-2021: The Investment Association Annual Survey", London. 4 Ocak, 2022 tarihinde <https://www.theia.org/sites/default/files/2021-09/IMS%20report%202021.pdf> adresinden alındı.

- Thome, J. C., Rebeiro, P. F., Spieker, A. J., & Shepherd, B. E. (2024). "Understanding Difference-in-differences Methods To Evaluate Policy Effects With Staggered Adoption: An Application To Medicaid and HIV". *arXiv preprint arXiv:2402.12576*.
- Thukaram, R. M. (2006). *Accounting and Financial Management for BCA & MCA*. New Age International.
- Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı. (2012). *Girişim Sermayesi: Türkiye İçin Çıkarımlar ve Öneriler*. TTGV, Ankara,1-96.
- Uçkun, N. (2009). "KOBİ'lerin Finansal Sorunlarına Melek Sermaye Çare Olabilir Mi?". *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 41. Sayı, 121-131.
- Uludağ, İ. (1996). *Gümrük Birliği Sürecinde KOBİ' ler ve Risk Sermayesi Şirketleri Modeli*. İstanbul Ticaret Odası: (Yayın No: 1996-42), Lebib Yalkın Yayınları.
- Uygurtürk, H., & Soylu, N. (2016). "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Likidite ve Karlılık Performanslarının Copras Yöntemi İle Analizi". *Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2. Sayı, 637-650.
- Ünal, S., & Aydın, M. (2021). "Evaluation of the Performance of Equity Funds in Turkey". *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 13. Sayı, 2.Cilt, 1200-1215.
- Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (2022). *01.01.2021-30.09.2021 Dönemi Faaliyet Raporu*.
- Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (2024). *01.01.2023-31.12.2023 Dönemi Faaliyet Raporu*.
- Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (2024). *01.01.2024-30.09.2024 Dönemi Faaliyet Raporu*.
- Viviani, D., Giorgino, M., & Steri, R. (2008). "Private Equity-Backed IPOs and Long-Run Market Performance Analysis of Italian Firms". *The Journal of Private Equity*, 11. Sayı, 3.Cilt, 50-60.
- Wahlen, J. M., Baginski, S. P., & Bradshaw, M. (2015). *Financial Reporting, Financial Statement Analysis and Valuation*. Cengage Learning.
- Wang, N. (2016). "Modern Portfolio Theory with Private Equity" (Araştırma Önerisi). Chazen Institute of International Business at Columbia Business School.
- Wang, Z., Yin, Q. E., & Yu, L. (2021). "Real Effects of Share Repurchases Legalization on Corporate Behaviors". *Journal of Financial Economics*, 140. Sayı, 1. Cilt, 197-219.

- Wilson, N., Wright, M., Siegel, D., & Scholes, L. (2012). "Private Equity Portfolio Company Performance During the Global Recession". *Journal of Corporate Finance*, 18. Sayı, 193-205.
- Wing, C., Yozwiak, M., Hollingsworth, A., Freedman, S., & Simon, K. (2024). "Designing Difference-in-Difference Studies with Staggered Treatment Adoption: Key Concepts and Practical Guidelines". *Annual Review of Public Health*, 45. Sayı, 1.Cilt, 485–505.
- Xin, F., & Xiumin, W. (2019). "The Impact of Private Equity on Corporate Performance: An Empirical Research of the Listed Companies on GEM". *Advances in Economics, Business and Management Research*, 109. Sayı, 881-888.
- Xue, S., Chang, Q., & Xu, J. (2023). "The Effect of Voluntary and Mandatory Corporate Social Responsibility Disclosure on Firm Profitability: Evidence From China". *Pacific-Basin Finance Journal*, 77. Sayı, 101919, 1-16.
- Yafengyun, Q. (2010). *A Survey of Venture Capital in Europe, Implications for the Chinese Venture Capital Market (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi)*. Universiteteti Oslo, Oslo.
- Yatmaz, F. E. (2012). *Girişim Sermayesi: Türkiye İçin Bölgesel Model Önerisi (Uzmanlık Tezi)*. T.C. Kalkınma Bakanlığı Bölgesel Gelişme ve Yapısal Uyum Genel Müdürlüğü, Yayın No:2833.
- Yeşildal, S. (2017). *Mezzanine (Ara) Finansmanın Girişim Şirketlerinin Finansmanında Kullanılması, GSYO ve GSYF'ler İçin Getirilebilecek Öneriler (Yeterlilik Etüdü)*. Ankara: SPK.
- Yiğit, F. (2016). *Sermaye Yapısı ve SermayeYapısı Teorileri*. Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık Eğitim Danışmanlık Tic. Ltd. Şti.
- Yıldırım, İ., & Gülcemal, T. (2010). "Kaldıraçlı Şirket Ele Geçirmeleri (Leveraged Buy Out-Lbo) ve Türkiye Uygulamaları: Borç Yiğidin Kamçısı Mı?". *Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 2. Cilt, 1. Sayı, 107-114.
- Yılmaz, F. E. (2012). *Girişim Sermayesi: Türkiye İçin Bölgesel Model Önerisi (Uzmanlık Tezi)*. Ankara: Kalkınma Bakanlığı Yayınları, Yayın No:2833.
- Zaimoğlu, T. (2001). *"Risk Sermayesi ve Türkiye"de Uygulama Olanakları" (2. Baskı)*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.
- Zeisberger, C., Prah, M., & White, B. (2017). *Mastering Private Equity: Transformation via Venture Capital, Minority Investments & Buyouts*. London: John Wiley & Sons Ltd.



EKLER

Ekler Hakkında Açıklayıcı Notlar

Bu bölümdeki diyagramlarda yer alan elementlerin açıklanması söz konusu görsellerin daha iyi okunmasına yardımcı olacaktır. FF hesaplamaları yoluyla finansal analiz kapsamında portföy şirketlerinin değerlendirilmesi amacıyla oluşturulan grafikler, karmaşık bir analizi görsel olarak anlaşılır kılmak için tasarlanmış iki panelden oluşmaktadır. Grafiklerin her bir elementi şu şekilde detaylı bilgi sağlamaktadır:

Kutu diyagramlar, veri dağılımının beş özetini gösterir: Minimum, Birinci Çeyrek (Q1), Medyan, Üçüncü Çeyrek (Q3) ve Maksimum Değerler. Bu kutular, verilerin dağılımını ve yoğunlaşma noktalarını anlamamızı sağlar. Beyaz elmas şeklindeki noktalar, her grubun ortalama değerini gösterir ve FF hesaplamasında kullanılan temel değerlerdir. Her kutu diyagram üzerindeki sayısal değerler, grup ortalamalarının farklarını temsil eder.

Gruplar Arası Karşılaştırma Elementleri: Kesikli gri yatay çizgiler, aynı dönem içindeki müdahale (treated) ve kontrol grupları arasındaki karşılaştırmayı kolaylaştırır. Yeşil ok, treated grubun zaman içindeki değişimini gösterir. Gri ok, kontrol grubun zaman içindeki değişimini gösterir.

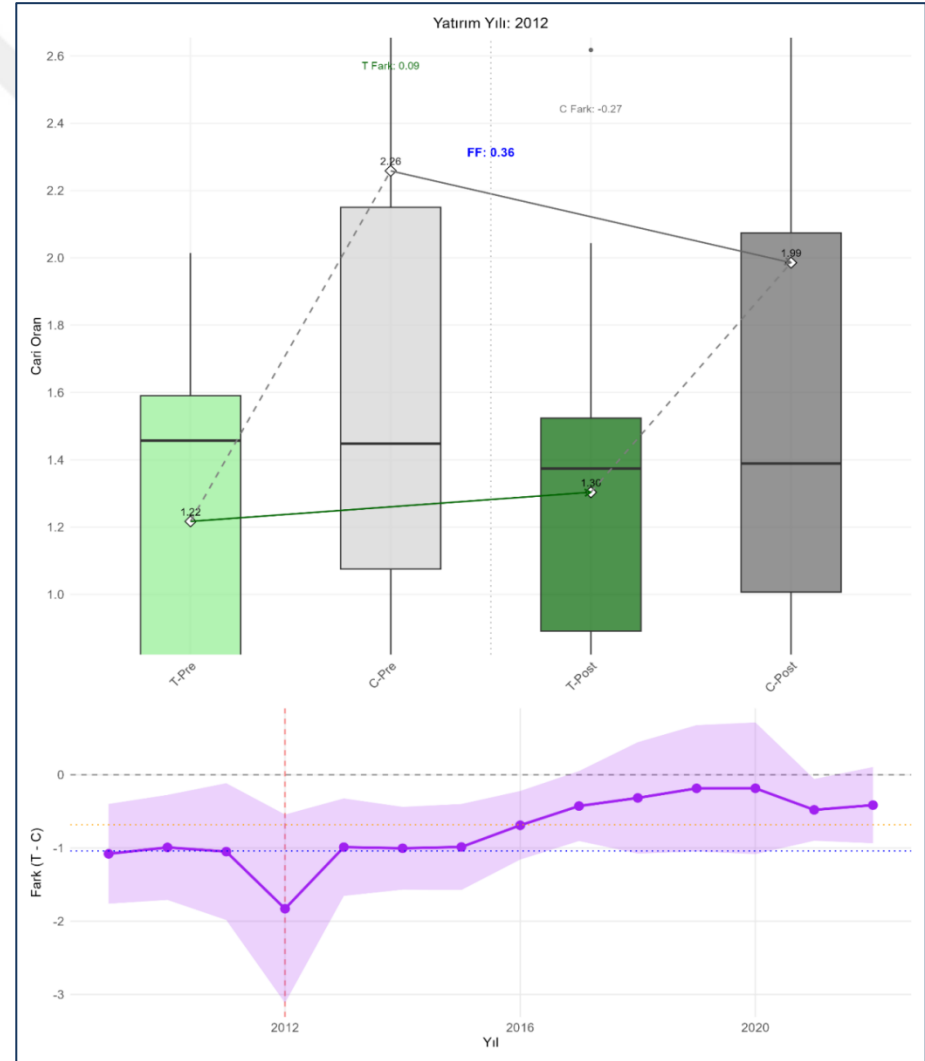
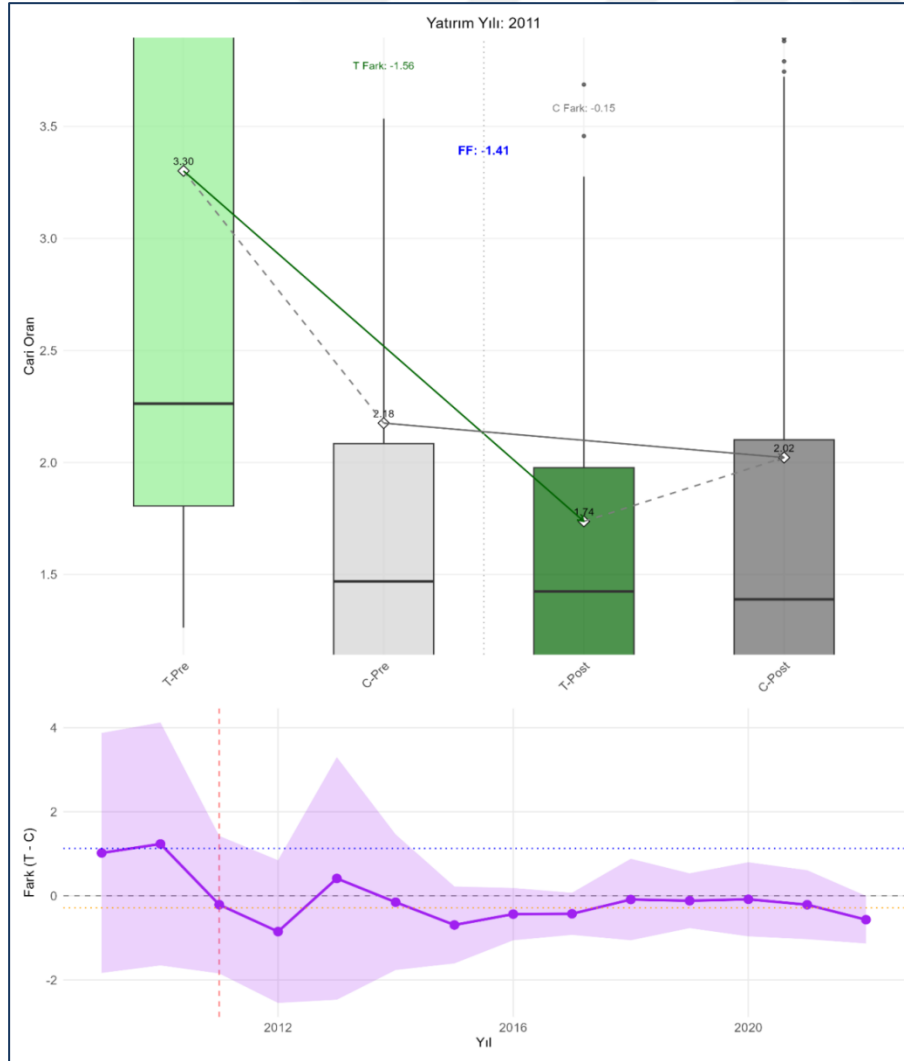
Görsel Farklılaştırma: Açık yeşil (T-Pre), yatırım öncesi müdahale (yatırım alan) grubunu, koyu yeşil (T-Post), yatırım sonrası müdahale grubunu, açık gri (C-Pre), yatırım öncesi kontrol grubunu, koyu gri (C-Post), yatırım sonrası kontrol grubunu gösterir.

Fark Göstergeleri: "T Fark", müdahale grubunun yatırım öncesi ve sonrası arasındaki farkı, "C Fark", kontrol grubun yine yatırım öncesi ve sonrasındaki dönemler arasındaki farkı, "FF": İki grubun farklarının farkı, yani yatırımın net etkisini gösterir.

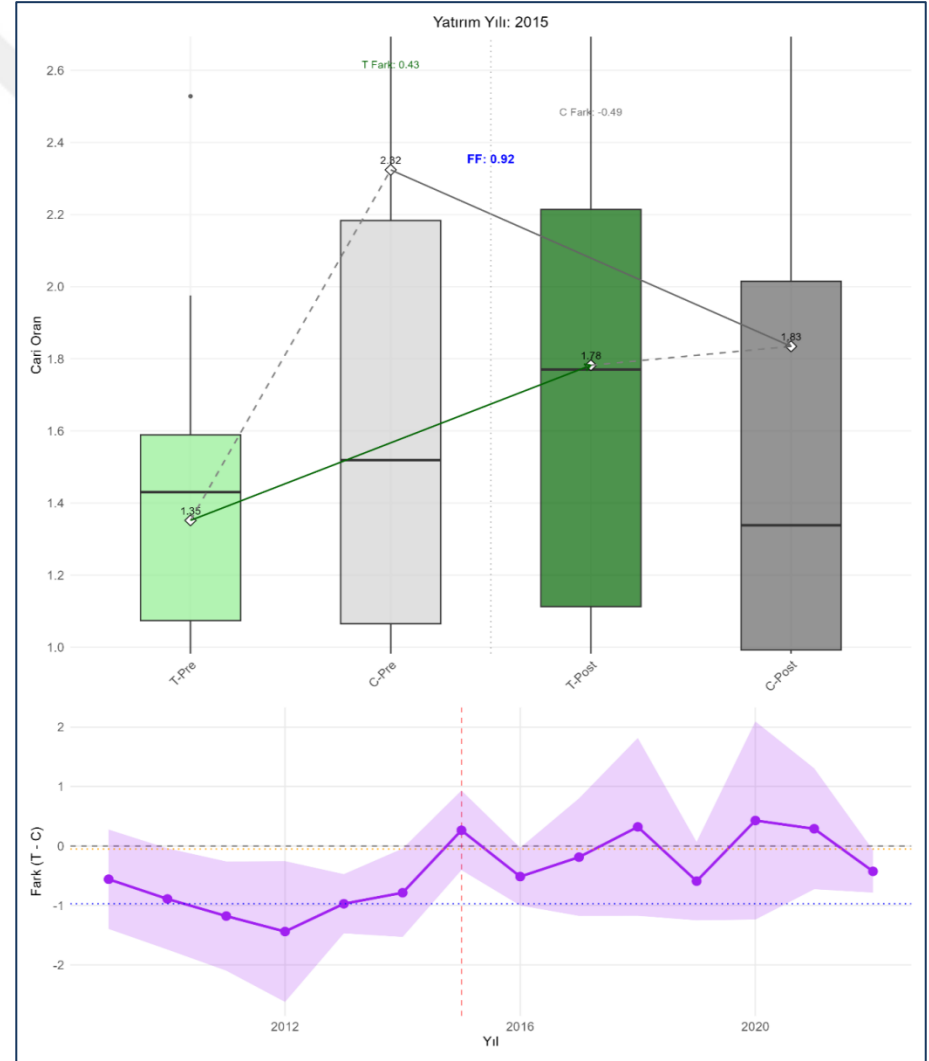
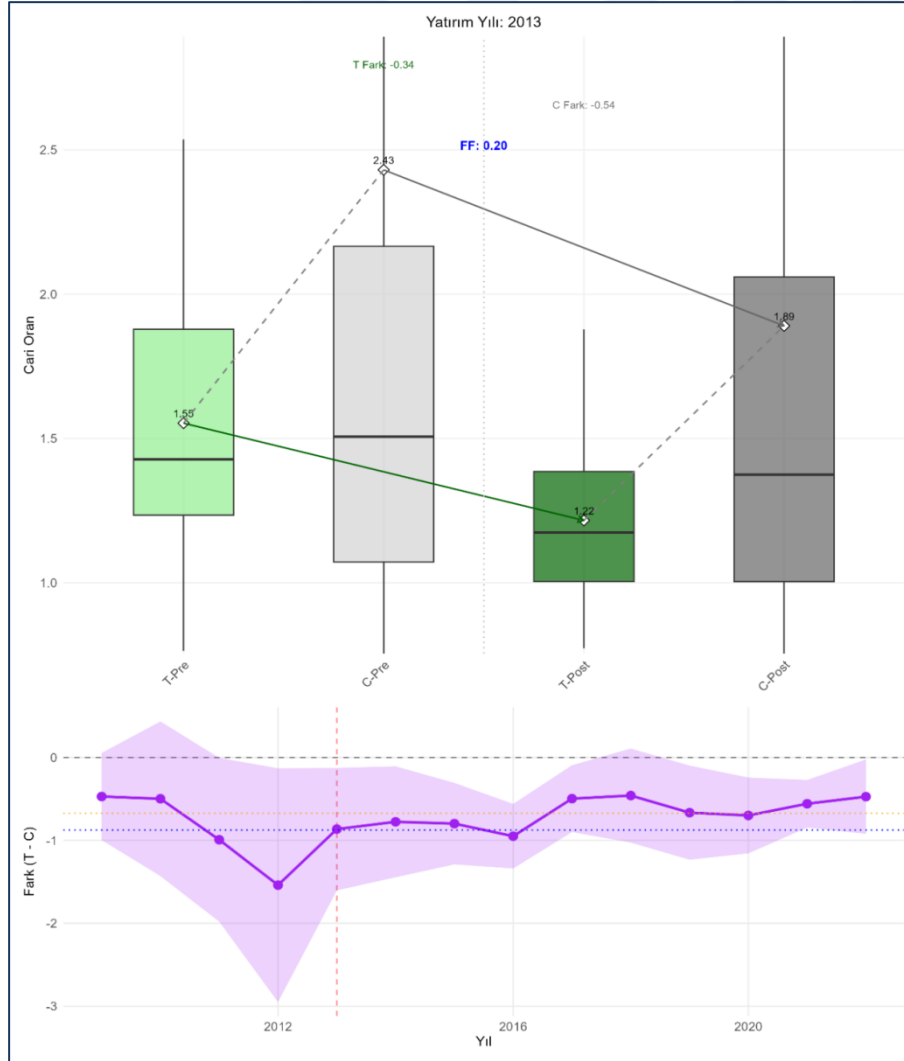
Alt Panel - Zaman Serisi Grafiği: Mor çizgi, zaman içinde müdahale ve kontrol grupları arasındaki farkın nasıl değiştiğini, mor gölgeli alan bu farkın %95 güven aralığını yani tahmin belirsizliğini göstermektedir.

Referans Çizgileri: Kırmızı kesikli dikey çizgi, yatırım yapılan yılı işaretler. Yatay kesikli sıfır çizgisi, gruplar arasında fark olmadığı durumu gösterir. Mavi noktalı yatay çizgi, yatırım öncesi dönemdeki ortalama farkı gösterir. Turuncu noktalı yatay çizgi, yatırım sonrası dönemdeki ortalama farkı gösterir. Bu görsel elementlerin tümü bir araya gelerek, gruplar arasındaki farklılıkları, bu farklılıkların zaman içindeki değişimlerini, bir başka ifadeyle yatırımın zamansal etkisini gösterir ve bu etkiyi anlamamızı sağlar.

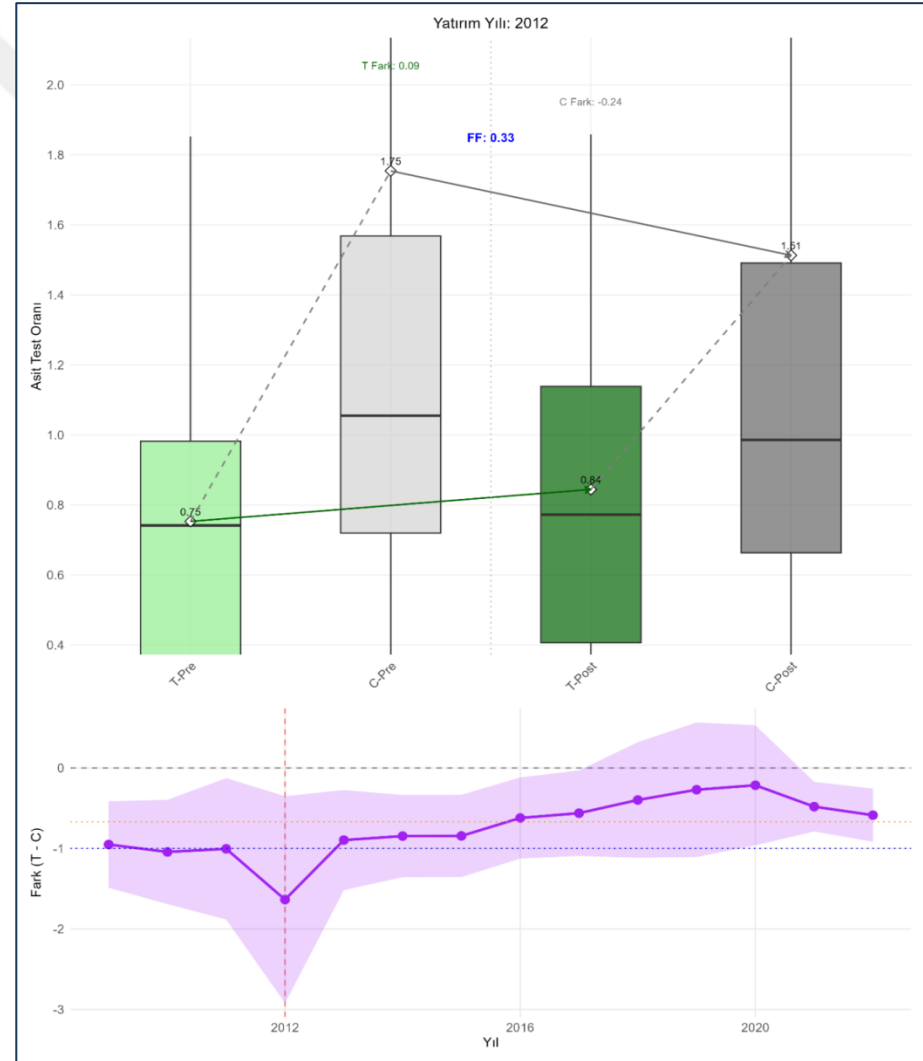
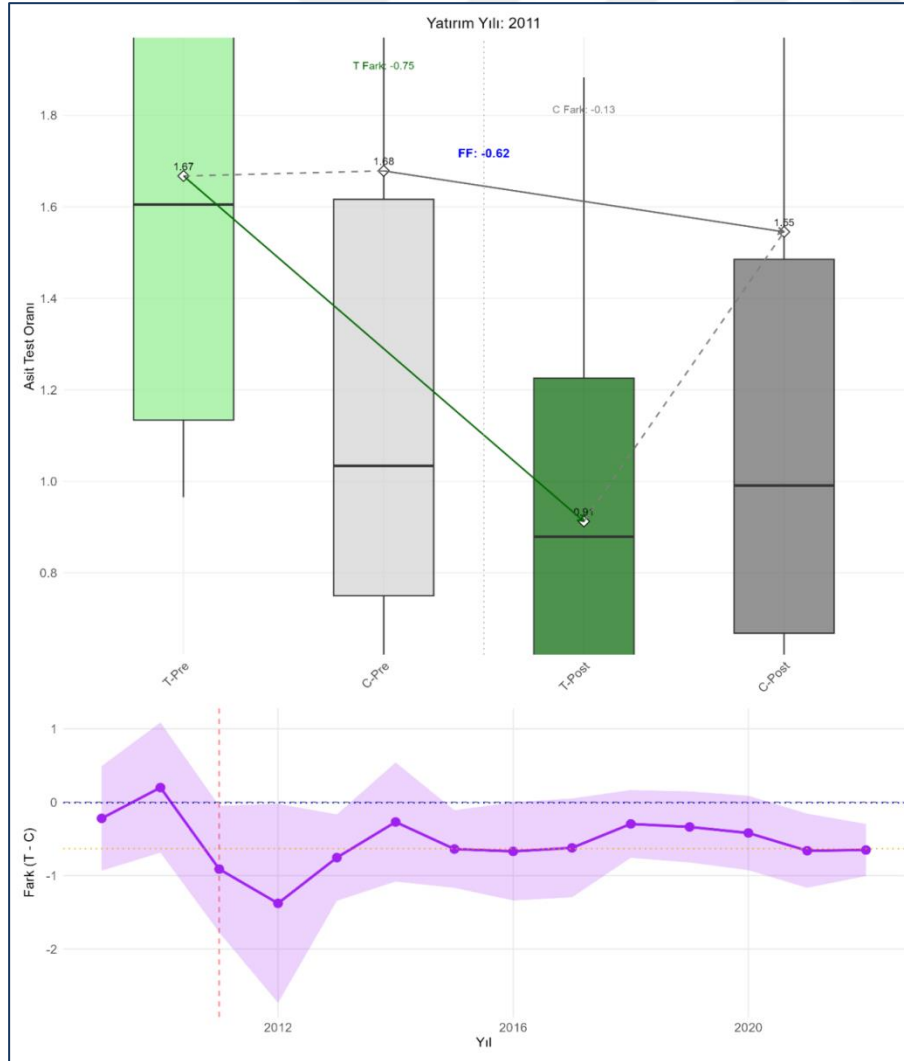
EK- 1. 2011 ve 2012 T Grubu Cari Oranlarındaki Net Etki Değişimi



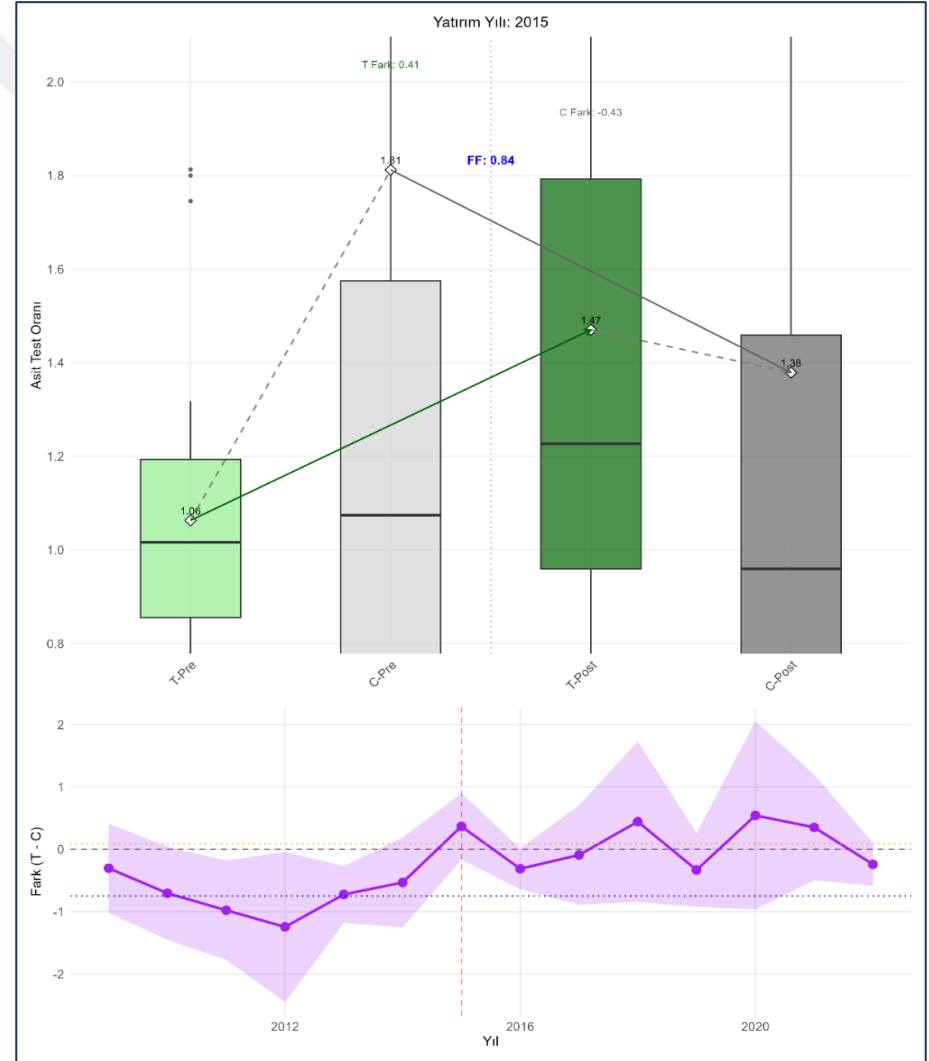
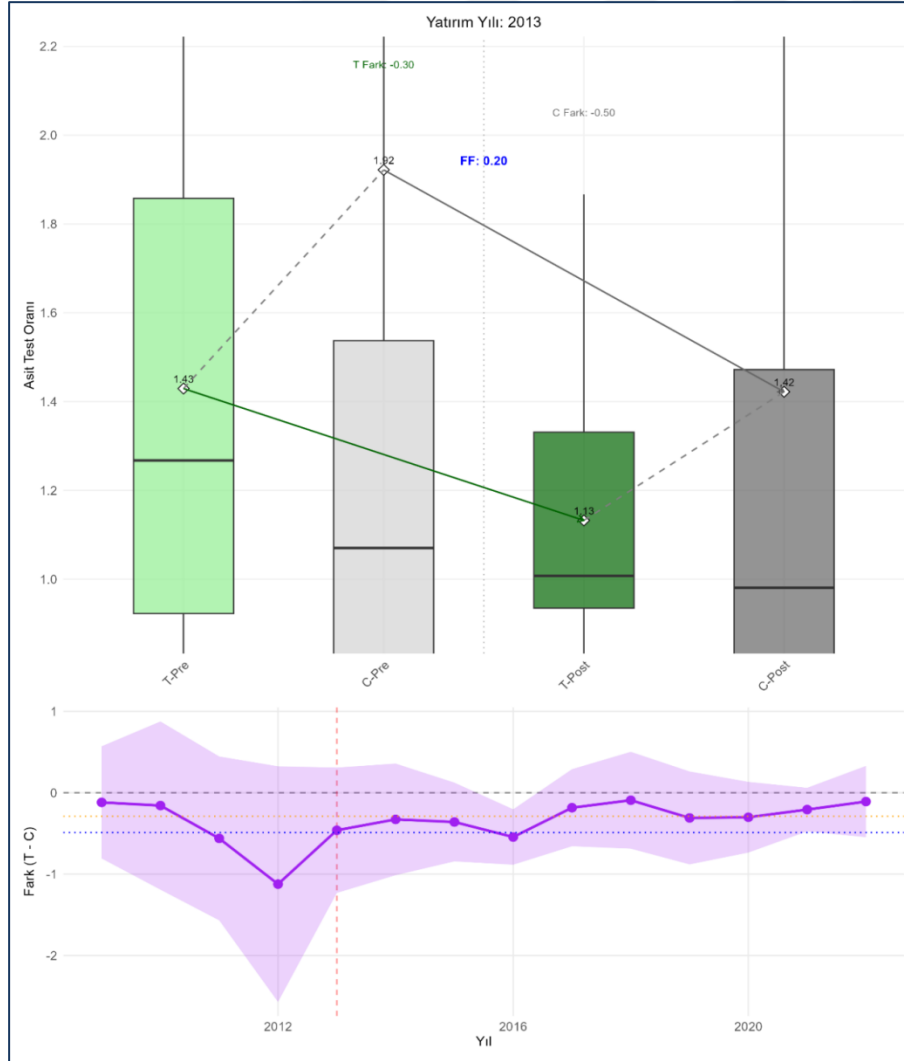
EK- 2. 2013 ve 2015 T Grubu Cari Oranlarındaki Net Etki Değişimi



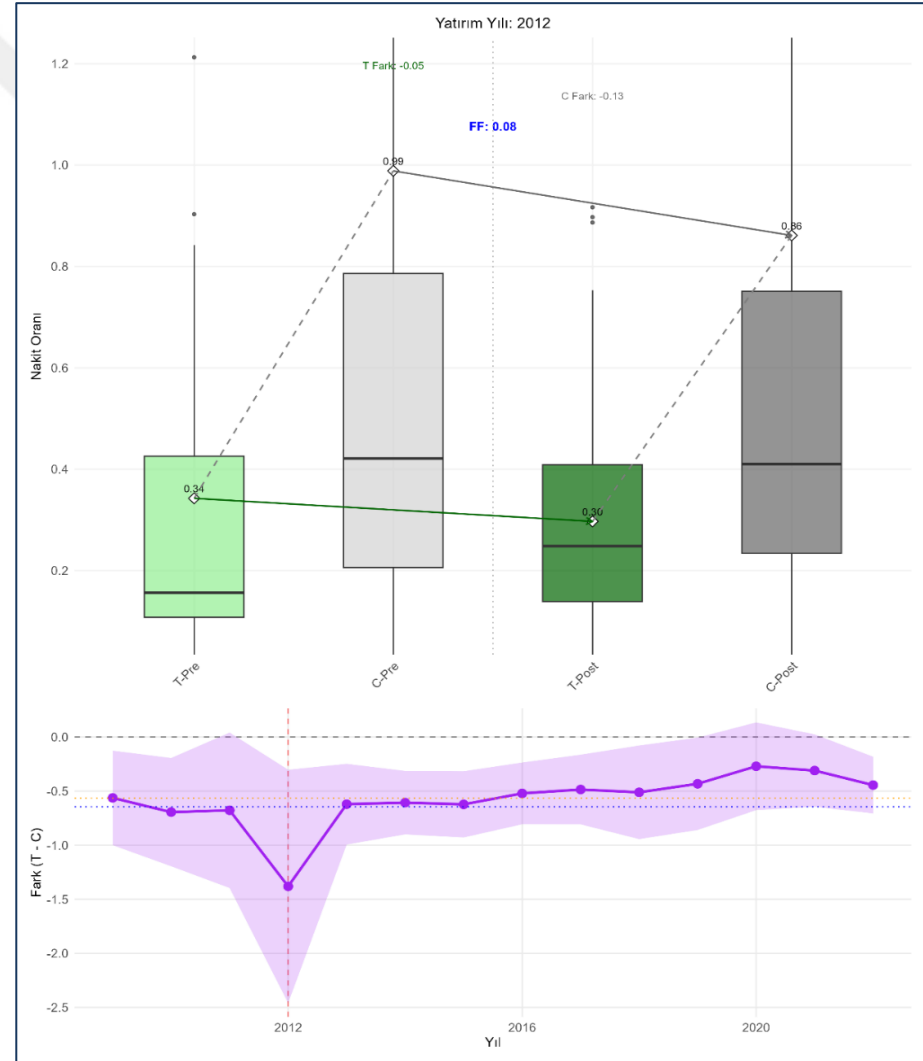
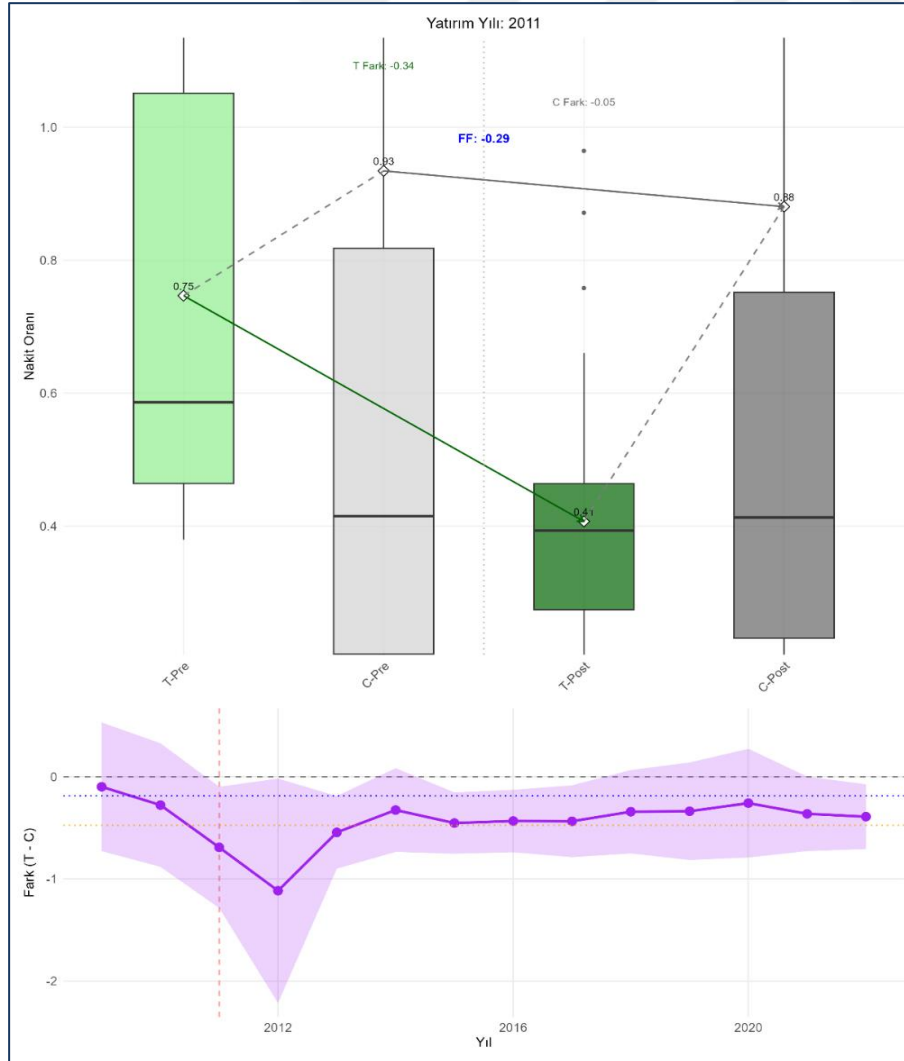
EK- 3. 2011 ve 2012 T Grubu Asit Test Oranlarındaki Net Etki Değişimi



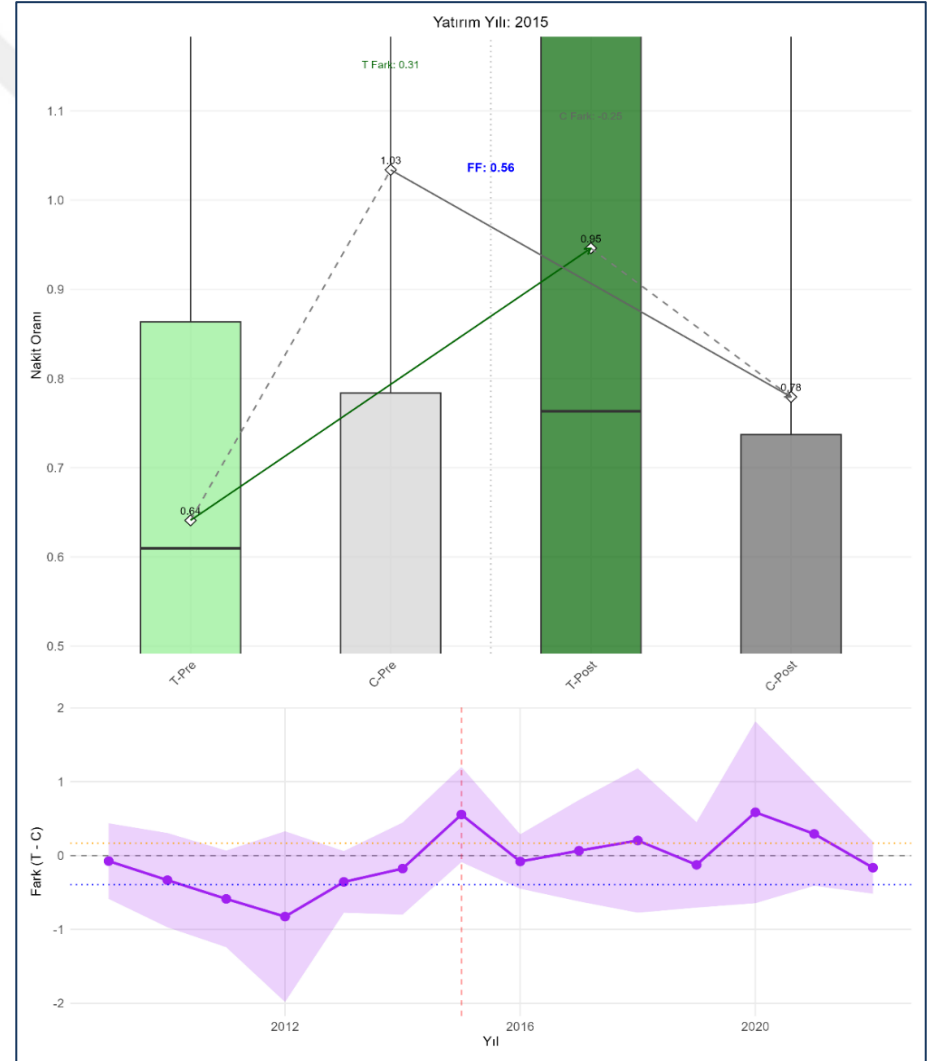
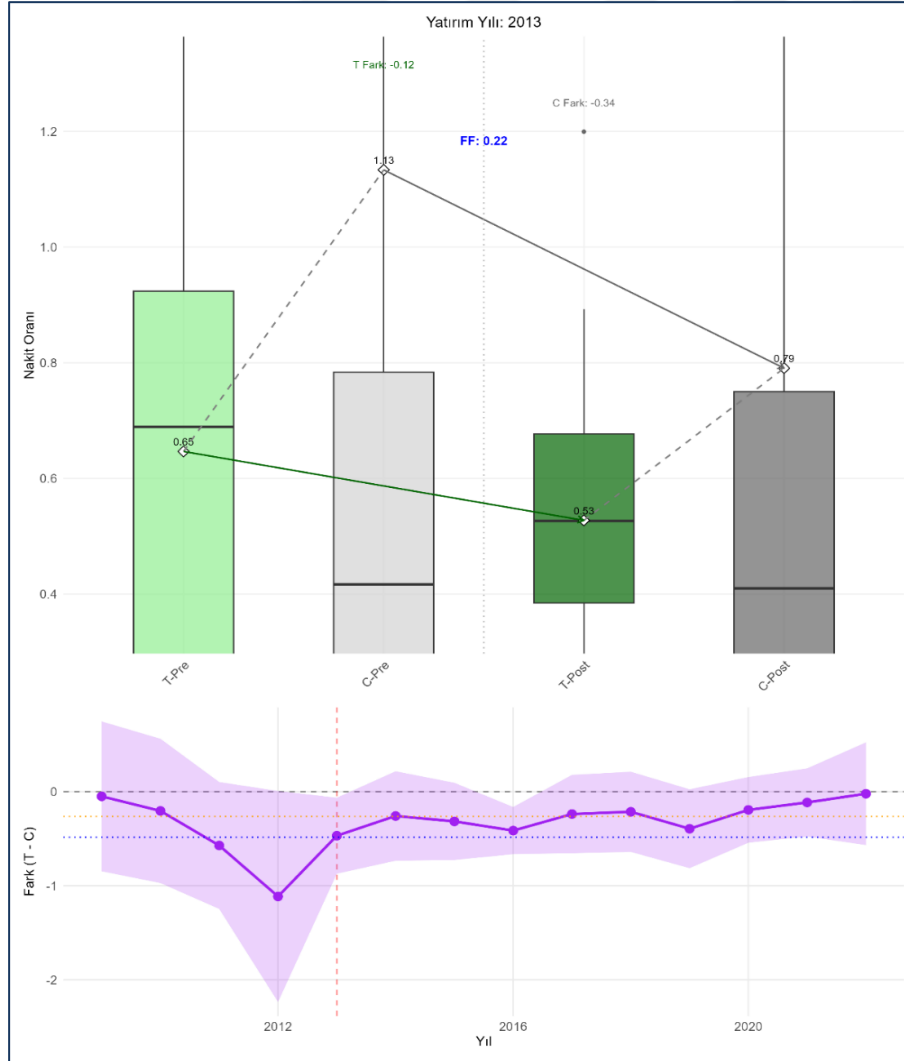
EK- 4. 2013 ve 2015 T Grubu Asit Test Oranlarındaki Net Etki Değişimi



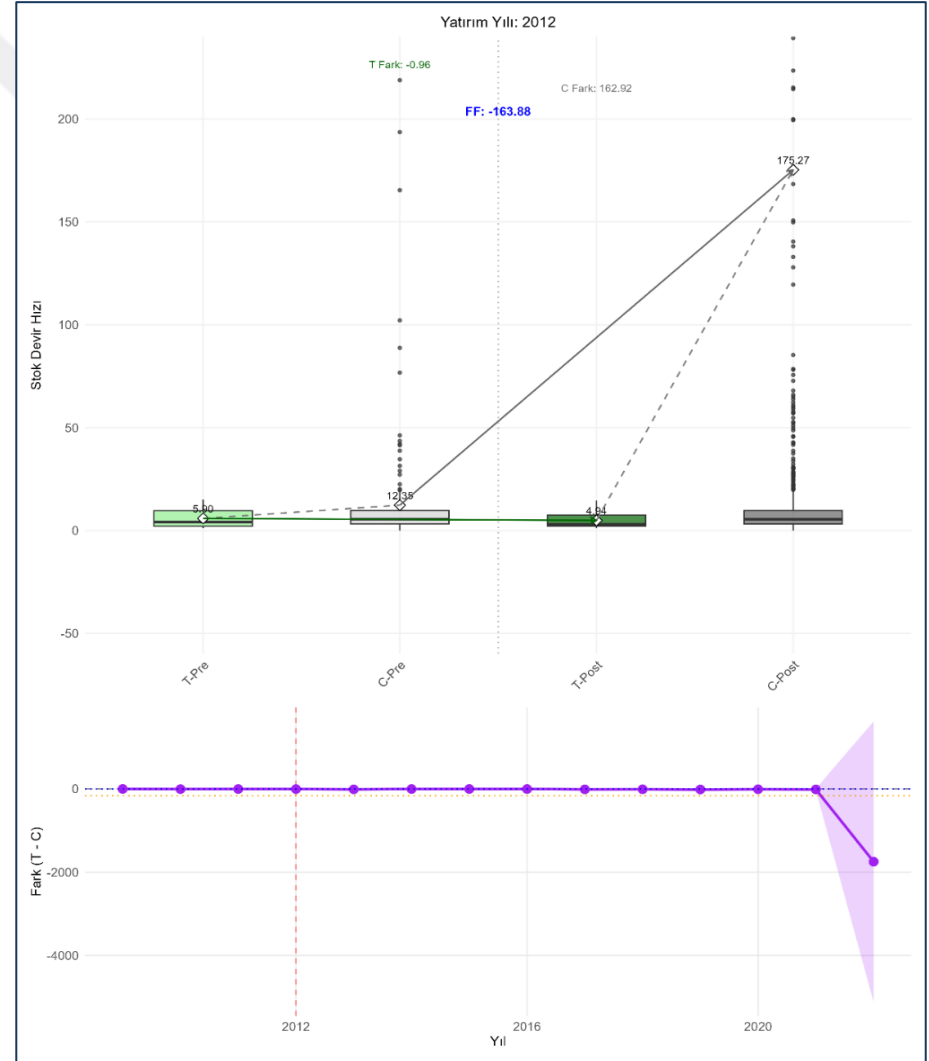
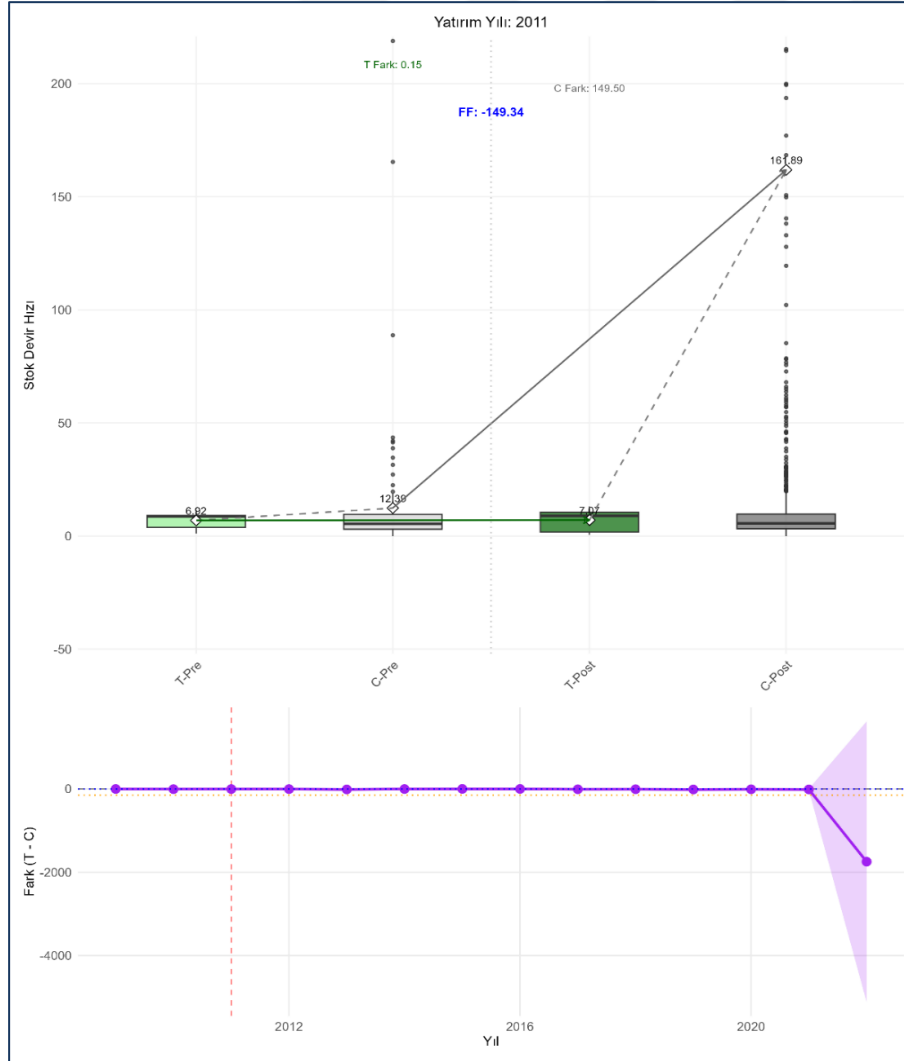
EK- 5. 2011 ve 2012 T Grubu Nakit Oranlarındaki Net Etki Değişimi



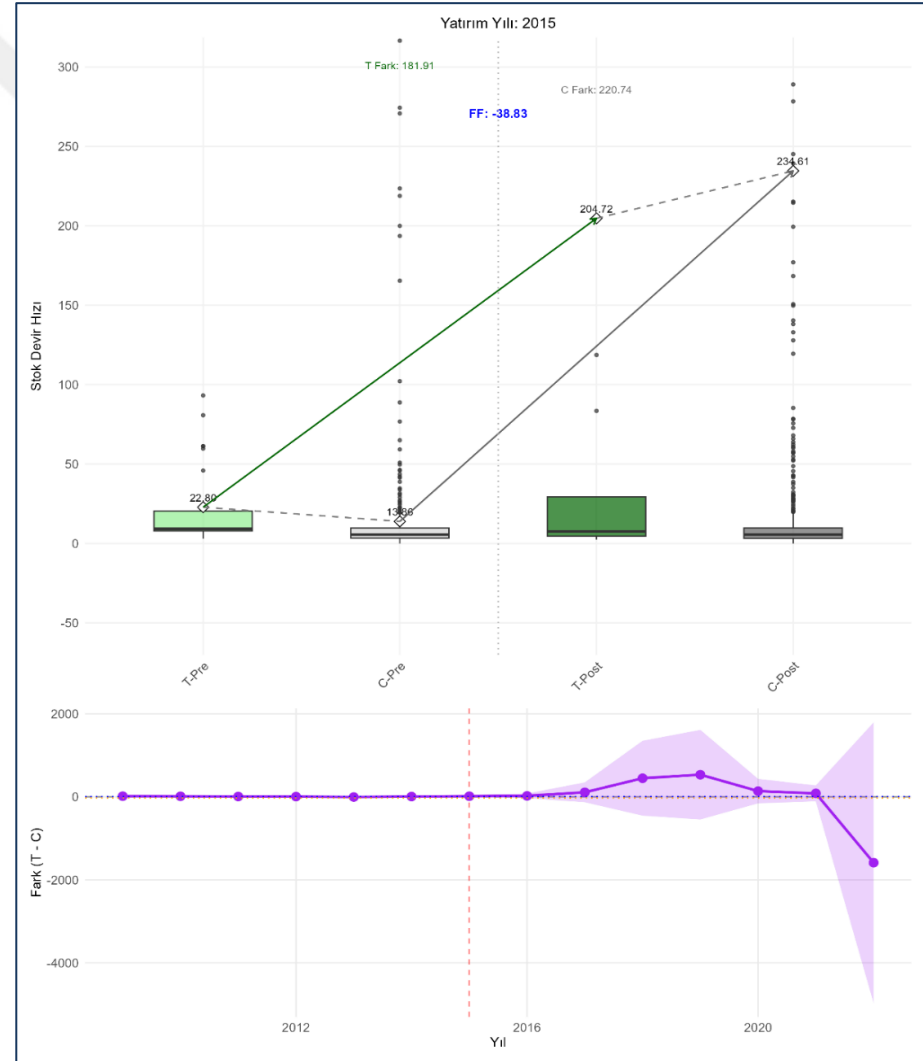
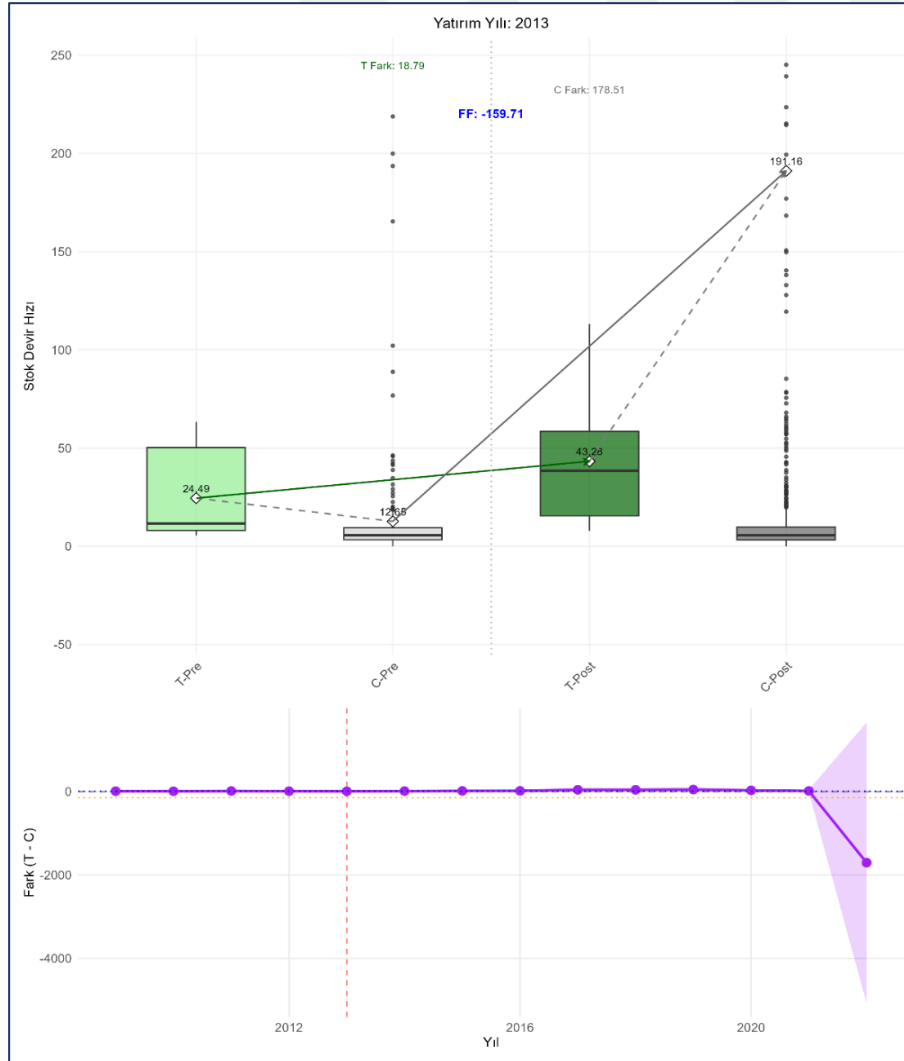
EK- 6. 2013 ve 2015 T Grubu Nakit Oranlarındaki Net Etki Değişimi



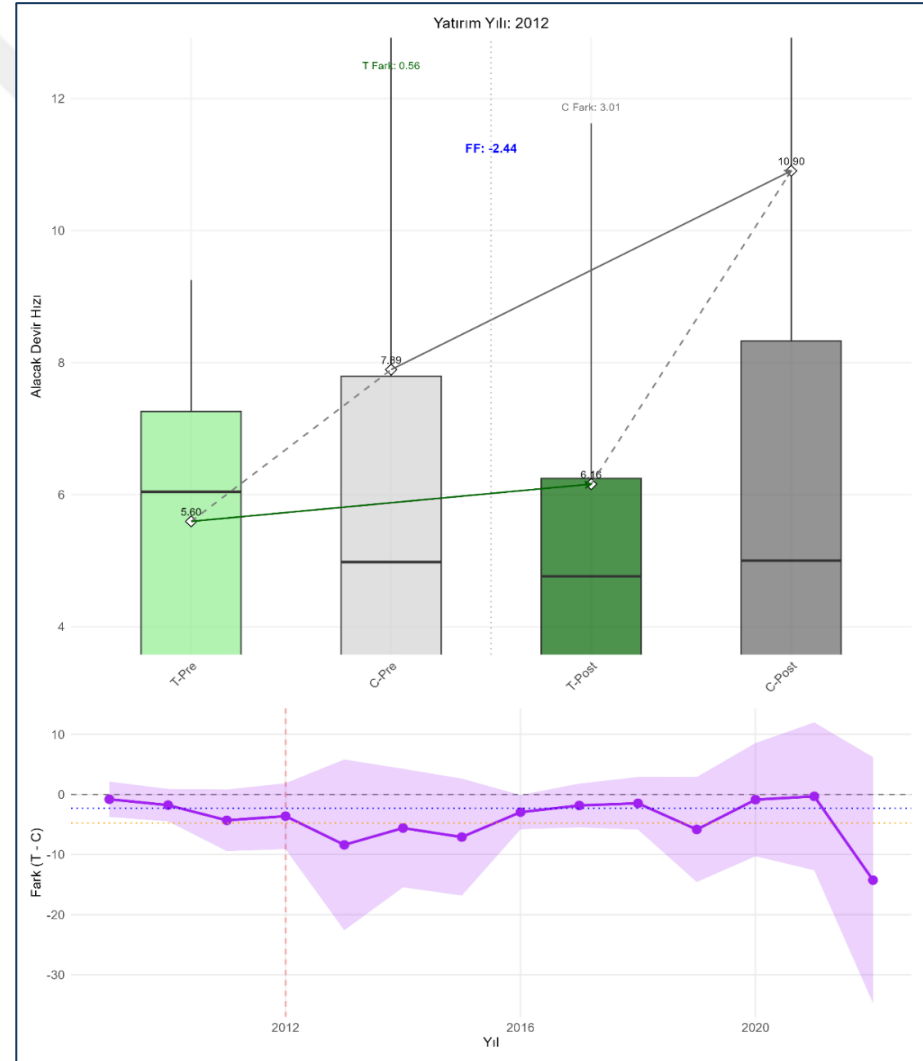
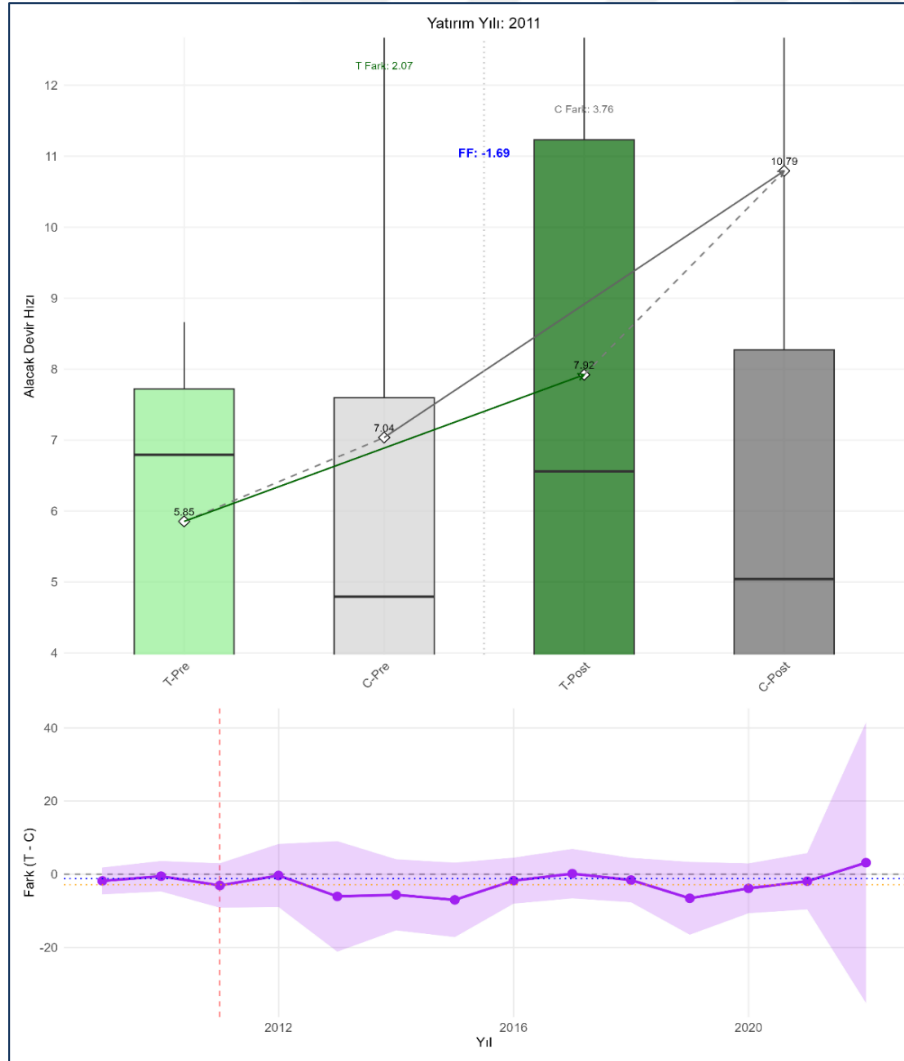
EK- 7. 2011 ve 2012 T Grubu Stok Devir Hızlarındaki Net Etki Değişimi



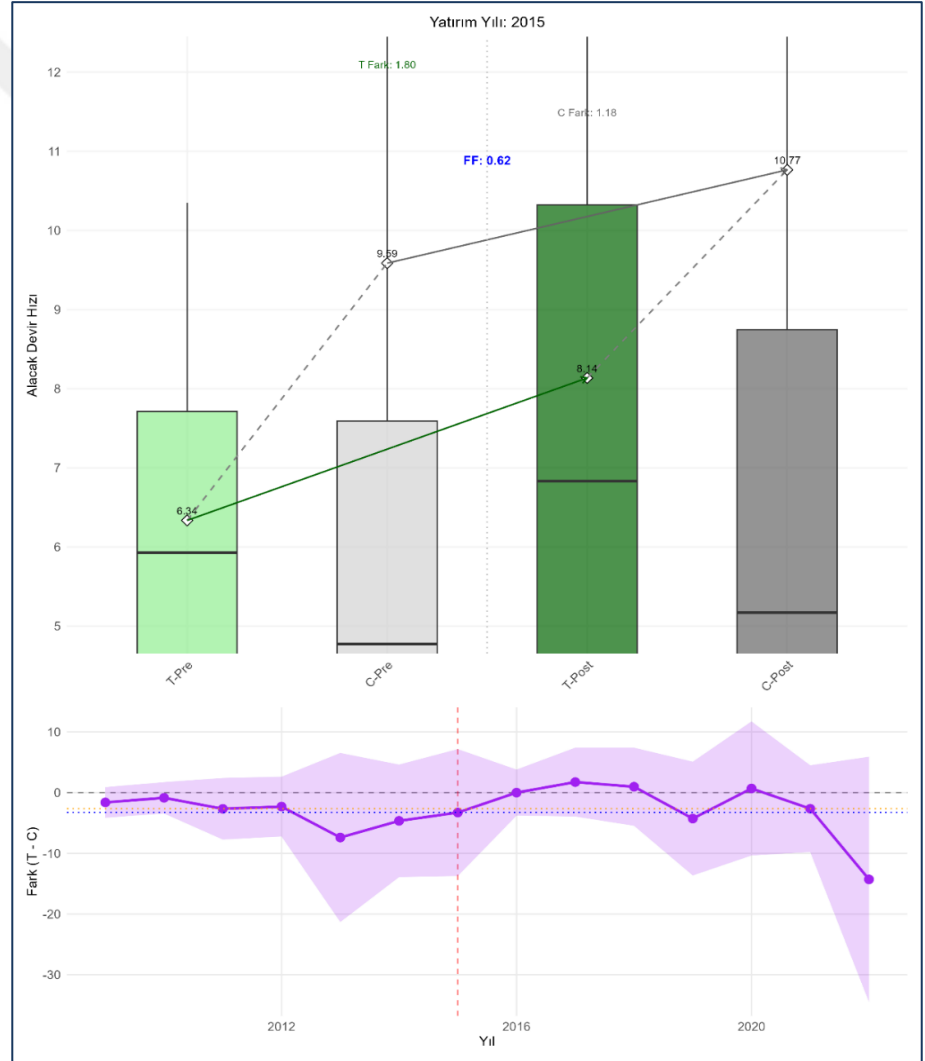
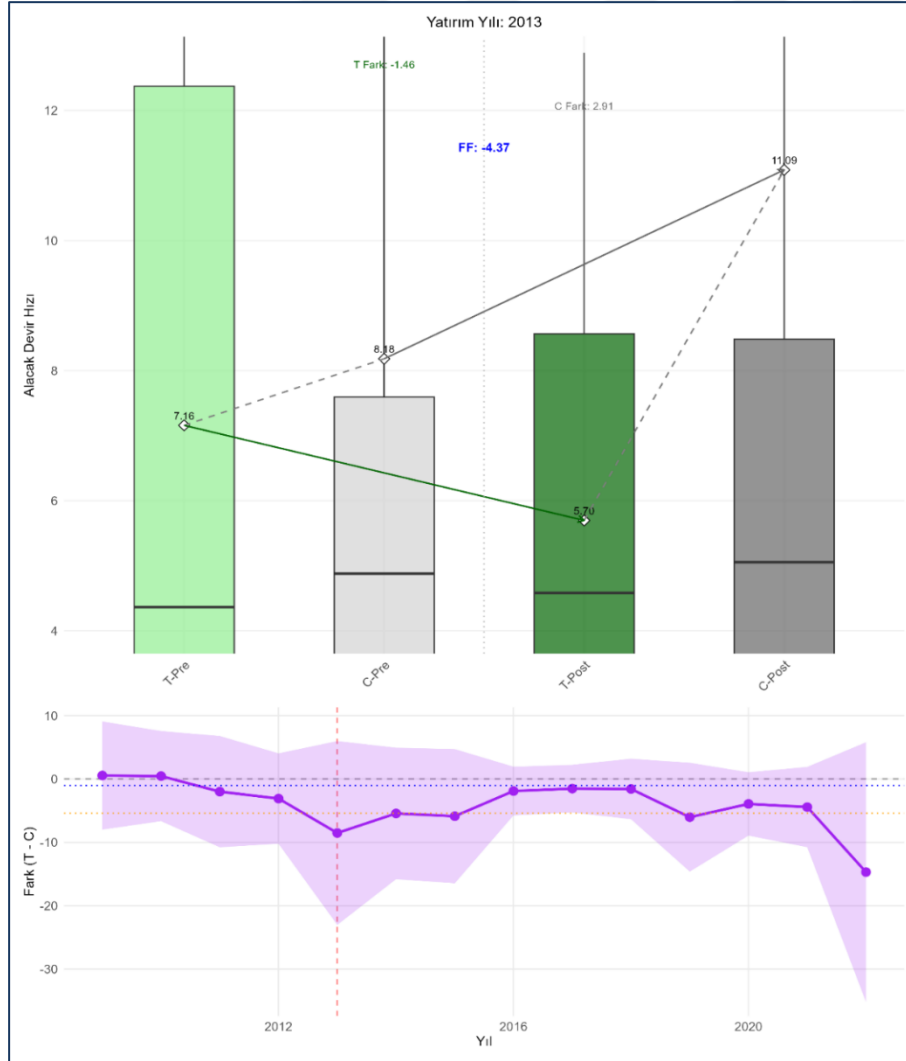
EK- 8. 2013 ve 2015 T Grubu Stok Devir Hızlarındaki Net Etki Değişimi



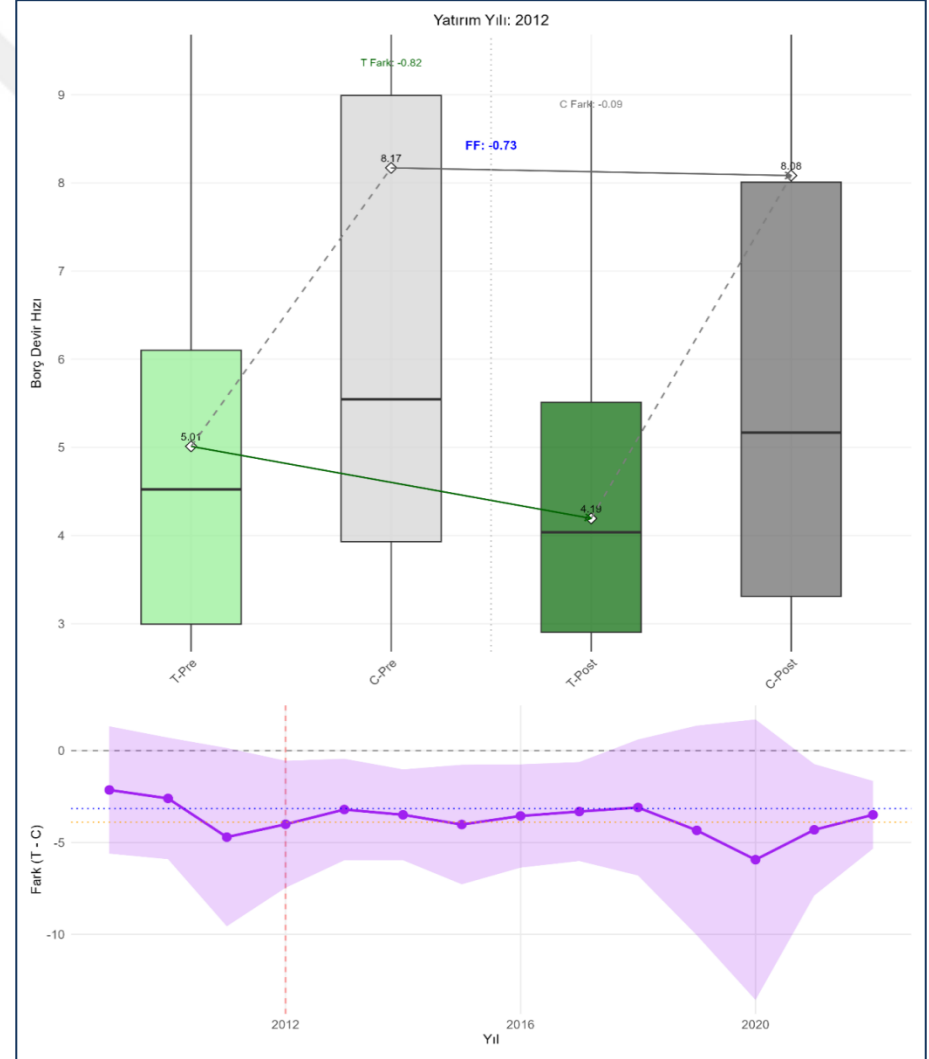
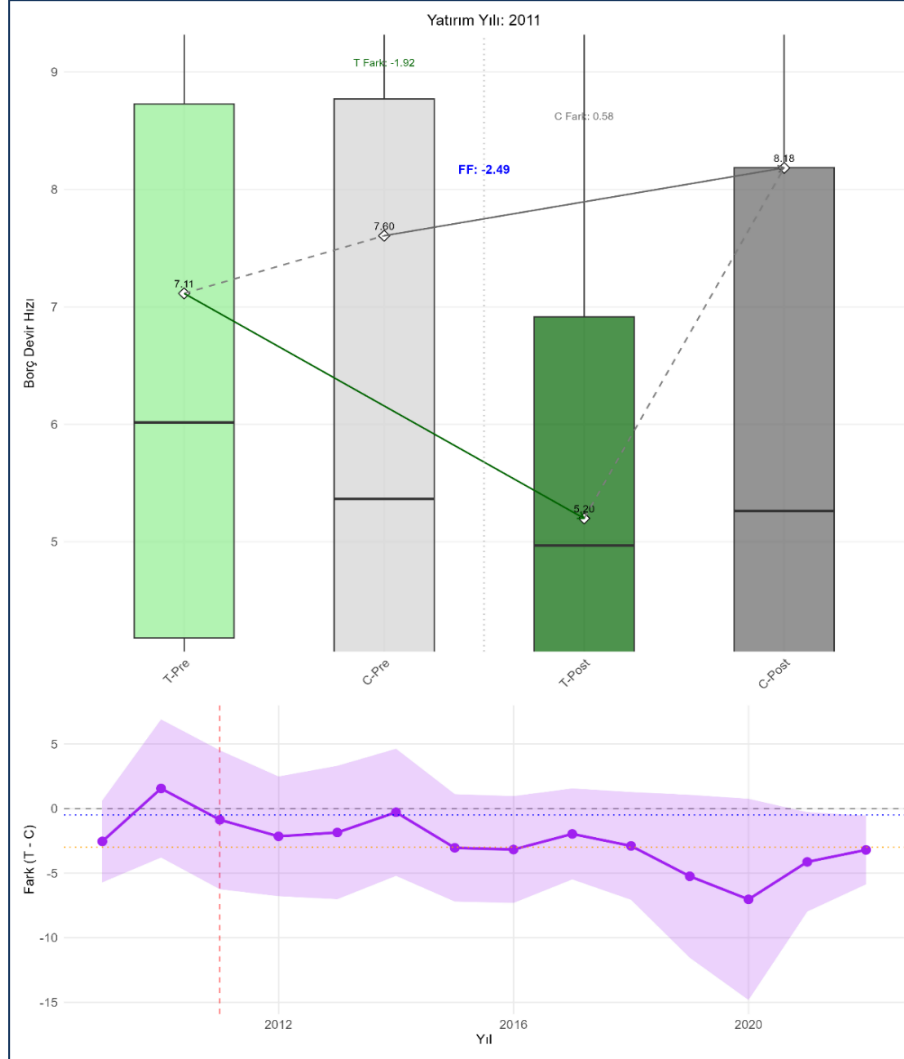
EK- 9. 2011 ve 2012 T Grubu Alacak Devir Hızlarındaki Net Etki Değişimi



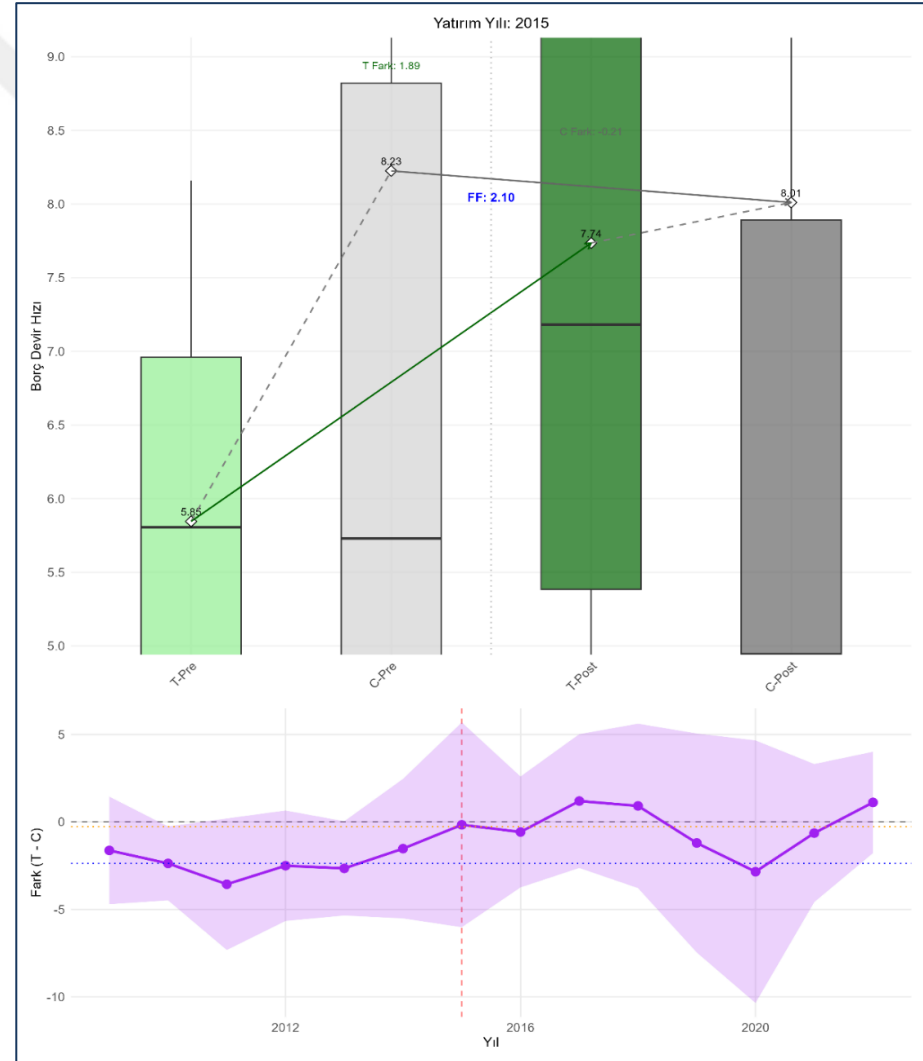
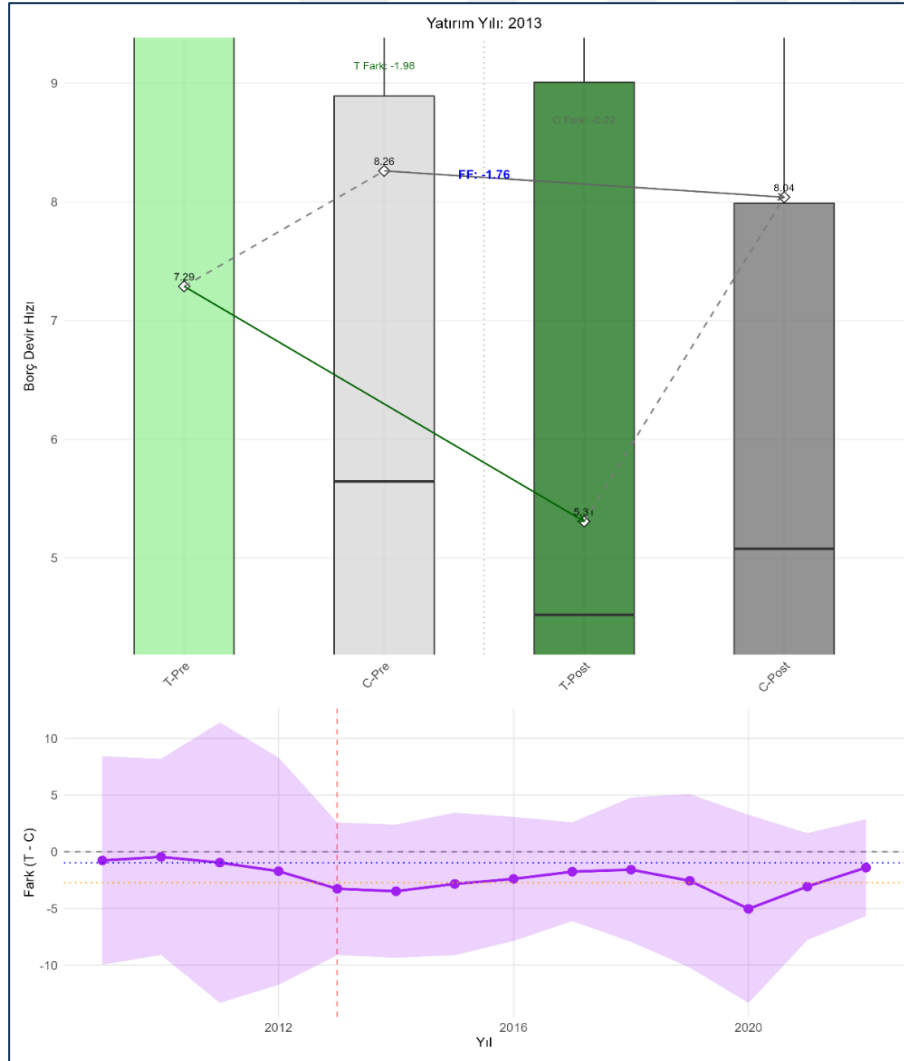
EK- 10. 2013 ve 2015 T Grubu Alacak Devir Hızlarındaki Net Etki Değişimi



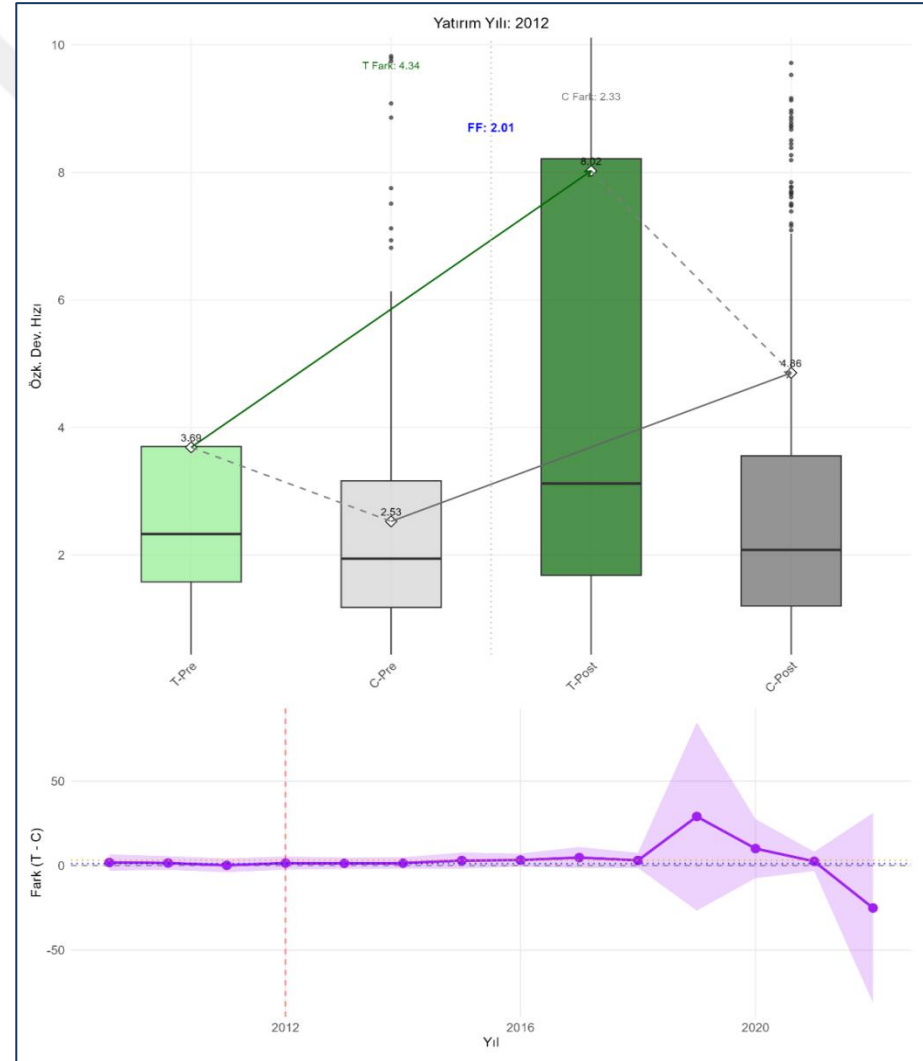
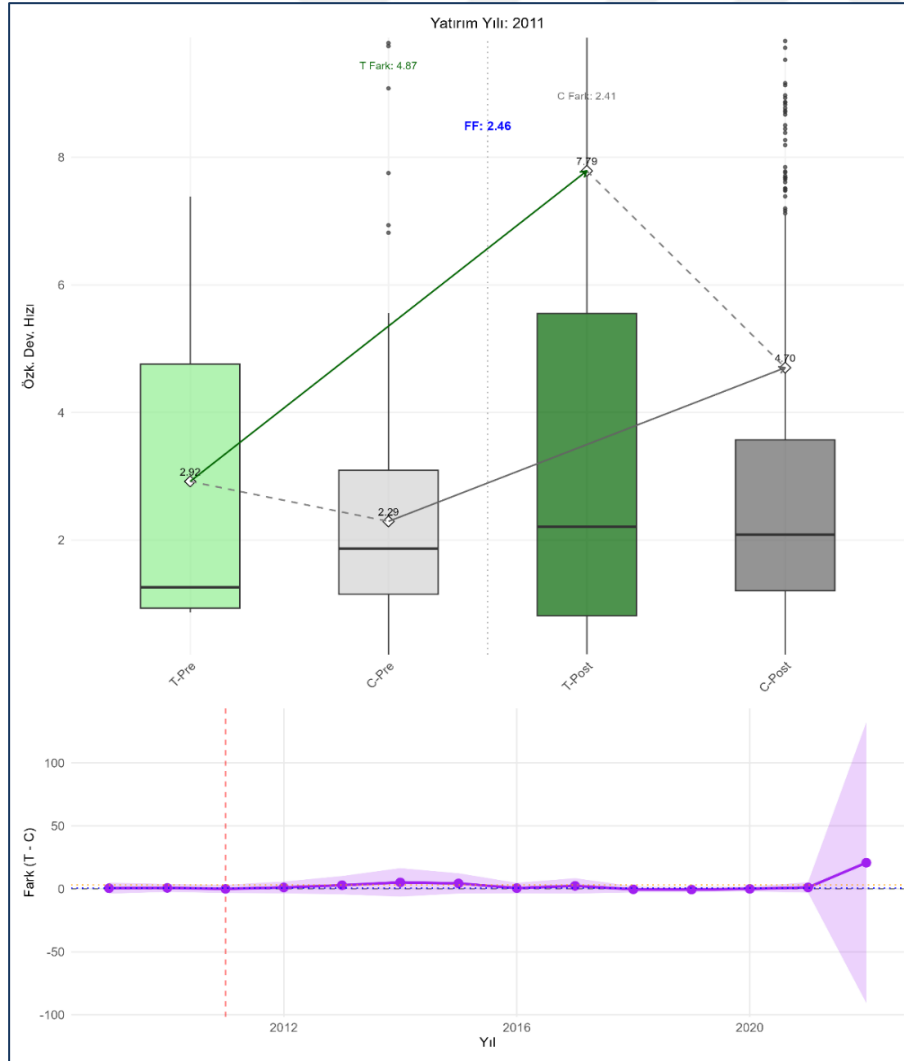
EK- 11. 2011 ve 2012 T Grubu Borç Devir Hızlarındaki Net Etki Değişimi



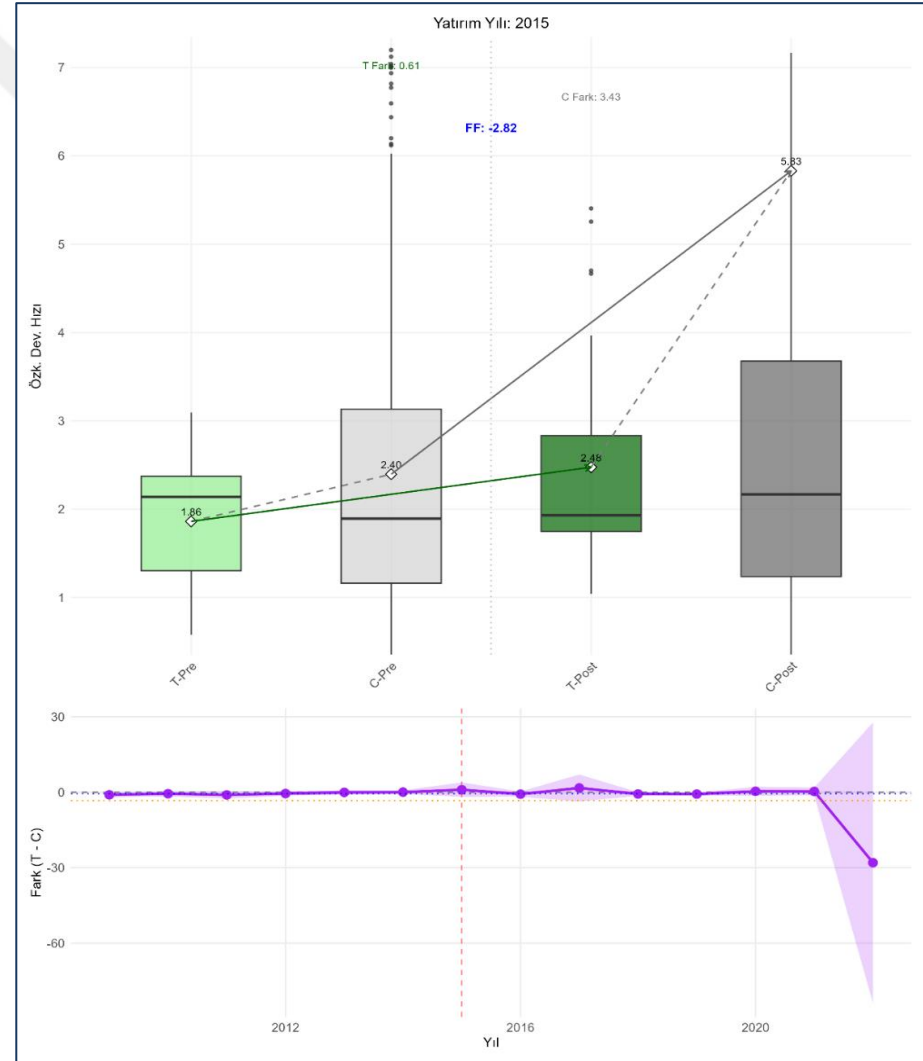
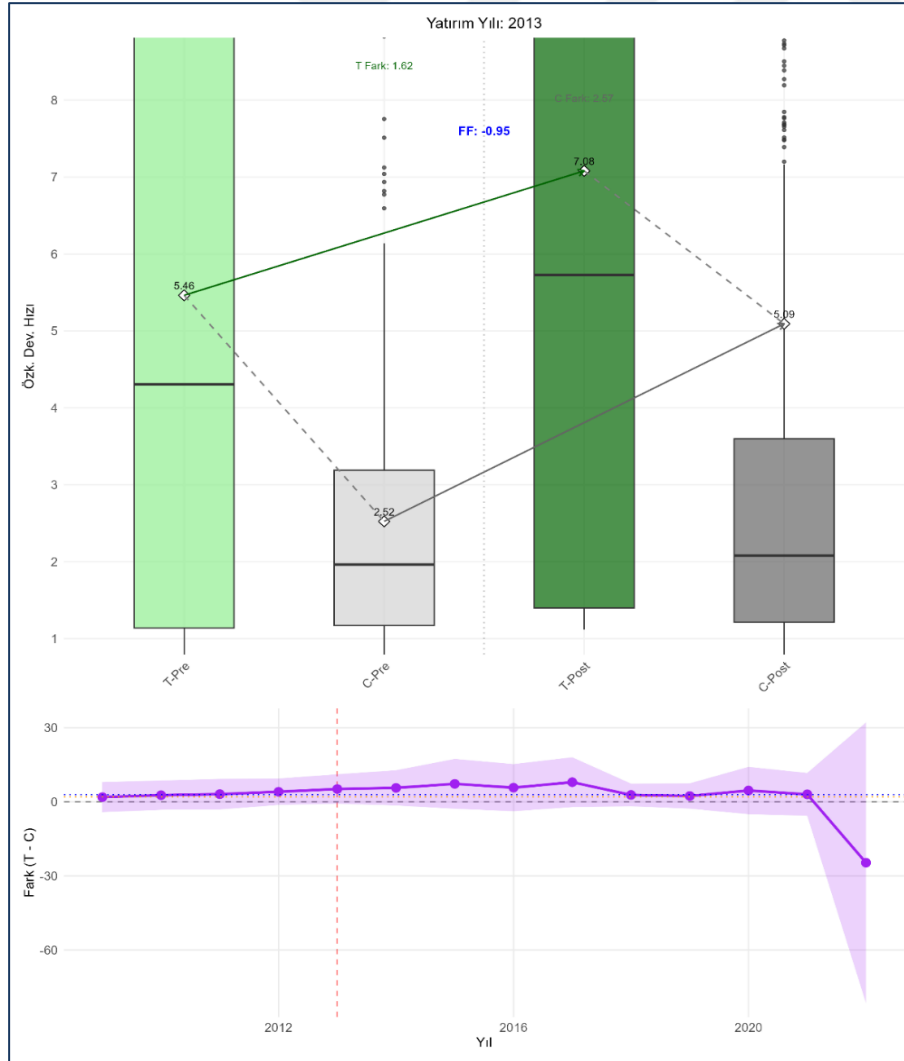
EK- 12. 2013 ve 2015 T Grubu Borç Devir Hızlarındaki Net Etki Değişimi



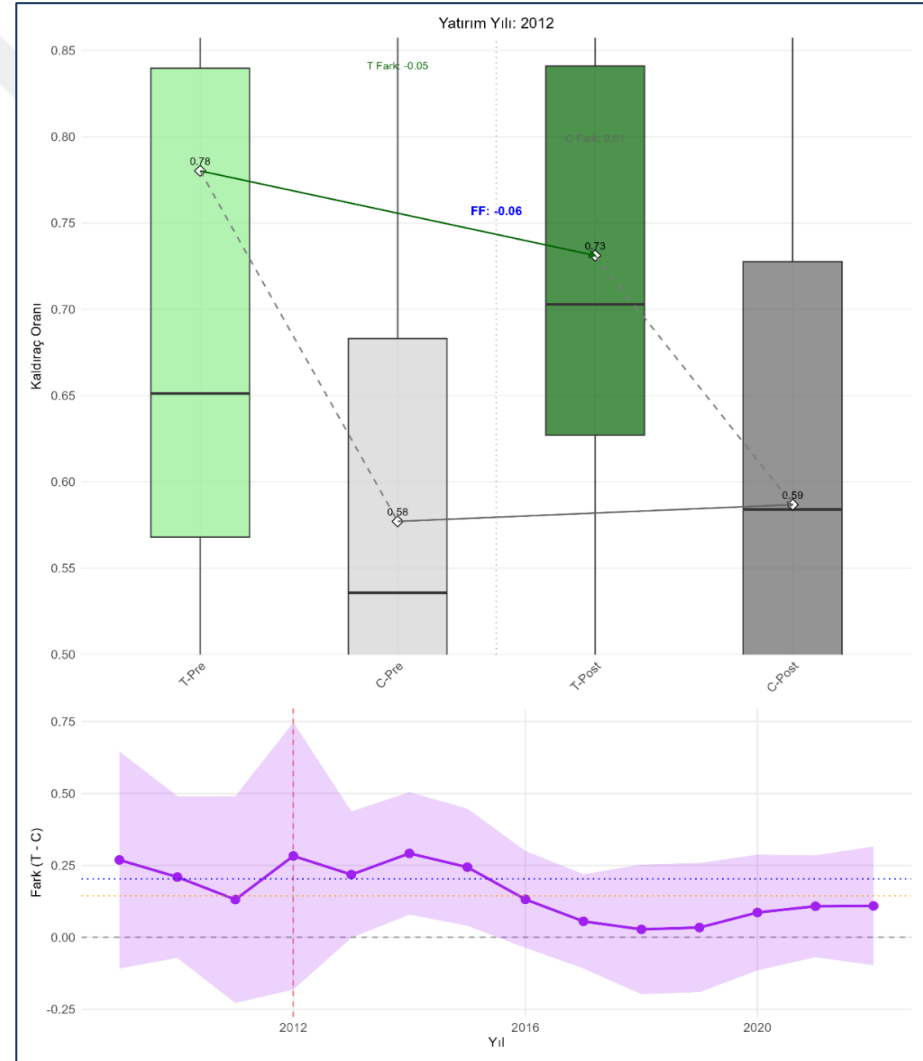
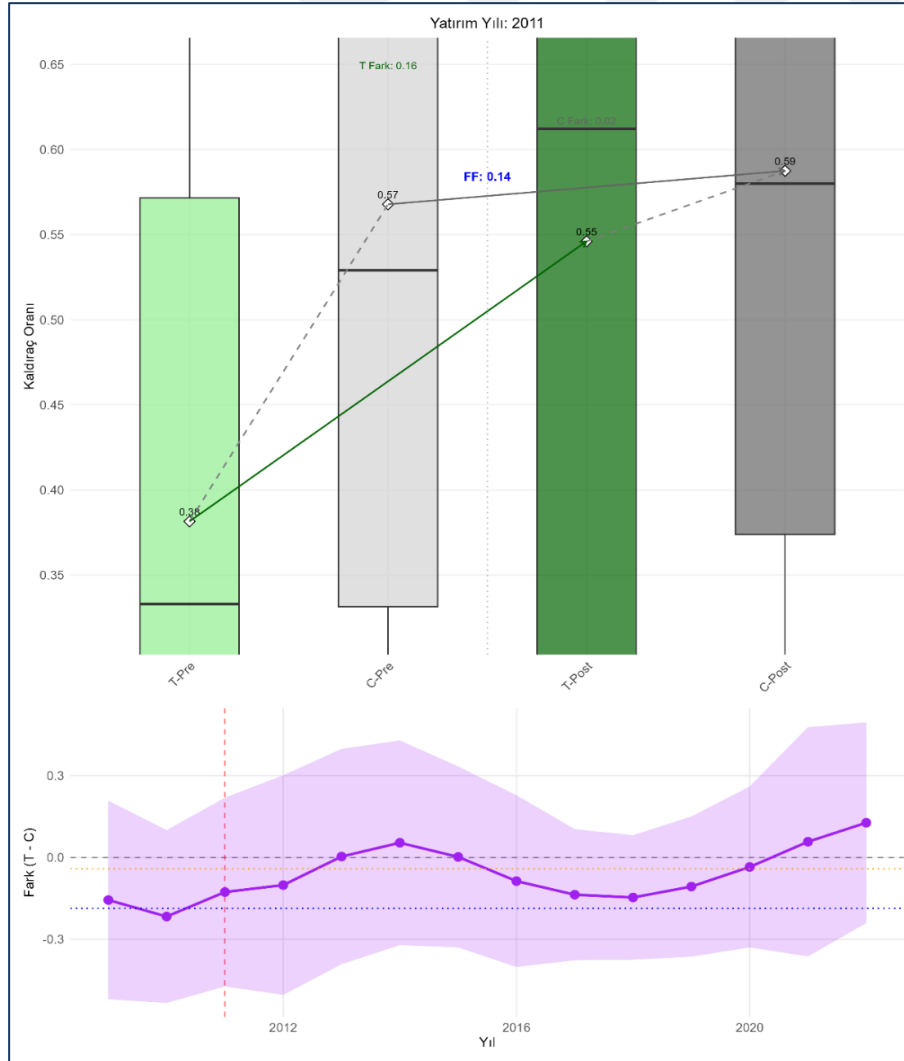
EK- 13. 2011 ve 2012 T Grubu Özkaynak Devir Hızlarındaki Net Etki Değişimi



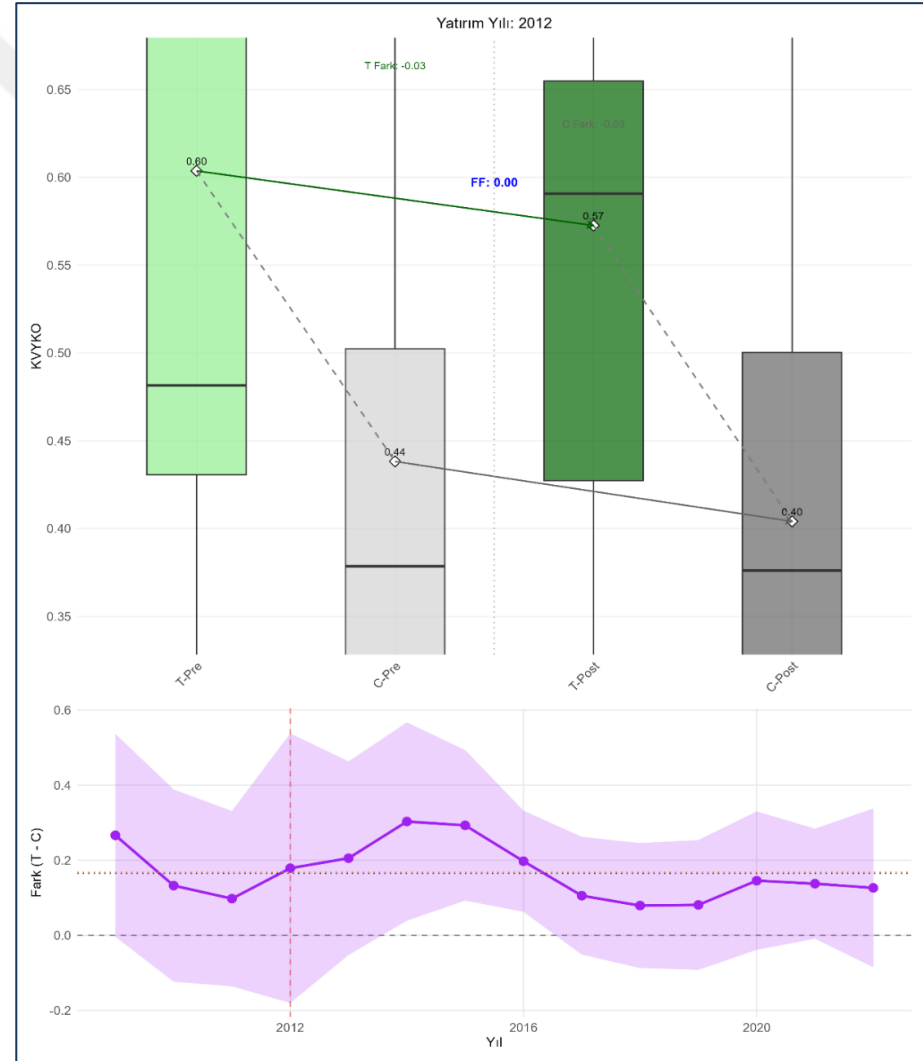
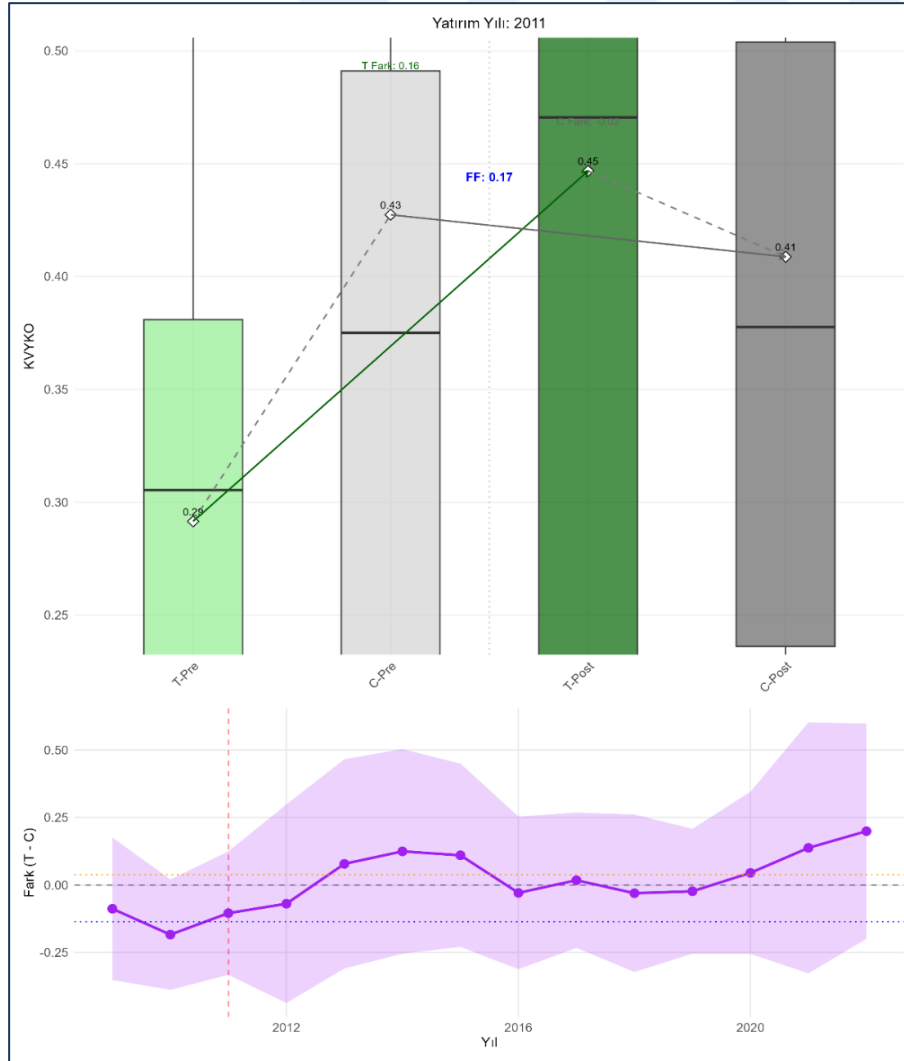
EK- 14. 2013 ve 2015 T Grubu Özkaynak Devir Hızlarındaki Net Etki Değişimi



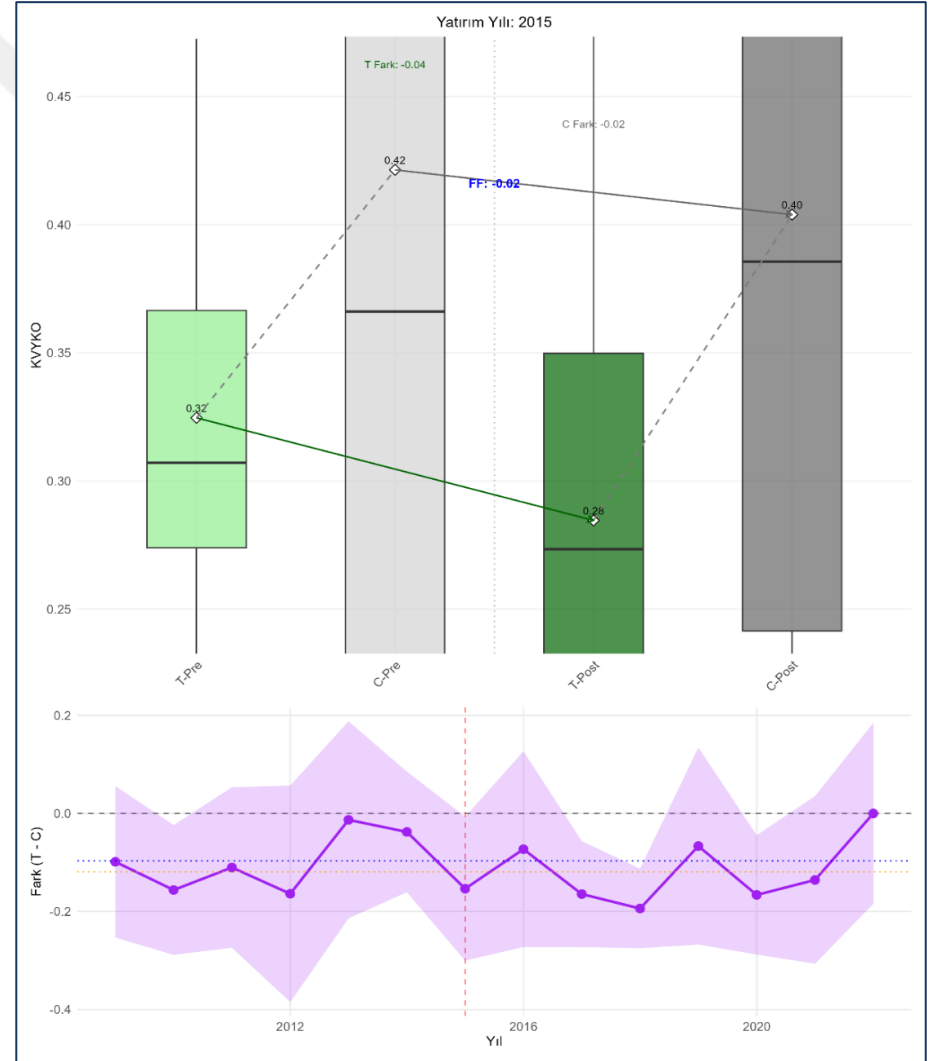
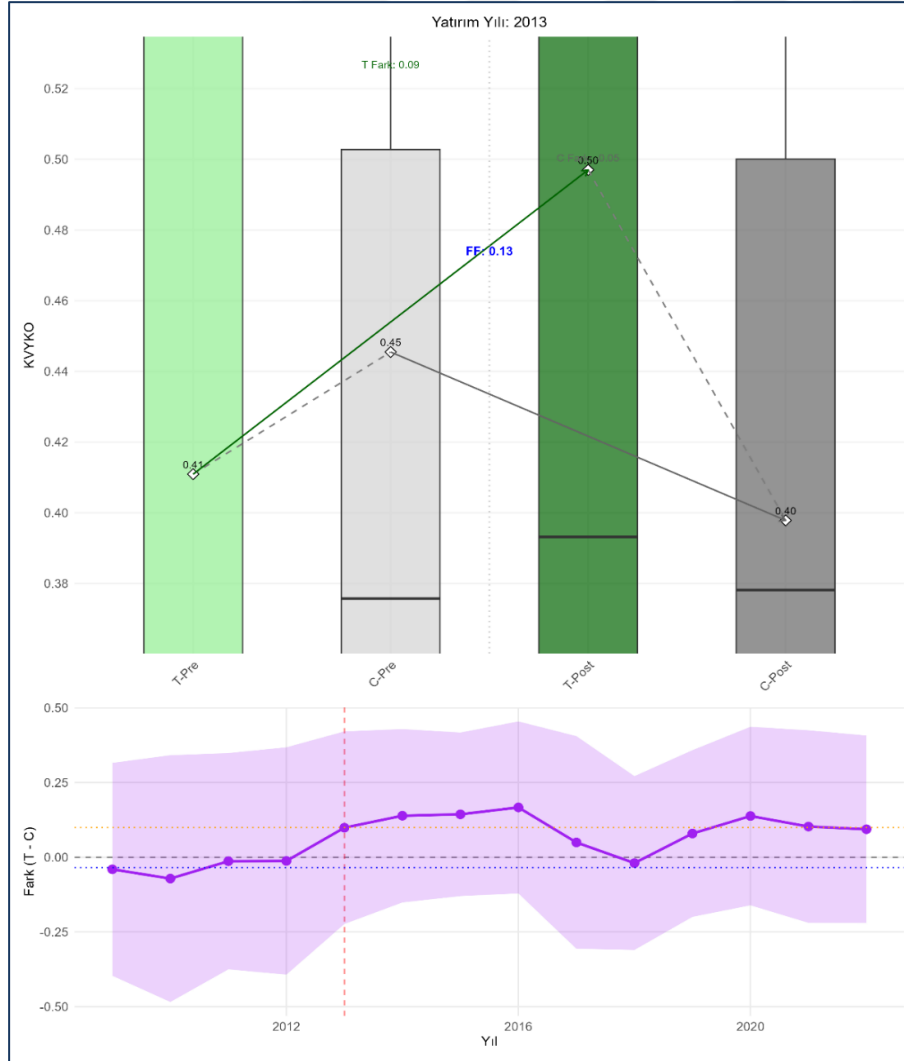
EK- 15. 2011 ve 2012 T Grubu Kaldıraç Oranlarındaki Net Etki Değişimi



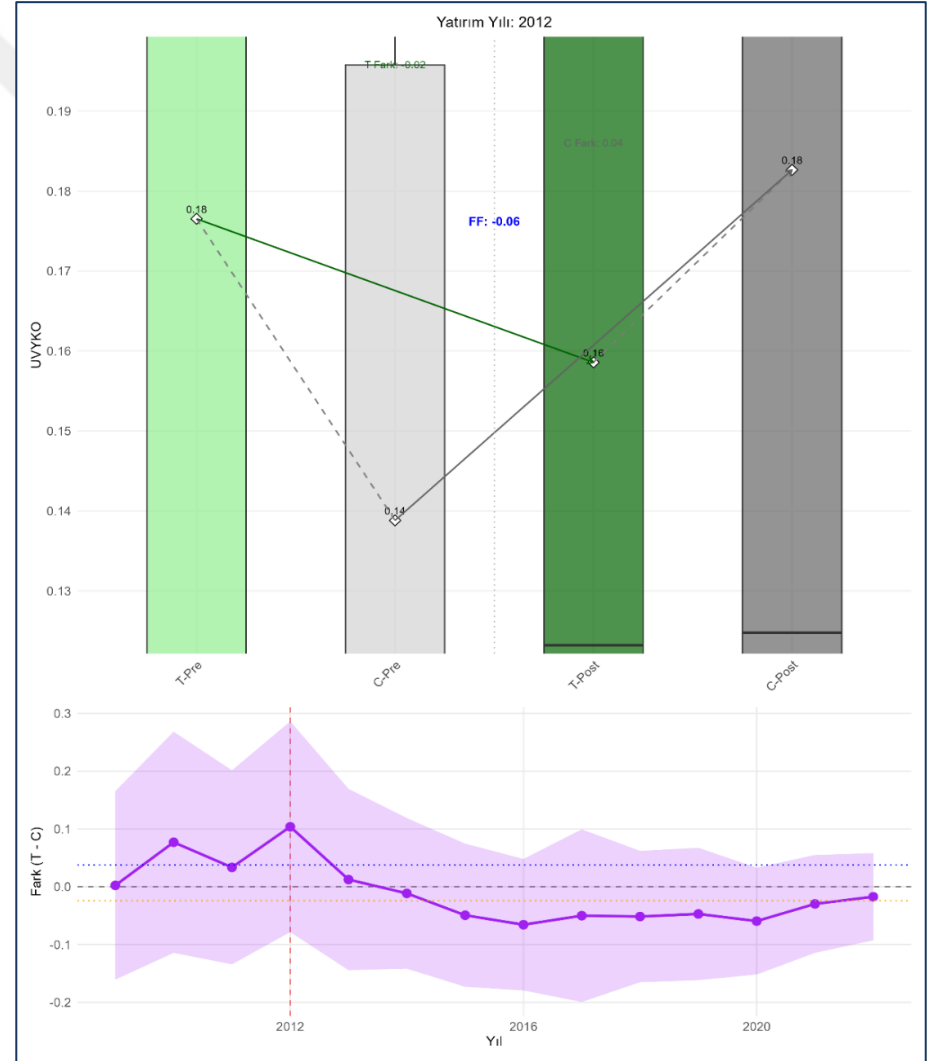
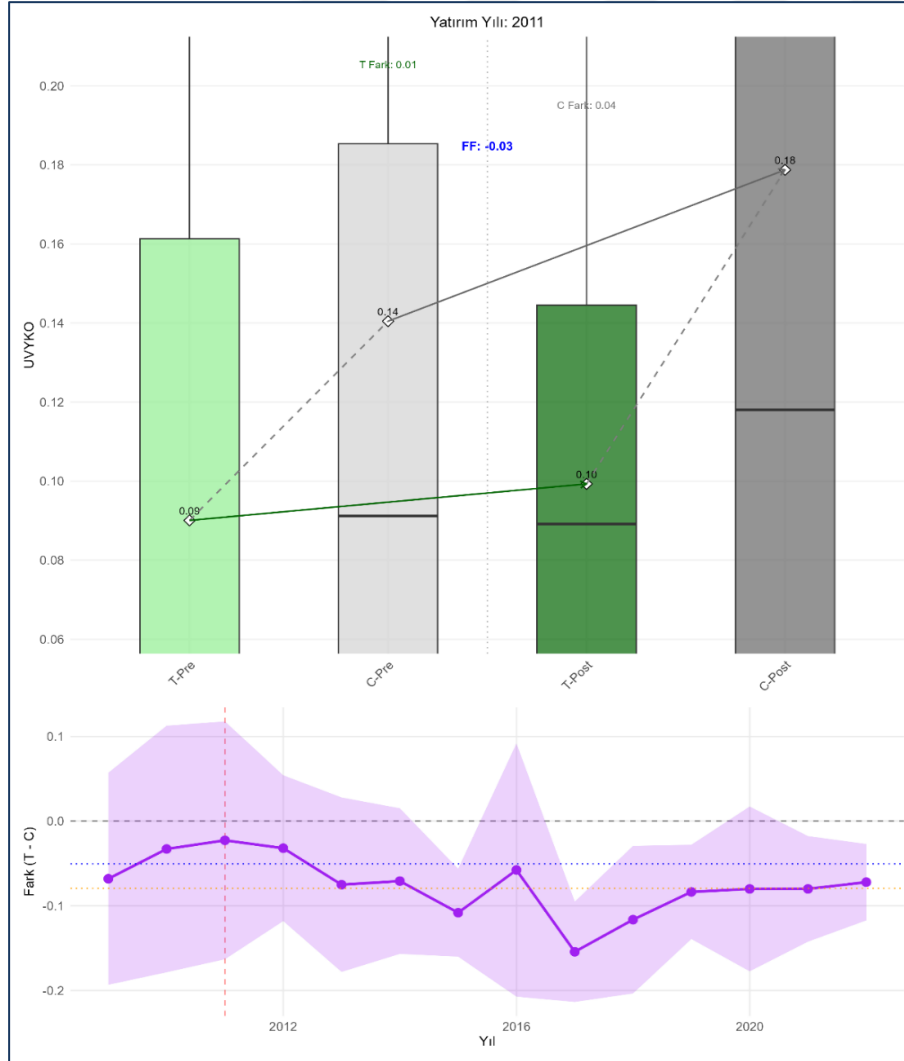
EK- 17. 2011 ve 2012 T Grubu Kısa Vadeli Yabancı Kaynak Oranlarındaki Net Etki Değişimi



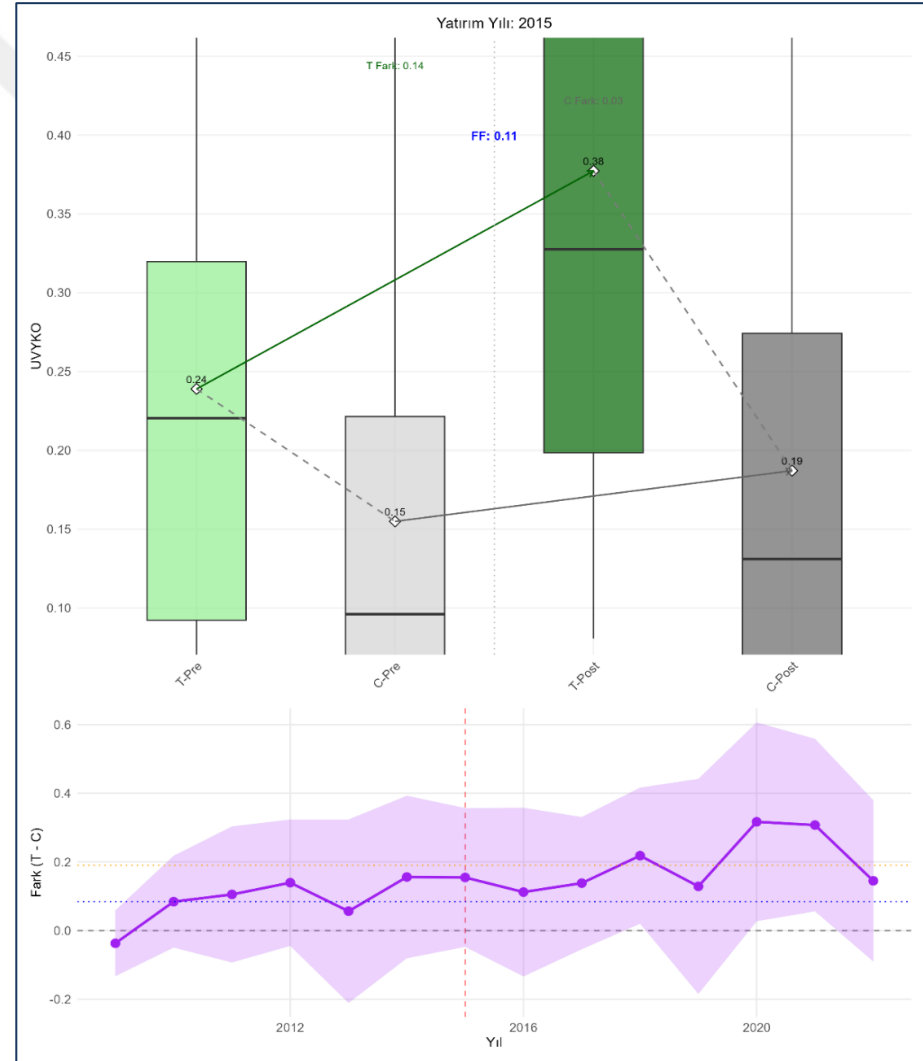
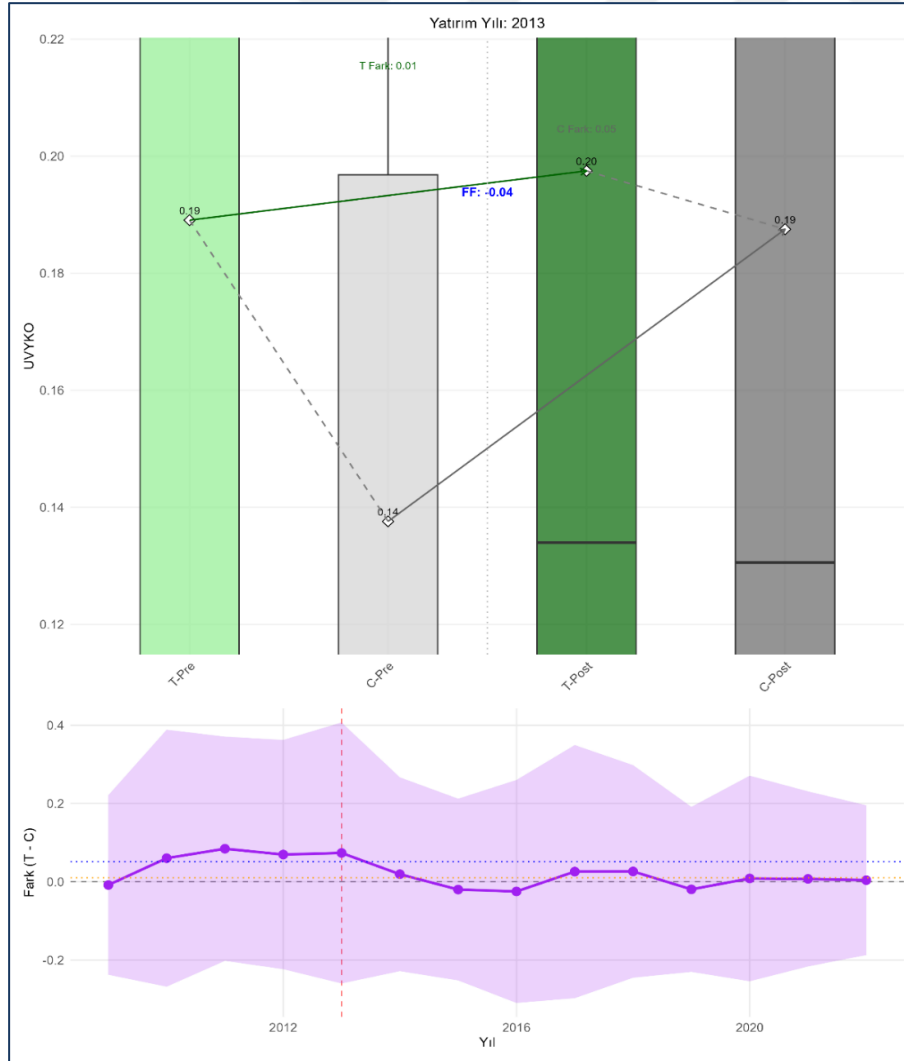
EK- 18. 2013 ve 2015 T Grubu Kısa Vadeli Yabancı Kaynak Oranlarındaki Net Etki Değişimi



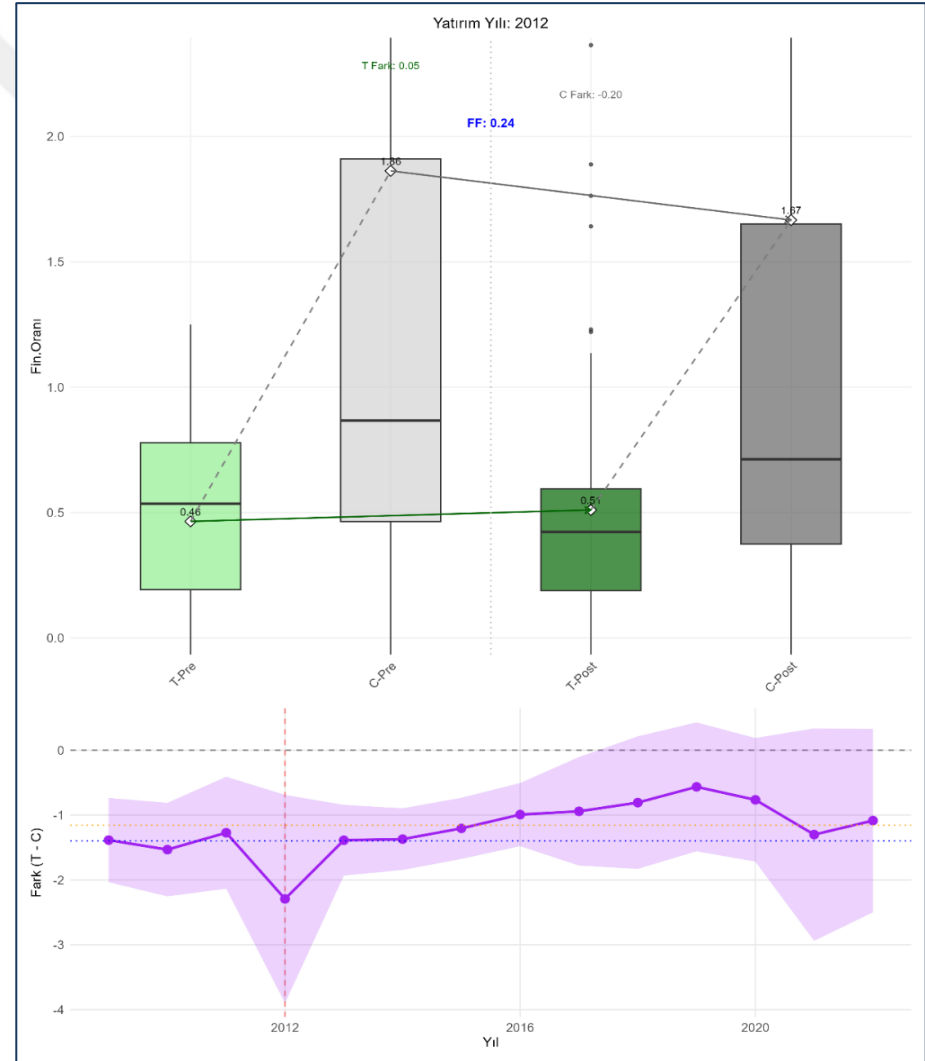
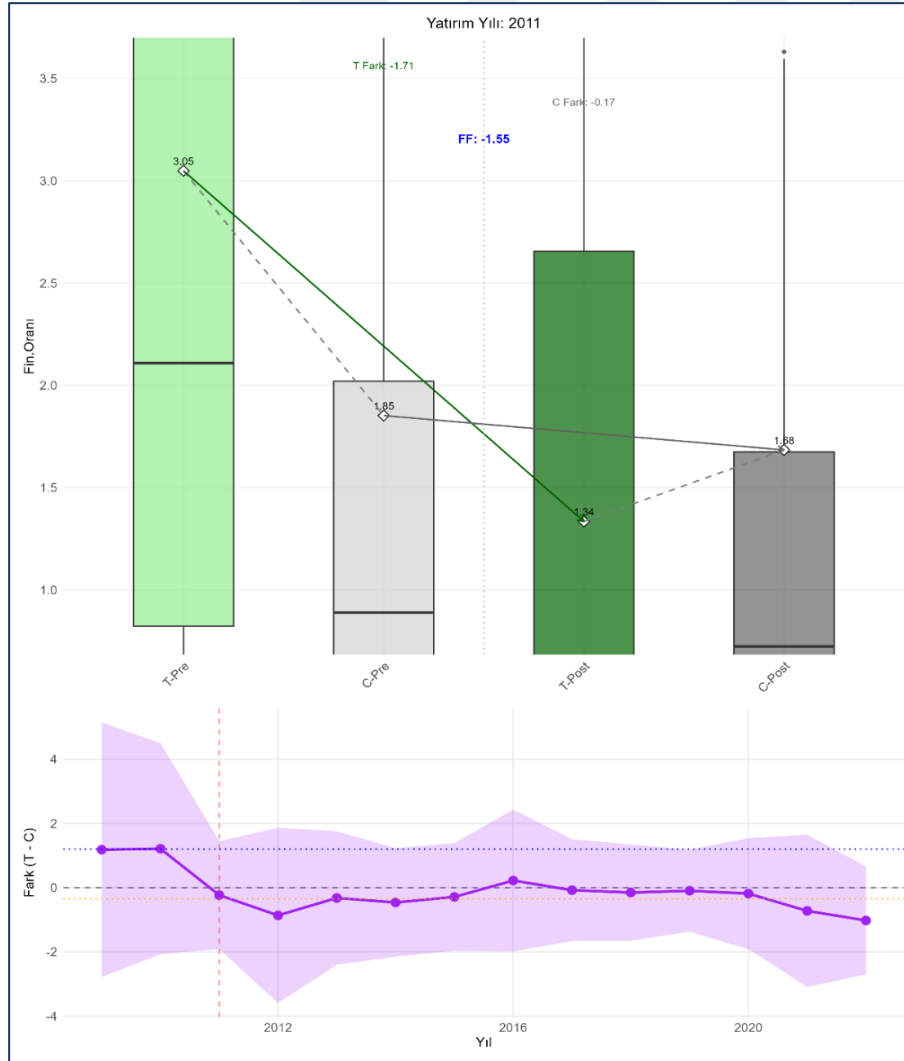
EK- 19. 2011 ve 2012 T Grubu Uzun Vadeli Yabancı Kaynak Oranlarındaki Net Etki Değişimi



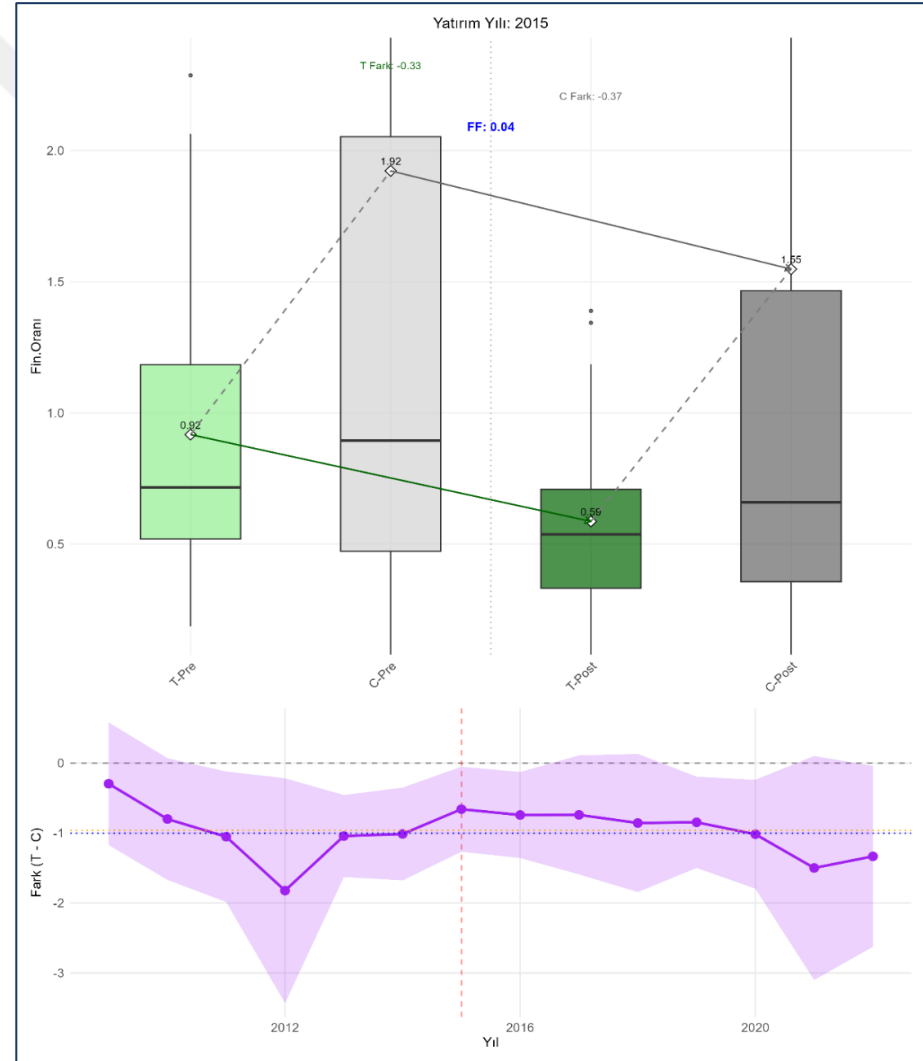
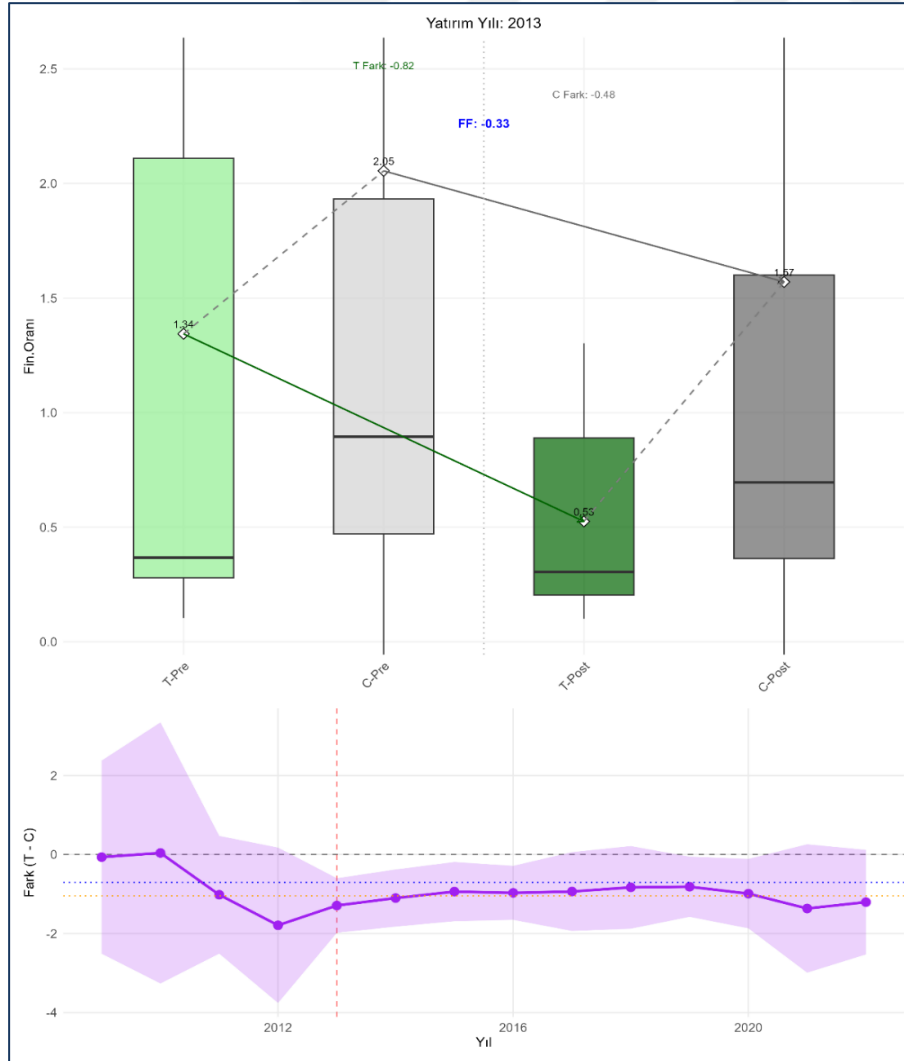
EK- 20. 2013 ve 2015 T Grubu Uzun Vadeli Yabancı Kaynak Oranlarındaki Net Etki Değişimi



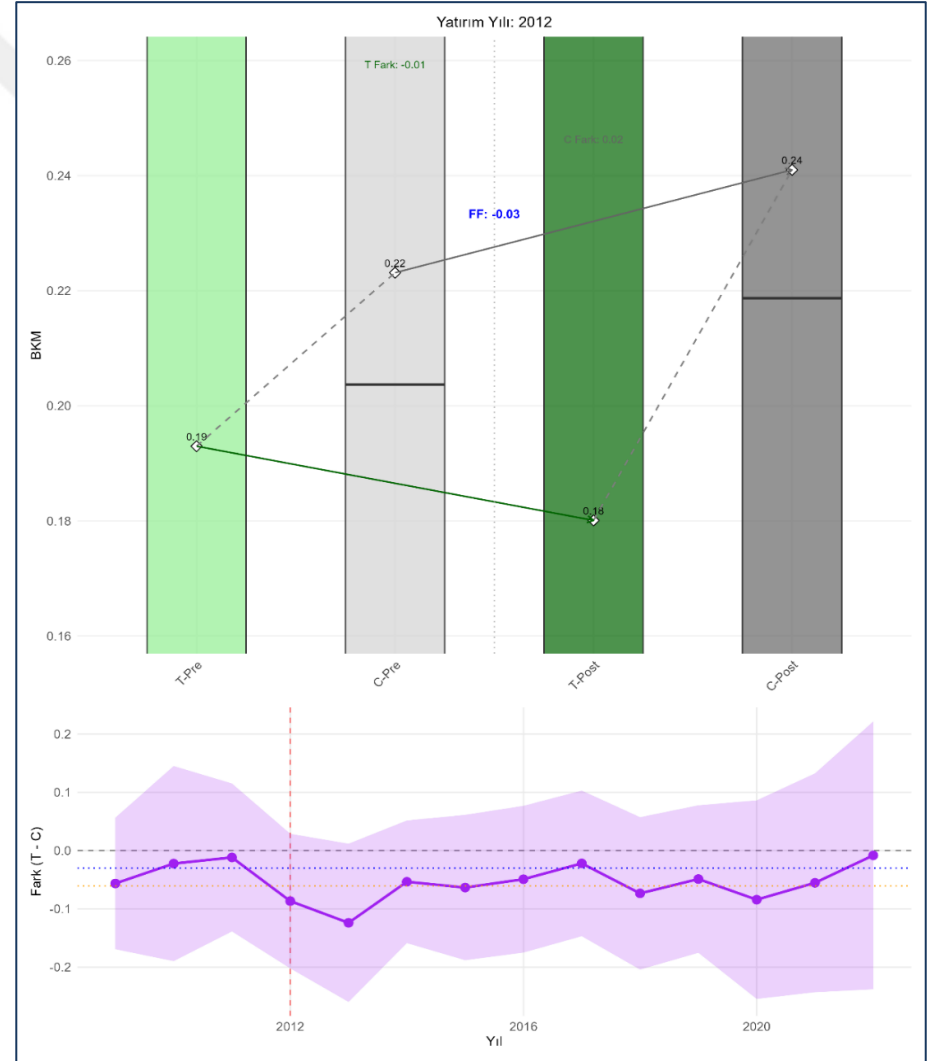
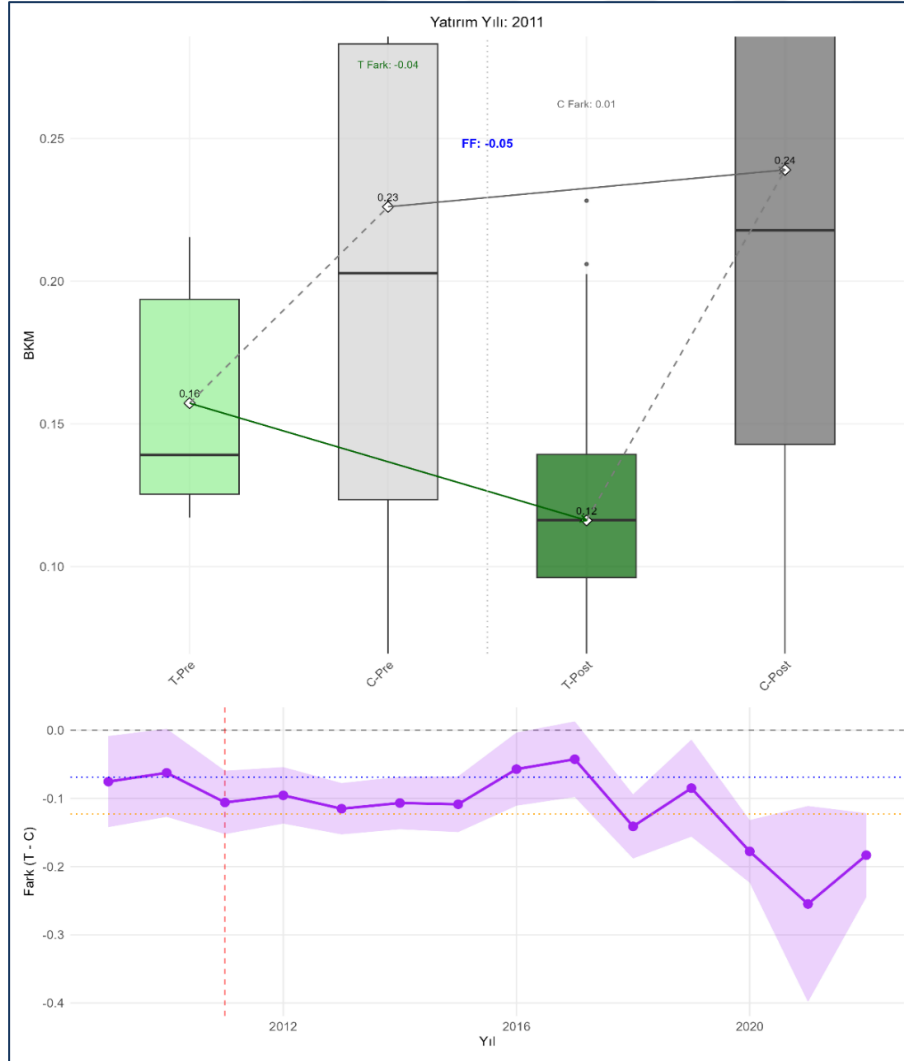
EK- 21. 2011 ve 2012 T Grubu Finansman Oranlarındaki Net Etki Değişimi



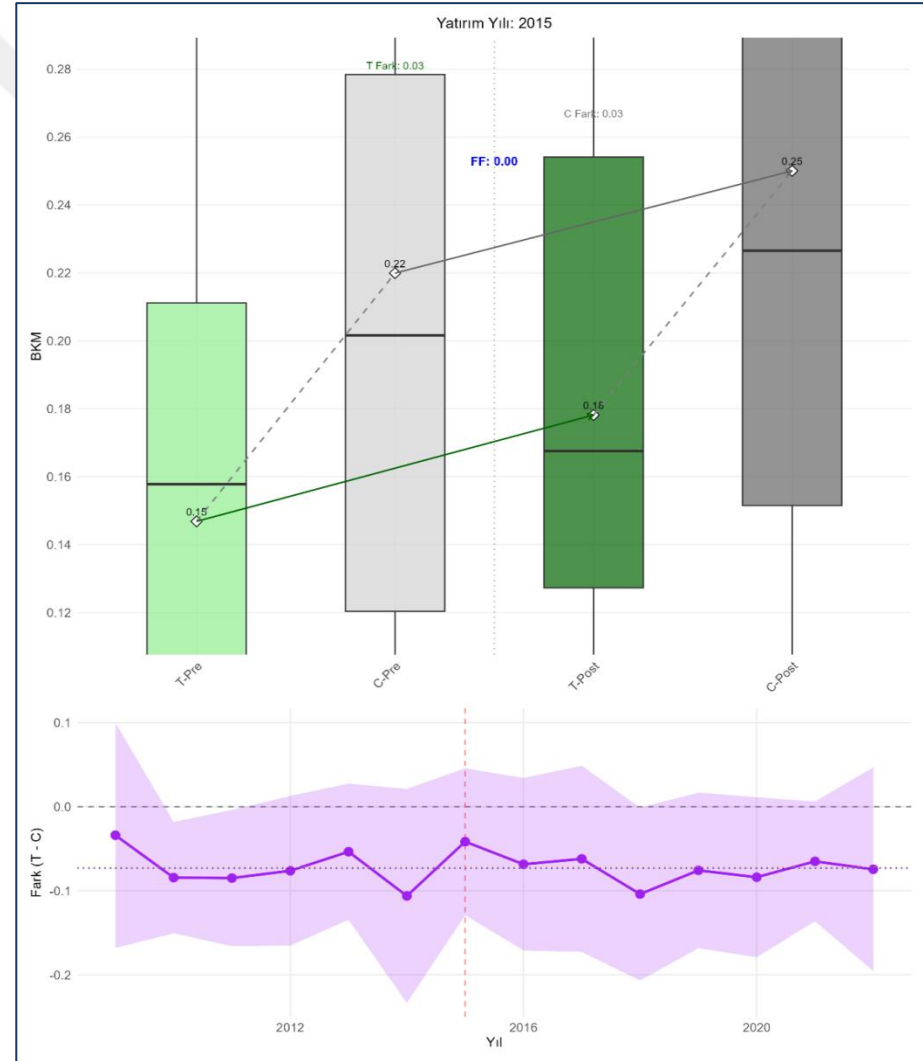
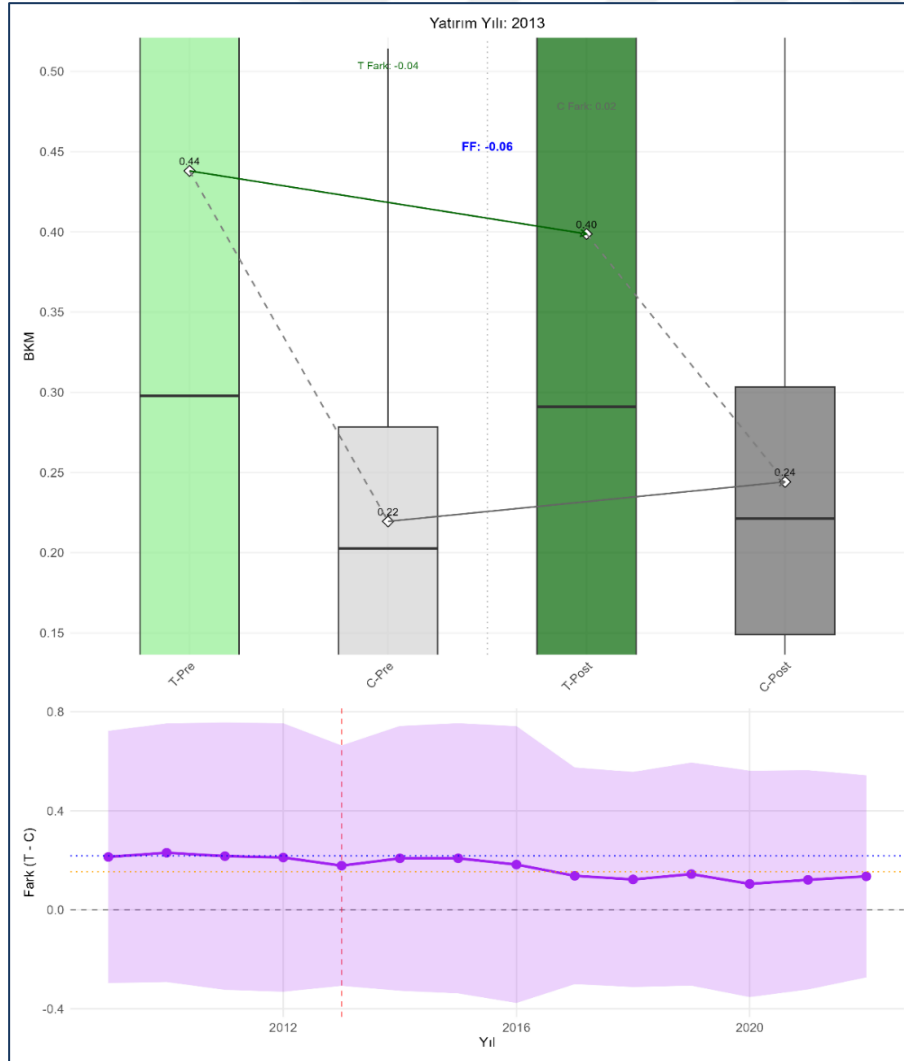
EK- 22. 2013 ve 2015 T Grubu Finansman Oranlarındaki Net Etki Değişimi



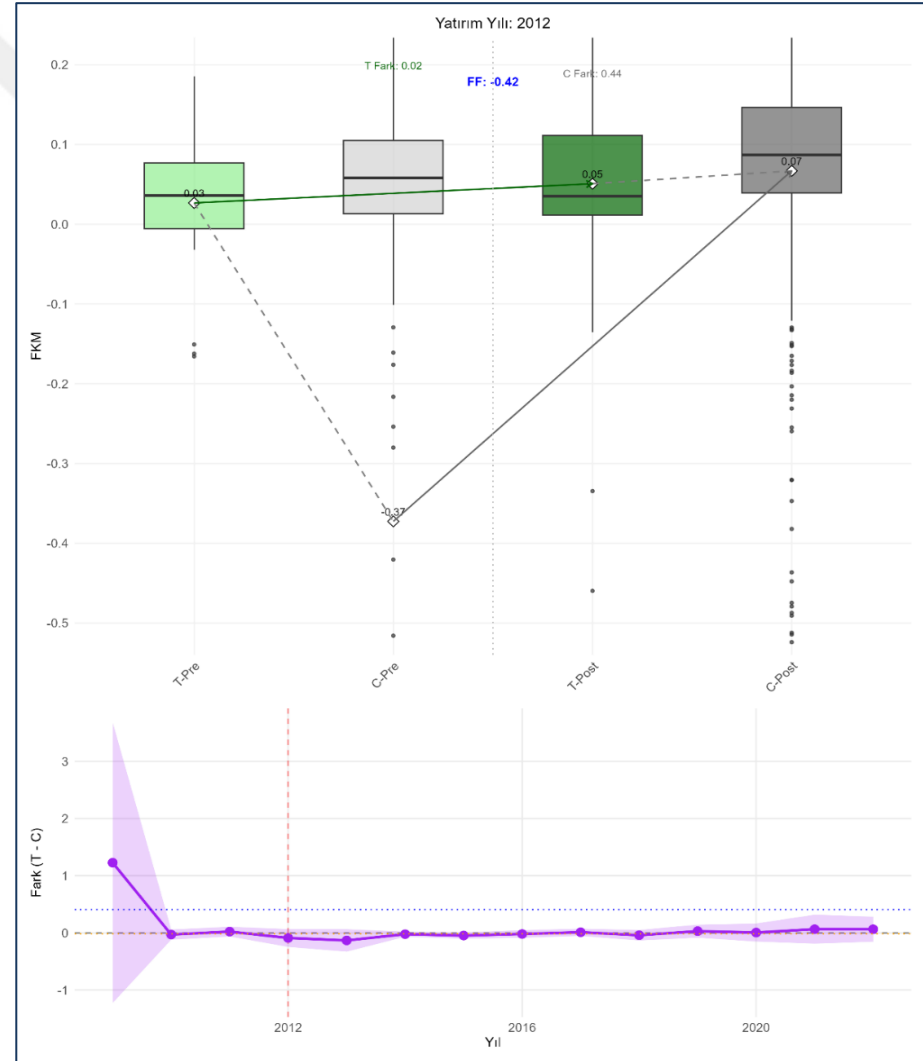
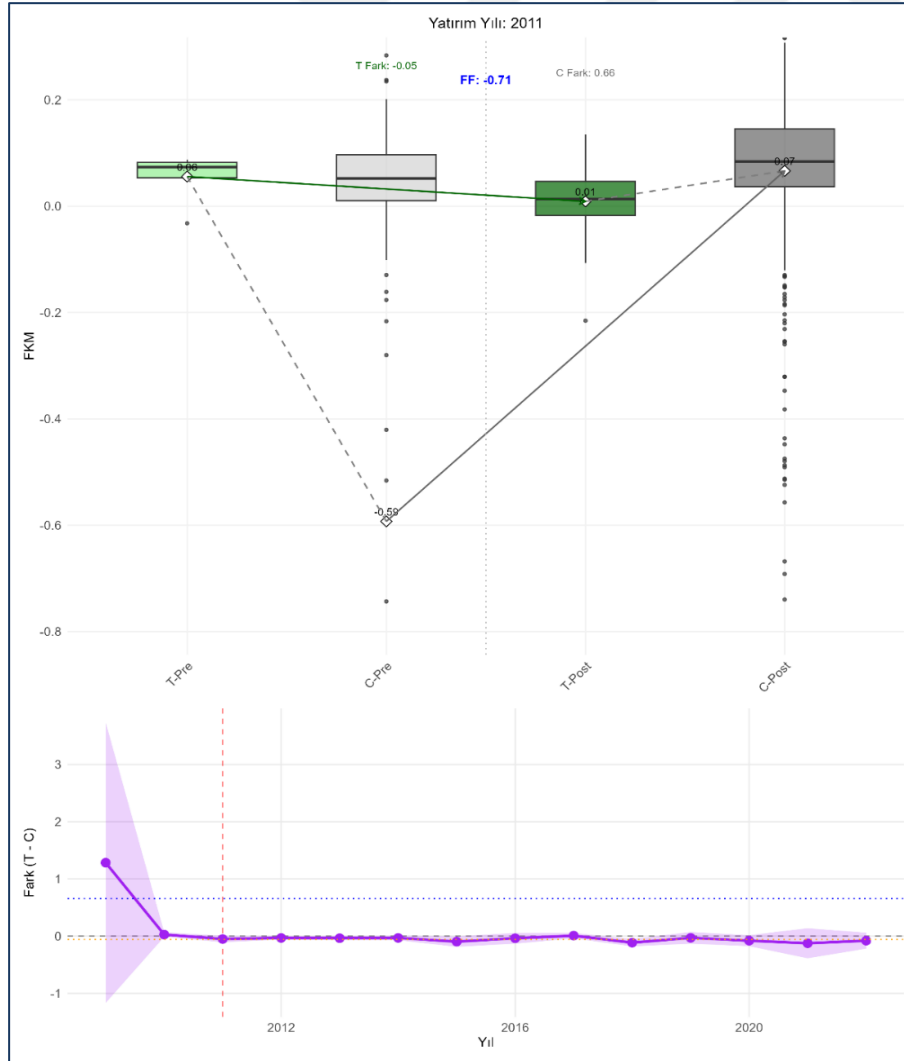
EK- 23. 2011 ve 2012 T Grubu Brüt Kâr Marjlarındaki Net Etki Değişimi



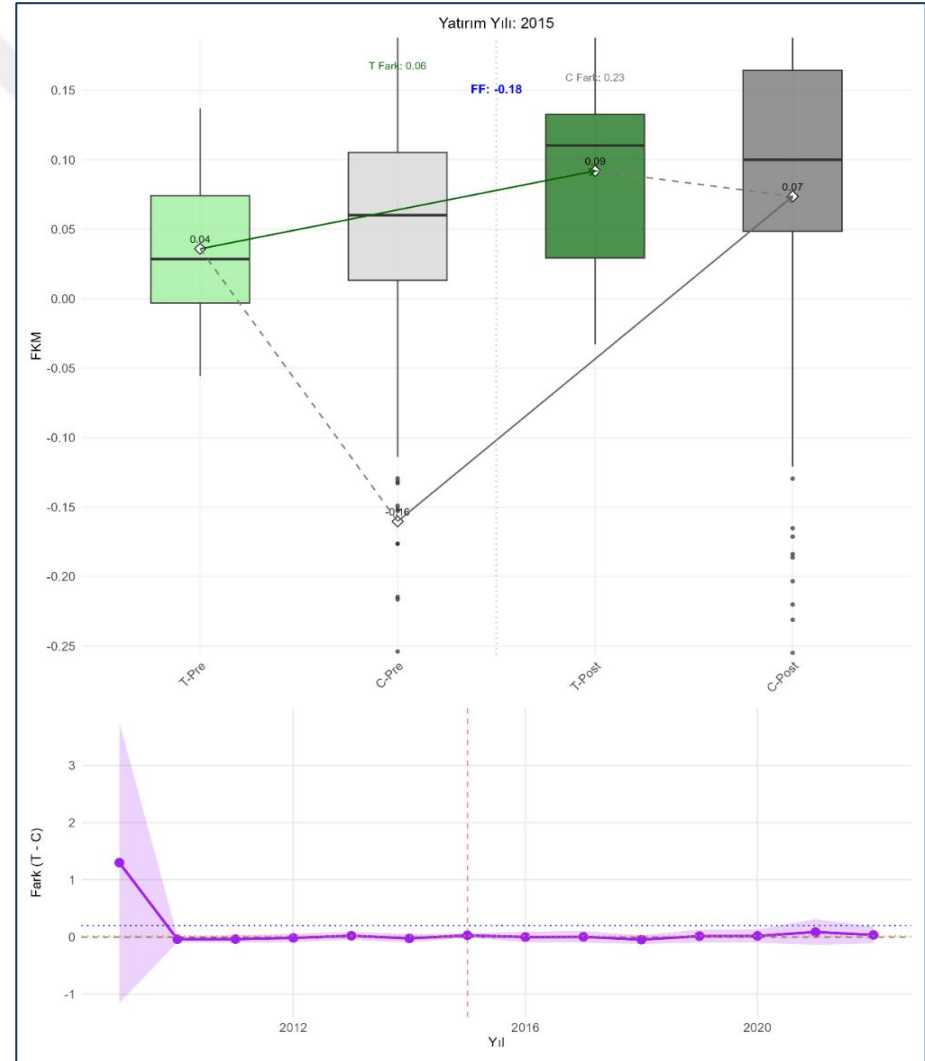
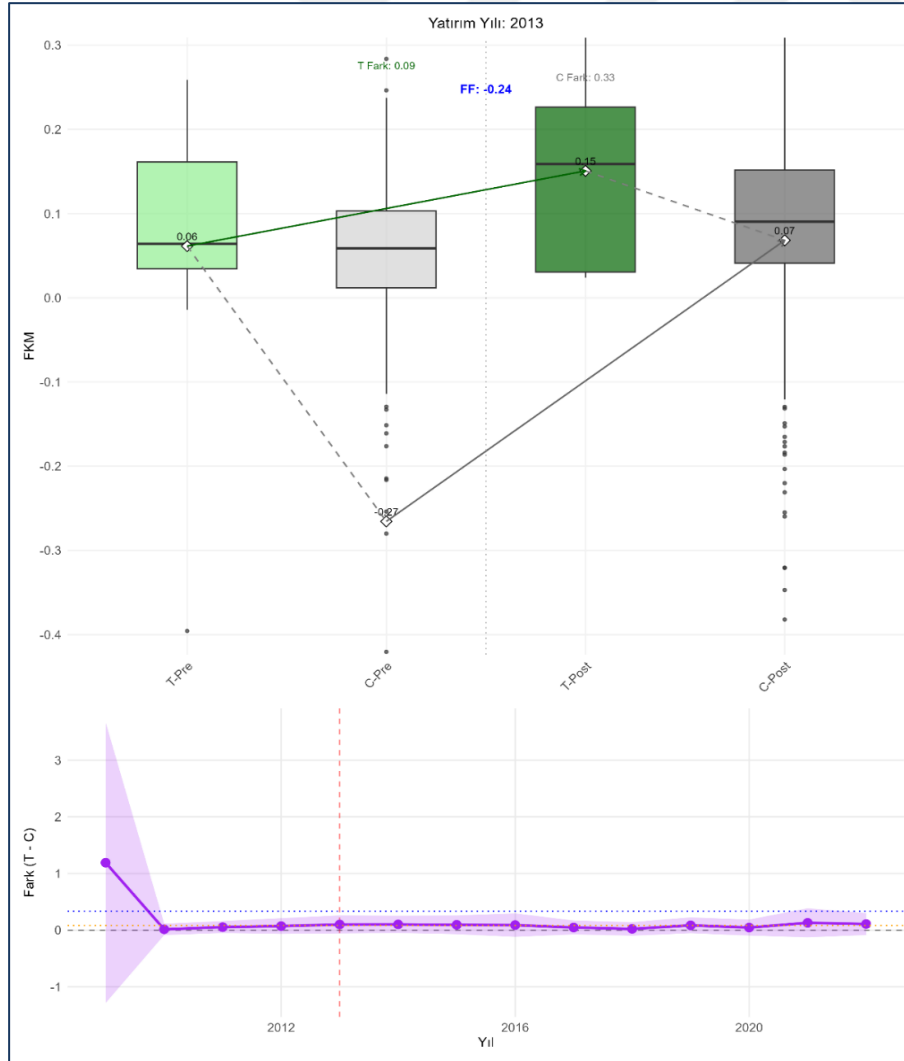
EK- 24. 2013 ve 2015 T Grubu Brüt Kâr Marjlarındaki Net Etki Değişimi



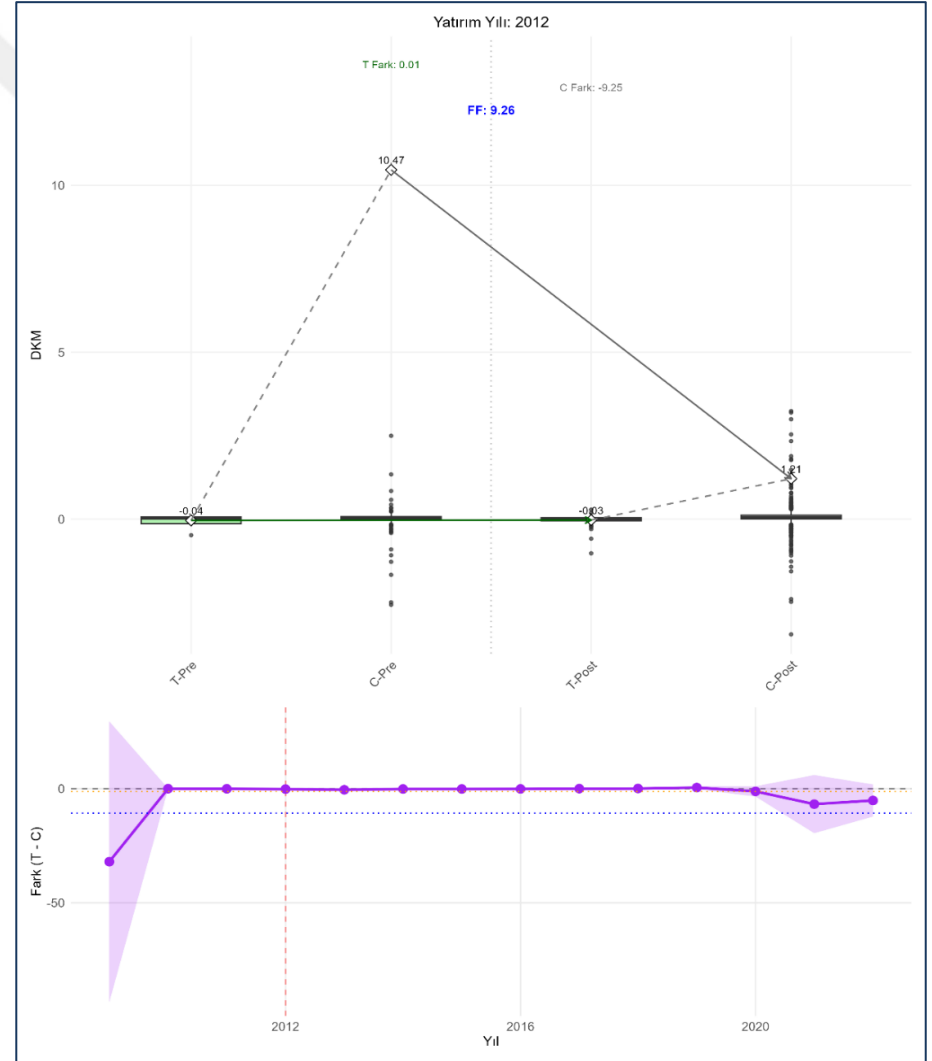
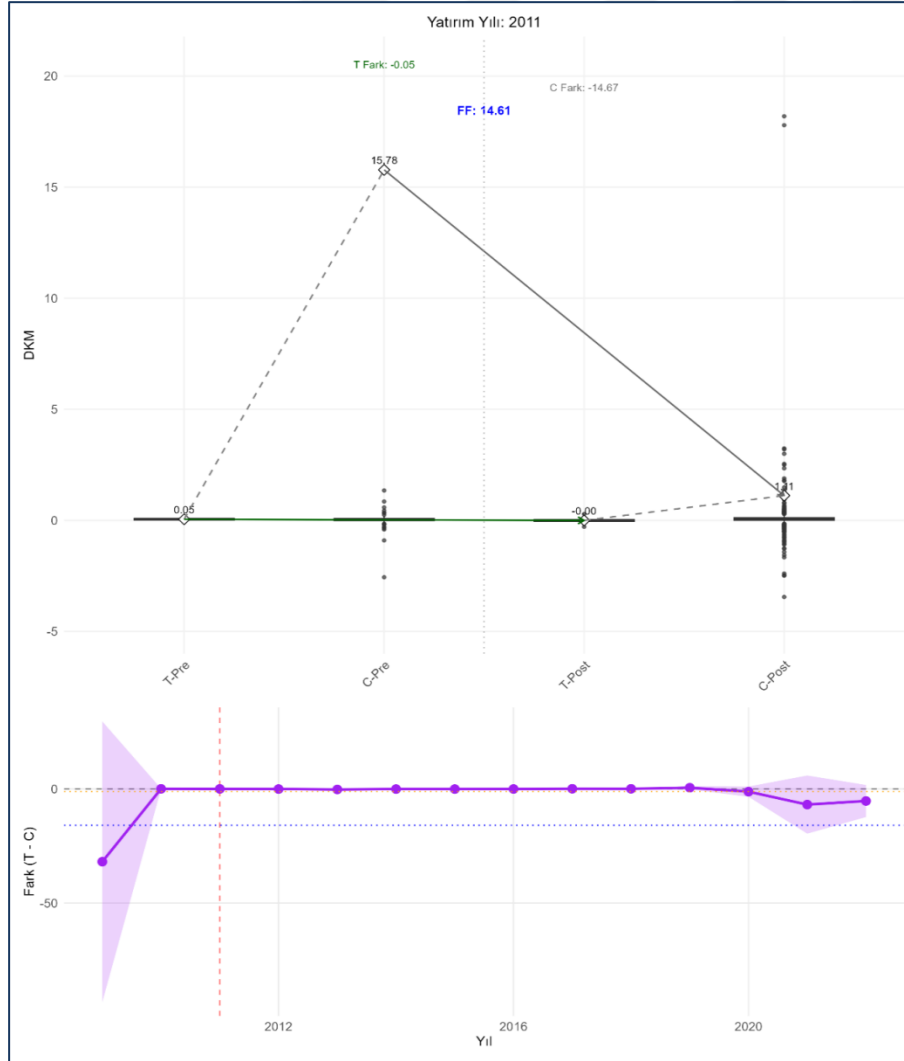
EK- 25. 2011 ve 2012 T Grubu Faaliyet Kâr Marjlarındaki Net Etki Değişimi



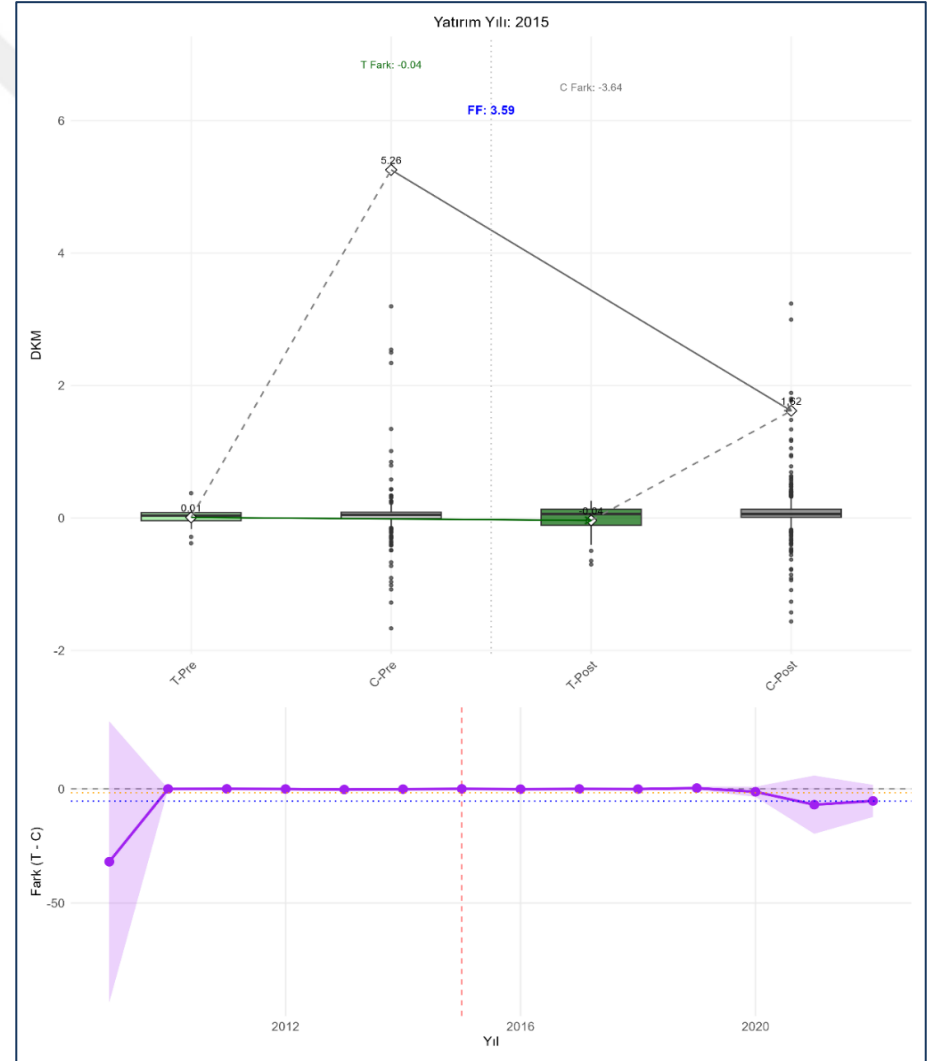
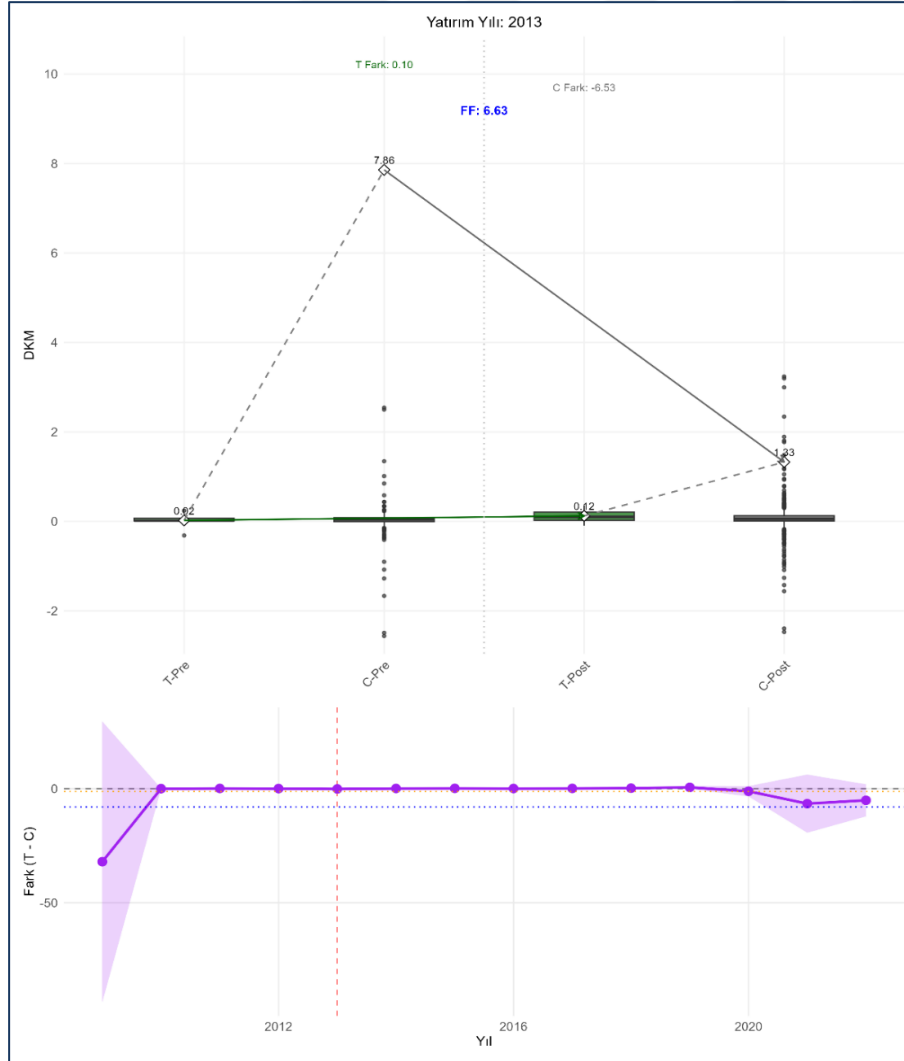
EK- 26. 2013 ve 2015 T Grubu Faaliyet Kâr Marjlarındaki Net Etki Değişimi



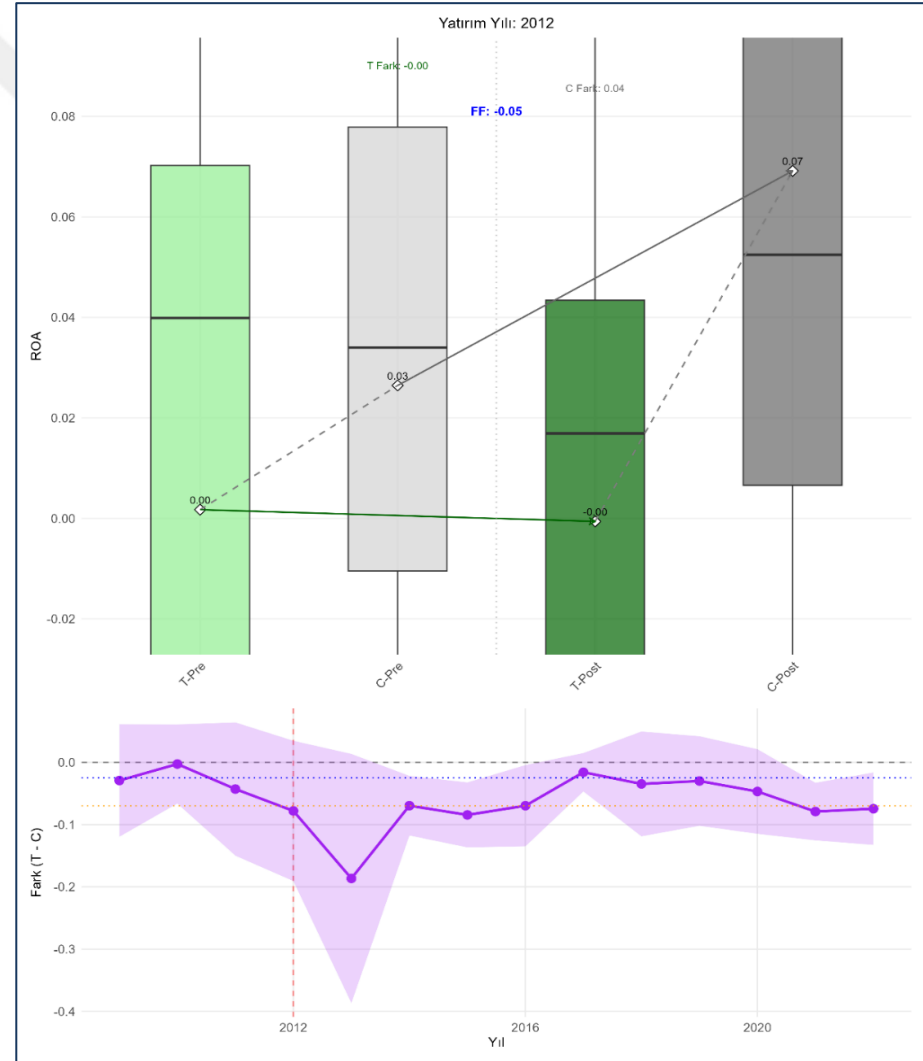
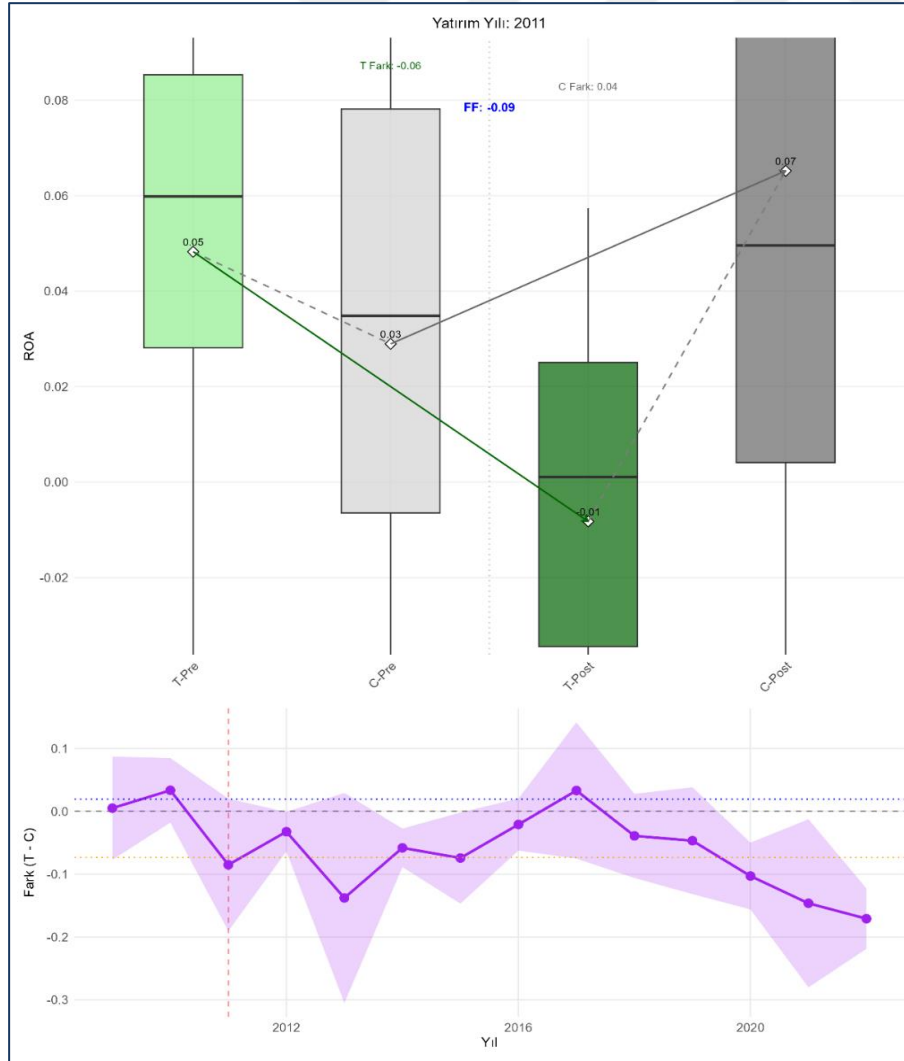
EK- 27. 2011 ve 2012 T Grubu Net (Dönem) Kâr Marjlarındaki Net Etki Değişimi



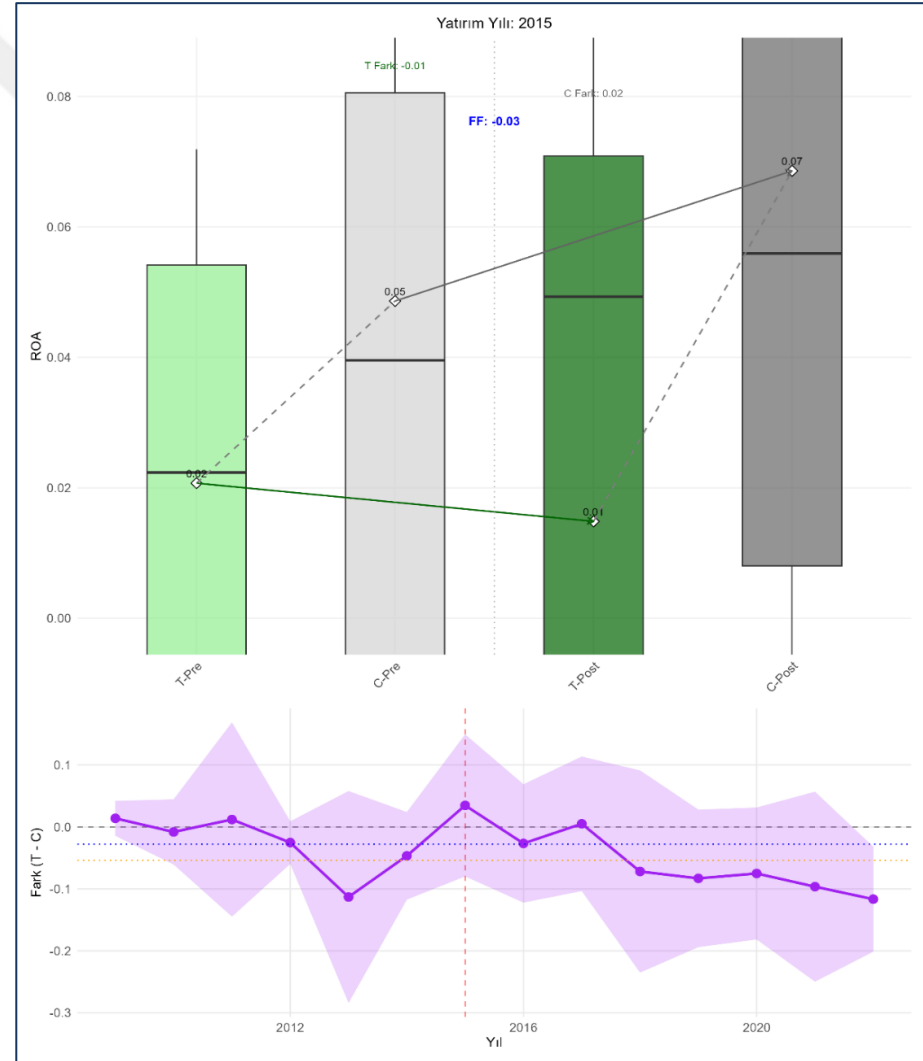
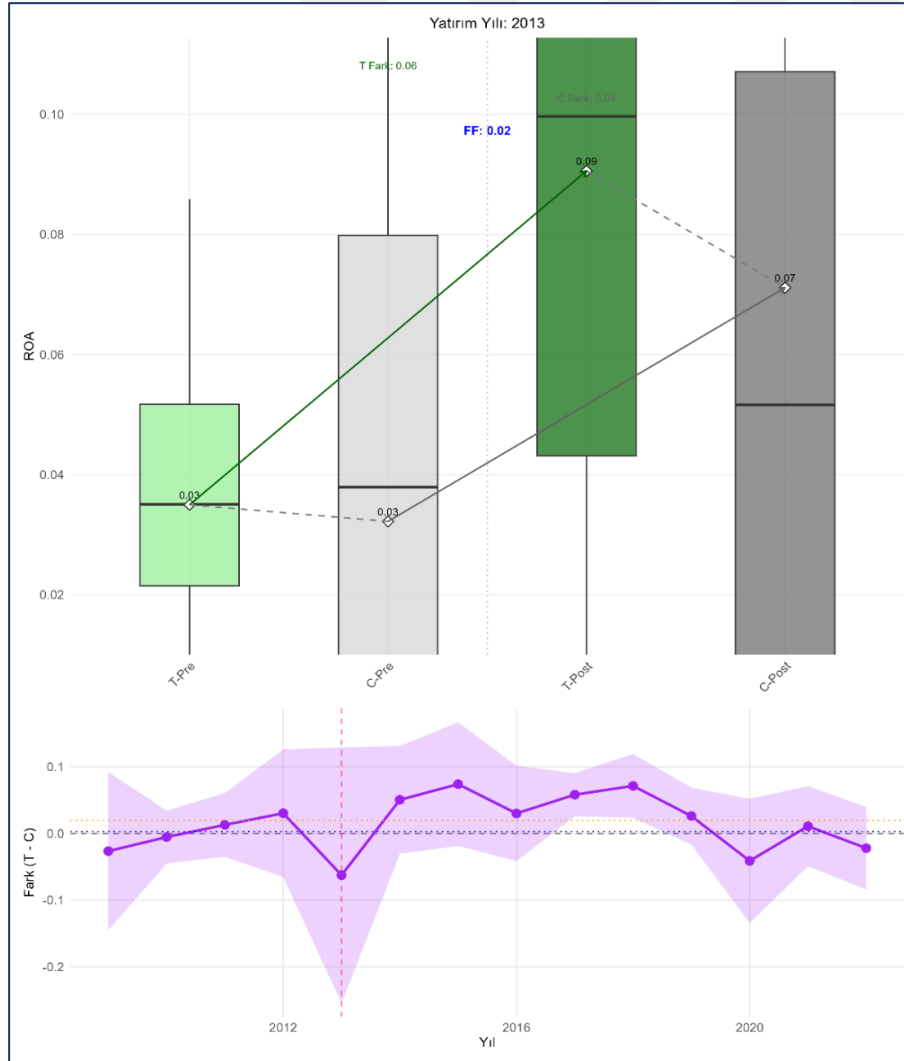
EK- 28. 2013 ve 2015 T Grubu Net (Dönem) Kâr Marjlarındaki Net Etki Değişimi



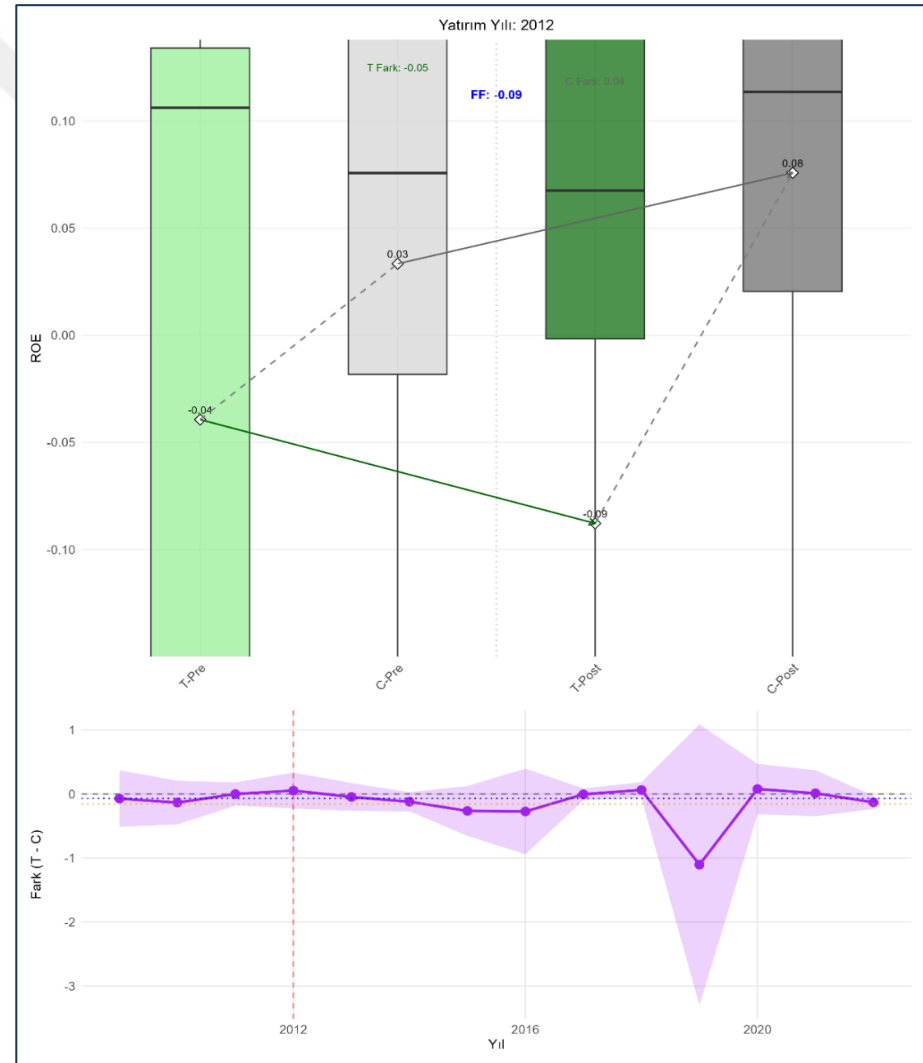
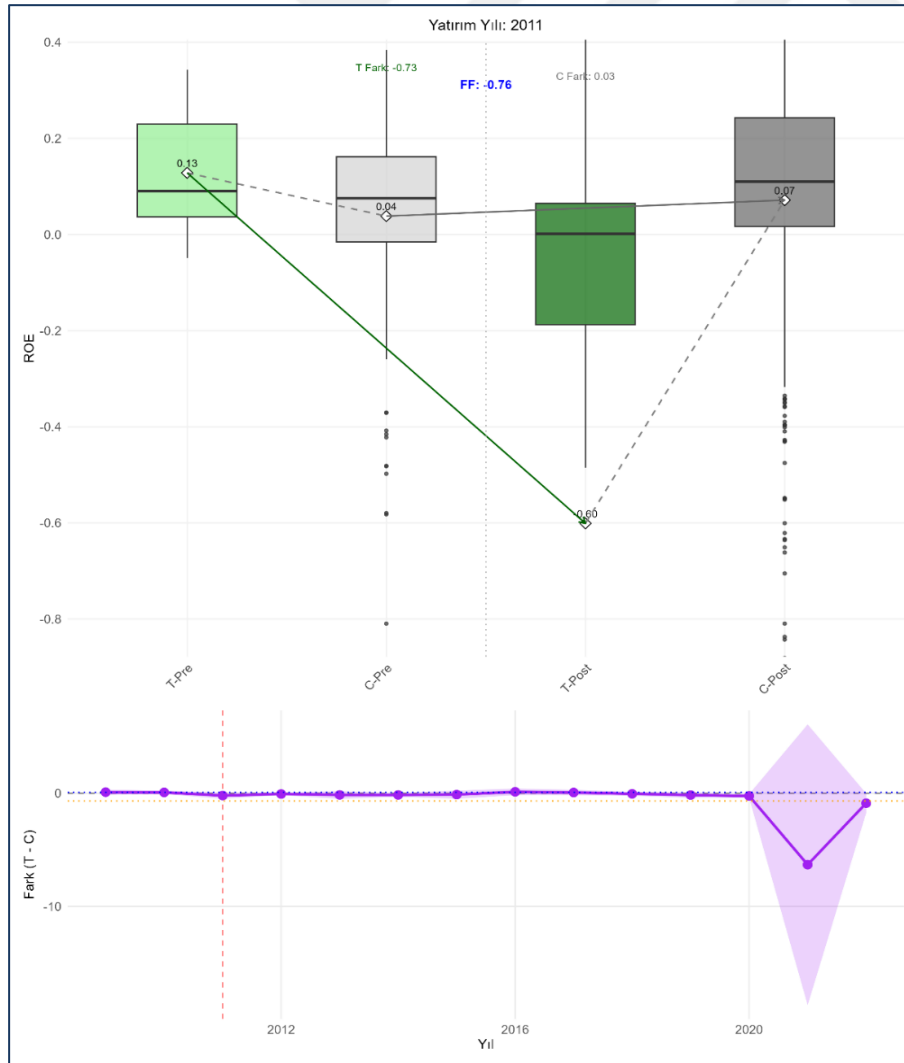
EK- 29. 2011 ve 2012 T Grubu Aktif Kârlılıklarındaki (ROA) Net Etki Değişimi



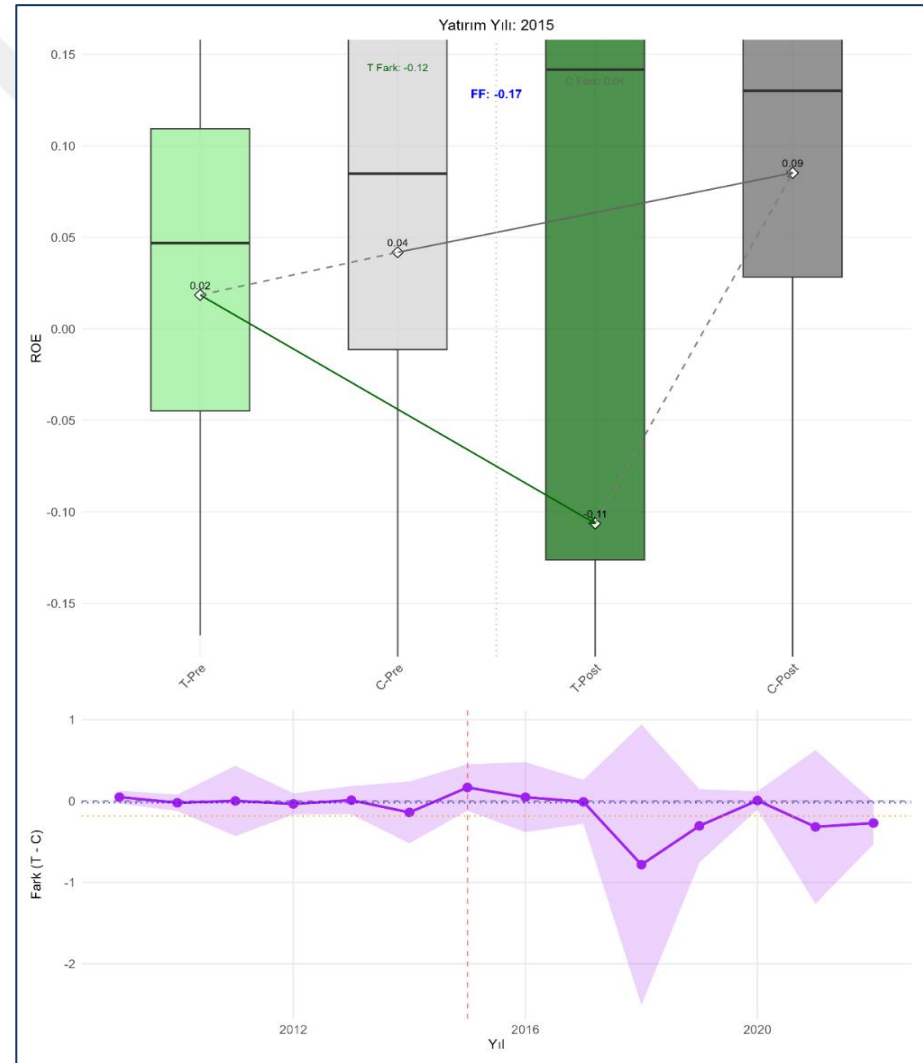
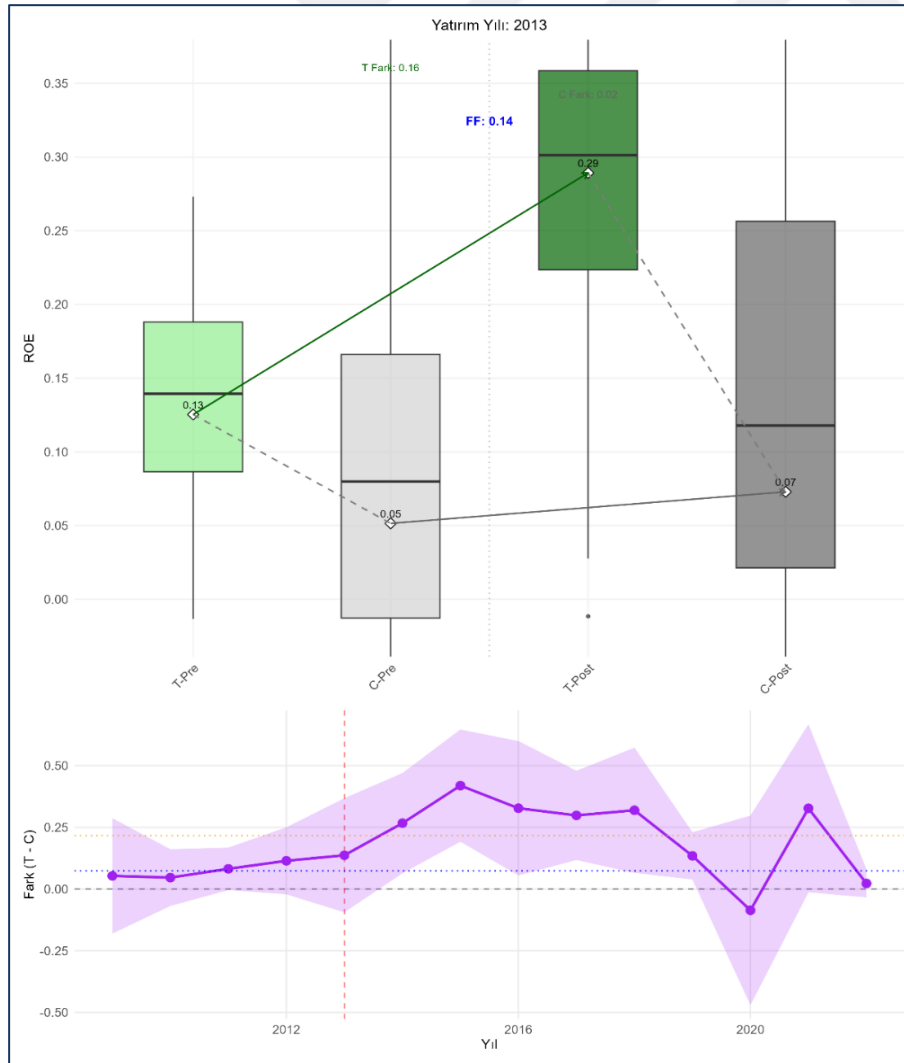
EK- 30. 2013 ve 2015 T Grubu Aktif Kârlılıklarındaki (ROA) Net Etki Değişimi



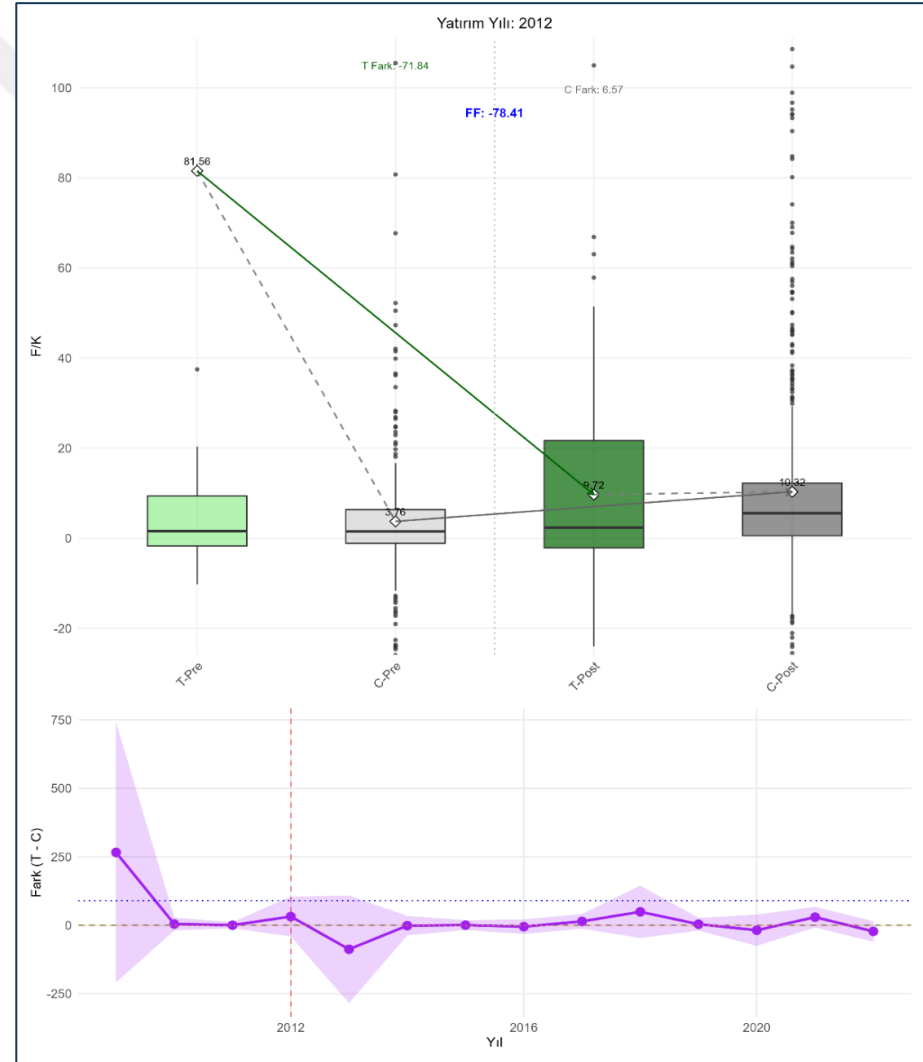
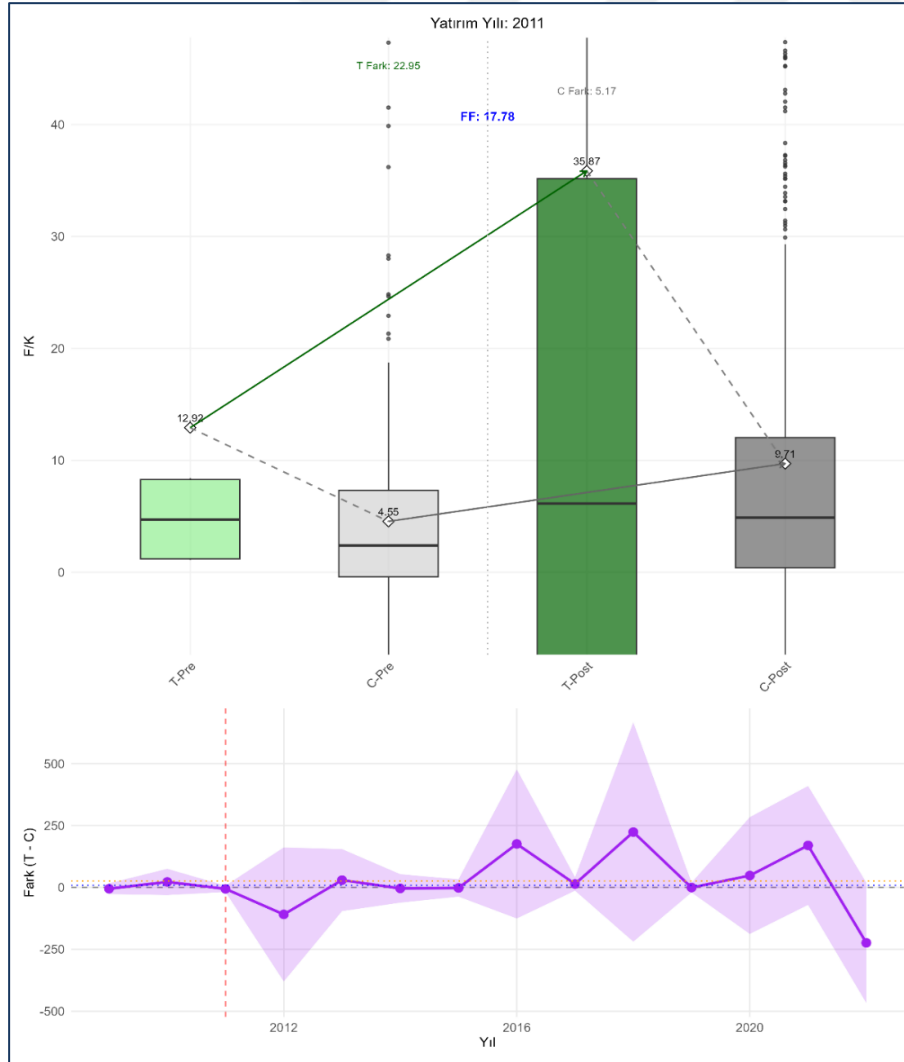
EK- 31. 2011 ve 2012 T Grubu Öz Kaynak Kârlılıklarındaki (ROE) Net Etki Değişimi



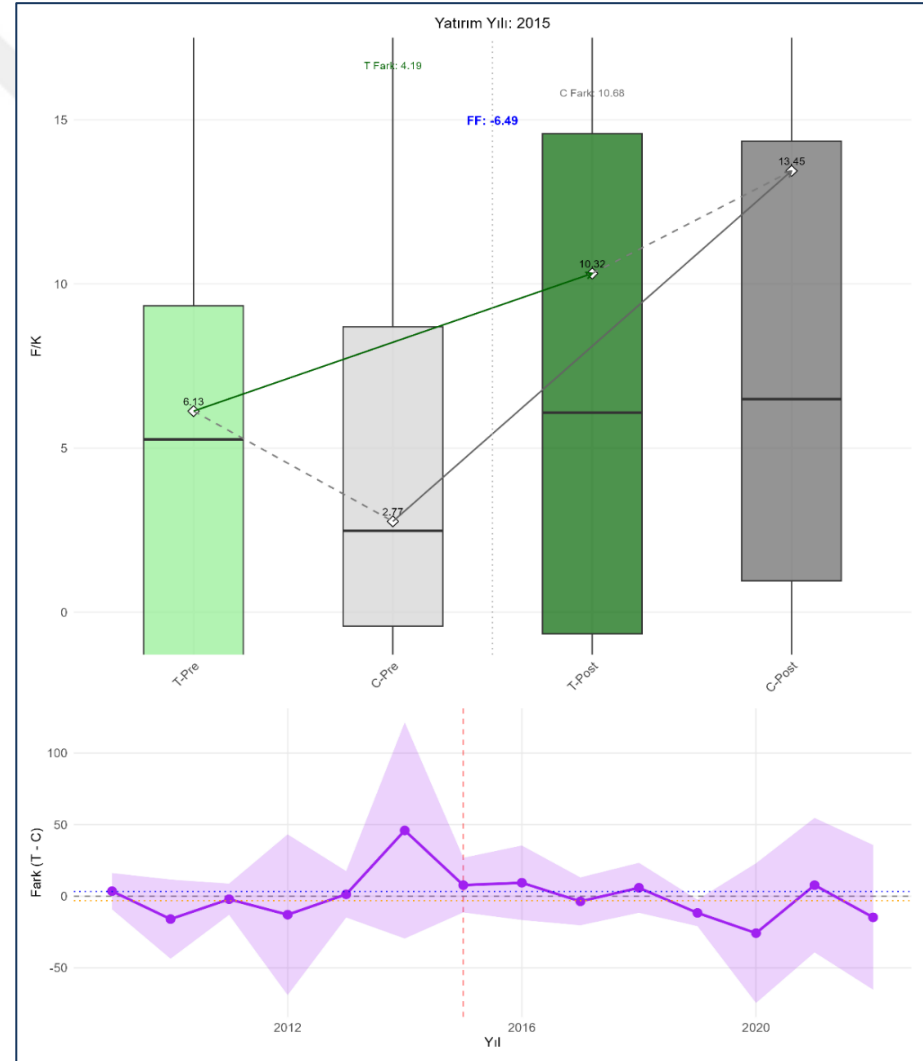
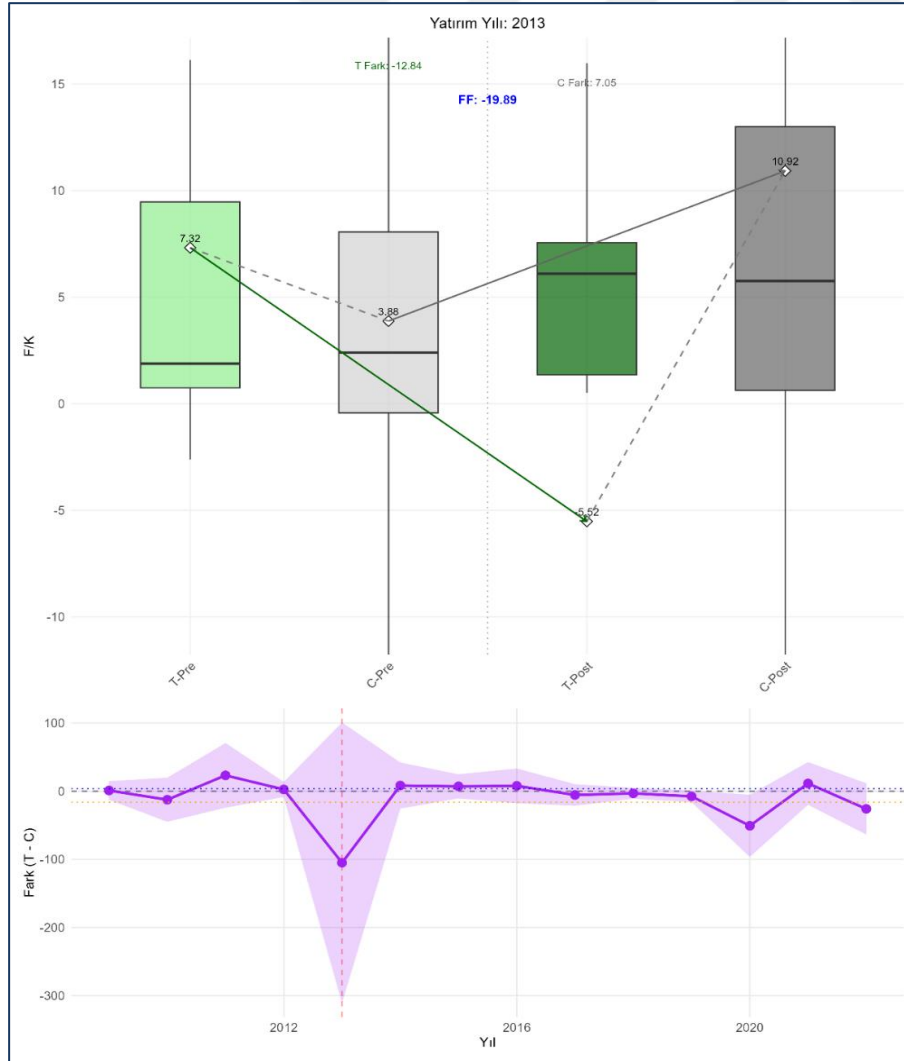
EK- 32. 2013 ve 2015 T Grubu Öz Kaynak Kârlılıklarındaki (ROE) Net Etki Değişimi



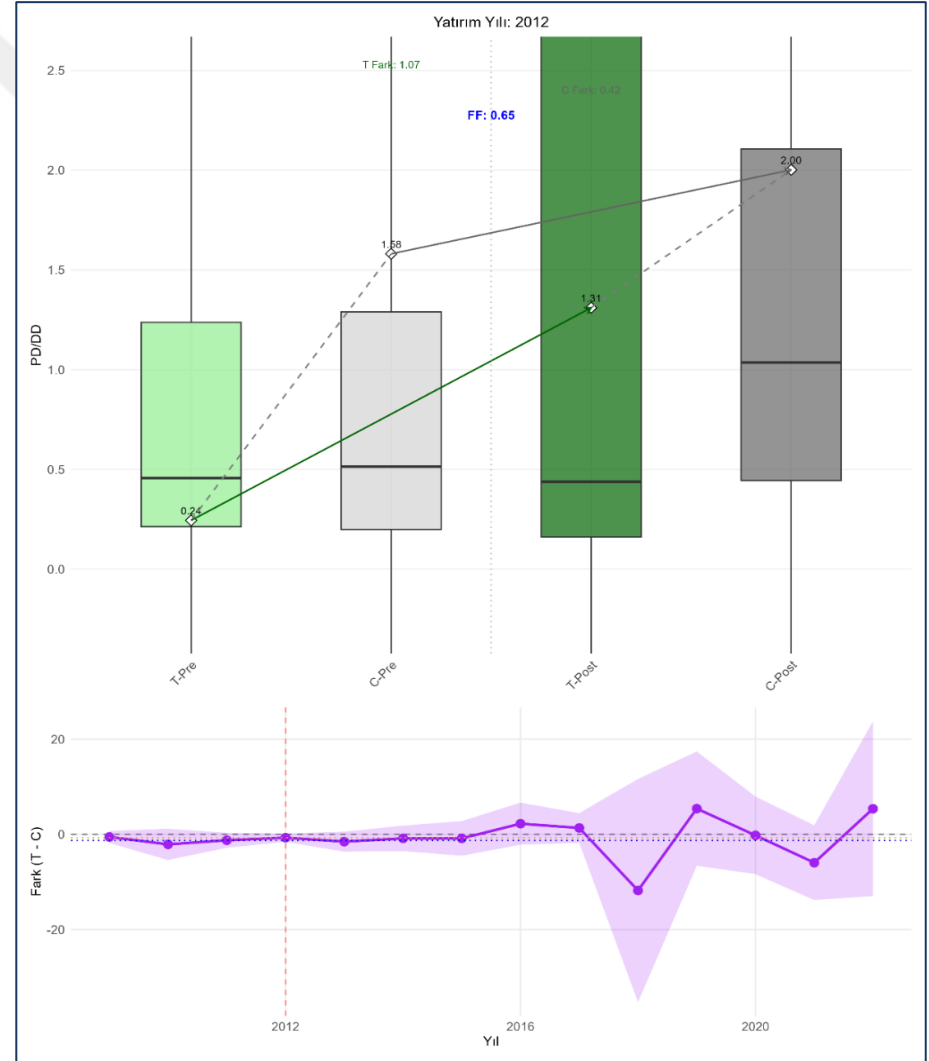
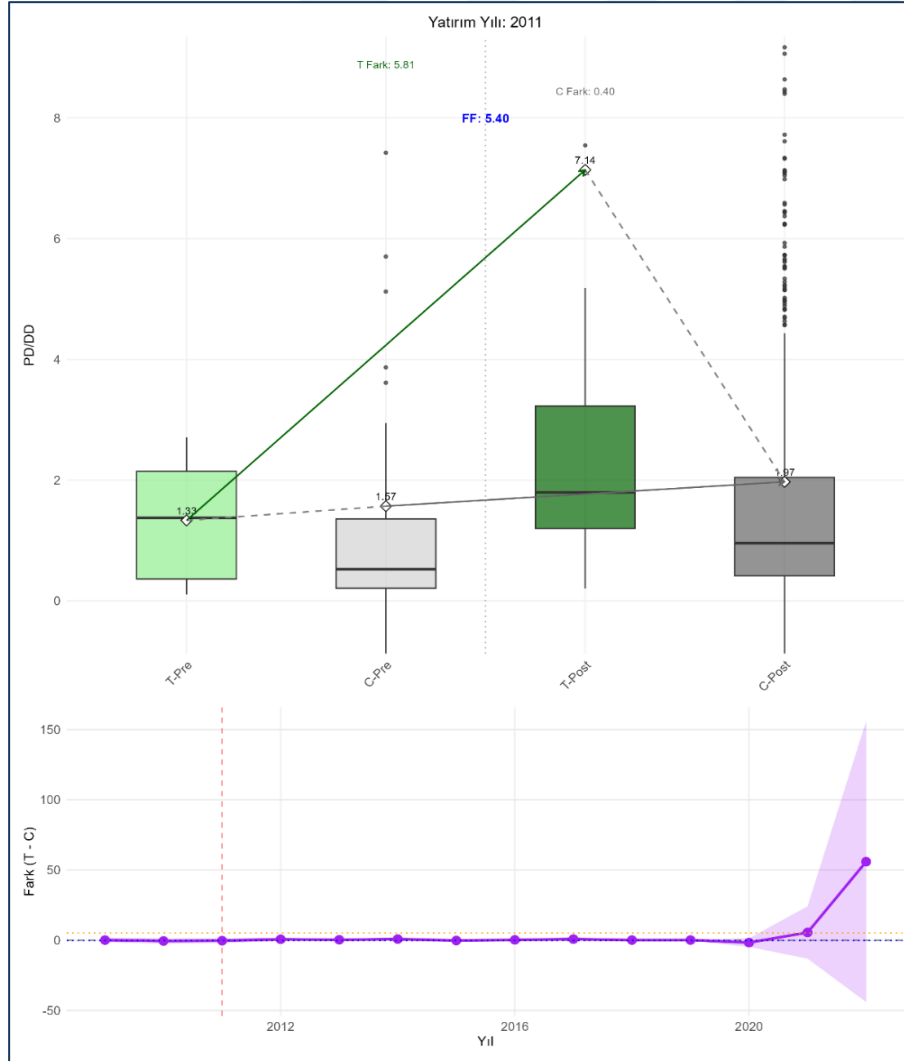
EK- 33. 2011 ve 2012 T Grubu Fiyat Kâr (F/K) Oranlarındaki Net Etki Değişimi



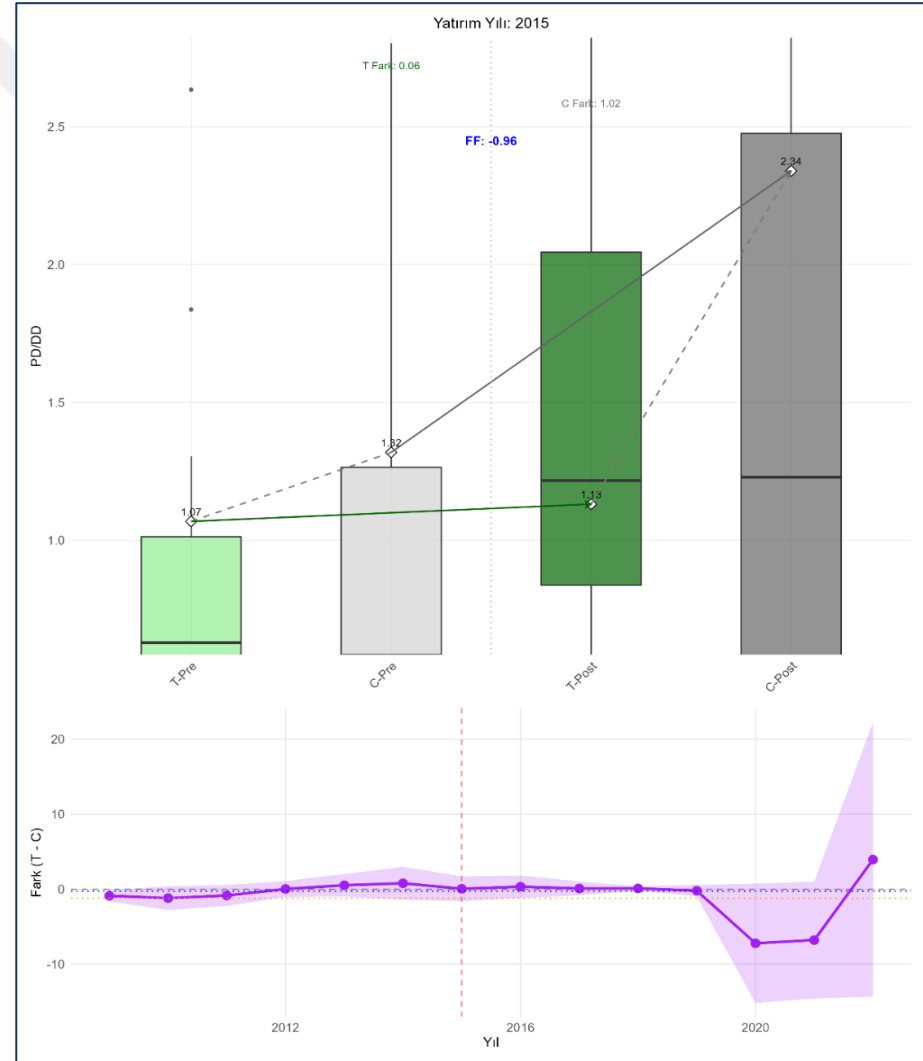
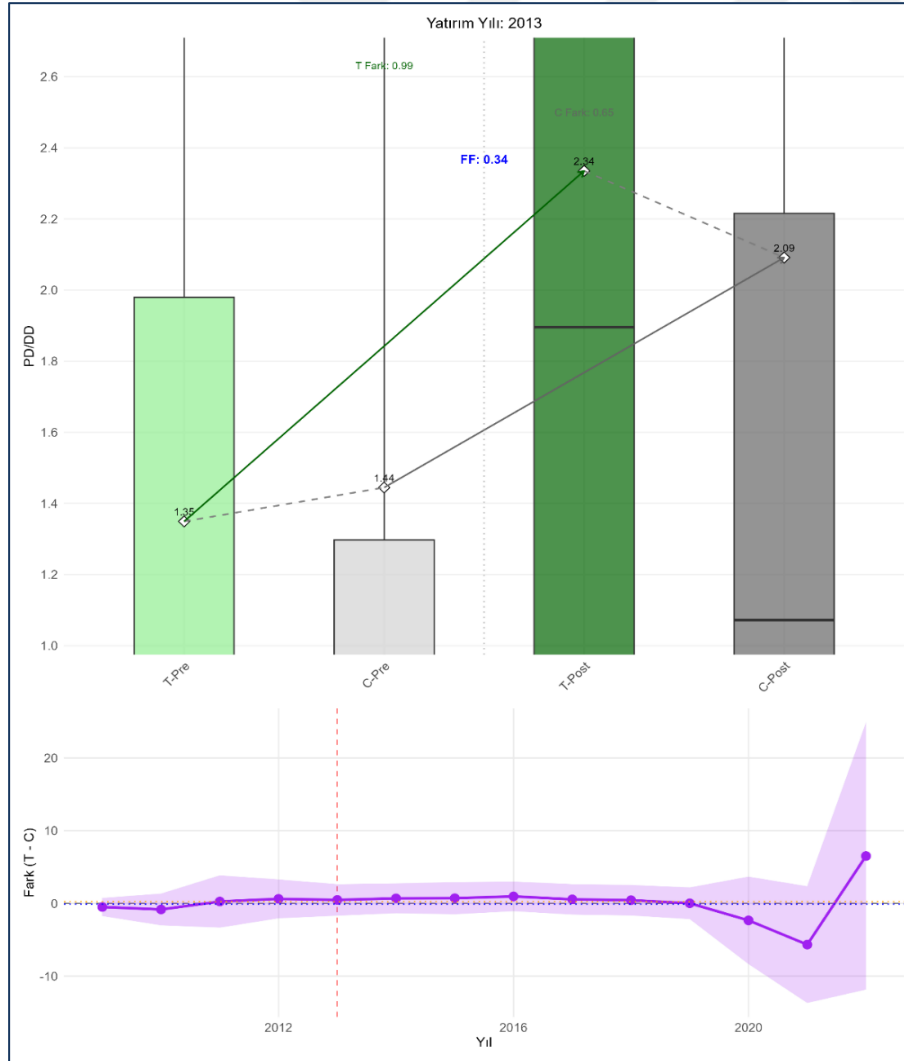
EK- 34. 2013 ve 2015 T Grubu Fiyat Kâr (F/K) Oranlarındaki Net Etki Değişimi



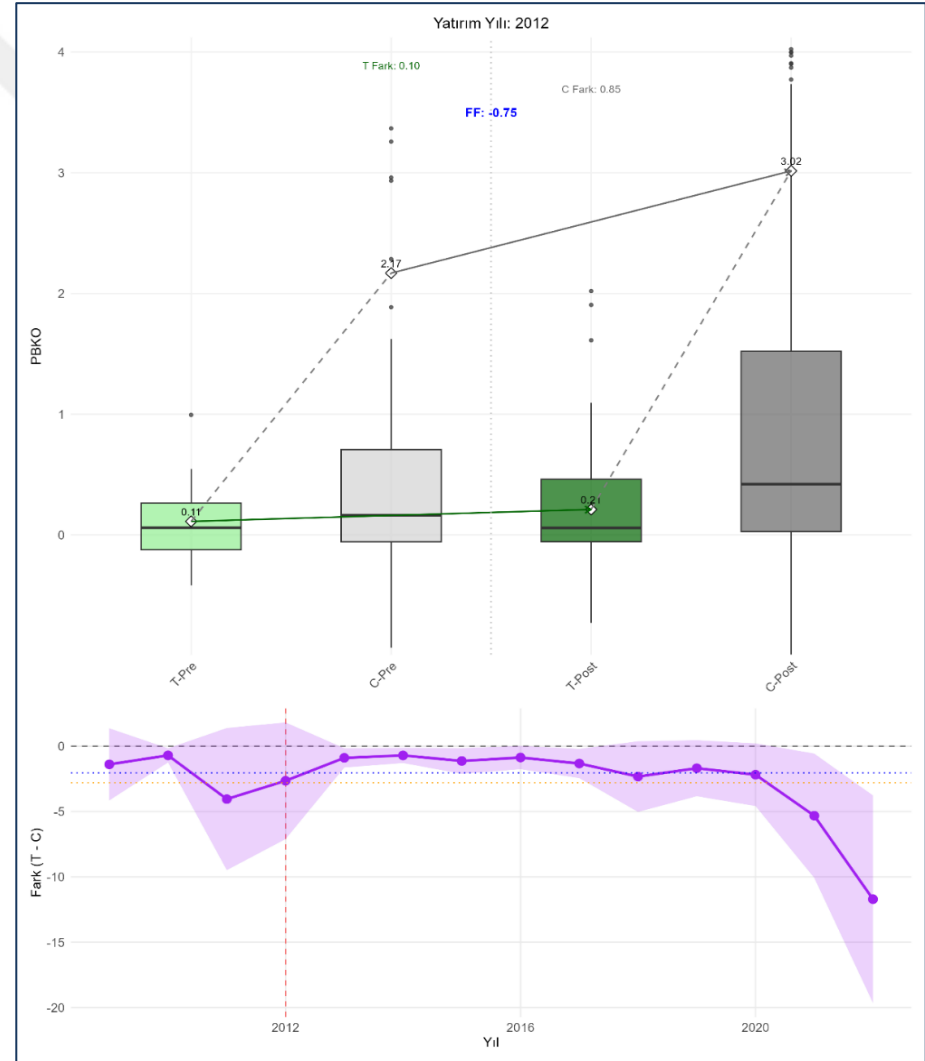
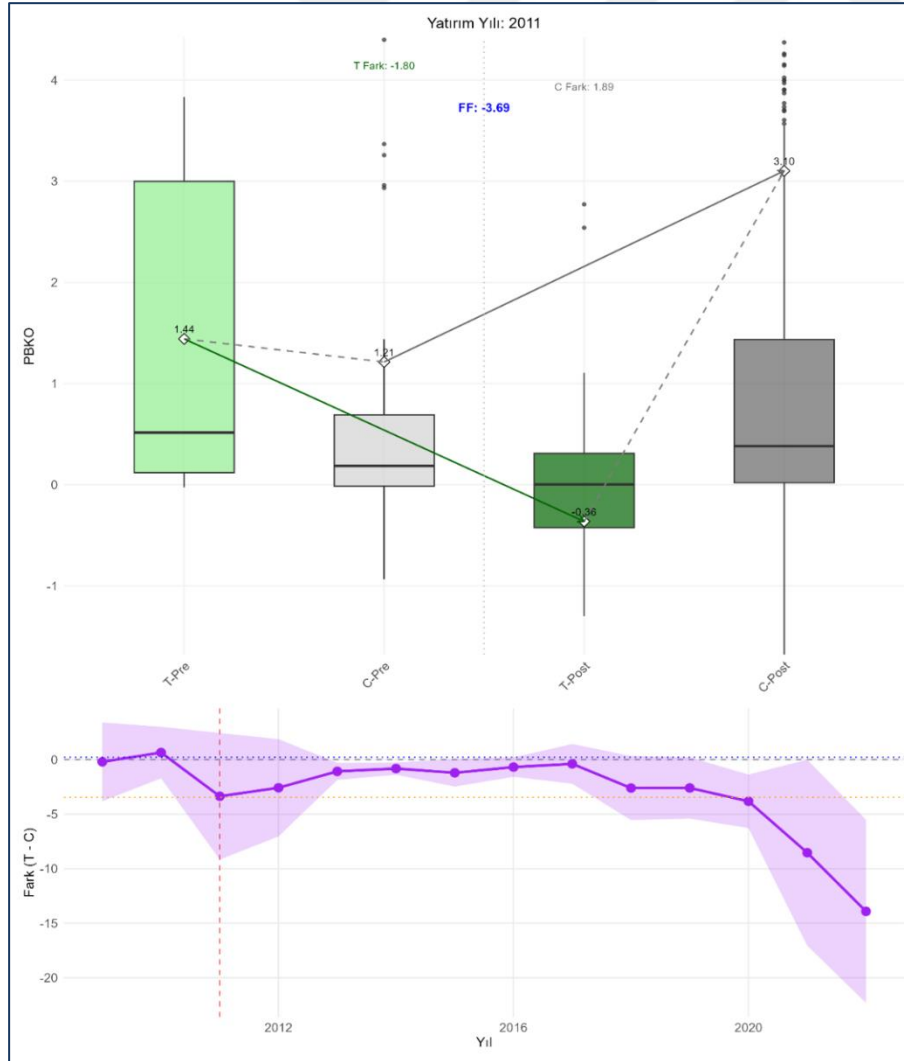
EK- 35. 2011 ve 2012 T Grubu Piyasa Değeri Defter Değeri (PD/DD) Oranlarındaki Net Etki Değişimi



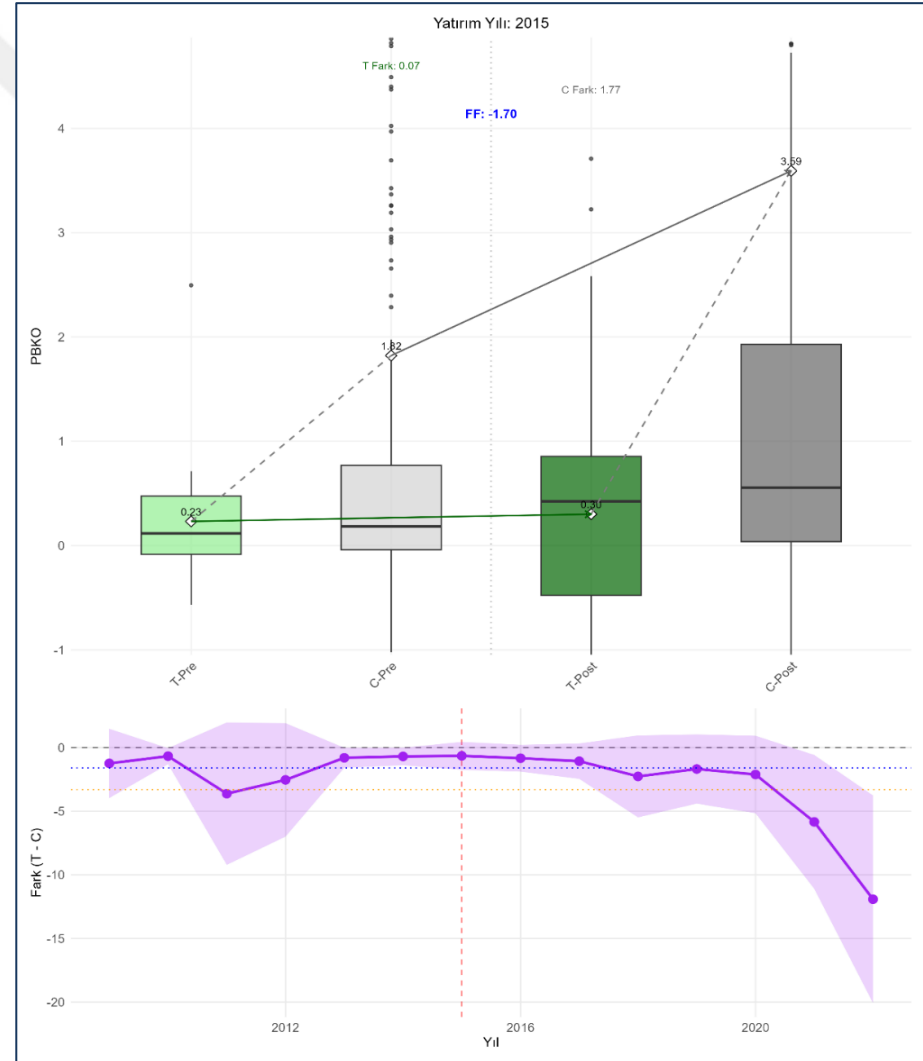
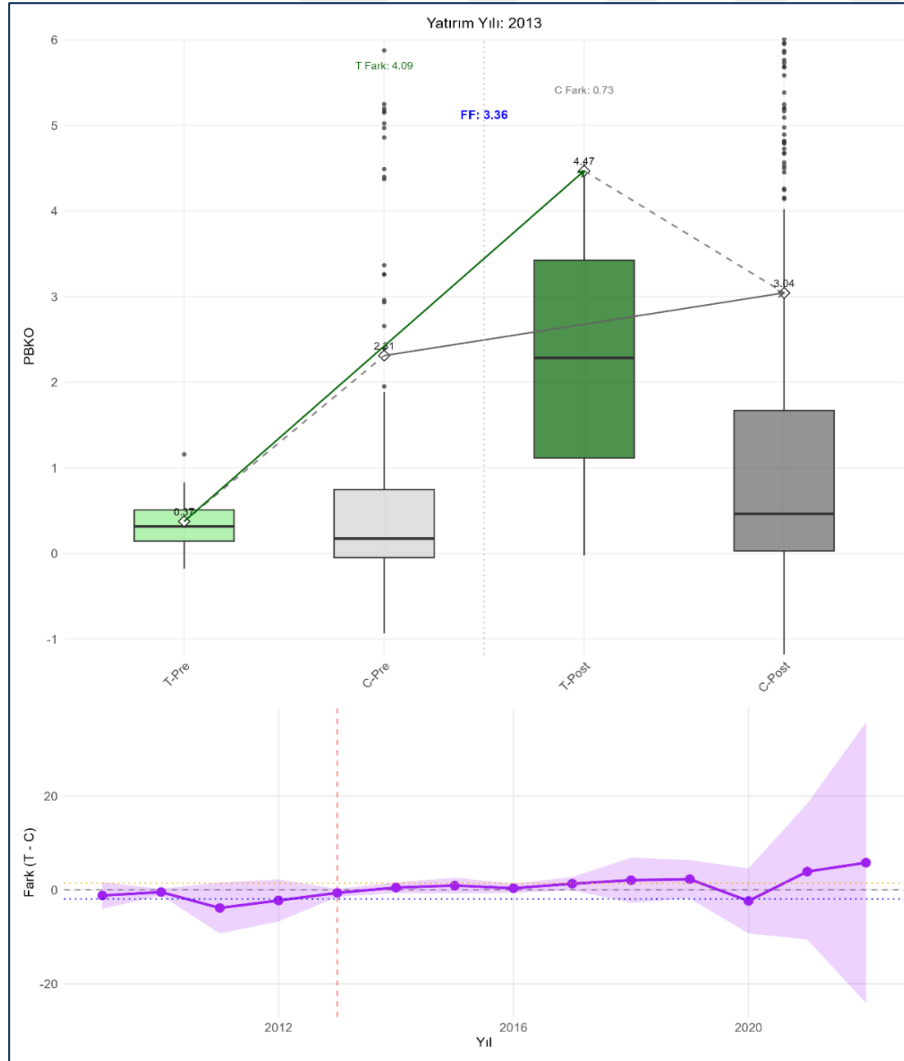
EK- 36. 2013 ve 2015 T Grubu Piyasa Değeri Defter Değeri (PD/DD) Oranlarındaki Net Etki Değişimi



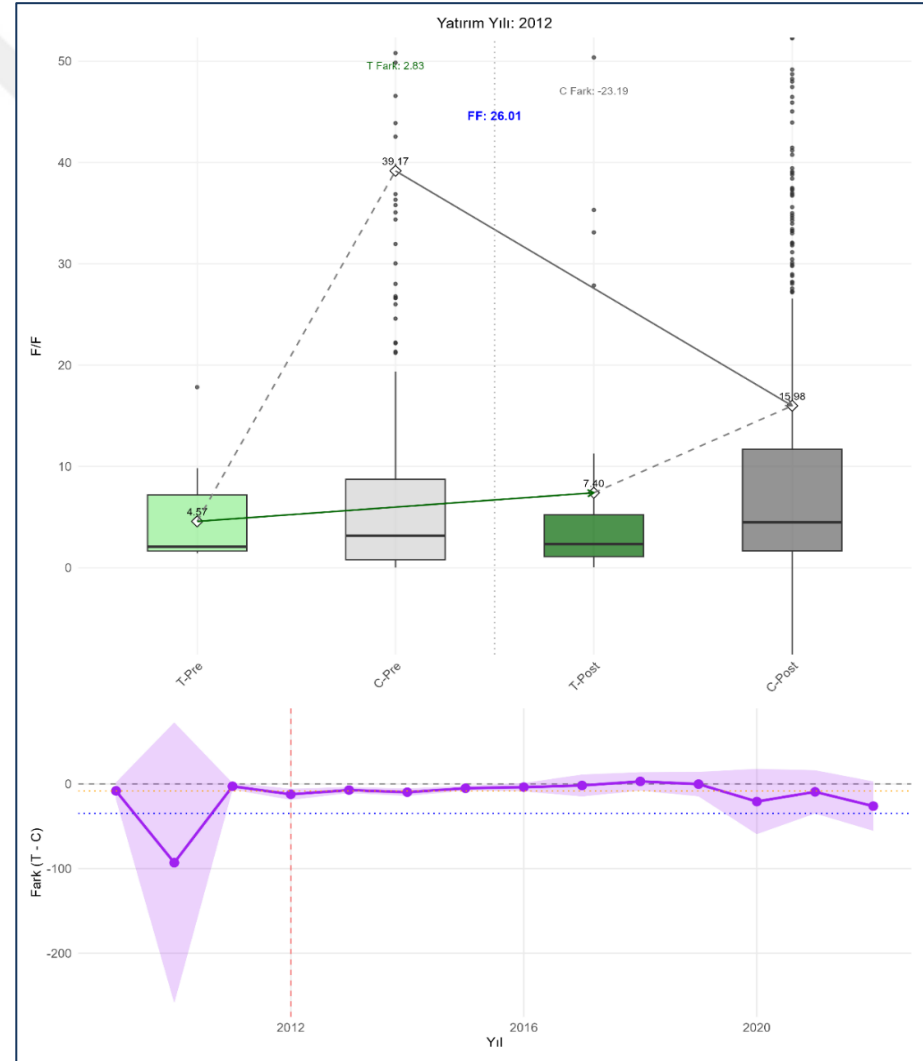
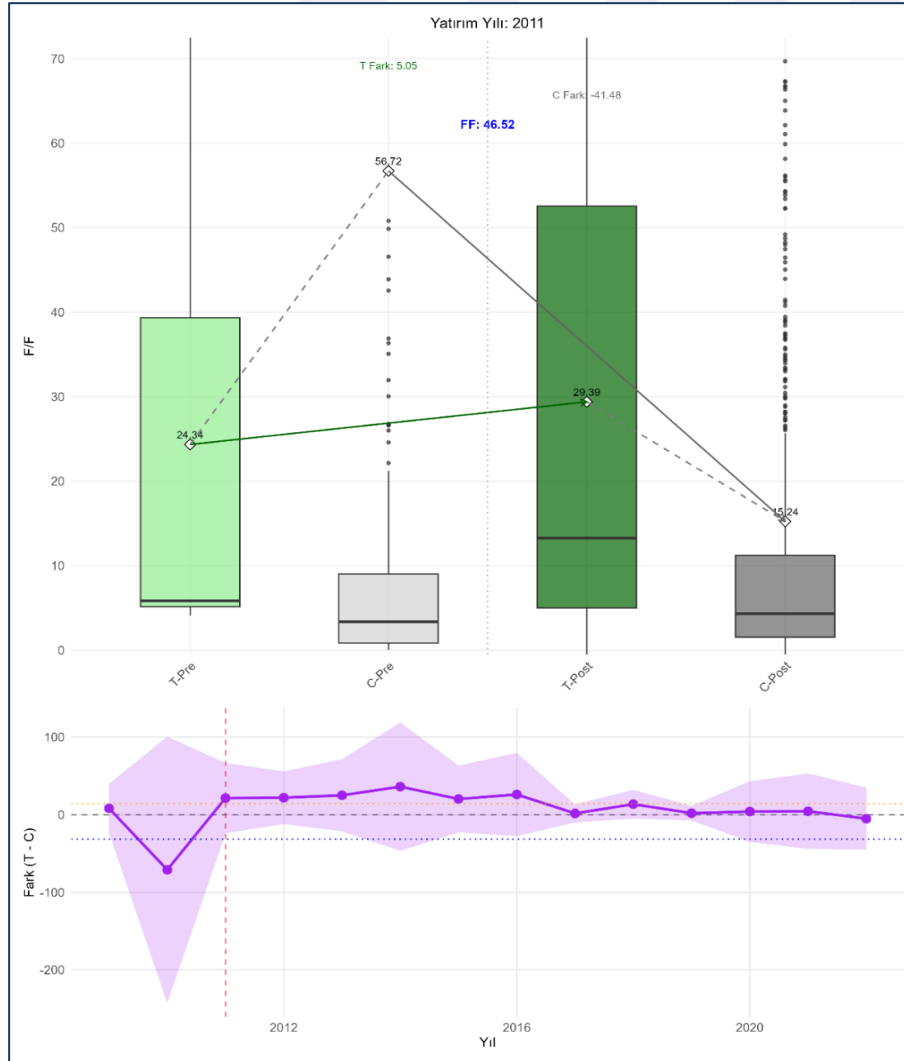
EK- 37. 2011 ve 2012 T Grubu Pay Baş Kâr Oranlarındaki (PBKO) Net Etki Değişimi



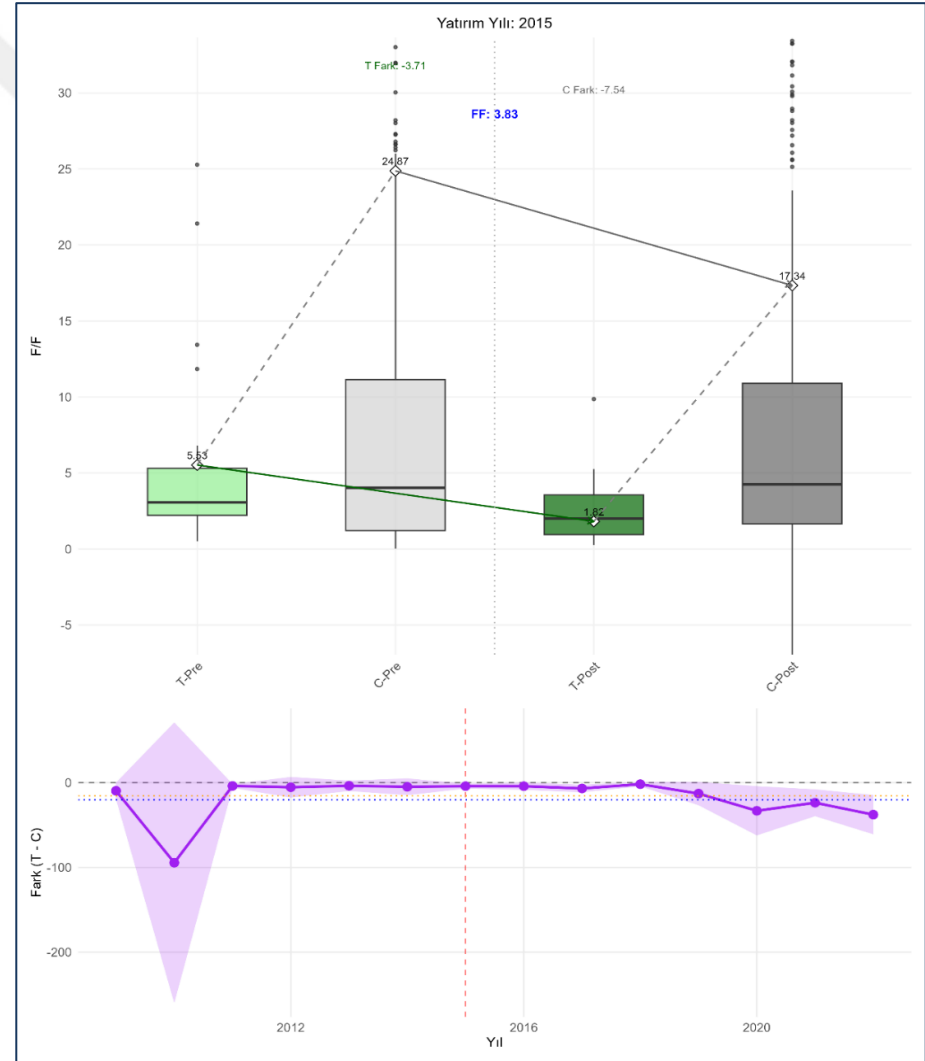
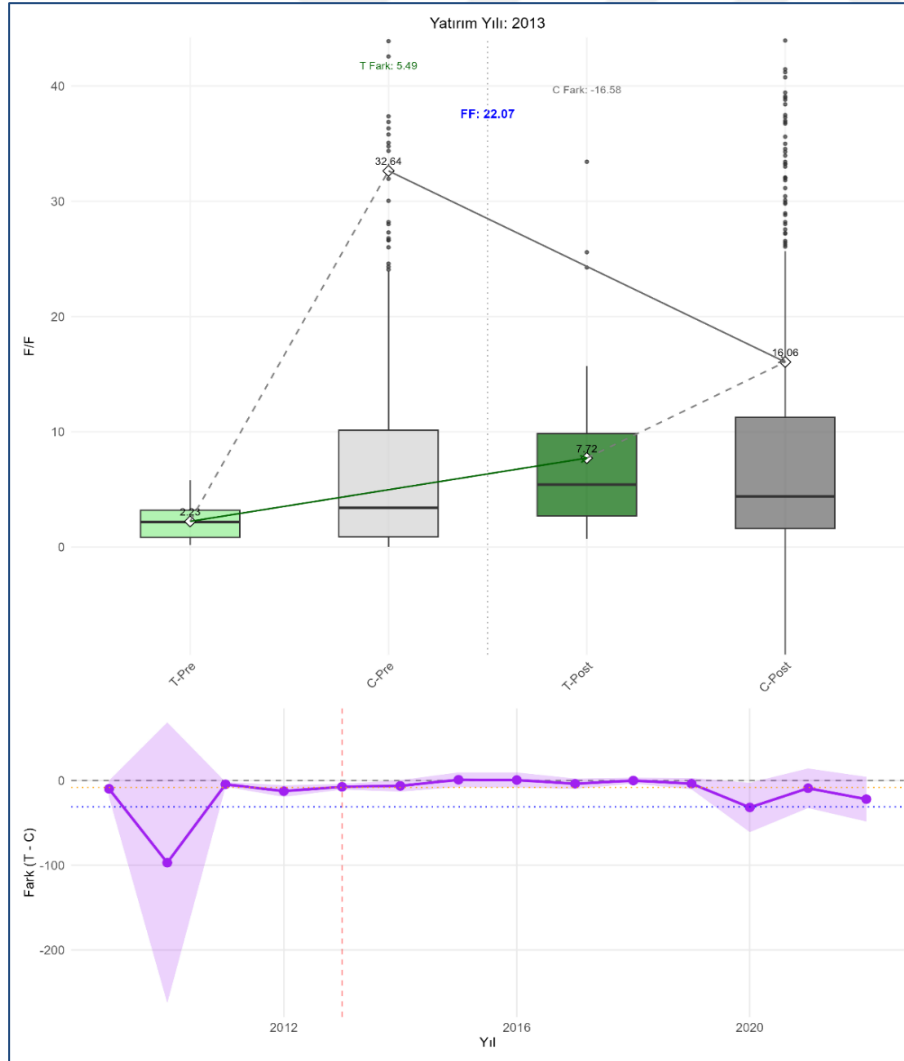
EK- 38. 2013 ve 2015 T Grubu Pay Baş Kâr Oranlarındaki (PBKO) Net Etki Değişimi



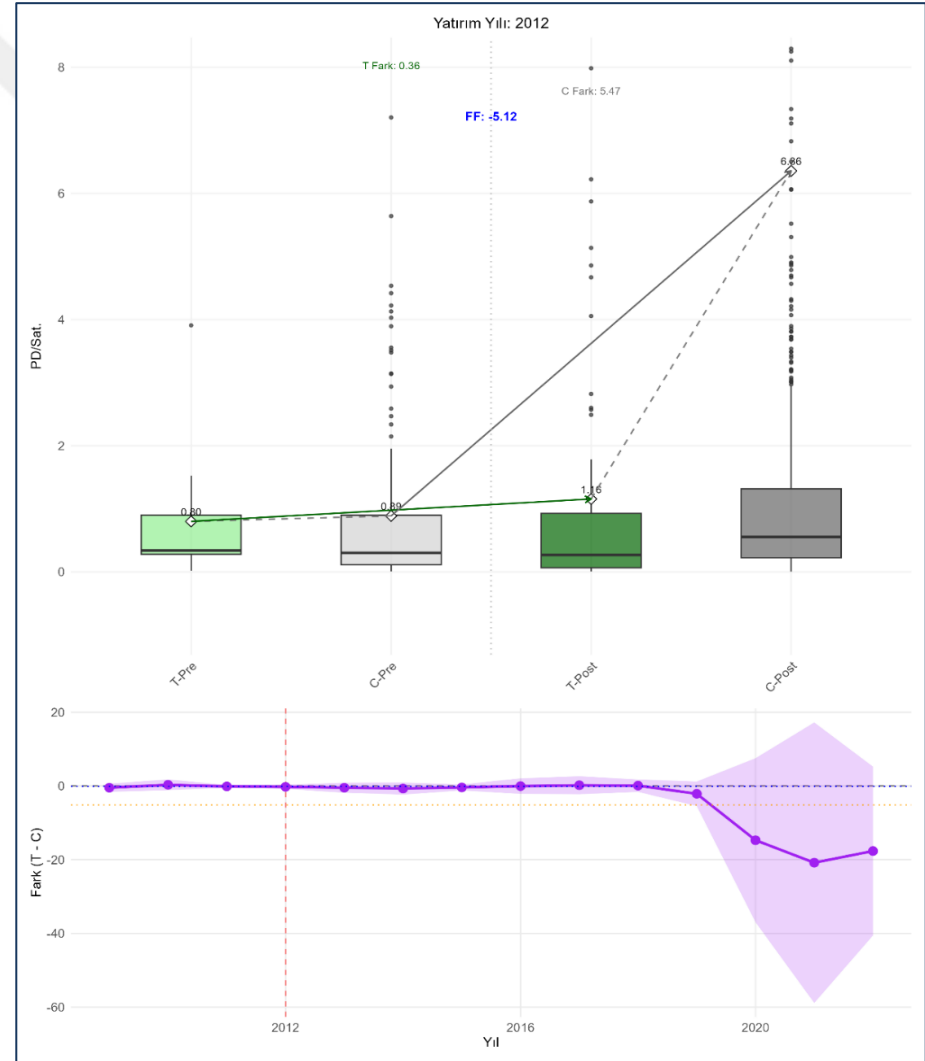
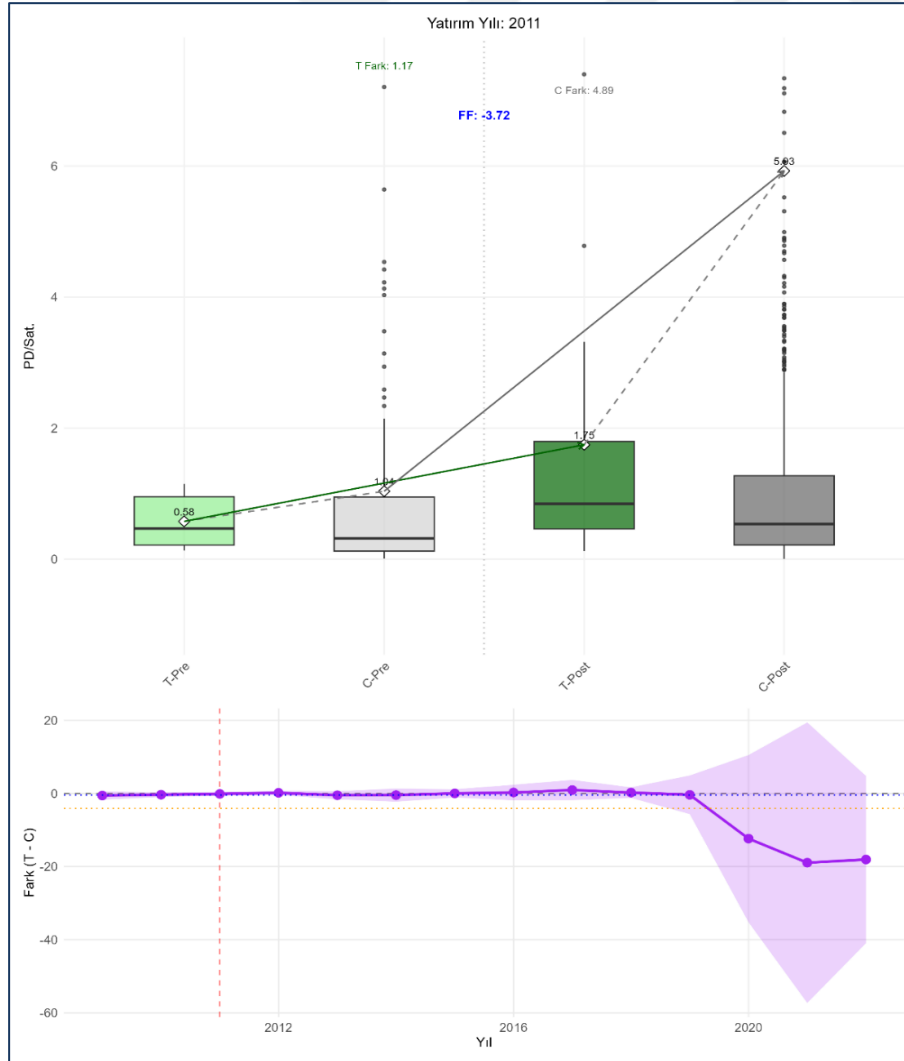
EK- 39. 2011 ve 2012 T Grubu Fiyat Favök (F/F) Oranlarındaki Net Etki Değişimi



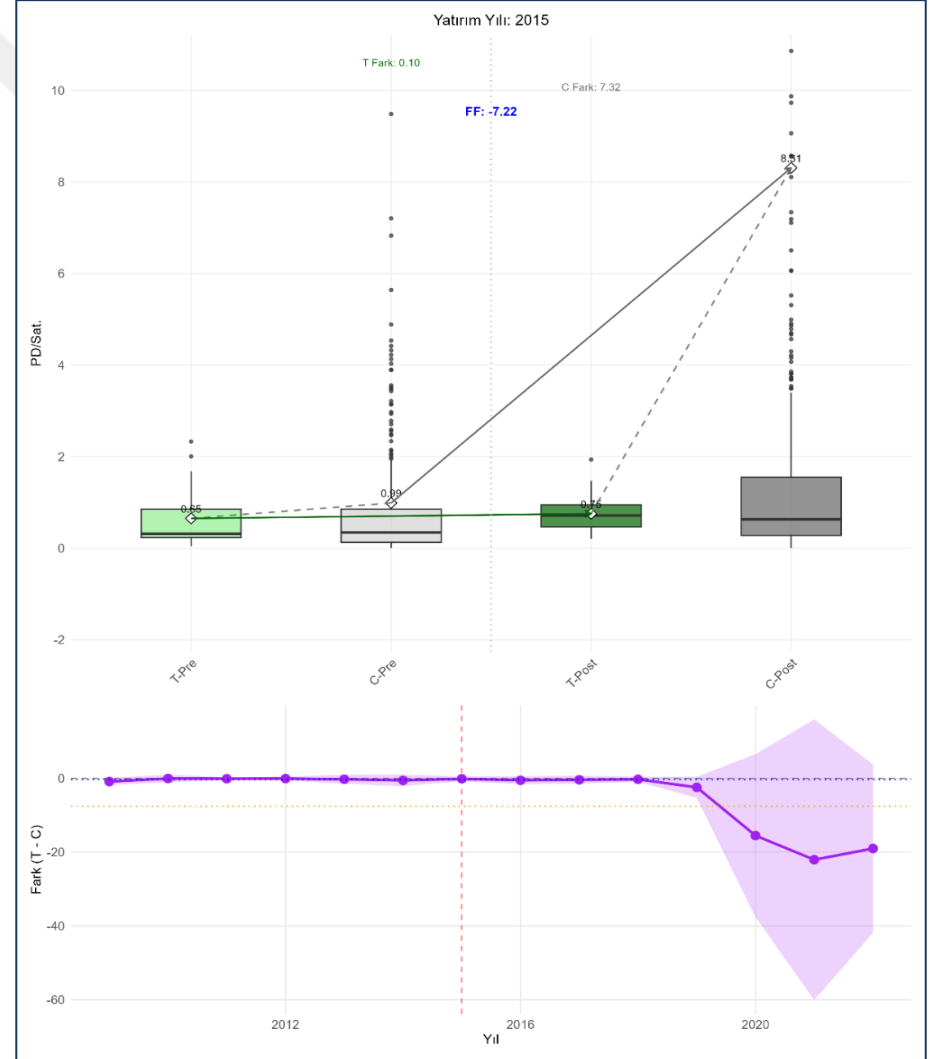
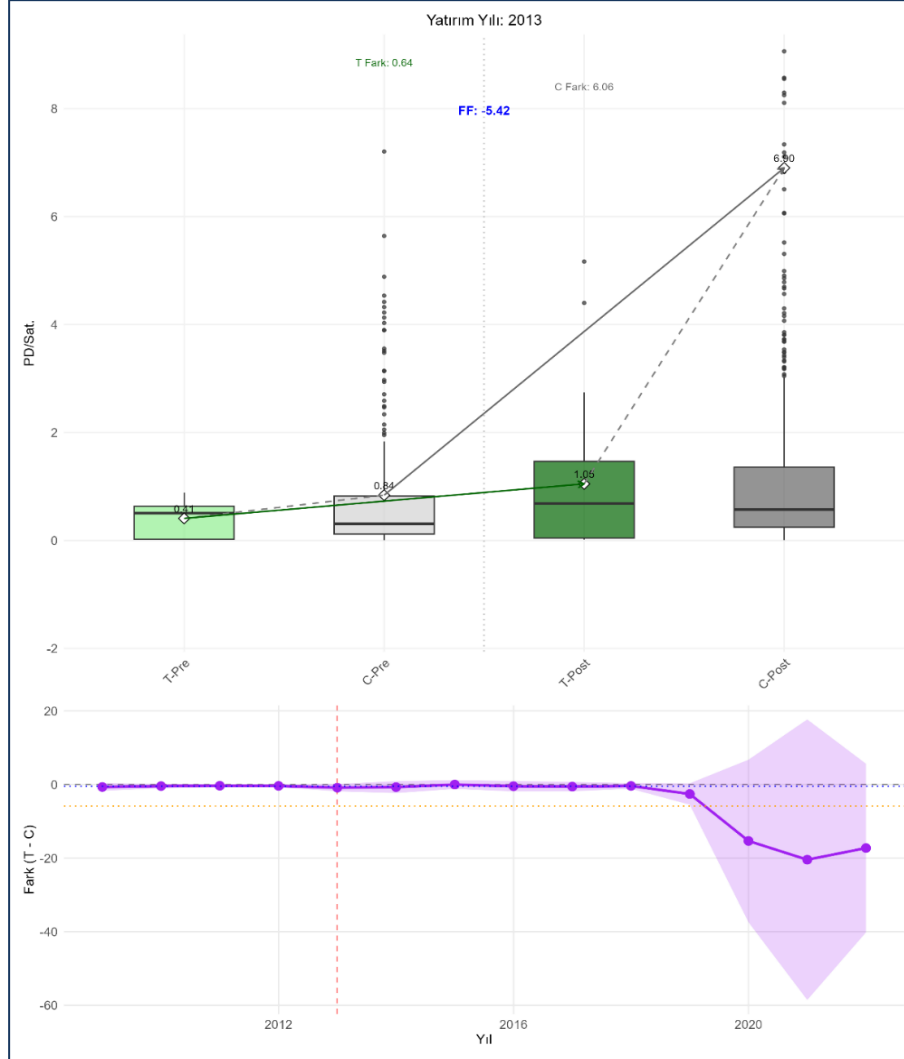
EK- 40. 2013 ve 2015 T Grubu Fiyat Favök (F/F) Oranlarındaki Net Etki Değişimi



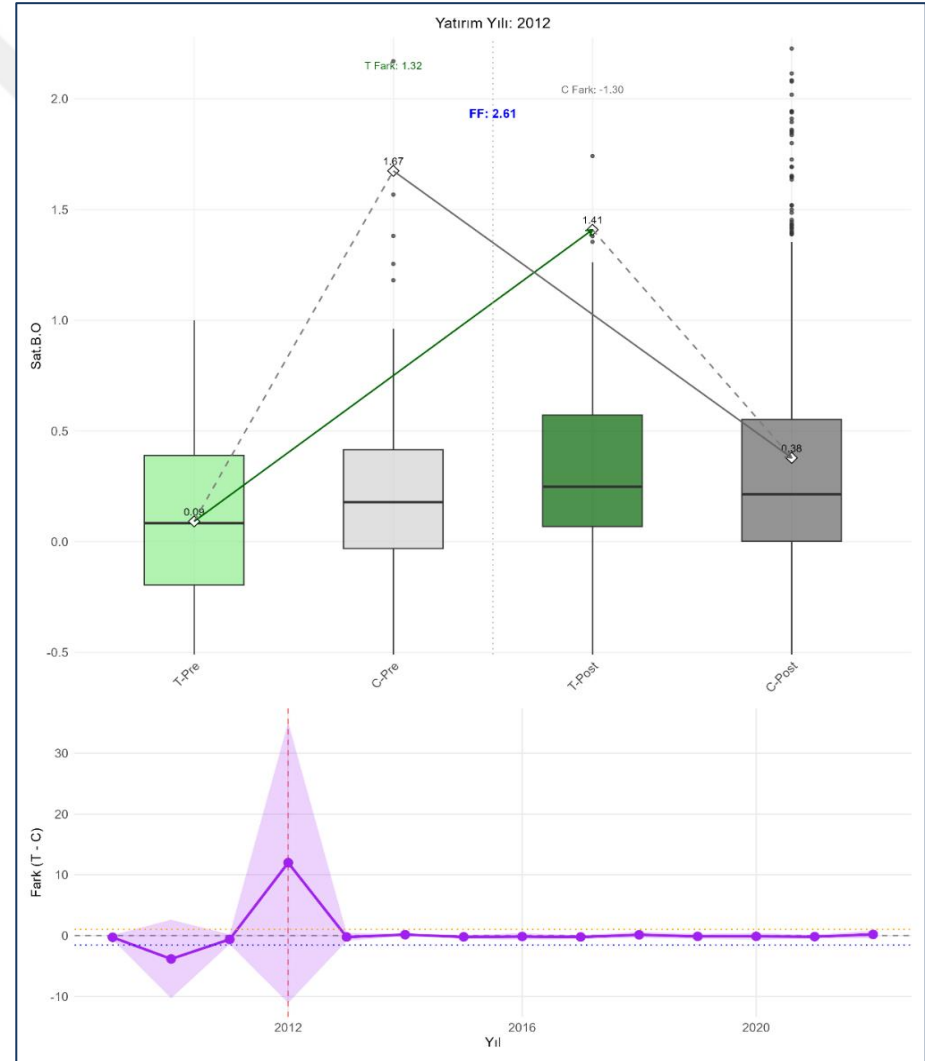
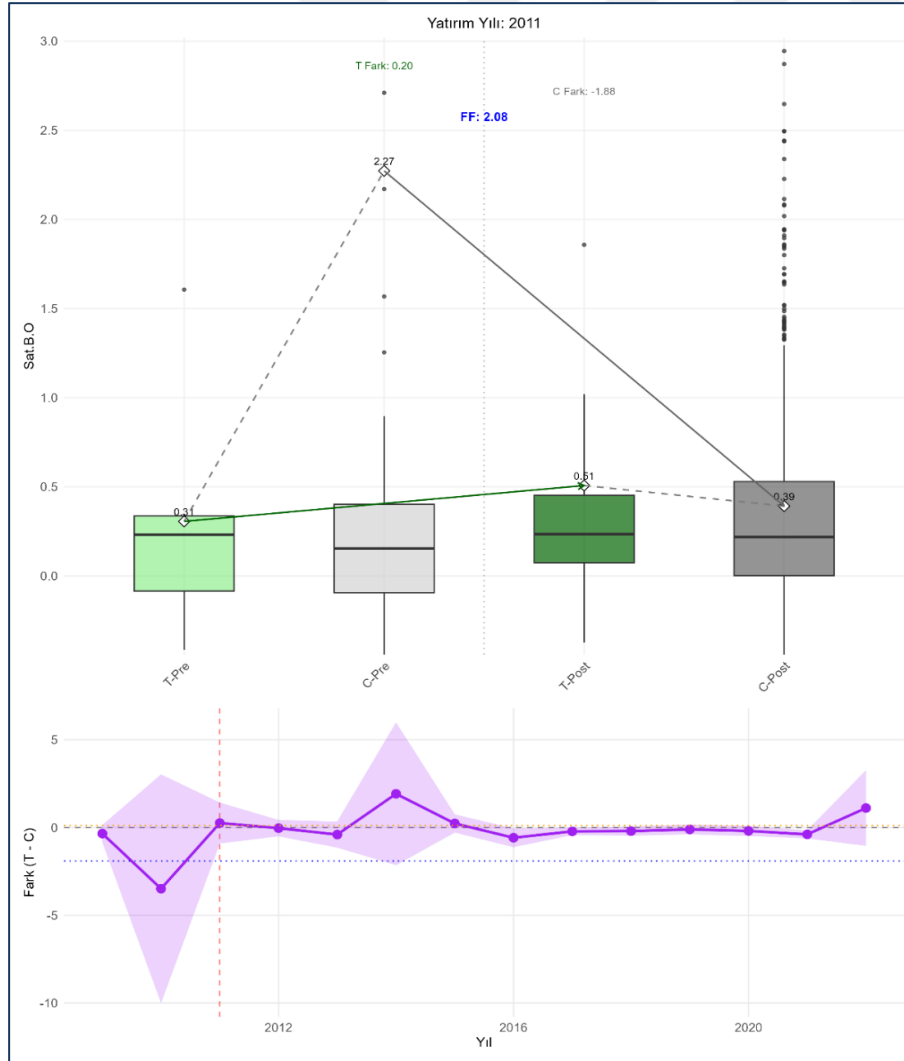
EK- 41. 2011 ve 2012 T Grubu Piyasa Değeri Satışlar (PD/Sat.) Oranlarındaki Net Etki Değişimi



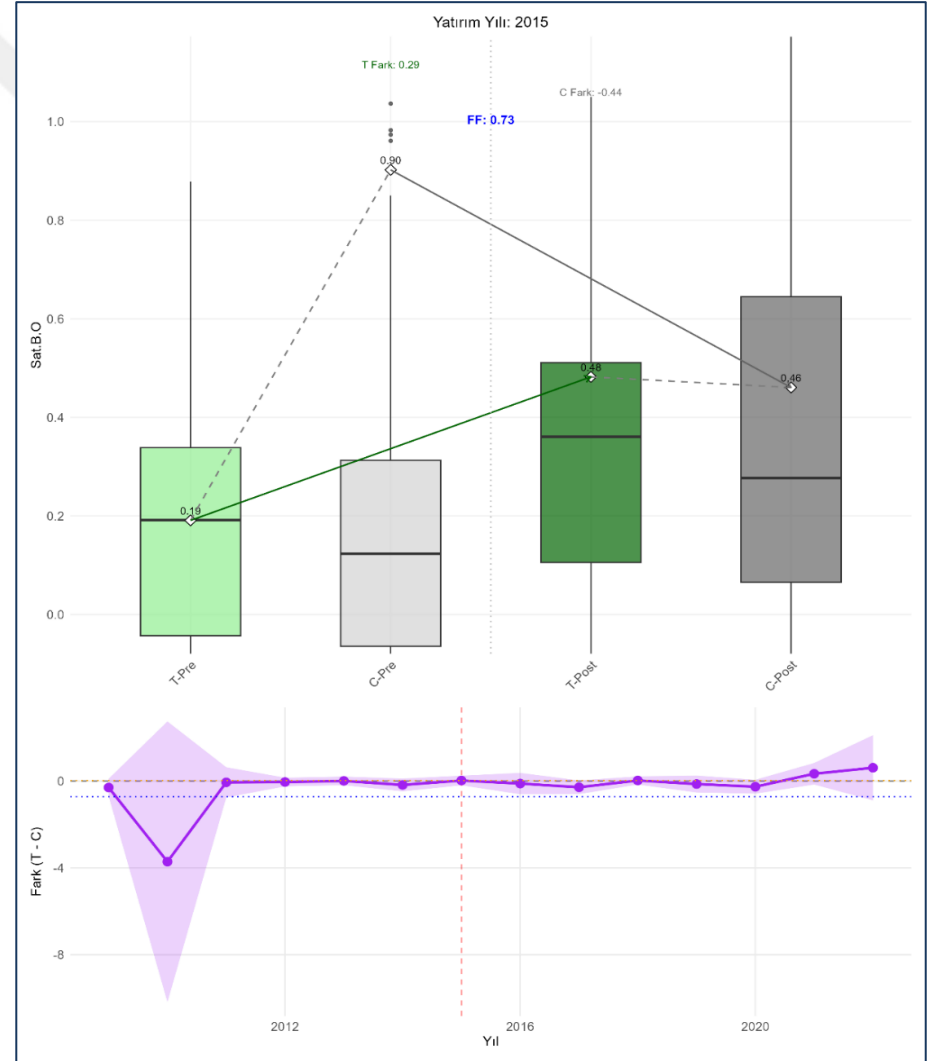
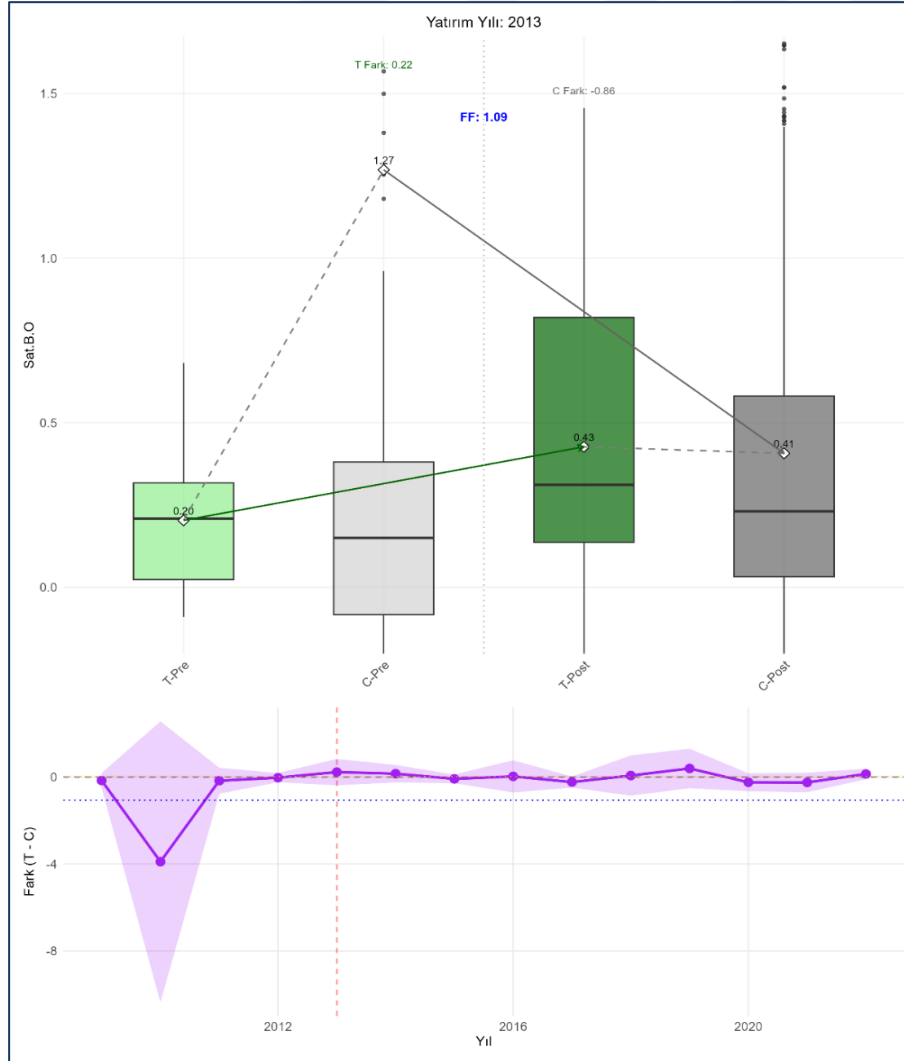
EK- 42. 2013 ve 2015 T Grubu Piyasa Değeri Satışlar Oranlarındaki (PD/Sat.) Net Etki Değişimi



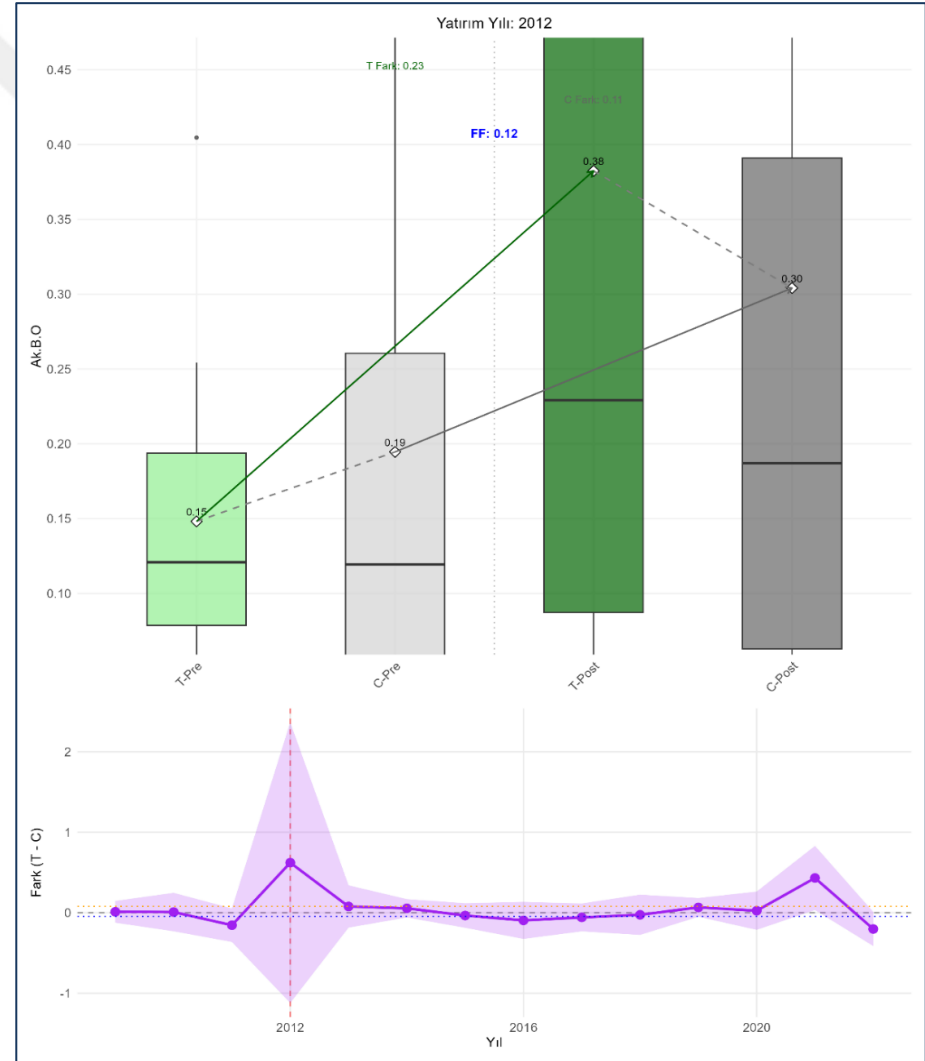
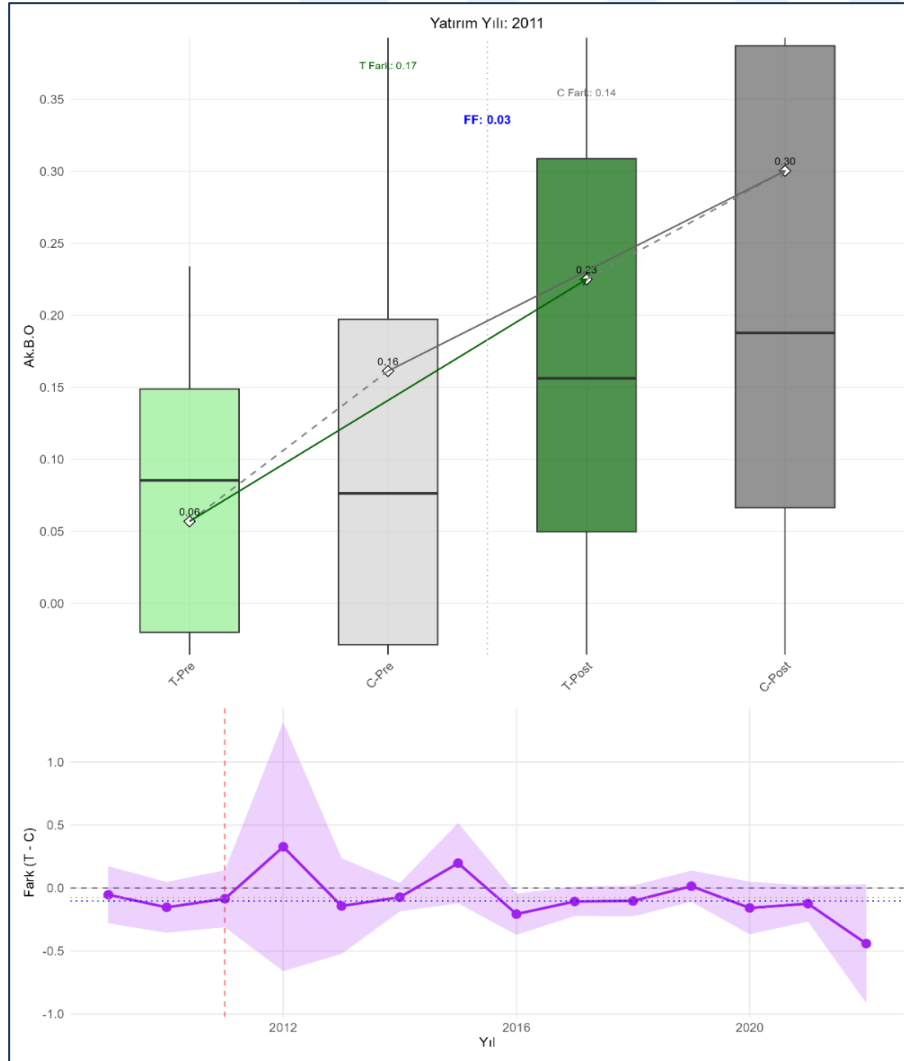
EK- 43. 2011 ve 2012 T Grubu Satış Büyüme Oranlarındaki Net Etki Değişimi



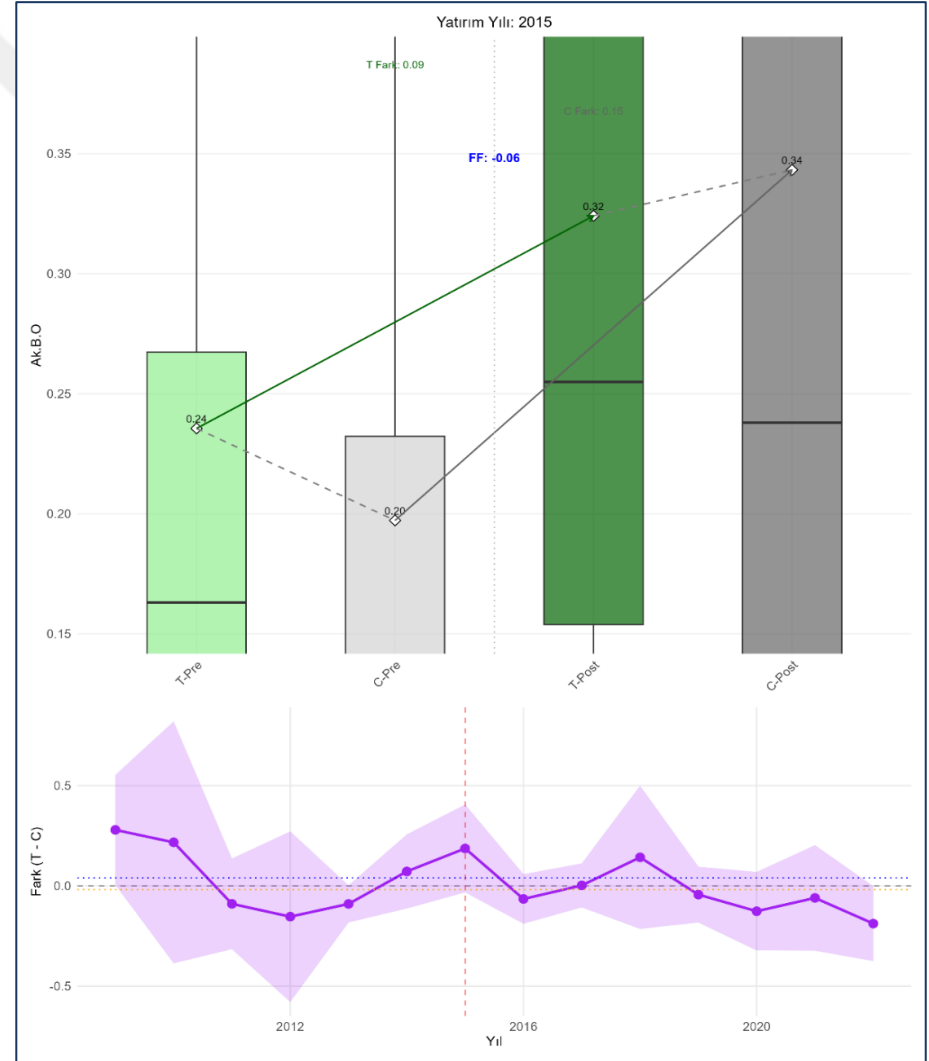
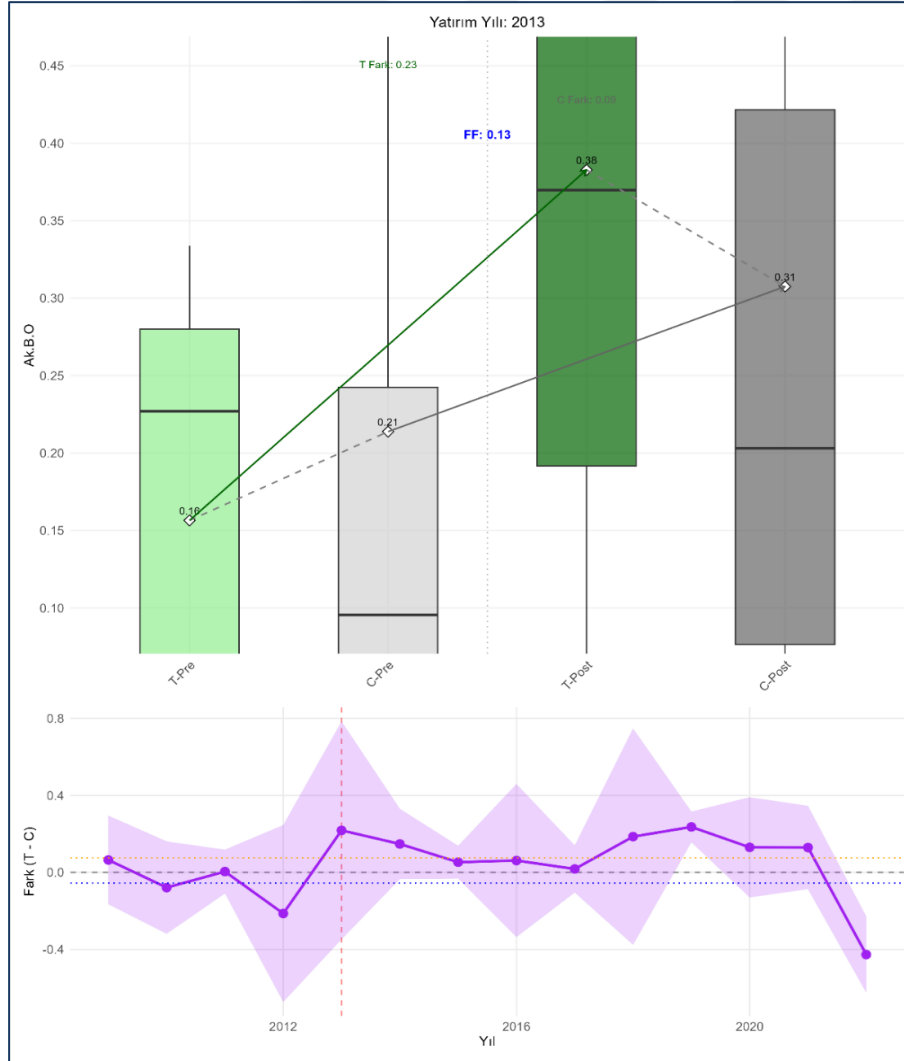
EK- 44. 2013 ve 2015 T Grubu Satış Büyüme Oranlarındaki Net Etki Değişimi



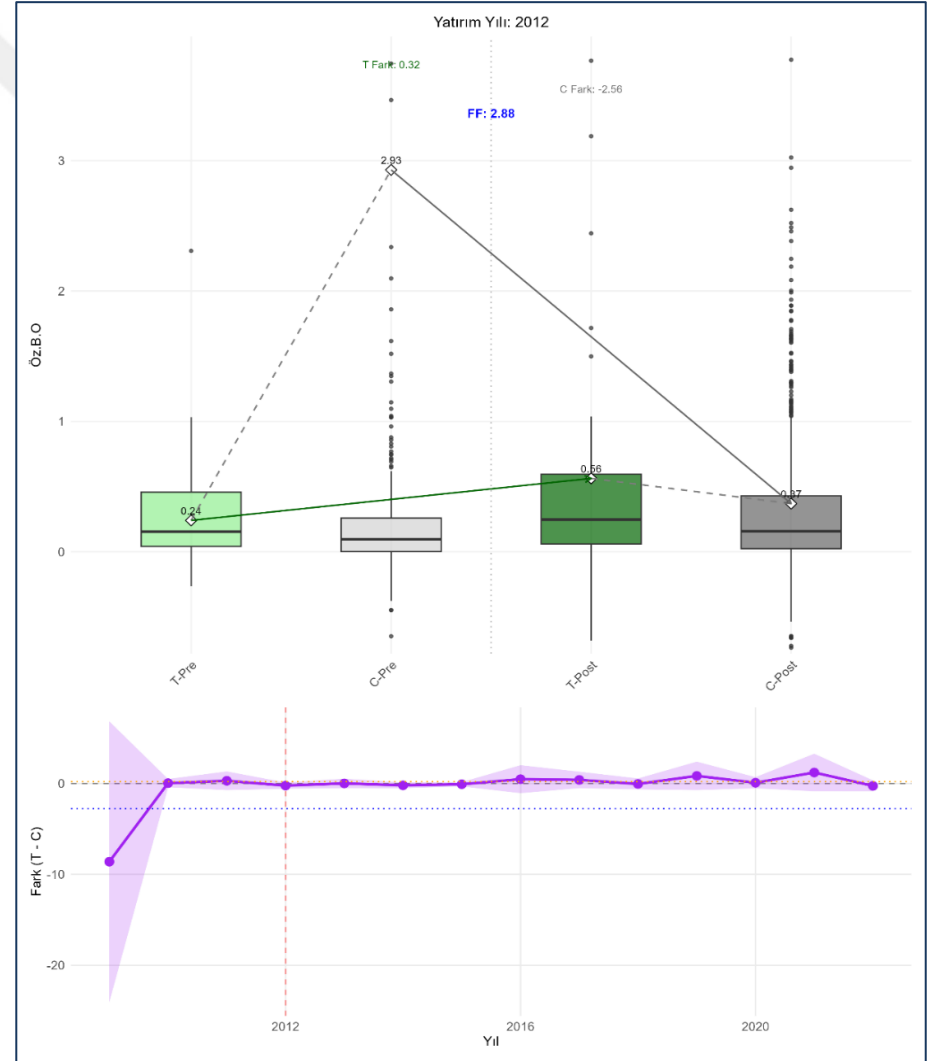
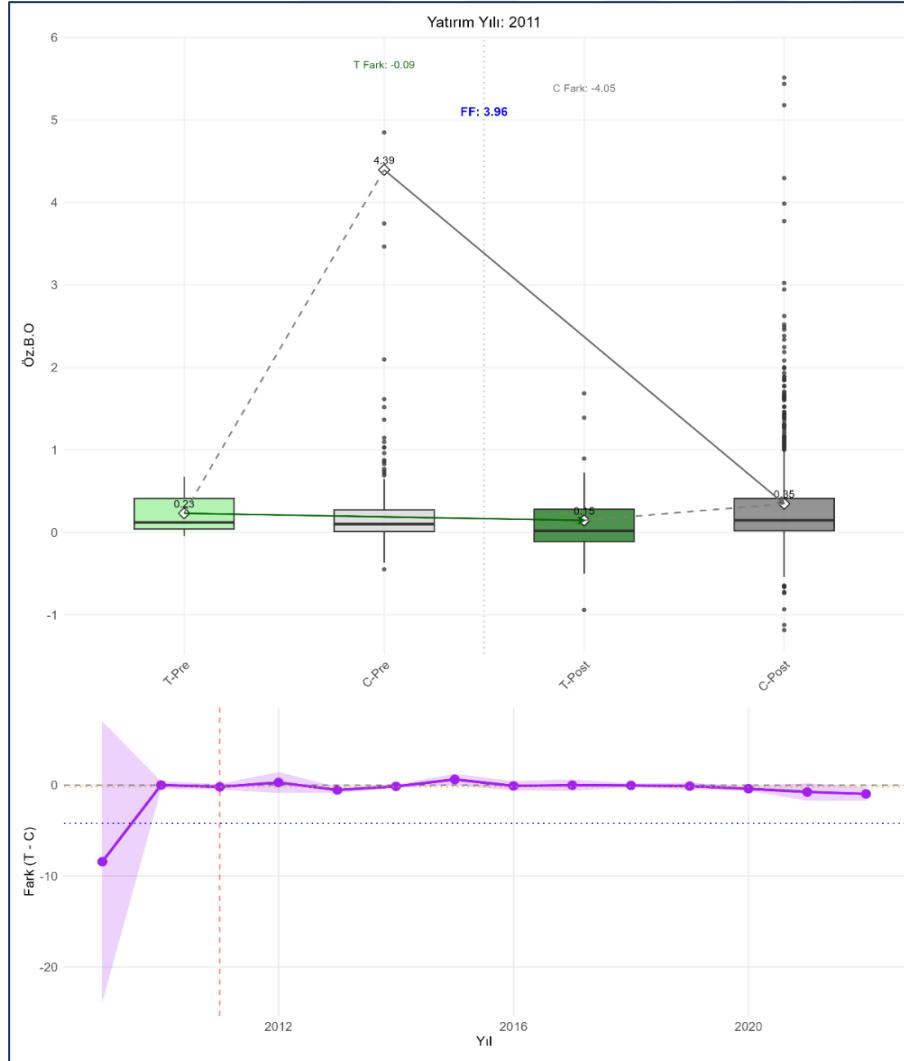
EK- 45. 2011 ve 2012 T Grubu Aktif Büyüme Oranlarındaki Net Etki Değişimi



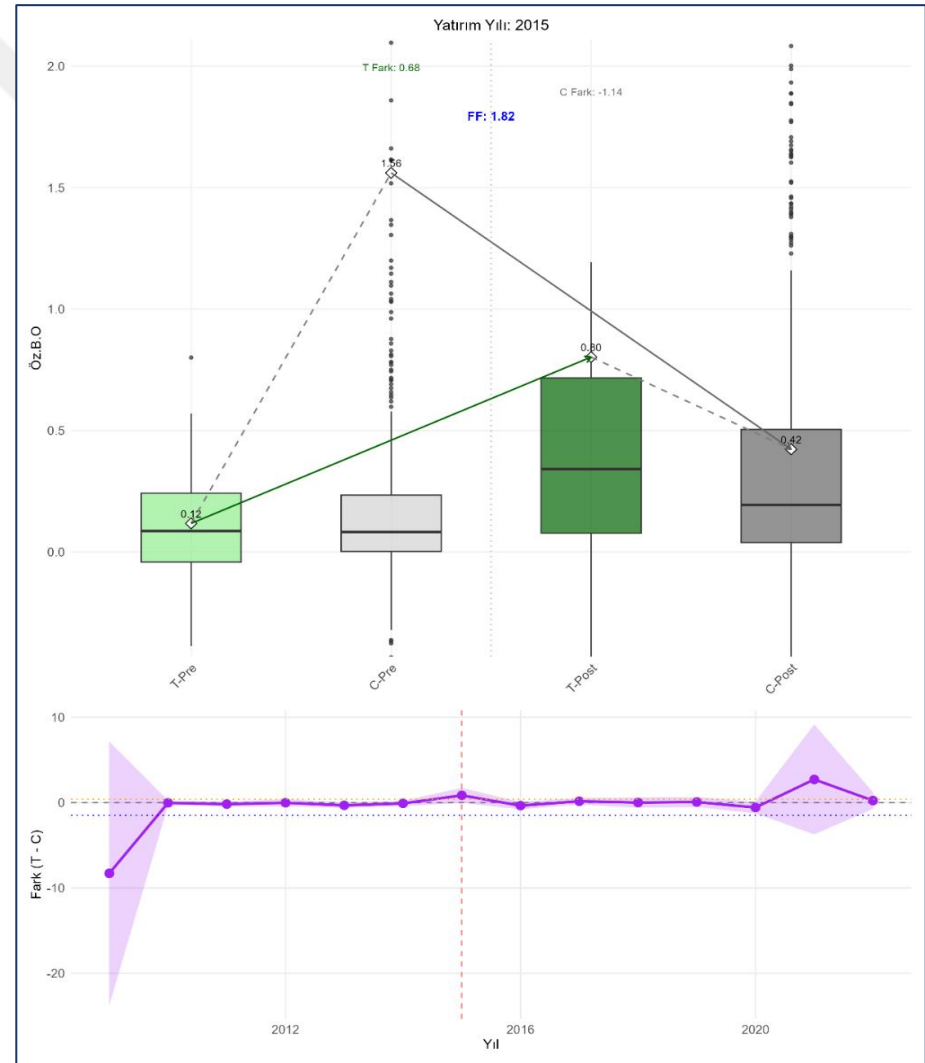
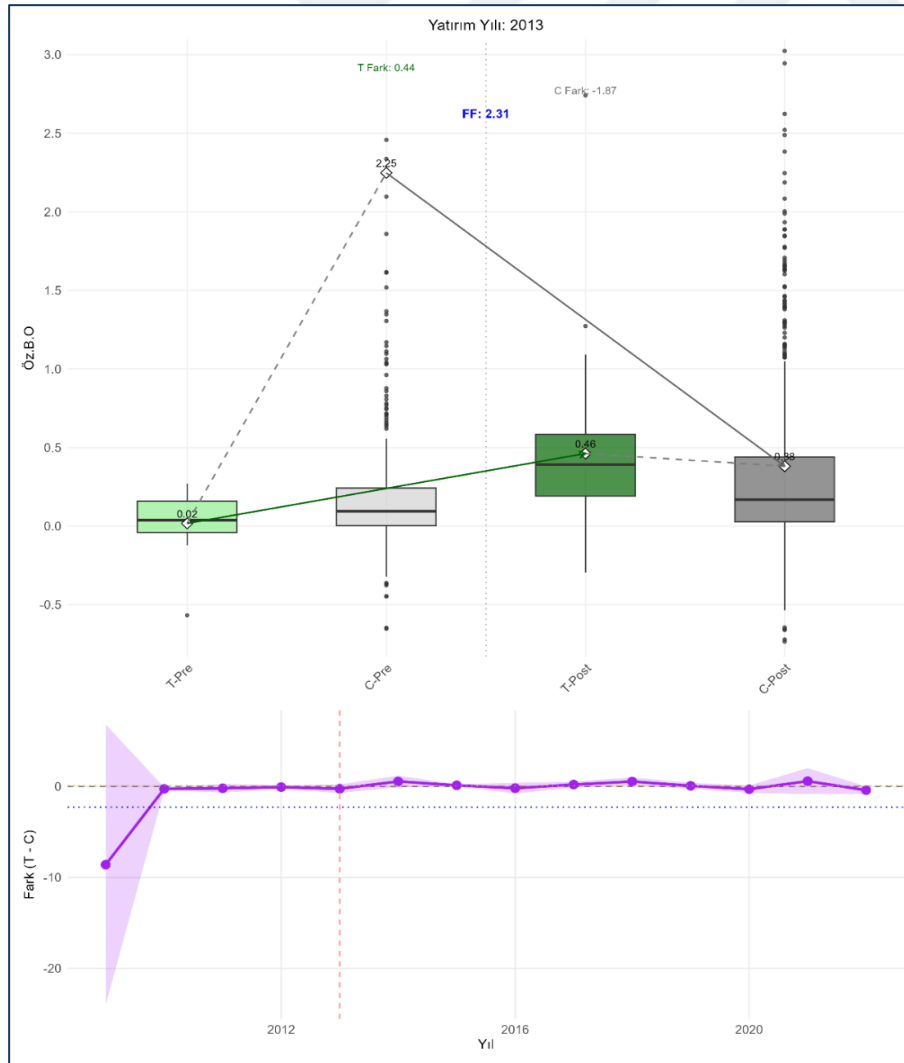
EK- 46. 2013 ve 2015 T Grubu Aktif Büyüme Oranlarındaki Net Etki Değişimi



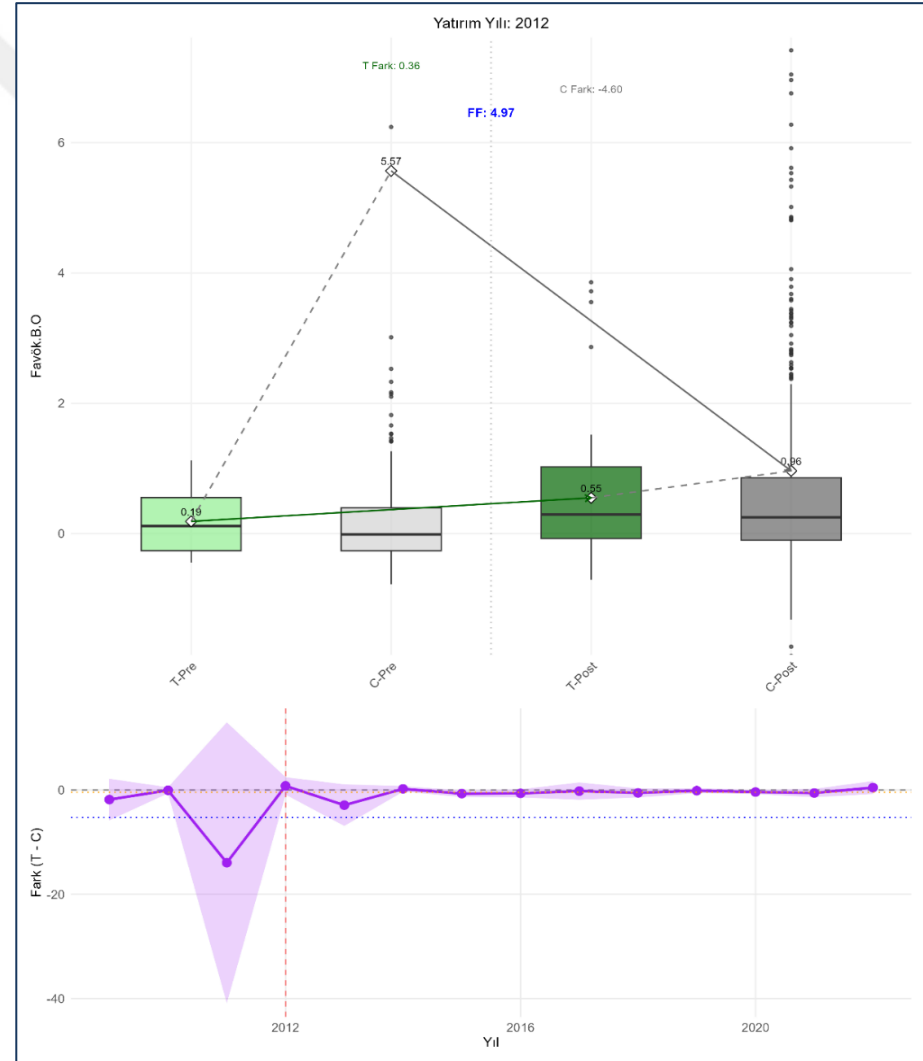
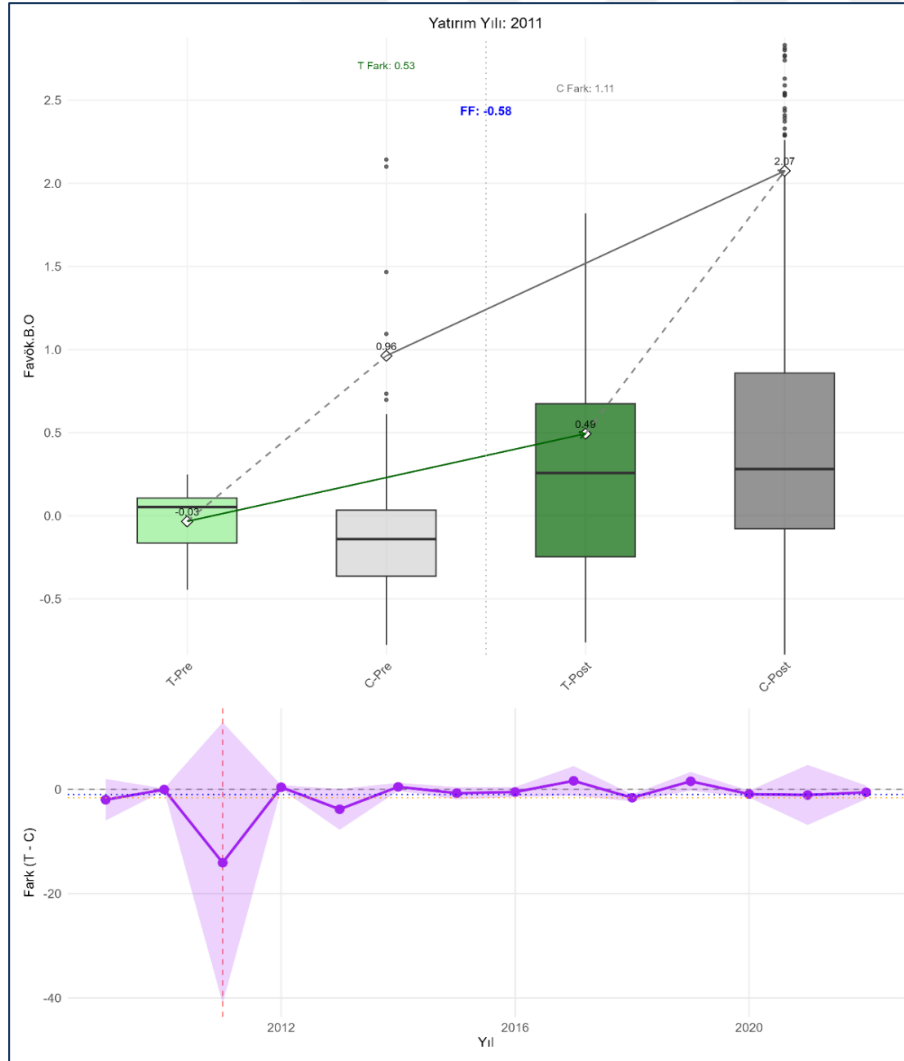
EK- 47. 2011 ve 2012 T Grubu Özkaynak Büyüme Oranlarındaki Net Etki Değişimi



EK- 48. 2013 ve 2015 T Grubu Özkaynak Büyüme Oranlarındaki Net Etki Değişimi



EK- 49. 2011 ve 2012 T Grubu FAVÖK Büyüme Oranlarındaki Net Etki Değişimi



EK- 50. 2013 ve 2015 T Grubu FAVÖK Büyüme Oranlarındaki Net Etki Değişimi

