



Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Muhasebe-Finans Bilim Dalı

**GİRİŞİM SERMAYESİ SATIN ALIMLARININ ŞİRKET DEĞERİ  
ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: AVRUPA'DAKİ GELİŞMEKTE OLAN  
ÜLKELERDEKİ VE TÜRKİYE'DEKİ TEKNOLOJİ ŞİRKETİ  
SATIN ALIMLARINA YÖNELİK BİR İNCELEME**

Özlem UZ

Yüksek Lisans Tezi

Ankara, 2024



GİRİŞİM SERMAYESİ SATIN ALIMLARININ ŞİRKET DEĞERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ:  
AVRUPA'DAKİ GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDEKİ VE TÜRKİYE'DEKİ TEKNOLOJİ  
ŞİRKETİ SATIN ALIMLARINA YÖNELİK BİR İNCELEME

Özlem UZ

Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Muhasebe-Finans Bilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

Ankara, 2024

## KABUL VE ONAY

Özlem UZ tarafından hazırlanan "Girişim Sermayesi Satın Alımlarının Şirket Değeri Üzerindeki Etkisi: Avrupa'daki Gelişmekte Olan Ülkelerdeki ve Türkiye'deki Teknoloji Şirketi Satın Alımlarına Yönelik Bir İnceleme" başlıklı bu çalışma, [Savunma Sınavı Tarihi] tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

---

[Unvanı, Adı ve Soyadı] (Başkan)

---

[Unvanı, Adı ve Soyadı] (Danışman)

---

[Unvanı, Adı ve Soyadı] (Üye)

---

[Unvanı, Adı ve Soyadı] (Üye)

---

[Unvanı, Adı ve Soyadı] (Üye)

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylıyorum.

[Adı ve Soyadı]

Enstitü Müdürü

## YAYIMLAMA VE FİKRİ MÜLKİYET HAKLARI BEYANI

Enstitü tarafından onaylanan lisansüstü tezimin tamamını veya herhangi bir kısmını, basılı (kâğıt) ve elektronik formatta arşivleme ve aşağıda verilen koşullarla kullanıma açma iznini Hacettepe Üniversitesine verdiğimi bildiririm. Bu izinle Üniversiteye verilen kullanım hakları dışındaki tüm fikri mülkiyet haklarım bende kalacak, tezimin tamamının ya da bir bölümünün gelecekteki çalışmalarda (makale, kitap, lisans ve patent vb.) kullanım hakları bana ait olacaktır.

Tezin kendi orijinal çalışmam olduğunu, başkalarının haklarını ihlal etmediğimi ve tezimin tek yetkili sahibi olduğumu beyan ve taahhüt ederim. Tezimde yer alan telif hakkı bulunan ve sahiplerinden yazılı izin alınarak kullanılması zorunlu metinleri yazılı izin alınarak kullandığımı ve istenildiğinde suretlerini Üniversiteye teslim etmeyi taahhüt ederim.

Yükseköğretim Kurulu tarafından yayınlanan “**Lisansüstü Tezlerin Elektronik Ortamda Toplanması, Düzenlenmesi ve Erişime Açılmasına İlişkin Yönerge**” kapsamında tezim aşağıda belirtilen koşullar haricince YÖK Ulusal Tez Merkezi / H.Ü. Kütüphaneleri Açık Erişim Sisteminde erişime açılır.

- Enstitü / Fakülte yönetim kurulu kararı ile tezimin erişime açılması mezuniyet tarihimden itibaren 2 yıl ertelenmiştir. <sup>(1)</sup>
- Enstitü / Fakülte yönetim kurulunun gerekçeli kararı ile tezimin erişime açılması mezuniyet tarihimden itibaren ..... ay ertelenmiştir. <sup>(2)</sup>
- Tezimle ilgili gizlilik kararı verilmiştir. <sup>(3)</sup>

...../...../.....

**Özlem UZ**

<sup>1</sup> “Lisansüstü Tezlerin Elektronik Ortamda Toplanması, Düzenlenmesi ve Erişime Açılmasına İlişkin Yönerge”

- (1) Madde 6. 1. Lisansüstü teze ilgili patent başvurusu yapılması veya patent alma sürecinin devam etmesi durumunda, tez danışmanının önerisi ve **enstitü anabilim dalının** uygun görüşü üzerine **enstitü** veya **fakülte yönetim kurulu** iki yıl süre ile tezin erişime açılmasının ertelenmesine karar verebilir.
- (2) Madde 6. 2. Yeni teknik, materyal ve metotların kullanıldığı, henüz makaleye dönüşmemiş veya patent gibi yöntemlerle korunmamış ve internetten paylaşılması durumunda 3. şahıslara veya kurumlara haksız kazanç imkanı oluşturabilecek bilgi ve bulguları içeren tezler hakkında tez danışmanının önerisi ve **enstitü anabilim dalının** uygun görüşü üzerine **enstitü** veya **fakülte yönetim kurulunun** gerekçeli kararı ile altı ayı aşmamak üzere tezin erişime açılması engellenebilir.
- (3) Madde 7. 1. Ulusal çıkarları veya güvenliği ilgilendiren, emniyet, istihbarat, savunma ve güvenlik, sağlık vb. konulara ilişkin lisansüstü tezlerle ilgili gizlilik kararı, **tezin yapıldığı kurum** tarafından verilir \*. Kurum ve kuruluşlarla yapılan işbirliği protokolü çerçevesinde hazırlanan lisansüstü tezlere ilişkin gizlilik kararı ise, **ilgili kurum ve kuruluşun önerisi** ile **enstitü** veya **fakültenin** uygun görüşü üzerine **üniversite yönetim kurulu** tarafından verilir. Gizlilik kararı verilen tezler Yükseköğretim Kuruluna bildirilir.  
Madde 7.2. Gizlilik kararı verilen tezler gizlilik süresince enstitü veya fakülte tarafından gizlilik kuralları çerçevesinde muhafaza edilir, gizlilik kararının kaldırılması halinde Tez Otomasyon Sistemine yüklenir.

*\* Tez danışmanının önerisi ve enstitü anabilim dalının uygun görüşü üzerine enstitü veya fakülte yönetim kurulu tarafından karar verilir.*

## **ETİK BEYAN**

Bu çalışmadaki bütün bilgi ve belgeleri akademik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, görsel, işitsel ve yazılı tüm bilgi ve sonuçları bilimsel ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, kullandığım verilerde herhangi bir tahrifat yapmadığımı, yararlandığım kaynaklara bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunduğumu, tezimin kaynak gösterilen durumlar dışında özgün olduğunu, **Doç. Dr. Burak PİRGAİP** danışmanlığında tarafımdan üretildiğini ve Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Yönergesine göre yazıldığını beyan ederim.

***Özlem UZ***

## TEŞEKKÜR

Öncelikle özenli rehberliği, değerli önerileri, bilgi birikimi ve tecrübeleri ile hem bu çalışmanın tamamlanmasında hem de yüksek lisans derslerimi başarıyla tamamlamamda payı çok büyük olan tez danışmanım Doç. Dr. Burak PİRGAİP'e,

Eğitimim sürecinde bana emek veren ve zaman ayıran Hacettepe Üniversitesi Muhasebe Finans Bölümü'nün değerli Öğretim Üyelerine,

Bu süreçteki destekleri, anlayışları ve sabırları için aileme ve arkadaşlarıma,

Teşekkür ederim.

Özlem UZ

## ÖZET

UZ, Özlem. *Girişim Sermayesi Satın Alımlarının Şirket Değeri Üzerindeki Etkisi: Avrupa'daki Gelişmekte Olan Ülkelerdeki ve Türkiye'deki Teknoloji Şirketi Satın Alımlarına Yönelik Bir İnceleme, Yüksek Lisans Tezi*, Ankara, 2024.

Bu çalışmada, birleşme ve satın almaların kurumsal büyümeyi, pazar konsolidasyonunu ve hissedar değerini yönlendiren stratejik kararlar olduğu vurgulanmaktadır. Özellikle girişim şirketlerinin satın alınması, teknoloji elde etme ve inovasyonu sağlama amacını taşıyan önemli bir dinamik olarak öne çıkmaktadır. Çalışma, gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren teknoloji girişimlerinin satın alma duyurularının satın alan şirketlerin hisse fiyatları üzerindeki etkisini incelemektedir.

Araştırmada Thomson Reuters-Eikon veri tabanı kullanılarak elde edilen veriler standart olay çalışması yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Elde edilen sonuçlar, teknoloji girişimi satın alma duyurularının genel olarak piyasada negatif bir tepkiyle karşılaştığını göstermektedir.

Çalışmanın giriş bölümünde, girişim sermayesi, girişimcilik ve girişim sermayesi yatırımlarıyla ilgili temel kavramlar açıklanmış, ikinci bölümde dünya genelinde girişim sermayesinin tarihçesi ve küresel görünümü ele alınmıştır. Üçüncü bölüm, Türkiye'deki girişim sermayesi çerçevesini incelemekte ve dördüncü bölümde literatür özetlenip, gerçekleştirilen ampirik çalışma ve sonuçlarına yer verilmektedir.

### **Anahtar Sözcükler**

Girişim sermayesi, satın alma ve birleşme, teknoloji girişimleri, hisse fiyatları, piyasa tepkisi



## ABSTRACT

UZ, Özlem. *Impact of venture capital acquisitions on firm value: a study on acquisitions of technology companies in Developing Countries in Europe and in Turkey*, Master Thesis, Ankara, 2024.

This study emphasizes that mergers and acquisitions are strategic decisions that drive corporate growth, market consolidation and shareholder value. In particular, the acquisition of venture companies stands out as an important dynamic aimed at acquiring technology and ensuring innovation. The study examines the impact of acquisition announcements of technology startups operating in developing countries on the share prices of the acquiring companies.

In the research, data obtained using the Thomson Reuters-Eikon database was analyzed using the standard event study method. The results show that technology startup acquisition announcements generally encounter a negative reaction in the market.

In the introduction part of the study, the basic concepts related to venture capital, entrepreneurship and venture capital investments are explained, and in the second part, the history and global view of venture capital around the world are discussed. The third section examines the venture capital framework in Turkey, and the fourth section summarizes the literature and includes the empirical study and its results.

### **Keywords**

Venture capital, acquisition and merger, technology startups, share prices, market reaction

## İÇİNDEKİLER

<b>KABUL VE ONAY .....</b>	<b>i</b>
<b>YAYIMLAMA VE FİKRİ MÜLKİYET HAKLARI BEYANI.....</b>	<b>ii</b>
<b>ETİK BEYAN.....</b>	<b>iii</b>
<b>TEŞEKKÜR .....</b>	<b>iv</b>
<b>ÖZET.....</b>	<b>v</b>
<b>ABSTRACT .....</b>	<b>vi</b>
<b>İÇİNDEKİLER .....</b>	<b>vii</b>
<b>TABLolar DİZİNİ .....</b>	<b>xi</b>
<b>ŞEKİLLER DİZİNİ .....</b>	<b>xii</b>
<b>KISALTMALAR LİSTESİ.....</b>	<b>xiv</b>
<b>GİRİŞ .....</b>	<b>1</b>
<b>1. BÖLÜM: GİRİŞİMCİLİK VE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARI .....</b>	<b>5</b>
<b>1.1. GİRİŞİMCİ VE GİRİŞİMCİLİK KAVRAMLARI .....</b>	<b>5</b>
<b>1.2. GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARI .....</b>	<b>6</b>
1.2.1. Girişim Sermayesi.....	6
1.2.2. Girişim Sermayedarı, Girişim Sermayesi Fonu ve Girişim Sermayesi Şirketi	8
1.2.3. Girişim Sermayesi Yatırımları .....	9
1.2.4. Girişim Sermayesi Yatırımları ile Özel Yatırımların Farkı .....	9
1.2.5. Girişim Sermayesi Yatırımlarının Avantajları .....	10
<b>1.3. GİRİŞİMCİLİĞİN VE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARININ TARİHÇESİ.....</b>	<b>11</b>
1.3.1. Girişimciliğin Tarihçesi .....	11
1.3.2. Girişim Sermayesi Yatırımlarının Tarihçesi .....	11

<b>1.4. GİRİŞİM SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİNİN İŞLEYİŞ YAPISI</b>	
<b>13</b>	
<b>1.5. GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMININ FİYATLANMASI.....</b>	<b>15</b>
<b>1.6. GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARINDA BEKLENEN GETİRİ VE RİSKİN DEĞERLENDİRİLMESİ.....</b>	<b>16</b>
<b>1.7. GİRİŞİM SERMAYESİNDE TARAFLAR.....</b>	<b>17</b>
1.7.1. Fon Sağlayanlar (Yatırımcılar) .....	17
1.7.2. Girişim Sermayesi Şirketleri .....	17
1.7.3. Girişimciler .....	18
1.7.4. Halka Arz ya da Başka Şirketlere Satış ve Kâr.....	18
<b>1.8. GİRİŞİM ŞİRKETLERİNİN GELİŞİM EVRELERİ VE FİNANSMANI</b>	
<b>18</b>	
1.8.1. Çekirdek-Tohum (Seed) Finansmanı .....	19
1.8.2. Başlangıç-Kuluçka (Start-up) Finansmanı.....	20
1.8.3. Hızlandırma (Level – up) Finansmanı .....	21
1.8.4. Erken Aşama ve Geçit Finansmanı .....	21
1.8.5. Büyüme (Expansion) Finansmanı .....	22
1.8.6. Köprü (Bridge) Finansmanı .....	22
1.8.7. Ara (Mezzanine) Finansman .....	23
1.8.8. Yerine Koyma Finansmanı .....	23
1.8.9. Kurtarma Finansmanı.....	23
1.8.10. Çıkış Dönemi Finansmanı.....	24
1.8.11. Yatırım Aşamalarında Süre ve Risk Karşılaştırması .....	24
<b>1.9. FİNANSMAN YÖNTEMLERİ.....</b>	<b>24</b>
1.9.1. Sermaye Finansmanı .....	24
1.9.2. Borç Finansmanı .....	25
1.9.3. Kolektif Yatırım Kuruluşları.....	25

<b>1.10. GİRİŞİM SERMAYESİ FON KAYNAKLARI .....</b>	<b>25</b>
1.10.1. Melek Yatırımcılar .....	26
1.10.2. Ticari Bankalar .....	26
1.10.3. Yatırım Bankaları .....	26
1.10.4. Sigorta Şirketleri .....	27
1.10.5. Yatırım Grupları .....	27
1.10.6. Vakıflar .....	27
1.10.7. Üniversiteler ve Kamu Kuruluşları .....	27
1.10.8. Yatırım Fonları .....	28
<b>2. BÖLÜM: DÜNYADA GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARI .....</b>	<b>29</b>
<b>2.1. DÜNYADA GİRİŞİM SERMAYESİNİN GELİŞİMİ .....</b>	<b>29</b>
<b>2.2. GÜNÜMÜZDE GİRİŞİM SERMAYESİNİN KÜRESEL GÖRÜNÜMÜ</b>	<b>31</b>
<b>2.3. ABD’DE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARI .....</b>	<b>34</b>
<b>2.4. KANADA’DA GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARI .....</b>	<b>39</b>
<b>2.5. AVRUPA’DA GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARI .....</b>	<b>42</b>
2.5.1. Birleşik Krallık ve İrlanda’da Girişim Sermayesi Yatırımları .....	47
2.5.2. Dach Bölgesi’nde (Almanya, Avusturya, İsviçre) Girişim Sermayesi Yatırımları .....	47
2.5.3. Fransa’da Girişim Sermayesi Yatırımları .....	48
2.5.4. Benelüks Bölgesinde Girişim Sermayesi Yatırımları .....	48
2.5.5. Kuzey Avrupa’da Girişim Sermayesi Yatırımları .....	49
2.5.6. Güney Avrupa’da Girişim Sermayesi Yatırımları .....	49
2.5.7. Doğu Avrupa’da Girişim Sermayesi Yatırımları .....	49
<b>2.6. ASYA’DA GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARI .....</b>	<b>50</b>
<b>2.7. AFRİKA’DA GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARI .....</b>	<b>53</b>
<b>2.8. AVUSTRALYA’DA GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARI .....</b>	<b>54</b>

<b>3. BÖLÜM TÜRKİYE’DE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARI.....</b>	<b>57</b>
<b>3.1. TÜRKİYE’DE GİRİŞİM SERMAYESİNİN KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ</b>	<b>57</b>
<b>3.2. TÜRKİYE’DE GİRİŞİM SERMAYESİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ.....</b>	<b>58</b>
<b>3.3. TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARINDA GİRİŞİM SERMAYESİ DÜZENLEMELERİ VE UYGULAMALARI.....</b>	<b>62</b>
<b>3.4. TÜRKİYE’NİN GİRİŞİMCİLİK EKOSİSTEMİ.....</b>	<b>63</b>
<b>4. BÖLÜM: GİRİŞİM SERMAYESİ SATIN ALIMLARININ ŞİRKET DEĞERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: AVRUPA’DAKİ GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDEKİ VE TÜRKİYE’DEKİ TEKNOLOJİ ŞİRKETİ SATIN ALIMLARINA YÖNELİK BİR İNCELEME .....</b>	<b>68</b>
<b>4.1. LİTERATÜR TARAMASI .....</b>	<b>68</b>
<b>4.2. VERİ VE YÖNTEM .....</b>	<b>73</b>
4.2.1. Veri.....	73
4.2.2. Yöntem.....	82
<b>4.3. SONUÇLAR VE TARTIŞMA .....</b>	<b>84</b>
4.3.1. Ana Sonuçlar .....	84
4.3.2. İlave Analizler .....	96
<b>SONUÇ.....</b>	<b>100</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>105</b>
<b>EK 1. ORJİNALLİK RAPORU .....</b>	<b>111</b>
<b>EK 2. ETİK KURUL MUAFİYET FORMU.....</b>	<b>112</b>

## TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 1: 2022’de Avrupa Şehirlerinde Melek ve GS Yatırımları.....	66
Tablo 2: 2022’de Avrupa Şehirlerinde Oyun Sektörü Yatırımları .....	66
Tablo 3: 2022’de Türkiye’deki Şehirlerde Melek ve GS Yatırımları .....	67
Tablo 4: MSCI Gelişen Piyasalar Endeksi.....	73
Tablo 5: Veri Seti (Tüm Satın Almalar – Ülke/Sektör Ayrımı).....	76
Tablo 6: Veri Seti (Tüm Satın Almalar – Sektör Ayrımı) .....	77
Tablo 7: Veri Seti (Teknoloji Girişimi Satın Almaları – Ülke ve Alt Sektör Ayrımı) ...	77
Tablo 8: Satın Alma Yapan Şirketler .....	81
Tablo 9: Satın Alma İşlemlerine İlişkin Veriler.....	82
Tablo 10: Ortalamadan Fark Testleri (t-test) .....	82
Tablo 11: Yunanistan’da Gerçekleştirilen Satın Almalar .....	85
Tablo 12: Macaristan’da Gerçekleştirilen Satın Almalar.....	87
Tablo 13: Polonya’da Gerçekleştirilen Satın Almalar .....	88
Tablo 14: Rusya’da Gerçekleştirilen Satın Almalar .....	90
Tablo 15: Türkiye’de Gerçekleştirilen Satın Almalar.....	91
Tablo 16: Örneklem Kapsamındaki Ülkelerde Gerçekleştirilen Satın Almalar.....	93
Tablo 17: Örneklem Heterojenliğini Dikkate Alan İlave Analiz Sonuçları.....	99

## ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1: Girişim Sermayesi Finansman Modelinin İşleyişi.....	14
Şekil 2: Girişim Sermayesinin Tarafları Arasındaki İlişki.....	17
Şekil 3:Girişim Şirketlerinin Gelişim Evreleri.....	19
Şekil 4: 2012-2022 Yılları Arasında Bölgelere Göre Start-up Yatırımları .....	32
Şekil 5: 2010-2022 Yılları Arası Bölgelere Göre Girişim Sermayesi Faaliyeti.....	32
Şekil 6: 2010-2022 Yılları Arası Aşamalara Göre Yatırım Tutarları .....	33
Şekil 7:2010-2022 Yılları Arasında Start-up Türüne Göre Girişim Sermayesi Yatırımları .....	34
Şekil 8: 2006-2021 Yılları Arasında ABD’de Girişim Sermayesi Yatırımlarının Değeri .....	36
Şekil 9: 2017-2022 Yılları Arasında ABD’de Çeyreklere Göre Girişim Sermayesi Anlaşmaları .....	38
Şekil 10: 2022 ABD Girişim Sermayesi İlk Halka Arz Endeksleri.....	39
Şekil 11: Türkiye’de Girişimcilik Sektöründe 2011 Yılından 2021 İlk Çeyreğine Kadar Yapılan Girişim Sermayesi Yatırımlarının Sayıları ve Tutarları .....	61
Şekil 12: 2017-2022 Yılları Arasında Türkiye’de Girişim Sermayesi Anlaşmaları .....	64
Şekil 13: 2022 Yılında Türkiye’de GS Yatırımı Yapılan İlk 3 Şirketin Payı ve Sektörleri .....	64
Şekil 14: Türkiye’de 2022 Yılında Yapılan GS yatırımlarının Sektörlere Göre Dağılımı .....	65
Şekil 15: Türkiye’de 2022 Yılında Yapılan GS yatırımlarının Sektörlere Göre Dağılımı .....	66
Şekil 16:Kümülatif teknoloji girişimi satın almaları (1999-2022).....	78
Şekil 17: Ülke bazında teknoloji girişimi satın almaları (1999-2022).....	78
Şekil 18:Alt sektör bazında teknoloji girişimi satın almaları (1999-2022).....	79
Şekil 19:Alıcı şirketin sektörü bazında teknoloji girişimi satın almaları (1999-2022)...	80
Şekil 20: Alıcının teknoloji şirketi olduğu teknoloji girişimi satın almaları (1999-2022) .....	80
Şekil 21: Yunanistan’da gerçekleştirilen satın alma duyurularının satın alan şirketlerin hisse fiyatlarına etkileri .....	86

Şekil 22: Macaristan’da gerçekleştirilen satın alma duyurularının satın alan şirketlerin hisse fiyatlarına etkileri .....	87
Şekil 23: Polonya’da gerçekleştirilen satın alma duyurularının satın alan şirketlerin hisse fiyatlarına etkileri .....	89
Şekil 24: Rusya’da gerçekleştirilen satın alma duyurularının satın alan şirketlerin hisse fiyatlarına etkileri .....	90
Şekil 25: Türkiye’de gerçekleştirilen satın alma duyurularının satın alan şirketlerin hisse fiyatlarına etkileri .....	92
Şekil 26: Örnekleme kapsamındaki ülkelerde gerçekleştirilen satın alma duyurularının satın alan şirketlerin hisse fiyatlarına etkileri .....	93



## KISALTMALAR LİSTESİ

<b>AB</b>	: Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	: Amerika Birleşik Devletleri
<b>AR-GE</b>	: Araştırma-Geliştirme
<b>BENELÜKS</b>	: Belçika, Hollanda ve Lüksemburg
<b>BIST</b>	: Borsa İstanbul
<b>DACH</b>	: Almanya, Avusturya, İsviçre
<b>EMEA</b>	: Avrupa, Orta Doğu ve Afrika Bölgesi (Europe, the Middle East and Africa)
<b>EVCA</b>	: Avrupa Girişim Sermayesi Birliği (European Venture Capital Association)
<b>Fintech</b>	: Finans ve Teknoloji
<b>GEM</b>	: Dünya Girişimcilik Platformu (Global Entrepreneurship Monitor)
<b>GSYO</b>	: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları
<b>HIT</b>	: Sağlık Bilgi Teknolojisi (Healthcare Information Technology)
<b>ICT</b>	: Bilgi ve İletişim Teknolojileri (Information and Communication Technologies)
<b>IMF</b>	: Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
<b>KOBİ</b>	: Küçük ve Orta Boy İşletmeler
<b>KOSGEB</b>	: Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
<b>MIT</b>	: Massachusetts Teknoloji Enstitüsü (Massachusetts Institute of Technology)
<b>NASDAQ</b>	: Ulusal Menkul Kıymet Satıcıları Birliği Otomatik Fiyat Teklifleri (National Association of Securities Dealers Automated Quotations)
<b>NRDC</b>	: Ulusal Araştırma ve Geliştirme Şirketi (The National Research and Development Corporation)
<b>NVCA</b>	: Ulusal Girişim Sermayesi Birliği (National Venture Capital Association)
<b>ODTÜ</b>	: Orta Doğu Teknik Üniversitesi
<b>RSYO</b>	: Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı
<b>SaaS</b>	: Hizmet Olarak Yazılım (Software as a Service)
<b>SPK</b>	: Sermaye Piyasası Kurulu
<b>TESK</b>	: Türkiye Esnaf ve Sanatkarları Konfederasyonu
<b>TOBB</b>	: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
<b>USD</b>	: Amerikan Doları

## GİRİŞ

Birleşme ve satın almalar, kurumsal dünyada organizasyonel büyümeyi, pazar konsolidasyonunu ve hissedar değerini yönlendiren önemli stratejik kararlar olarak öne çıkmaktadır. Şirketler gelişen teknolojiye ayak uydurmak, ölçek ekonomilerinden istifade edebilmek, pazar paylarını artırmak, faaliyetlerini çeşitlendirmek suretiyle risklerini minimize etmek ve sermaye maliyetlerini düşürmek gibi amaçlarla birleşme ve satın alma kararı verebilmektedir (Dinçergök, 2020). Özellikle teknoloji elde etme birleşme ve satın alma kararlarına etki eden faktörler arasında ön sıralarda gelmektedir (BCG/UBS, 2012). Teknolojinin maliyetleri düşürmedeki ve araştırma-geliştirme projelerini hızlandırmadaki sinerji yaratan rolünün de bunda büyük pay sahibi olduğu değerlendirilmektedir (Akgüç, 1998). Bu kapsamda, girişim şirketlerinin satın alınması, yenilikçi ve çevik işletmelerin yerleşik kurumsal şirketlere entegrasyonu ile karakterize edilen ilgi çekici bir dinamik olarak ortaya çıkmaktadır.

Son yıllarda girişim sermayesi ekosistemi, girişim şirketlerinin satın alınmasında ciddi bir artışa tanık olmuş; bu durum, inovasyon, pazar payı ve teknolojik güç arayışında stratejik bir değişimin altını çizmiştir. Örneğin Google'ın 2006 yılında YouTube'u satın alması, teknoloji devinin video paylaşım platformunun kullanıcı tabanından ve içerik kitaplığından yararlanma stratejisinin bir yansıması olmuştur. Benzer şekilde, Facebook'un 2014 yılında WhatsApp'ı satın alması, yalnızca sosyal medya devinin küresel genişleme hedefini göstermekle kalmamış, aynı zamanda yenilikçi iletişim teknolojilerine verilen değeri de yansıtmıştır. Yeni kurulan girişim şirketleri (start-up) beraberinde yıkıcı teknolojileri, entelektüel sermayeyi ve girişimcilik çevikliğini ortaya çıkardıkça, bu şirketleri satın alan şirketler kendilerini bu varlıklardan faydalanacak şekilde konumlandırabilecek ve gelişmiş rekabet gücü ve değer yaratımı vadeden sinerjileri doğurabilecek fırsatları yakalamayı beklemektedir.

Bu çalışmada söz konusu fırsatların bir öncüsü niteliğinde olabilecek unsurlardan hisse fiyatlarına odaklanılmaktadır. Daha açık bir ifadeyle, bu tür satın almaların yansımalarına ışık tutmak amacıyla, girişim şirketi satın alma duyurularının satın alan şirketlerin hisse fiyatları üzerindeki etkileri incelenmektedir. Bu incelemedeki ana motivasyon kaynağı, birleşme ve satın alma olaylarına piyasa tepkilerinin çok yönlü doğasıdır. Literatüre

hâkim olan geleneksel görüş, satın almaların genellikle değer artırıcı çabalar olarak algılandığını belirtirken, girişim şirketi satın almalarındaki kendine özgü birtakım uygulamalar farklı sonuçların ortaya çıkabileceğini düşündürmektedir. Nitekim genellikle yüksek büyüme potansiyeli ve inovasyonla karakterize edilen girişim şirketleri, alıcı şirketler için hem fırsatlar hem de zorluklar sunabilmektedir. Sinerjilerin, entegrasyon belirsizliklerinin ve piyasa algılarının öngörülmesi ve gerçekleşmesi, hisse fiyatlarında karmaşık hareketlere sebebiyet verebilmektedir. Konunun finans teorisinde de yer bulan birleşme ve satın almalarındaki başarısızlık nedenleri bakımından da değerlendirilmesi önem taşımaktadır. Bu noktada, özellikle satın almalarda ödenen yüksek primlerin başarısızlıkta önemli bir rolü olduğu anlaşılmaktadır. Gerçekten de, hedef şirkete satın alma işleminden önceki piyasa değerinin üzerinde ödenen bedel olarak tanımlanabilecek primler ile satın alan şirketin satın alma sonrası performansı arasında negatif ilişki olduğuna dair önemli bir literatür mevcuttur (Dinçergök, 2020).

Diğer taraftan, girişim şirketi satın almalarının satın alan şirketlerin hisse fiyatları üzerindeki etkisinin gelişmekte olan ülkeler bağlamında irdelenmesi ayrı bir önem arz etmektedir. Ekonomik dönüşümün ön saflarında yer alan gelişmekte olan ülkeler, yenilikçi girişimlerden oluşan gelişen bir ekosisteme yol açan girişimcilik faaliyetlerinde bir artışa tanıklık etmektedir. Daha olgun ekonomilerdeki muadillerinin aksine, gelişmekte olan ülkelerdeki girişim şirketleri genellikle kullanılmamış potansiyel ve karşılanmamış ihtiyaçlarla tanımlanmış sektörlerde faaliyet göstermekte ve satın alan şirketler için benzersiz fırsatlar sunmaktadır. Örneğin, gelişmekte olan ülkelerde hisse fiyatlarının girişim şirketi satın alma duyurularına verdiği tepkiler, yalnızca sinerjinin gerçekleştirilmesine ilişkin geleneksel düşünceleri değil, aynı zamanda satın alan şirketlerin iç pazar konumlarının güçlendirilmesine yönelik stratejik zorunlulukları da kapsayabilmektedir. Sonuçta birleşme ve satın alma ile birlikte sektördeki rekabet azalabilmekte, satın alan tarafın piyasa gücü artabilmektedir.

Ayrıca, girişim şirketi satın almalarında, teknoloji girişimlerinin, teknolojinin çağdaş iş ortamlarını şekillendirmede oynadığı dönüştürücü rolü dikkate alındığında, ayırt edici önemi göze çarpmaktadır. Teknoloji sektörünün giderek öne çıktığı gelişmekte olan ülkelerde, teknoloji girişimlerinin satın alınması özellikle önem taşımaktadır. Bu tür satın almalar, köklü şirketlerin teknolojik gelişmelere hızlı bir şekilde uyum sağlamaları,

operasyonlarına inovasyon katmaları ve hızla gelişen pazarlarda rekabetçi konumlarını güçlendirmeleri için stratejik bir yol görevi görebilmektedir. Teknoloji sektörü gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyümeyi yönlendirmeye devam ettikçe, bu bağlamda hisse fiyatı reaksiyonlarındaki dinamiklerin anlaşılması gerek yatırımcılar gerekse teknoloji, inovasyon ve kurumsal stratejinin ortak paydasında yol alan işletmeler için zorunlu hale gelmektedir.

Bu çerçevede, araştırmada Avrupa’da gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren teknoloji girişimlerine ilişkin satın alma duyurularının satın alan şirketlerin hisse fiyatları üzerindeki etkisi olay çalışması metodolojisi uygulanmak suretiyle ampirik olarak değerlendirilmektedir.

Araştırma kapsamında Thomson Reuters- Eikon veri tabanı kullanılarak elde edilen veriler kullanılarak anormal getiriler tespit edilmiş ve sonuçlar standart olay çalışması yöntemi kullanılarak incelenmiştir. Olay çalışması sonuçları öncelikle her bir ülke bazında ve sonrasında ülkeler bir araya getirilerek sunulmuştur. Elde edilen sonuçlar teknoloji girişimi satın alma duyurularının piyasada genel anlamda negatif bir tepkiyle karşılaştığını göstermektedir.

Bahsedilen bu hususlar doğrultusunda çalışmanın birinci bölümünde çalışmanın anlaşılması için önem teşkil eden girişimci, girişimcilik, girişim sermayesi, girişim sermayedarı, girişim sermayesi fonu ve girişim sermayesi şirketi, girişim sermayesi yatırımı kavramları açıklanmış ve girişim sermayesi yatırımlarını özel yatırımlardan ayıran özelliklerden, girişim sermayesi yatırımlarının avantajlarından, girişimciliğin ve girişim sermayesi yatırımlarının tarihçesinden, girişim sermayesi finansman modelinin işleyiş yapısından, girişim sermayesi yatırımının nasıl fiyatlandığından, girişim sermayesi yatırımlarında beklenen getiri ve riskin nasıl değerlendirildiğinden, girişim sermayesinin taraflarından, girişim şirketlerinin gelişim evrelerinden ve nasıl finanse edildiğinden ve girişim sermayesi fon kaynaklarından bahsedilmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde dünyada girişim sermayesinin tarihsel olarak gelişimine, günümüzde girişim sermayesinin küresel görünümü ile ABD, Kanada, Avrupa, Asya, Afrika ve Asya’da girişim sermayesinin nasıl bir gelişim gösterdiğine ve günümüzde nasıl bir görünüm sergilediğine değinilmiştir. Çalışmanın üçüncü bölümünde Türkiye’de girişim sermayesinin kavramsal ve yasal çerçevesi, Türkiye’de girişimciliğin nasıl bir görünüm

sergilediği ve büyüklüğü ile dünyadaki konumu özel olarak değerlendirilmiştir. Dördüncü ve son bölümde ise konuya ilişkin literatür özetlenmiş ve gerçekleştirilen ampirik çalışma ve sonuçlarına yer verilmiştir.

## 1. BÖLÜM

### GİRİŞİMCİLİK VE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARI

#### 1.1. GİRİŞİMCİ VE GİRİŞİMCİLİK KAVRAMLARI

Girişimci kelimesi, Türkçeye İngilizcedeki “entrepreneur” kelimesinden çevrilerek geçmiştir ve kökeni Fransızca “entreprendre”dir. Anlamı ise “bir şey yapmak”tır (Aydoğan Çete, Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi, 2021, s. 5). Günümüzde yaygın bir terim olan ‘girişimci’ kavramı için çeşitli tanımlamalar bulunmaktadır. Kavram ilk olarak ekonomist Richard Cantillon tarafından, fırsatları fark eden ve risk alan bir birey olarak tanımlanmıştır (Yener, 2018). Girişimcinin genel tanımı ise; “kendi işini yapan, onu büyüten ya da daha başarılı bir işletme haline getiren” şeklinde yapılmaktadır. Bununla birlikte, girişimci büyük bir organizasyona yeni ürün, süreç ya da operasyonel değişiklik getiren kişiler de olabilir (Regional Activity Center For Cleaner Production Report 2011, 13; aktaran Aydoğan Çete, 2021, s. 5).

Girişimci literatürde de oldukça çeşitli şekillerde tanımlanmaktadır, ancak günümüzde girişimcilik özetle yeni teknoloji, pazar, süreç ve organizasyonel reformlarla yeni bir iş ya da var olan süreç ya da sektöre farklılık getirme olarak tanımlanabilir (Aydoğan Çete, Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi, 2021, s. 6). Girişimlerde temel hedef, genellikle kâr elde etmektir. Bu nedenle, bir girişimin kendi ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik olması ve ticari bir amacının olmaması durumunda, bu faaliyet genellikle girişimcilik olarak kabul edilmez (Özdevecioğlu & Karaca, 2015; aktaran Fetahlıoğlu, 2020, s. 5).

Birçok ülke, girişimci ekonomi oluşturmayı hedefleyerek devlet programları geliştirmiş, altyapılarını güçlendirmeye ve girişimci sayısını artırmaya yönelik çabalar sarf etmiştir. Dünya Girişimcilik Platformu (Global Entrepreneurship Monitor, GEM) tarafından 19 ülke dahil edilerek yapılan bir araştırmaya göre, yüksek girişimcilik faaliyetlerine sahip olan ülkelerin genellikle ortalama büyümenin üzerinde bir gelişim gösterdiği ortaya çıkmıştır (Reynolds, Camp, Bygrave, Autio, & Hay, 2001).

Girişimciliğin bu kadar önem kazanmasının nedenlerine bakılacak olursa; istihdam sorununun artması, değişen ekonomik yapı, ekonomi ve işletme alanlarında teorik gelişmeler ve girişimciliğin genel kabul görmesi temel üç sebep olarak sıralanabilir (TÜSİAD 1999, s. 38; aktaran Can, 2012, s.9).

## **1.2. GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARI**

### **1.2.1. Girişim Sermayesi**

Girişim sermayesi (venture capital) kavramı risk sermayesini de içeren; yenilikçi ve yaratıcı fikirleri ticarileştirmek veya mevcut işletmelerde yenilikçi ürün elde etmek, geliştirmek amacıyla girişimcilere fon sağlamak için kullanılan bir finansman türünü ifade etmektedir (Fetahlıoğlu, 2020, s. 35).

Girişim ve risk sermayesi terimleri genellikle benzer anlamlarda kullanılmaktadır, ancak literatürde kesin bir ayırım bulunmamaktadır. İki kavram arasındaki temel fark, yatırımın zamanlaması ve risk düzeylerinden kaynaklanmaktadır. Risk sermayesi genellikle yenilikçi fikirlerin ve projelerin desteklendiği, riskin daha yüksek olduğu erken aşamalardaki yatırımları ifade eder. Diğer yandan, girişim sermayesi daha çok mevcut şirketlerin büyümesine odaklanır. Bu nedenle, kullanıldığı bağlam ve literatürdeki değişikliklere bağlı olarak, bu terimler arasında belirgin bir ayırım olmayabilir (Külahçı, 2015; aktaran Fetahlıoğlu, 2020; s. 35).

Sermaye Piyasası Kurulu'na göre, girişim sermayesi terimi, risk sermayesi ile aynı anlamda kullanılmaktadır. Bu kavram, özellikle ABD, İngiltere, Fransa, Japonya, Hollanda ve Almanya gibi ülkelerde II. Dünya Savaşı'ndan sonra benimsenen teknoloji ağırlıklı sanayileşme stratejisi çerçevesinde ortaya çıkan bir yatırım finansmanı biçimi olarak tanımlanır. Girişim sermayesi, dinamik ve yaratıcı olmakla birlikte finansal gücü yeterli olmayan girişimcilerin yatırım fikirlerini hayata geçirmelerine olanak tanımaktadır (Sermaye Piyasası Kurulu, 2022).

Girişim sermayesi, genellikle bir iş kurma fikrine, düşüncesine, bilgi ve becerisine sahip ancak gerekli sermayeyi bulamayan kişi ya da kurumlara finansal destek sağlayan bir alternatif finansman yöntemi veya modelidir. Aynı zamanda, girişim sermayesi

sermayedarlarının küçük ve orta boy işletmelere (KOBİ) destek olmak amacıyla, bu işletmelerin tasarlayacakları teknolojik bir cihaz, sistem veya ürün için özkaynak veya özkaynak benzeri bir yatırım aracı olarak da kullanılmaktadır (Beyazıtılı vd. 2015, s.85; aktaran İlgün, 2019, s. 3).

Girişim sermayesi, yalnızca bu sektörlerde olmasa da genellikle Bilgi ve İletişim Teknolojileri (ICT), yaşam bilimleri veya fintech gibi teknoloji tabanlı sektörlerde girişimciler ve yeni kurulan şirketler için finans ve operasyonel uzmanlık sağlar (The British Private Equity & Venture Capital Association, 2023).

Bununla birlikte özel sermaye (private equity) kavramından da bahsedilmesinde fayda görülmektedir. İlerleyen bölümlerde de ifade edileceği üzere, girişim sermayesi ile özel sermaye kavramları farklılık taşıyorsa da bu kavramlar da zaman zaman iç içe kullanılabilir. Özel sermaye ile girişim/risk sermayesi arasındaki temel fark şirketin yaşıyla ilgilidir. Özel sermaye genellikle on yıllardır olmasa da uzun yıllardır faaliyette olan olgun bir şirkete yatırım yapar. Buna karşılık girişim sermayesi, çoğu henüz kâr etmeyen, ancak çok güçlü büyüme potansiyeline sahip yeni şirketlere yatırım yapar. İşletmeler, üretim ve satış operasyonlarını büyütmek, ürün geliştirmek ve/veya işlerini genişletmek ve yeni personel almak gibi çeşitli nedenlerle girişim sermayesi yatırımı ararlar. Dünyanın en tanınmış şirketlerinin birçoğu hayata girişim sermayesi fonuyla başlamıştır. Birleşik Krallık'ta Wise, Moonpig ve Skyscanner gibi şirketler ile dünya çapında tanınan Google, Facebook ve Skype gibi isimler ilk aşamalarında risk sermayesi desteği almışlardır (The British Private Equity & Venture Capital Association, 2023).

Girişim sermayeleri, genellikle diğer girişim sermayeleri ve yatırımcılarla birlikte işletmelerde azınlık hisselerini alır. Erken aşamadaki şirketler, şirket büyüdükçe aynı yatırımcılardan ve/veya yeni yatırım yapacak olanlardan daha fazla yatırım alacak olan gruplardan -A, B, C Grubu vb. gibi- para toplar. Birçok start-up ayrıca A Serisinden önce melek yatırımı, kitle fonlaması, hibeler, kuluçka merkezleri ve hatta arkadaşlar ve aile aracılığıyla fon toplar. Bununla birlikte bunlar, erken aşamadaki ve/veya yaşamının farklı aşamalarında olan ve hızla büyüyen şirketlere sermaye ve iş uzmanlığı sağlayan bir finansman zinciri olan “inovasyon ekosistemi” olarak bilinen mekanizmayı oluşturur (The British Private Equity & Venture Capital Association, 2023).



## 1.2.2. Girişim Sermayedarı, Girişim Sermayesi Fonu ve Girişim Sermayesi Şirketi

### 1.2.2.1. Girişim Sermayedarı

Girişim sermayedarı, genellikle fon fazlasına sahip olan ve bunu uzun vadeli, yüksek getirili ve riskli yatırımlarda değerlendirmeyi amaçlayan yatırımcıdır (Fetahlıoğlu, 2020, s. 36).

Girişim sermayedarları şirket için aktif olarak yatırım fırsatları ararlar ve girişim fonları için sermaye artırmaya yardımcı olurlar. PitchBook verilerine göre, 2021’de küresel olarak 9.960 aktif girişim sermayesi yatırımcısı vardır ve aktif girişim sermayedarlarının sayısı 2007’den bu yana %599 artmıştır (PitchBook, 2022).

### 1.2.2.2. Girişim Sermayesi Fonu

Girişim sermayesi fonları, girişimcilerin finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla kullanılan fonlardır. Bu fonlar, genellikle yatırım ortaklıkları, özel iştirakler, devlet fonları gibi çeşitli şekillerde kurulabilir. Girişim sermayesi fonu, girişimcinin veya yönetici ortağın taahhüt ettiği iş planına uygun bir şekilde yönetilir (Fetahlıoğlu, 2020, s. 36).

Şirketlere yatırım yapmak için gereken parayı toplamak için, girişim sermayesi şirketleri bir girişim sermayesi fonu açar ve sınırlı ortaklardan taahhüt ister. Bu süreç, daha sonra umut vadeden özel şirketlere yatırılacak olan bir para havuzu oluşturmalarını sağlar. Yaptıkları yatırımlar genellikle şirketin %50 veya daha az hissesi olan azınlık payları karşılığındadır (PitchBook, 2022).

### 1.2.2.3. Girişim Sermayesi Şirketi

Girişim sermayesi şirketleri, genellikle fon fazlasına sahip olan yatırımcılar ile fon ihtiyacı bulunan küçük işletmeler arasında aracılık görevi üstlenen şirketlerdir. Bu şirketler, yatırımcıların sermaye sağlamalarını ve küçük işletmelerin büyüme ve gelişme ihtiyaçlarına finansal destek sunmalarını sağlarlar. Bu aracılık sayesinde, girişim sermayesi şirketleri, yatırımcılar için yeni fırsatlar keşfetmelerini ve küçük işletmeler için gerekli sermayeyi elde etmelerini kolaylaştırırlar (Fetahlıoğlu, 2020, s. 36).

### 1.2.3. Girişim Sermayesi Yatırımları

Girişim sermayesi yatırım modeli temel olarak kaynak fazlası olan girişim sermayedarları ile çeşitli sebeplerle kaynak ihtiyacı olan girişim şirketlerini bir araya getirerek girişim sermayesi yatırımlarının gerçekleştirilmesini sağlayan bir finansman aracıdır. Dünya genelinde, girişim sermayesi yatırımları uzun vadeli, likit olmayan, yüksek riskli ve yüksek getirili bir yatırım aracı olarak değerlendirilmektedir. Bu sebeple girişim sermayesi yatırımları standart finansal ürünlerle karşılaştırıldığında çok daha risklidir (Güner 2008, s. 5; aktaran Aydoğan Çete, 2021, s. 28).

### 1.2.4. Girişim Sermayesi Yatırımları ile Özel Yatırımların Farkı

İngilizcede “venture capital” olarak adlandırılan “girişim/risk sermayesi” kavramı “büyüme potansiyeline sahip başlangıç aşamasındaki firmalar ile küçük firmaların kullanımına sunulan sermaye” olarak tanımlanmaktadır (Güner 2008, s. 3; aktaran Aydoğan Çete, 2021, s. 27). İngilizcede “private equity” olarak adlandırılan “özel sermaye” veya “özel iştirak” kavramı ise fikir ya da başlangıç aşamasındaki şirketlere yapılan yatırımın yanı sıra satın almaları (buy-outs), borçla satın almaları (leveraged buy outs), yeniden yapılandırılmaları ve büyüme stratejisi güden şirketlere yapılan büyüme/genişleme yatırımlarını da kapsamaktadır. Özel sermaye yatırımları literatürde borsada işlem görmeyen şirketlere yapılan yatırımlar olarak da tanımlanabilmektedir (Güner 2008, s.3-4; aktaran Aydoğan Çete, 2021, s. 27). Ancak uygulamada özel sermaye yatırımlarının hem borsada hem de borsa dışında gerçekleştirilen satın almaları içerdiği görülmektedir. Bununla birlikte, bu iki kavramın birbirini yerine kullanıldığı uygulamalar da mevcuttur. Özellikle Avrupa’da özel sermaye ve girişim sermayesi kavramları eş anlamlı olarak kullanılmaktadır (Aydoğan Çete, Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi, 2021, s. 27).

Hem girişim sermayesi hem de özel sermayenin hedefi yatırım yaptıkları işletmenin değerini artırmak ve daha sonra kâr için özkaynak paylarını satmaktır. Ancak temelde; yatırım yaptıkları şirket türleri, yatırım yaptıkları sermaye seviyeleri, elde ettikleri özkaynak payı ve şirketin yaşam döngüsüne dahil olma zamanları bakımından farklılık gösterirler (PitchBook, 2022).

Girişim sermayesi yatırımları ile özel sermaye yatırımları arasındaki temel fark yatırım yapılan şirketin yaşam evresidir. Özel sermaye, genellikle belirli bir olgunluğa ulaşmış (mature companies) şirketlere gelirlerini artırmak amacıyla yatırım yapmaktadır. Diğer taraftan, girişim sermayesi yatırımları ise genellikle yüksek getiri potansiyeli olan başlangıç aşamasındaki şirketlere yatırım yapmaktadır (Aydoğan Çete, Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi, 2021, s. 28).

### 1.2.5. Girişim Sermayesi Yatırımlarının Avantajları

Girişim sermayesinin diğer finansman biçimlerine göre birtakım avantajları vardır. Bunlar kısaca aşağıdaki gibi özetlenebilir (Australian Investment Council, 2023):

**Finansman:** Girişim sermayedarı, gelecekteki büyüme için sağlam bir sermaye temeli sağlayan uzun vadeli sermaye finansmanı elde eder. Girişim sermayedarı, büyümeyi finanse etmesi gerektiğinde ek finansman da sağlayabilir.

**İş ortaklığı:** Girişim sermayedarı, riskleri ve ödülleri paylaşan bir iş ortağıdır. Girişim sermayedarları, iş başarısı ve sermaye kazancı ile ödüllendirilirler.

**Mentorluk:** Girişim sermayedarı, benzer durumlarda diğer şirketlerle olan geçmiş deneyimlerine dayanarak şirkete stratejik, operasyonel ve finansal tavsiyeler sağlayabilir.

**İttifaklar:** Girişim sermayedarı ayrıca kilit personel alımı, uluslararası pazarlarda bağlantıların sağlanması, stratejik ortaklarla tanışma gibi şirkete değer katabilecek birçok alanda iletişim ağına sahiptir. Ayrıca ek finansman gerektiğinde diğer girişim sermayesi şirketleriyle ortak yatırımlar yapabilir.

**Çıkışın Kolaylaştırılması:** Girişim sermayedarı, bir şirketi halka arza hazırlama ve ticari satışları kolaylaştırma konusunda tecrübelidir.

### **1.3. GİRİŞİMCİLİĞİN VE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARININ TARİHÇESİ**

#### **1.3.1. Girişimciliğin Tarihçesi**

Girişimcilik başlangıçta, bireylerin kendi sermayesi ile iş kurması olarak tanımlanmıştı; ancak literatürde, bu tanımın yanı sıra farklı yaklaşımlar ve çeşitli açılardan ele alınan girişimcilik tanımları da bulunmaktadır. Örneğin, klasik iktisat döneminde dört temel yaklaşım öne çıkmaktadır. İlk olarak, kâr düzeyini belirleyen bir girişimcilik tanımı yapılır. İkinci olarak, tam rekabet koşullarındaki girişimcilik ele alınır. Üçüncüsü, Schumpeter'in yenilikçi girişimci modelidir, burada ekonomik büyümeyi ivmelendiren bir girişimcilikten bahsedilir. Dördüncü ve son yaklaşım ise üretimdeki karar vericinin rolünü vurgulayan girişimcilik yaklaşımıdır (Güney, 2015; aktaran Fetahlıoğlu, 2020, s. 22).

Orta çağ dönemi incelenecek olursa; bu çağda girişimci büyük projeleri yöneten kişiler olarak görülmekteydi. 17. yy'e gelindiğinde bir taahhüdün yerine getirmek için hükümetle sözleşme yapan kişiler girişimci olarak nitelendirilmekteydi. 18. yy'de girişimci hem üretimde hem de dağıtımda rol alan lider ve koordinasyonu sağlayan kişi olarak tanımlanmaktaydı. 19. yy'de girişimcinin görevleri arasına mal ve hizmet üretmek yanında yenilikler ve yöntemlerin sunulması da eklenmiştir. 20. yy'de daha da özgürleşen, bireyselleşen ama daha çok küreselleşen dünyada girişimcilik tanımları gelişmiş, bir ülkenin ekonomik gelişim seviyesi girişimciliğin yüksekliği olarak görülmeye başlanmasını sağlamıştır (Özdevecioğlu & Karaca, 2015; aktaran Fetahlıoğlu, 2020, s. 23).

#### **1.3.2. Girişim Sermayesi Yatırımlarının Tarihçesi**

Bazılarına göre, bugünkü çağdaş girişim sermayesi finansman modelinin kaynağı olarak İslam dinindeki "Mudaraba" ve "Muşaraka" ortaklık biçimleri öne çıkar. Mudaraba ve muşaraka, İslam bankacılığının temel finansman biçimlerindedir. Mudaraba, bir yatırımcının sermayeyi sağladığı ve diğer tarafın işletmeyi yönettiği bir ortaklığı ifade eder. Muşaraka ise taraflar arasında ortaklık temelinde kâr ve zararın paylaşıldığı bir finansman modelidir (Aypek, 1998, s. 10).

Bununla birlikte, girişim sermayesi fonunun, risk almada girişimci çabayı desteklemek olduğu kabul edilirse, kökeninin İngiltere'deki ticari bankaların yükselişine kadar dayandığını söyleyen çevreler de vardır. Ağırlıklı olarak varlıklı aileler tarafından desteklenen bu ticaret bankaları, kaynak sağlayarak ve/veya riske katılım yoluyla ticareti desteklediler. Küçük ölçekte de olsa üretim birimlerinin kurulmasını da kolaylaştırdılar. Sadece kısmi sermaye sağlamada değil, genel yönetimde de çok önemli rolleri vardı. Girişim sermayesi finansmanının kurumsallaşması, ABD'de çok sonraları 1950'lerde, MIT'de üniversitelerde geliştirilen yeni teknolojilerin desteklenmesini hedefleyen Amerikan Araştırma ve Geliştirme'nin (ARD) kurulmasıyla gerçekleşti. Ardından, 1958 yılında özel sektördeki küçük işletme yatırım şirketlerine lisans vermek ve uzun vadeli kredi sağlamak amacıyla Küçük İşletmeler İdaresi kuruldu. Daha sonra beceri ve teknoloji tabanlı projeleri finanse etmek için Xerox, 3M ve General Electric'inkiler gibi özel girişimler oldu. Modern formdaki girişim sermayesi fonu, ABD'de gerçekten yükseldi ve öncelikle yeni teknoloji alanlarını destekledi. ABD'de bu tür fonlardan yararlananlar genellikle yenilikçi fikirleri olan ancak nakit sıkıntısı çeken zeki gençlerdir (Bhattacharyya, 1989).

Girişim sermayesi, 1980'li yıllarda öncelikle ABD'de yaygın olarak kullanılmaya başlanmış, ardından Japonya ve İngiltere gibi ülkelere de yayılmıştır. Bu ülkeleri, gelişmiş Batı Avrupa ülkeleri ve diğer gelişmekte olan ülkeler izlemiştir. Bu şekilde, girişim sermayesi 1990'lı yıllarda ülkelerin teknolojik ve ekonomik gelişmelerine katkı sağlayan önemli bir finansman aracı haline gelmiştir (Civil, 2008, s. 8).

Bazı tarihi girişim sermayesi örneklerinden bahsetmek gerekirse; Uber birden fazla finansman grubunda çeşitli girişim sermayedarlarından defalarca finansman toplamıştır. 2010 yılında 1,6 milyonluk çekirdek finansmanı almıştır. Uber, bir dizi para akışının ardından 2019'da halka açılmış ve ilk günü 69,7 milyar dolarlık piyasa değeriyle kapatmıştır. 1999'da Google, Kleiner Perkins Caufield & Byers ve Sequoia Capital'den 25 milyon dolar almıştır. Google bugün internetin vazgeçilmez bir parçası haline geldiğinden, bu girişim sermayedarları muazzam getiriler elde etmişlerdir. WhatsApp – Sequoia, 2011'de WhatsApp'a yaklaşık 8 milyon dolar ve yıllar içinde 60 milyon dolar yatırım yapmıştır. WhatsApp'tan yaklaşık 3 milyar dolar kazanmıştır. Ancak WhatsApp, Facebook tarafından 16 milyar dolara satın alındığında ve Sequoia'nın milyarlarca dolar

kazanmasına yardımcı olduğunda girişim sermayesi şirketi milyonlarca dolar kazanmıştır. Sequoia Capital, dünyanın en eski ve en büyük girişim sermayesi şirketlerinden biridir. Apple, Google, Zoom, Instagram, Snowflake, vb. birçok girişimi finanse ederek milyarlar kazanmıştır. Forbes'e göre, Sequoia grubundan Alfred Lin ve Neil Shen, 2021'de dünya çapındaki en büyük girişim sermayedarlarıdır (Vaidya, 2023).

Son zamanlarda ise sayısı daha da çok artan duyarlı finansal müşteriler (ethical consumers) şirketleri çevre dostu finansal araçlar çıkarmaya zorlamaktadır. Ayrıca, günümüzde çalışanlar için çalışma koşulları ücretten daha önemli bir hale gelmiştir. Dolayısıyla, günümüzde çevreye duyarlı sürdürülebilir finansal araçlar ve aynı zamanda bu finansal araçlar içerisinde çalışan insanların da yaşam koşulları ve bu araçların sosyal ve kültürel etkileri insanların yatırım kriterlerinde büyük önem taşımaktadır. Son zamanlarda birçok alana entegre edilen ESG (Environmental-Social-Governance) kriterlerinin girişim sermayesi gibi uzun vadeli yatırımlarda dikkate alınması yatırımların sürdürülebilirliği ve dünyanın geleceği açısından son derece önem arz etmektedir (Aydoğan Çete, Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi, 2021, s. 49- 50).

#### **1.4. GİRİŞİM SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİNİN İŞLEYİŞ YAPISI**

Girişim sermayesi şirketlerinin öncelikle yatırım stratejilerini belirleyip hangi sektörlere odaklanacaklarını seçmeleri önemlidir (Zaimoğlu, 2001, s. 85; aktaran İlgün, 2019, s. 26).

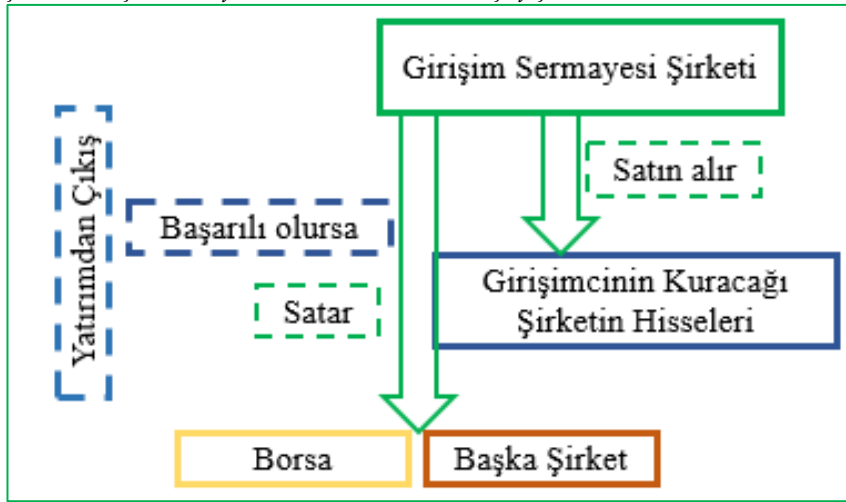
Girişim sermayesi talebinde bulunan fikir sahipleri veya girişimciler, iş modellerini detaylı bir şekilde hazırlayarak bu planı sermayedarlara sunarlar. Girişim sermayedarları için, fikir ve iş modelini hayata geçirecek olan ekibe duyulan güven ve projeye olan bağlılık önemli unsurlardan biridir (Kantar, 2008, s. 51; aktaran İlgün, 2019, s. 27). Girişim sermayesi şirketleri, piyasadaki özgün, büyüme potansiyeli taşıyan, yeni yatırım fikirlerine sahip girişimcilerin başvurularını değerlendirir (İşeri, 2001, s. 18; aktaran İlgün, 2019, s. 27). Yatırımcılar tarafından yeni fikirleri ve projeleri olan girişimcilerle mülakatlar yapılır, projenin işlerliği, geri ödeme süresi, yatırımın getirisi gibi hususlar değerlendirilerek projeye yatırım yapıp yapılamayacağına dair karar verilir. Melek yatırımcılar tarafından yatırım yapılan girişim şirketlerine yalnızca finansman desteği

değil bunun yanında network, kurumsal ve yönetim desteği de verilir (Aydoğan Çete, Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi, 2021, s. 30).

Eğer uygun görülürse, proje sahibi girişimci görüşmeye davet edilir ve bu aşamada girişimci ile girişim sermayedarı birlikte projenin fizibilitesi üzerinde çalışırlar. Taraflar, elde edilen sonuçları değerlendirir ve girişim sermayedarı, projeye katılma kriterlerini belirler (Kürşat vd., 2011, s. 95; aktaran İlgün, 2019, s. 27).

Karşılıklı güvene dayalı olarak bir fon kullanım sözleşmesi yapılır. Şirket önceden belirlenmiş başarı noktasına ulaştığında, girişim sermayesi firması yatırım sözleşmesinde belirlenen şekilde yatırımdan çıkar (Kürşat vd., 2011, s.95; aktaran İlgün, 2019, s. 27). Girişim sermayesi finansman modelinin işleyişi aşağıdaki şekilde açıklanmıştır:

Şekil 1: Girişim Sermayesi Finansman Modelinin İşleyişi



**Kaynak:** Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Girişim sermayesi şirketleri, fonlarının çoğunu genellikle emeklilik fonları ve bankalar gibi büyük yatırım kurumlarından sağlar. Bu kurumlar, on yıla kadar bir süre için bir girişim sermayesi fonuna yatırım yapar (Australian Investment Council, 2023).

Uzun vadeli taahhüdü ve güvenlik ve likidite eksikliğini telafi etmek için, yatırım kurumları yatırımlarından çok yüksek getiri elde etmeyi beklerler. Bu nedenle girişim sermayedarları, yüksek büyüme potansiyeli olan şirketlere veya hızlı nakit akışı yaratma kabiliyetine sahip şirketlere yatırım yaparlar (Australian Investment Council, 2023).

Girişim sermayedarları, genellikle borsada satış yoluyla, ticari bir alıcıya satış yaparak veya yönetimin satın alması yoluyla yatırımdan çıkarlar. Girişim sermayedarları, temettüler yoluyla bir miktar getiri elde etseler de birincil yatırım getirileri, genellikle yatırımdan üç ila yedi yıl sonra şirketteki hisselerini sattıklarında elde ettikleri sermaye kazancıdır. Girişim sermayedarları bu nedenle yatırım yaptıkları şirketlerde büyümeyi teşvik etme ve yatırımlarını korumak ve artırmak için ilgili riskleri yönetme işini üstlenirler (Australian Investment Council, 2023).

### **1.5. GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMININ FİYATLANMASI**

Girişim sermayesi şirketleri, girişimcilerle gerçekleştirilecek ortaklıkta elde edilecek sahiplik oranlarını tartışmayı, incelemeyi ve değerlendirmeyi, genellikle sürecin kritik bir aşaması olarak görmektedirler (Koomagi ve Sander, 2006; aktaran Bulut & Er, 2008). Girişim sermayesi şirketleri, yatırım kararı öncesinde girişimcilerle gerçekleştirdikleri görüşmelerde, yatırımın nakde dönüştürülmesinde elde edilecek kâra temel teşkil edecek olan ortaklık payını, girişimin taşıdığı risk ve getiri özelliklerine göre belirlerler. Yatırım öncesi görüşmelerde, girişim sermayesi şirketi genellikle girişimin başarılı olma olasılığının düşük olduğunu ileri sürerek yüksek bir pay elde etmeye çalışırken; girişimci ise yatırımın başarılı olma olasılığının yüksek olduğunu savunarak girişim sermayesi şirketine düşük bir pay vermek ister. Ortak bir pay sahipliği üzerinde anlaşma sağlandığında, yatırım kararı alınır (Bulut, Risk Sermayesi Yatırımlarının Fiyatlandırılması, 2003).

Yatırımın getirisi, alınan risklere ve yatırımcıların farklı beklentilerine bağlı olarak değişiklik gösterir. Genel olarak, çekirdek sermaye ve başlangıç sermayesi şirketlerine yapılan yatırımlarda yıllık %50 gibi yüksek bir getiri aranırken, ikinci aşama finansman için %30-40 arasında getiriler talep edilmektedir. Geç aşama finansmanında ise bu oran genellikle %25-30 aralığındadır. Girişim sermayesi yatırımının fiyatlandırılmasında kesin bir formül bulunmamakla birlikte, farklı metotlar kullanılmaktadır. Bunlar arasında Temel Fiyatlama Modeli, Geleneksel Yaklaşım, Birinci Chicago Fiyatlama Modeli ve benzeri modeller bulunmaktadır. Bu modeller, yatırımın değerini belirlemede ve paylaşımını şekillendirmede kullanılır, ancak her durum özeldir ve yatırımcılarla



girişimciler arasında müzakere süreçleri önemli bir rol oynar (Tuncel, 2000, s. 32/33; aktaran İlgün, 2019, s. 33).

Fiyat belirleme süreci şu adımları içerir: Toplam yatırım miktarı belirlenir, yatırımcının talep ettiği getiri oranı kullanılarak istenilen toplam getiri hesaplanır, beklenen kazançlar değerlendirilir, fiyat/kazanç oranı hesaplanır, bu oran kullanılarak işletmenin beklenen piyasa değeri hesaplanır, yatırımcının talep ettiği toplam getiri, işletmenin beklenen piyasa değeriyle orantılandığında gerekli ortaklık oranı belirlenir (Kilimlioğlu, 2006, s. 77; aktaran İlgün, 2019, s.33).

## 1.6. GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARINDA BEKLENEN GETİRİ VE RİŐKİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Girişim sermayesi şirketleri aşağıda belirtilen riskleri üstlenmek durumundadır (Çoban ve Saban, 2006, s. 133; aktaran İlgün, 2019, s. 35):

**Teknolojik Risk:** şirketin araştırma ve geliştirme faaliyetlerinde yeterli teknolojik bilgiye sahip olmaması veya fonun bu aşamayı desteklemek için yeterli kaynağa sahip olmamasından kaynaklanan bir risktir.

**Yönetim Riski:** İşletme yönetiminden kaynaklanan risktir. Yöneticilerin yanlış kararlar alması, bu kararların uygulanmasındaki hatalar ve işletmenin finansal yapısı, özellikle kârını olumsuz yönde etkileyebilecek unsurlar arasındadır.

**Finansman Riski:** Üretim aşamasında ürünü pazara taşıyacak ek finansmanın sağlanamaması riskini ifade eder.

**Üretim Riski:** Kullanılan teknolojinin büyük ölçekli üretime uygun olmaması durumunda ortaya çıkan bir risktir. Aynı zamanda, üretilecek örnek ürünün pazarlanabilir bir ürüne dönüşmemesi durumunda da söz konusu olabilir.

**Pazarlama Riski:** Ürünün pazarlanması aşamasında karşılaşılabilecek riski ifade eder.

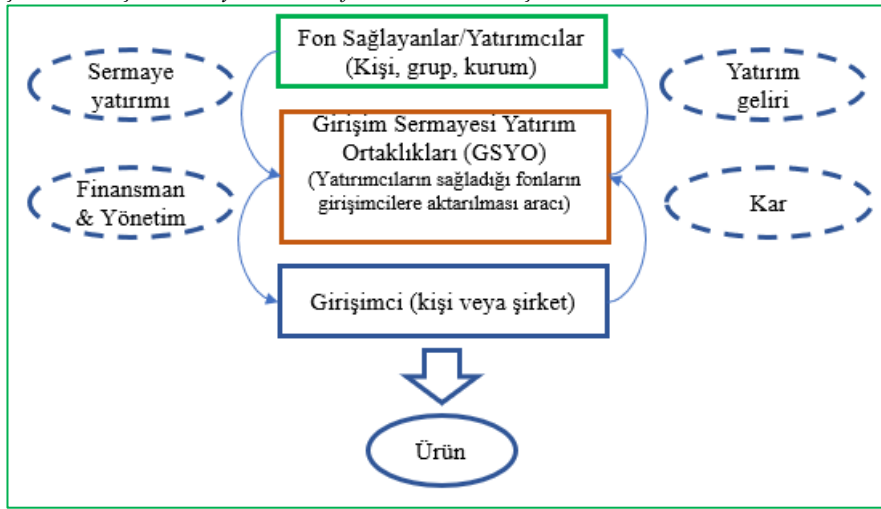
**Demode Olma Riski:** Özellikle ileri teknoloji içeren ve yaşam döngüsü kısa olan ürünlerde, pazar koşullarının değişerek ürünün yeterli satış hacmine ulaşmadan modası geçme riskini ifade eder.

Genel olarak kabul gören bir piyasa prensibi olarak, bir yatırımın riski arttıkça, o yatırım için beklenen getiri de artacaktır (Zaimoğlu, 2001, s. 102; aktaran İlgün, 2019, s. 35).

## 1.7. GİRİŞİM SERMAYESİNDE TARAFLAR

Girişim sermayesinde taraflar; fon sağlayıcılar, girişim sermayesi şirketleri, girişimciler, halka arz ya da başka şirketlere satış ve kâr şeklinde sıralanabilir (Fetahlıoğlu, 2020, s. 53). Girişim sermayesinin tarafları arasındaki ilişki aşağıdaki şekilde özetlenmiştir:

Şekil 2: Girişim Sermayesinin Tarafları Arasındaki İlişki



**Kaynak:** Yazar tarafından oluşturulmuştur.

### 1.7.1. Fon Sağlayanlar (Yatırımcılar)

Fon sağlama, girişimcinin projesine destek olma veya ortaklık kurma anlamına gelir. Fon sağlayıcılar, ellerindeki fazla fonları uzun vadeli ve riskli ancak yüksek getirili yatırımlar için girişim sermayesine yönlendirirler. Bu yatırımcılar arasında bireysel yatırımcıların yanı sıra emeklilik fonları, sigorta şirketleri, bankalar, çeşitli finans kuruluşları ve kamu kuruluşları gibi kurumsal yatırımcılar da bulunabilir (Aygüneş, 2014; aktaran Fetahlıoğlu, 2020, s. 54).

### 1.7.2. Girişim Sermayesi Şirketleri

Girişim sermayesi şirketleri, finansal destek arayan girişimcileri ve sermaye sağlayıcıları bir araya getiren şirketlerdir (Uyar, 2006; aktaran Fetahlıoğlu, 2020, s. 54).

Girişim sermayesi şirketleri, finansman sağlarken kullanılan araçları, yatırımın türüne bağlı olarak değiştirebilir. Yatırımın türü, yatırımcının yönetimde etkin olma isteği, sadece sermaye sağlama niyeti, gelecekteki çıkış koşulları gibi faktörler, kullanılacak finansman araçlarını belirlemede etkilidir. Bu finansman araçları arasında hisse senetleri, hisse senedine dönüştürülebilir tahviller, varantlar, intifa senetleri ve sadece nakit borç verme gibi seçenekler bulunmaktadır (Zaimoğlu, 2001; aktaran Fetahlıoğlu, 2020, s. 56).

### **1.7.3. Girişimciler**

Girişimciler, genellikle bir fikir sahibi olan ya da bir buluş yapmış olan mucit olarak girişim yapacak ancak sermayesi bulunmadığı için girişim sermayesi fon finansmanından yararlanacak taraftır (Fetahlıoğlu, 2020, s. 55).

Bir kişi yeni bir buluş gerçekleştirdiğinde ona “mucit” denir. Girişim sermayesi bağlamında, “bilim adamı” terimi genellikle mucit ile aynı anlamda kullanılır. Girişim sermayesi yatırımlarının temelinde inovasyon olduğundan, yeniliği başlatan kişiler genellikle mucitler veya bilim adamları olarak bu süreçte yer alırlar (Evren Yatmaz, 2012: 12; aktaran İlgün, 2019, s. 15).

### **1.7.4. Halka Arz ya da Başka Şirketlere Satış ve Kâr**

Yatırımların sonlandırılması ve kâr elde etme amacıyla, ilgili yatırımların çıkış sağlayabilmesi için bu yatırımların halka arz edilmesi veya başka şirketlere satılması gerekmektedir (Fetahlıoğlu, 2020, s. 55).

## **1.8. GİRİŞİM ŞİRKETLERİNİN GELİŞİM EVRELERİ VE FİNANSMANI**

Yatırımcılar ve girişimcilerin, girişim şirketlerinin hangi aşamada bulunduğunu bilmeleri önemlidir. Girişimcilerin, mevcut aşamaya uygun finansman miktarını ve iş planlarını oluşturmaları, bu kaynaklara ulaşmaları açısından kritiktir (Aydoğan Çete, Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi, 2021, s. 36). Girişim şirketlerinin gelişim evreleri aşağıdaki gibidir:

Şekil 3: Girişim Şirketlerinin Gelişim Evreleri

1. Çekirdek-Tohum (Seed) Aşaması	5. Büyüme (Expansion) Aşaması	8. Yerine Koyma Aşaması	10. Çıkış Aşaması
2. Başlangıç-Kuluçka (Start-up) Aşaması	6. Köprü (Bridge) Aşaması	9. Kurtarma Aşaması	
3. Hızlandırma (Level -up) Aşaması	7. Ara (Mezzanine) Aşama		
4. Erken Aşama			

**Kaynak:** Yazar tarafından oluşturulmuştur.

### 1.8.1. Çekirdek-Tohum (Seed) Finansmanı

Bu aşama fikir aşaması, araştırma geliştirme aşaması, proje finansmanı, tohum ekme aşaması gibi adlarla da bilinmektedir (İlgün, 2019, s. 17). Bir fikrin ortaya atıldığı veya bir sürecin düzenlendiği evreyi ifade eder. Bu aşamada henüz bir nakit akışı bulunmamaktadır. Girişimciler, bu aşamada ihtiyaç duydukları finansmanı genellikle ailelerinden, çevrelerinden, melek yatırımcılardan ve bu alanda faaliyet gösteren özel girişim sermayesi fonlarından temin etmektedirler (Aydoğan Çete, Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi, 2021, s. 32).

Bu evrede girişimci, kendi fikrini veya ürününü destekleyecek bir yatırımcıyı ikna etmek zorundadır. Yatırımcılar, girişimcinin getirdiği fikri veya ürünü teknik ve ekonomik açıdan sorgular ve anlamaya çalışır. Bu aşamada, yatırımcılara sunulan fikirler ve ürünler genellikle test edilmemiş ve denenmemiştir. Yatırımcılar, bu fikir ve ürünlerin fizibilitesini değerlendirir ve yatırım yapma veya yapmama konusunda bir karar alırlar. (Aydoğan Çete, Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi, 2021, s. 32). Bu evrede yapılan yatırımlarda belirsizlik oldukça yüksek olduğundan, yatırılan paranın tamamının kaybedilmesi söz konusu olabilir ve bu durum yatırımcılar açısından büyük bir risk taşır (ERTÜRK 2017, s. 17; aktaran Aydoğan Çete, 2021, s. 32).

Bu tür yatırımlar genellikle uzun vadeli finansman desteğine ihtiyaç duyarlar. Bu aşama, girişim sermayedarı için en zorlu evrelerden biri olarak kabul edilir. Çünkü girişimcinin projesi veya fikri dışında genellikle pek bir şeyi bulunmaz. Projelerin başarısız olma olasılığı oldukça yüksektir. Yapılan istatistiklere göre, girişim sermayedarları tarafından

desteklenen projelerin %70'inin çekirdek finansman aşamasında terk edildiği görülmektedir (Kantar, 2015; aktaran Fetahlıoğlu, 2020, s. 38).

Bu aşamadaki yatırımlarda çeşitli zorluklarla karşılaşılabilir. Bunlar arasında teknolojik ilerlemelerin ürünün ömrünü kısaltması, patent imkanlarından yeterince faydalanılamaması, ürünün rekabet gücünün zayıf olması, girişimcinin başarısız olmasına rağmen çabalamaaya devam etmesi, girişimcinin motivasyon eksikliği ve fonların etkili bir şekilde yönetilememesi gibi engeller yer almaktadır (Yılmaz, 2010, s. 147; aktaran İlgün, 2019, s. 18).

### **1.8.2. Başlangıç-Kuluçka (Start-up) Finansmanı**

Çekirdek aşamasından sonraki evreye genellikle “ilk aşama” veya “başlangıç aşaması” adı verilir. Bu aşamadaki yatırımlarda girişimciler, belirli bir büyüklüğe ulaşmış ve girişimlerini yönetmek için bir yönetim ekibine sahiptir. Ayrıca, belirlenmiş bir iş akışı ve iş süreçleri genellikle bu aşamada mevcuttur (Aydoğan Çete, Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi, 2021, s. 33). Kuluçka dönemi; yatırımların en yaygın olarak gerçekleştiği aşamalardan biridir. Bu evrede, girişimci tarafından fikir oluşturulmuş, iş planı hazırlanmış, prototipler üretilmiş; ancak ürün veya hizmet henüz ticarileşmemiştir. Bu aşamada yapılan yatırımlar genellikle yüksek olduğundan, yatırımcının beklediği getiri de genellikle yüksektir (Külahçı, 2015; aktaran Fetahlıoğlu, 2020, s. 38).

Yatırımın riski hala yüksek olsa da bu aşamadaki yatırımlar genellikle girişimcinin oluşturduğu iş planına dayanmaktadır. Bu nedenle, yatırımcılar bu evrede aldıkları riski azaltmaya yönelik birkaç yöntem kullanabilirler, bunlar aşağıdaki gibidir (Aydoğan Çete, Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi, 2021, s. 33);

- Satma Opsiyonu: Bu yöntemde yatırımcı yatırım yaptığı şirketin paylarını geri satmak üzere almaktadır.
- Teminat: Yatırımcı yatırım yaptığı girişim şirketinde yer alan değerli varlıklar üzerine rehin/ipotek koydurarak yatırım yapmaktadır.
- İmtiyaz Yaratma: Yatırımcı yönetim imtiyazı gibi imtiyazların olduğu payları satın alıp şirketin yönetim sürecine katılarak riskini azaltabilir.

Bir girişimci için, geliştirdiği projesini potansiyel müşterilere etkili bir şekilde sunabilme becerisi kritik bir unsurdur. Girişimci, sadece sermaye desteği sağlamakla kalmayıp aynı zamanda girişim sermayedarının bilgi ve deneyimlerinden de faydalanmalıdır. Türkiye’de, özellikle bu aşamadaki ürünlerin ticarileşemediği gerçeği önemli bir sorun olarak öne çıkmaktadır. Girişimciler, bu aşamaya kadar getirdikleri fikirlerini finansman veya kaynak bulamadıkları için ticarileştirememektedirler (Fetahlıoğlu, 2020, s. 38).

Bu aşamada ihtiyaç duyulan başlangıç sermayesi, girişimci şirketin ofis kiralama, personel bulma gibi hazırlıkları için kullanılır. Projenin başarısı hala belirsizdir. Girişim sermayedarı, girişimciye kendi profesyonel bilgi ve tecrübesini aktararak destek sağlar (İşeri, 2001, s. 45; aktaran İlgün, 2019, s. 18).

Bu aşama genellikle 6-8 yıl vadeli olmaktadır. ABD’de her 10 başlangıç şirketinden; ikisinin ilk 2-3 yıl içinde battığı, ikisinin 5 yıla kadar dayandığı, kalan 6’sından birinin büyük kâr sağladığı, birinin ortalama gelir sağladığı ve diğer dördünün yetersiz kazanç sağladığı belirlenmiştir (Kürşat vd., 2011, s. 98; aktaran İlgün, 2019, s. 18-19).

### **1.8.3. Hızlandırma (Level – up) Finansmanı**

Hızlandırma dönemi, ürün ve hizmet gelişimi faaliyetlerinin büyük bir kısmını tamamlamış, ticari bir ürüne sahip, gelir akışı başlamış ve müşterilerini sürekli hale getirmeye çalışarak rekabet ortamında varlığını sürdürmeye çalışan firmaların, mevcut pazarda kalmaya ve yeni pazarlara ulaşmaya çalıştığı bir dönemdir (TİM TEB Girişim Evleri, 2019; aktaran aktaran Aydoğan Çete, 2021, s. 38).

Bu aşamada işletmeler, yeterli satış rakamlarına ulaşamadıkları için negatif nakit akışları yaşayabilir ve bu nedenle yeni sermaye ihtiyacı duyabilirler. Bu dönem, firmaların pazarda tutunma çabalarının yoğunlaştığı bir aşama olarak da değerlendirilebilir (Aydoğan Çete, Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi, 2021, s. 38).

### **1.8.4. Erken Aşama ve Geçit Finansmanı**

Bu aşamada işletme, ürününü geliştirmiş ancak marka imajını ve pazar payını henüz artıramamıştır. Bu hedeflere ulaşabilmek için ihtiyaç duyduğu fonu geleneksel yöntemlerle karşılamak zordur. Ayrıca, firmanın yönetsel sorunları da bu aşamada

belirgin hale gelmiştir. Bu zorluklarla başa çıkabilmek için girişim sermayedarının maddi ve yönetsel desteğinden yararlanılmaktadır (Arslan Garıpcin, 2017, s. 18; aktaran İlgün, 2019, s. 19).

#### **1.8.5. Büyüme (Expansion) Finansmanı**

Bu aşamada işletmelerin kuruluşu tamamlanmış, üretim ve pazarlama aşamaları oturmuştur. Yapılması gereken, pazar payını büyütmek ve tam kapasite ile üretim yaparak kârlılığını artırmaktır. Bu aşamada firmaların mevcut durum analizleri yapılarak, insan kaynağı, makine-ekipman yatırımları için fon kaynağı oluşturmak veya yeni pazarlar araştırmak gibi adımlarla örgütsel ve finansal yapılanmayı geliştirmek için yeni hedefler belirlenmelidir (Fetahlıoğlu, 2020, s. 39).

Bu aşamada girişimcinin fikri alınıp satılan ticari bir ürüne dönüşmüştür. Girişimcinin bu evrede artık rakipleri vardır ve rakiplerinden pay kapma yarışına girmiştir. Girişimci şirket, ürün farklılaştırması da dâhil olmak üzere, kalite ve maliyet açısından en uygun ürünü müşterisine sunma çabası içindedir. Aynı zamanda, girişimci şirket maliyetlerini azaltarak bir an önce başa baş noktasına ulaşmayı hedeflemektedir (Aydoğan Çete, Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi, 2021, s. 34).

Girişimci şirket, tüm bu faaliyetleri gerçekleştirmek ve istenen büyümeyi sağlayabilmek için ilave sermayeye ihtiyaç duyacaktır. Bu aşamada gereken finansman genellikle girişim sermayesi fonları tarafından sağlanmaktadır. Yatırımın risk düzeyi önceki evrelere göre önemli ölçüde azalmıştır. Bu evredeki yatırımların başarı oranı daha yüksek seviyelere çıkmıştır. Bunun temel nedeni, girişimci şirketin artık piyasada alınıp satılan bir ürüne sahip olması ve başa baş noktasındaki üretim ölçeğine ulaşmada yüksek potansiyele sahip olmasıdır. Bu evrede girişim şirketi, ürünlerini pazarlama ve daha yüksek cirolara ulaşma çabasıdadır (Ertürk 2017, 19-20; aktaran Aydoğan Çete, 2021, s. 34).

#### **1.8.6. Köprü (Bridge) Finansmanı**

Köprü finansmanı, genellikle 6 ay ile 1 yıl içinde halka açılmayı planlayan işletmelere, bu süreçteki finansal ihtiyaçları karşılamak amacıyla sağlanan kısa vadeli bir yatırım

türüdür. Bu aşamada işletmeler hızla büyüme gerçekleştirirler (İpekten, 2006; aktaran Fetahlıoğlu, 2020, s.39). Bu tür finansmanda genellikle varantlı tahviller kullanılmakta ve birden fazla girişim sermayesi şirketinin bu finansa katıldığı gözlemlenmektedir (Uludağ, 1996, s. 26-27; aktaran İlgün, 2019, s. 20).

#### **1.8.7. Ara (Mezzanine) Finansman**

Ara finansman, köprü finansmanına benzer ve vadesi genellikle 2 yıldan azdır. Bu finansman türü, genellikle firmanın başka bir şirkete devri veya satışı, halka arz gibi süreçlere kadar olan dönemi finanse etmek amacıyla kullanılır, bu da bir ara dönemi temsil eder. Yüksek faizli tahviller veya imtiyazlı pay senetleri gibi araçlar aracılığıyla sağlanan bu finansman biçimi, girişimci firmaların yöneticileri tarafından firmanın satın alınması amacıyla da kullanılabilir (Uludağ, 1996: 26-27; aktaran İlgün, 2019, s. 20). Bu finans türü borçlanma ve özkaynak yönteminin bir arada kullanıldığı melez bir yapıdadır (Yeşildal, 2017; aktaran Fetahlıoğlu, 2020, s. 39).

#### **1.8.8. Yerine Koyma Finansmanı**

Yerine koyma finansmanında, sermayedarın pay senetlerinin bir kısmını ya da tamamını, acil nakit ihtiyaçları veya işletmenin kurucuları arasındaki anlaşmazlık gibi sebeplerle, firma için satması amacıyla fon sağlanmaktadır. Bu tür finansman, tercih edilen bir yatırım biçimi olmadığından, bu finansman türünü sağlayan girişim sermayesi şirketleri oldukça azdır (Yılmaz, 2010, s. 150; aktaran İlgün, 2019, s. 20-21).

#### **1.8.9. Kurtarma Finansmanı**

Kurtarma finansmanı, başarısızlık yaşayan, zararına çalışan firmalara yönelik olarak, yeni üretim ve hizmet modellerinden, yeni pazarlama stratejilerine kadar olan köklü değişimleri gerçekleştirmek amacıyla vadesi 6 yıl ile birkaç yıl arasında değişen yatırımları ifade eder. Bu tür firmalar, sadece sermaye desteği değil, aynı zamanda yönetimsel ve organizasyonel destekle birlikte kurtarılmaya ihtiyaç duyarlar. Bu şirketlerin kurtarılması, çeşitli zorlukları beraberinde getirdiği için riskli bir kategoride yer almaktadır. Aynı zamanda, yapılan yatırımın getirisi orta düzeyde olduğu için genellikle tercih edilmemektedir (Zaimoğlu, 2001; aktaran Fetahlıoğlu, 2020, s. 40). Bu yatırım türünde, girişim sermayedarı oldukça büyük bir tutarı yatırmak durumunda



kalırken, çoğu kez kâr, yatırımın 2-3 katından az olmaz (Kürşat vd, 2011, s. 99; aktaran İlgün, 2019, s. 21).

### **1.8.10. Çıkış Dönemi Finansmanı**

Çeşitli nedenlerle satılacak işletmeleri satın almak isteyen ve işi bilen ancak finansal gücü yeterli olmayan girişimci veya girişimci grupların desteklenmesi amacıyla yapılan yatırımlar, satın alma finansmanı olarak adlandırılır. Bu yatırımların en belirgin özelliği, satılan işletmenin içinden veya dışından olsun, satın alacakların, satılan işletmenin işini çok iyi bilen girişimciler olmasıdır (Atilla, 2006, s.72; aktaran İlgün, 2019, s. 21).

Başarılı bir girişim sermayesi anlaşmasının sonunda gerçekleşen çıkış aşamasında, girişim sermayedarları yatırımlarını sonlandırır ve bu süreçten kâr elde ederler (Vaidya, 2023).

Girişim sermayedarları hisse senetlerini/varlıklarını, şirket yöneticilerine (Management buy out: MBO), üçüncü kişilere (Leveraged buy out: LBO), şirketlerin yöneticilerine (Management by in: MBI), şirket çalışanlarına (Employee Stock Ownership Plan: ESOP) satarak yatırımdan çıkabilirler.

### **1.8.11. Yatırım Aşamalarında Süre ve Risk Karşılaştırması**

Erken aşama yatırımlarında, yatırımın likiditeye dönüşme süresi uzun olurken, aynı zamanda yatırımcının üstlendiği risk de artmaktadır. Geç aşama yatırımlarında ise, yatırımın likiditeye dönüşme süresi kısadır ve dolayısıyla risk daha düşüktür. Satın alma ve satma aşamasında ise, süre kısa olmasına rağmen risk yüksek olabilir. Şirket kurtarma finansmanında ise, yatırımın likiditeye dönüşme süresi uzun olurken, aynı zamanda risk de yüksektir (Yılmaz, 2010, s. 151; aktaran İlgün, 2019, s. 22).

## **1.9. FİNANSMAN YÖNTEMLERİ**

### **1.9.1. Sermaye Finansmanı**

Sermaye finansmanı, temel olarak bir girişimi ortaklık yoluyla finanse etmektir. Ülkemiz sermaye piyasalarının en yaygın türlerinden biri halka arz olmakla birlikte diğer yöntemler de (birleşme ve satın alma, girişim sermayesi vb.) kullanılabilir. (Yılmaz, 2010, s. 151; aktaran İlgün, 2019, s. 22).

Ortaklık yoluyla sağlanan sermaye finansmanı, diğer yöntemlere kıyasla daha uzun vadeli ve kalıcı finansman yöntemidir. Yatırımcılar ortaklık modeliyle finansman sağladıklarında yatırım yapmış oldukları girişimlerin kâr veya zarar risklerini de almaktadır. Dolayısıyla, borçlanma aracı yöntemlerinde olduğu gibi sabit bir getiri söz konusu değildir (Aydoğan Çete, Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi, 2021, s. 22).

Hem yatırımcıların yatırımlarını kolaylaştırmak hem de şirketlerin daha kolay finansman sağlanması açısından sermaye yoluyla finansman yani halka arzlarda şirket tarafından ihraç edilen payların sağlıklı işleyen bir ikincil piyasanın da oluşturulması gerekmektedir. Bu nedenle, dünya üzerinde KOBİ'ler için genellikle daha esnek kotasyon koşulları taşıyan alternatif pazarlar oluşturulmuştur (Aydoğan Çete, Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi, 2021, s. 22).

### **1.9.2. Borç Finansmanı**

Borç finansmanı işletmeye sadece finansman sağlanması olup, ortaklık hakkı doğurmamaktadır. KOBİ'ler tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarının ihraç değeri halka açık şirketlere ya da büyük şirketlere kıyasla genellikle daha küçük olmaktadır (Aydoğan Çete, Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi, 2021, s. 23).

### **1.9.3. Kolektif Yatırım Kuruluşları**

KOBİ'ler pay veya borçlanma araçlarına yatırım yapan yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım fonları gibi kolektif yatırım araçları aracılığıyla da sermaye piyasasından finansman sağlayabilir. Dünyada uzun zamandır girişim şirketlerinin finansmanı kolektif yatırım kuruluşları aracılığıyla yapılan yatırımlar üzerinden sağlanmaktadır.

## **1.10. GİRİŞİM SERMAYESİ FON KAYNAKLARI**

Fon fazlasına sahip gerçek ve tüzel kişiler, bu fonları girişim sermayesi yatırımlarında kullanmak amacıyla çeşitli kaynaklar oluştururlar. Bu kişiler genellikle melek yatırımcılar, ticari bankalar ve yatırım bankaları, emeklilik fonları ve sigorta şirketleri,

yatırım grupları, vakıflar, üniversiteler ve kamu kuruluşları, yatırım fonları gibi çeşitli kategorilere ayrılabilir.

### **1.10.1. Melek Yatırımcılar**

Melek yatırımcılar, kişisel varlıklarını ve birikimlerini kullanarak yenilikçi, güçlü büyüme potansiyeli olan çekirdek, başlangıç veya gelişim aşamasındaki şirketlere yatırım yapan gerçek kişilerdir (Ertürk, 2017, s. 22).

Girişim sermayesi fonları, melek yatırımcılara benzer şekilde girişimlere yatırım yaparlar; ancak bu fonları melek yatırımcılardan ayıran en önemli farklardan biri, genellikle başlangıç evresinde ya da çekirdek (seed) aşamasında değil, daha ileri aşamalarda yer alan, diğer bir ifadeyle büyük şirketleri hedef almalarıdır (Freear ve Wetzel 1990, Roberts 1991, Freear vd. 1995, Harrison ve Mason 2000; aktaran Ertürk, 2017, s. 25). Diğer önemli bir fark ise, melek yatırımcıların kendi adlarına yatırım yapmaları, buna karşın girişim sermayesi fonlarının kendilerine fon aktaran yatırımcılar adına yatırım yapmalarıdır (Ertürk, 2017, s. 26).

### **1.10.2. Ticari Bankalar**

Ticari bankalar, küçük girişimcilere destek sağlamak amacıyla girişim sermayesi yatırımlarına yönlendirilebilir. Ancak, ticari bankaların bu tür yatırımlara yönelmesini engelleyen faktörler arasında işletmelerin fon ihtiyacının belirsizliği, ekonomik istikrarsızlıklar ve sermaye piyasalarının yeterince gelişmemiş olması gibi nedenler bulunmaktadır (Yılmaz, 2010, s. 117; aktaran İlgün, 2019, s. 23-24).

### **1.10.3. Yatırım Bankaları**

Yatırım bankalarının ana fonksiyonu, büyük şirketlere yüklenim (underwriting) yoluyla finansman sağlamaktır. Ancak, birçok yatırım bankası, kârlılık beklentisiyle kendilerine çekici gelen, genellikle ileri teknoloji odaklı olan yeni ve küçük işletmelerin halka açılma süreçlerine destek olmak amacıyla girişim sermayesi finansmanı sağlamaktadır (Atilla, 2006, s. 55; aktaran İlgün, 2019, s. 24).

#### **1.10.4. Sigorta Şirketleri**

Sigorta şirketleri, özellikle hayat sigortası alanında biriktirdikleri uzun vadeli fonları, genellikle başlangıç aşamasında olan, teknoloji üreten ve yüksek başarı potansiyeli taşıyan küçük ve orta ölçekli işletmelere yatırım yapmak için kullanmaktadır (Atilla, 2006, s. 55; aktaran İlgün, 2019, s. 24).

#### **1.10.5. Yatırım Grupları**

Bazı varlıklı serbest meslek sahipleri, üst düzey yöneticiler ve şirketler, bir araya gelerek yatırım grupları veya kulüpleri oluştururlar. Bu yatırım grupları, girişim sermayesi fonlarının görevlerini yerine getirerek ortak yatırımlar yaparlar (Ceylan ve Korkmaz, 2010: 171; aktaran İlgün, 2019, s. 24).

#### **1.10.6. Vakıflar**

Vakıflar, topladıkları fonların bir kısmını düzenli gelir sağlamak amacıyla menkul kıymetlere yatırırken, bir kısmını uzun vadede yüksek kazanç getirecek şekilde değerlendirebilirler. Bu kapsamda fonlarını girişim sermayesi şirketlerine yönlendirebilirler (Çonkar, 2007: 32; aktaran İlgün, 2019, s. 24).

#### **1.10.7. Üniversiteler ve Kamu Kuruluşları**

Üniversite-sanayi iş birliği çerçevesinde kurulan teknoloji parkları, teknoloji şirketlerine AR-GE ve üretim faaliyetlerinde destek sağlamaktadır. Üniversiteler, teknolojiye yönelik girişimcilere düşük maliyetli ofis, laboratuvar, bilgisayar, kütüphane imkânları, danışmanlık, ucuz işgücü, girişim sermayedarları ve bankalarla görüşmelerin ayarlanması gibi birçok yönetimsel, finansal ve fiziksel destek sağlamaktadır (Kantar, 2008, s. 44; aktaran İlgün, 2019, s. 24-25).

Devlet, üniversiteler yanında bazı kamu kuruluşları ile de teknolojik gelişmeyi sağlamaktadır. Bu kuruluşlar, girişimcileri finansal açıdan desteklemek yerine, girişim sermayesi şirketlerine hem finansal destek hem de danışmanlık sağlayarak inovatif projelerin geliştirilmesine katkıda bulunurlar (Bu kuruluşların ABD'deki örneği Küçük İşletmeler İdaresi, Türkiye'deki örneği ise Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığıdır.) (Civil, 2008, s. 30; aktaran İlgün, 2019, s.25).

### **1.10.8. Yatırım Fonları**

Girişim sermayesi yatırım fonları, temelde portföy varlıklarının seçimi açısından diğer yatırım fonlarından ayrılır. Girişim sermayesi yatırım fonları, portföylerinde diğer yatırım fonlarına göre daha fazla sayıda küçük ve yeni faaliyete geçmiş şirketlere ait hisse senetlerini bulundurur (Ceylan ve Korkmaz, 2010: 171; aktaran İlgün, 2019, s. 24-15).

## 2. BÖLÜM

### DÜNYADA GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARI

#### 2.1. DÜNYADA GİRİŞİM SERMAYESİNİN GELİŞİMİ

20. yüzyılın başlarından 1990'lı yılların sonuna dek girişimcilik konusunda bilinen uluslararası çalışmaların yok denecek kadar az olması, günümüzün aksine dünyanın o dönemler girişimcilik kavramına oldukça yabancı olduğunu göstermektedir. Ancak girişimciliğin toplumsal refaha olan olumlu etkisi ve işsizlik, yoksulluk gibi sorunlarla mücadele noktasında etkin rolü fark edildikten sonra mikro ve makro ölçekli işletmelerden politikaya, akademiden iş dünyasına pek çok kişi ve kurum girişimciliğin önemini kabul etmiştir (Karadeniz, 2019, s. 8).

Girişim şirketlerine yapılan yatırımlar yalnızca yatırımcılara sunulan alternatif uzun dönemli bir yatırım türü değildir. Girişim sermayesi yatırımları aynı zamanda istihdam yaratma ve ekonomik büyüme açısından yerel ekonomilerde büyük önem taşımaktadır. Son zamanlarda yapılan çalışmalarda girişim şirketlerine yapılan yatırımlar sonucunda 1980 ve 2010 yılları arasında istihdamın %50 arttığı ve yaklaşık 2,9 milyon yeni iş yaratıldığı sonucuna ulaşılmıştır (Kauffman, 2016, s. 28; aktaran Aydoğan Çete, s. 42).

Bununla birlikte Ulusal Girişim Sermayesi Birliği (National Venture Capital Association-NVCA) tarafından açıklandığı üzere; ABD'de girişim sermayesi destekli halka açık şirketlerin Ar-Ge'ye harcadığı tutar 1970'lerde esasen sıfır iken 2020'de 244 milyar dolar olmuştur. 1990'dan 2020'ye kadar istihdam artışı özel sektörde %40 iken girişim sermayesi destekli şirketlerde %960 olmuştur. ABD'deki en büyük girişim sermayesi destekli şirketlerin %75'inin, aktif bir girişim sermayesi endüstrisi olmadan var olamayacağı veya mevcut büyüklüğüne ulaşamayacağı bilinmektedir. Girişim sermayesi destekli mesleklerin %62,5'i ABD'nin tamamına geniş bir şekilde dağılmıştır (NVCA, 2023).

Kurumsal anlamda ilk girişim sermayesi uygulamasının 19. yüzyılın başlarında sanayi devrimi sırasında İngiltere'de zengin bireylerin bazı projelerin finansmanı için kaynak sağlaması ile ortaya çıktığı, bugünkü haliyle girişim sermayesi sürecinin 1930'lu yıllarda

ilk profesyonel fon olan Charterhouse'un kurulması ile başladığı ifade edilmektedir (Evren Yatmaz, 2012, s. 70). Ayrıca girişim sermayesi temelde emek-sermaye ortaklığı şeklinde nitelendirilebileceği için literatürde, faizsiz finans sistemindeki mudaraba ve muşaraka modellerinin ya da Avrupa'da deniz ticaretini desteklemek için oluşturulan anlaşmaların (Commenda) girişim sermayesinin temellerini oluşturduğunu ifade edenler de vardır.

Girişim sermayesinin bilinen anlamda modern biçiminin ilk uygulamaları ise ABD'de görülmüştür. Bu ülkede, girişim sermayesi uygulamaları, Avrupa'dan, Afrika'dan ya da diğer ülkelerden ABD'ye göç ile gelen ve burada şirketleşerek yatırıma ve üretime katılan kişi veya firmaların iş kurabilmek ya da büyüebilmek amacıyla ulusal veya uluslararası bankalardan aldıkları uzun vadeli girişim sermayeleridir (Kuğu, 2004, s. 143).

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

Avrupa'da ise girişim sermayesi alanındaki ilk önemli girişim Avrupa Girişim Sermayesi Birliği'nin (European Venture Capital Association-EVCA) kurulması olmuştur. EVCA'nın temel amacı, girişim sermayesi düşüncesinin Avrupa'da benimsenip yaygınlaşmasını sağlamak ve ülkeler arasında bilgi alışverişine ve sermaye akışına yardımcı olmaktır. EVCA, Avrupa'da girişim sermayesi ile ilgili her türlü desteği sağlamakta, uluslararası girişimleri organize etmekte, üyelerine yönetim geliştirme hizmeti vermekte, Avrupa'da girişim sermayesinin gelişimine yönelik olarak Avrupa Birliği ile ortak çalışmalar yapmaktadır (Zaimoğlu, 2001, s. 10; aktaran Beşkardeşler, 2010, s. 42).

Girişim sermayesinin Asya'daki durumuna bakacak olursak; girişim sermayesinin Asya'da 1990'dan itibaren gelişmeye başladığı söylenebilir. Özellikle 1995-2000 yılları arasında hızlı bir ilerleme süreci yaşanmıştır (Evren Yatmaz, 2012, s. 52). Asya'da gerek kültürel gerekse yasal bazı nedenlerle girişimcinin önüne büyük engeller çıkmasına rağmen bazı gelişmeler gerçekleşmektedir. Örneğin 1999'da başta Japonya olmak üzere

tüm Asya ülkelerinde 8 milyar dolarlık yeni bir girişim sermayesi yaratılmış, bu alandaki gelişme hızı ise %20 olarak gerçekleşmiştir. Asya’da girişim sermayesi daha çok Çin ve Hong Kong’da yoğunlaşmıştır. NASDAQ benzeri piyasaların kurulmasıyla girişim sermayesinin gelişmeye başladığı gözlemlenmiştir (Kuzulu, 2006, s. 59).

Ancak girişim sermayesi alanında faaliyet gösteren kuruluşlar daha çok Avrupa ve Amerika kıtasında yer almaktadır. Bunlardan bazıları, Seed Capital (yeni oluşturulmuş olan şirketlere destek sağlamaktadır), Value (KOBİ’lere teknik ve bilimsel destek sağlamaktadır), Eurotech Capital (uluslararası ileri teknoloji yatırımı yapan girişim sermayesi şirketlerini desteklemektedir) ve Sprint (küçük işletmelere yenilikçi iş süreçlerinde destek olmayı amaçlamaktadır) gibi şirketlerdir (Çolak, 2015, s. 61).

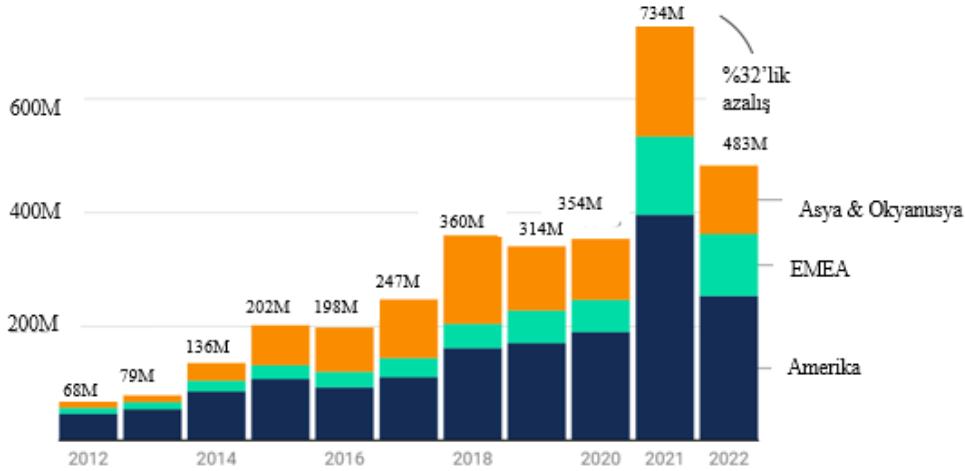
## **2.2. GÜNÜMÜZDE GİRİŞİM SERMAYESİNİN KÜRESEL GÖRÜNÜMÜ**

2022 yılında girişim sermayesi yatırım faaliyeti küresel ölçekte azaldığından Covid-19, yatırım havuzundaki ivmeyi düşürmüştü ve yatırımcıların ekstra riskten kaçınmalarına neden olmuştur. Ayrıca, KOBİ’lerin faaliyetleri durdurulmuş ve çoğu işletme Covid-19 nedeniyle tasfiye edilmiştir. Bununla birlikte portföydeki değerlendirme kesintisi, döviz oynaklığı ve mevcut yatırımlardaki zorluklar nedeniyle KOBİ’lerin varlıklarının finansal performansı kötüleşmiştir (Pradeep, Aarti, & Vineet , 2022).

2022’de, tüm yıl için küresel girişim sermayesi yatırımı, 2021’e kıyasla %32 düşüşle 483 milyar dolara gerilemiştir. Üç bölge arasında, Avrupa, Orta Doğu ve Afrika Bölgesi (EMEA), Amerika ve Asya-Okyanusya bölgeleri ile karşılaştırıldığında yüzde olarak girişim sermayesi yatırımında en az düşüşü yaşayarak en fazla dayanıklılık gösteren bölge olmuştur. Bu düşüşe rağmen, Amerika hâlâ toplam girişim sermayesi yatırımında birinci sıradadır. Bununla birlikte, tarihsel standartlarla ölçüldüğünde, 2022 yatırım seviyelerinin, 2021 hariç, önceki tüm yıllara göre hâlâ daha yüksek olduğu yıldır (dealroom.co, 2023).



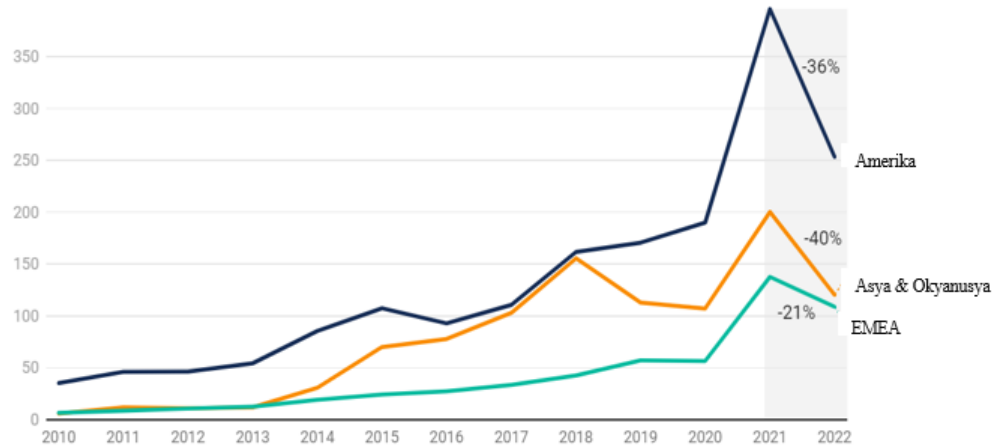
Şekil 4: 2012-2022 Yılları Arasında Bölgelere Göre Start-up Yatırımları  
Start-uplara toplam yatırım (Milyar \$)



**Kaynak:** (dealroom.co, 2023)

Girişim sermayesi yatırımlarındaki düşüş, -%40 ile Asya ve Okyanusya’da (esasen Çin’de) en belirgin şekilde gözlemlenmiştir. EMEA’daki düşüş %21 ile daha az şiddetli gerçekleşmiştir. Amerika kıtasındaki düşüş ise %36 oranında gerçekleşmiştir (dealroom.co, 2023).

Şekil 5: 2010-2022 Yılları Arası Bölgelere Göre Girişim Sermayesi Faaliyeti  
Bölgelere Göre Girişim Sermayesi Faaliyeti (Milyar \$)



**Kaynak:** (dealroom.co, 2023)

Sadece Afrika ve Avrupa’daki birkaç ülkede bir önceki yıla göre büyüme yaşanmıştır. Dikkate değer büyüme bölgeleri arasında Afrika’nın birçok bölgesi, Suudi Arabistan, Romanya, Portekiz, Kenya, Tayland, Malezya ve İtalya bulunmaktadır. Yaşanan düşüslere rağmen 2022’de girişim sermayesi yatırımı için küresel olarak ilk üç ülke ABD, Çin ve Birleşik Krallık’tır. ABD, 234 milyar doların üzerinde yatırımla önde giderken,

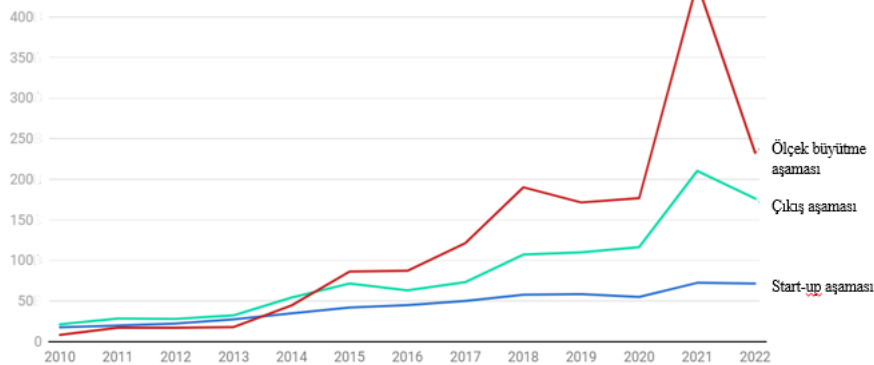
Çin ve İngiltere sırasıyla yaklaşık 488 milyar dolar ve 299 milyar dolar yatırım yapmıştır (dealroom.co, 2023).

Kıtalara bakıldığında Avrupa ve Asya en iyi performans gösteren kıtalardır. Avrupa'da ilk 10'da İngiltere, Fransa, Almanya ve İsrail yer alırken, Asya'da Çin, Hindistan, Singapur ve Güney Kore yer almaktadır. İlk 10'da ABD ve Kanada olmak üzere Kuzey Amerika da güçlü bir performans sergilemiştir.

Yatırım aşamaları bazında incelendiğinde düşüş, esas olarak geç aşama yatırımlardaki dramatik düşüşten kaynaklanırken, erken aşama yatırımlar oldukça aktif olmaya devam etmiştir (dealroom.co, 2023).

Aşağıda girişim sermayesinin üç farklı aşamadaki- başlangıç aşaması (0-15 Milyon Dolarlık tur), çıkış aşaması (15-100 Milyon Dolarlık tur) ve ölçek büyütme (100 Milyon Dolar+ tur) aşaması- yıllara göre gelişimi görülmektedir (dealroom.co, 2023):

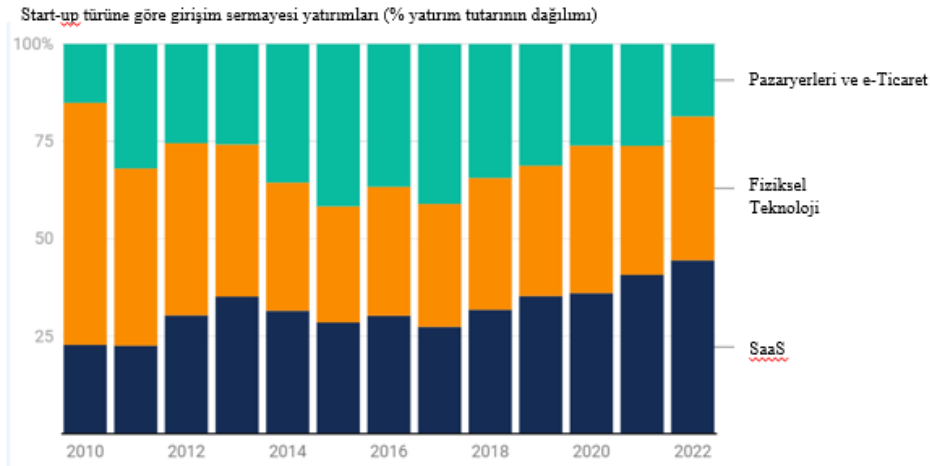
Şekil 6: 2010-2022 Yılları Arası Aşamalara Göre Yatırım Tutarları  
Aşamalara Göre Yatırımlar (Milyar \$)



**Kaynak:** (dealroom.co, 2023)

Sektörlere göre baktığımızda ise hizmet olarak yazılımın (Software as a Service-SaaS) toplam payı büyümeye devam etmektedir ve şu anda toplam yatırımın %45'ini oluşturmaktadır. Hızlı büyüyen sektörler arasında Enerji, İş ve İşe Alım ve Fintech yer almaktadır (Pazaryerleri ve e-Ticaret girişimleri, Dealroom tarafından mal veya hizmetlerin alınıp satıldığı veya değiş tokuş edildiği alıcılar ile satıcıları birbirine bağlayan yerler olarak tanımlanmaktadır.) (dealroom.co, 2023).

Şekil 7:2010-2022 Yılları Arasında Start-up Türüne Göre Girişim Sermayesi Yatırımları



**Kaynak:** (dealroom.co, 2023)

### 2.3. ABD'DE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARI

ABD'de yatırım yapmayı ve risk almayı destekleyici uygun bir ortamın oluşturulması, sermaye piyasasının gelişmesi, sermaye piyasası kurallarının hafifletilmesi, özellikle küçük ölçekli işletmelerin hisselerinin işlem göreceği ikincil piyasaların varlığı, sermaye kazançlarında vergi istisnalarının uygulanması vb. durumlar girişim sermayesinin temelini oluşturmaktadır ve bunlar ABD'de girişim sermayesi alanında önemli gelişmelerin yaşanmasını sağlamıştır (Beşkardeşler, 2010, s. 35) (Civil, 2008, s. 69).

ABD'de girişim sermayesi finansman modelinin yükselişi bilgi teknolojilerindeki gelişmelere paralel olarak 1970'lerden sonra olmuştur. 1971 yılında ABD'de NASDAQ kurulmuş, bu sayede KOBİ'lerin finansman ihtiyacına yönelik işlemler bir kurum çatısı altında toplanarak işleyişi daha düzenli hale getirilmiştir. Girişim sermayesi yatırımı alan şirketler bu piyasada kolayca kotasyon imkanına sahip olmuşlar, yatırımcılar da hisse senedi alım-satım işlemleri sırasında şirketler hakkında daha düzenli ve doğru bilgi edinme imkânı bulmuşlardır (Kuğu, 2004, s. 144).

Sonraki 30 yıla (1970-2000) ilişkin girişim sermayesinin gelişimiyle ilgili Amerikan Ulusal Girişim Sermayesi Birliği (NVCA) tarafından yapılan araştırmaya göre bu dönemde 7,6 milyon iş üretilmiş ve 2000 yılı sonu itibarıyla 1,3 trilyon dolar gelir elde edilmiştir. Yapılan toplam girişim sermayesi yatırımları içinde %47 payla internet ve bilişim sektörü, %22 iletişim ve medya, %11 iletkenler ve elektronik, %7'şer payla

biyoteknoloji ve medikal sağlık gibi alanlara yapılan yatırımlar yer almıştır (Kilimlioğlu, 2006, s. 40).

2015 yılında Amerikan ekonomisinde girişim sermayesi yatırımı alan şirketlerin ekonomiye etkisi üzerine yapılan bir çalışmada; 1974 ve 2015 yılları arasında ABD’de halka arz edilen 1.339 şirketin %42’sinin girişim sermayesi yatırımı alan şirketler olduğu görülmüştür. Ayrıca, söz konusu şirketler toplam piyasa değerinin %63’ünü ve toplam Ar&Ge harcamalarının %85’ini oluşturmaktadır (Aydoğan Çete, Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi, 2021, s. 112).

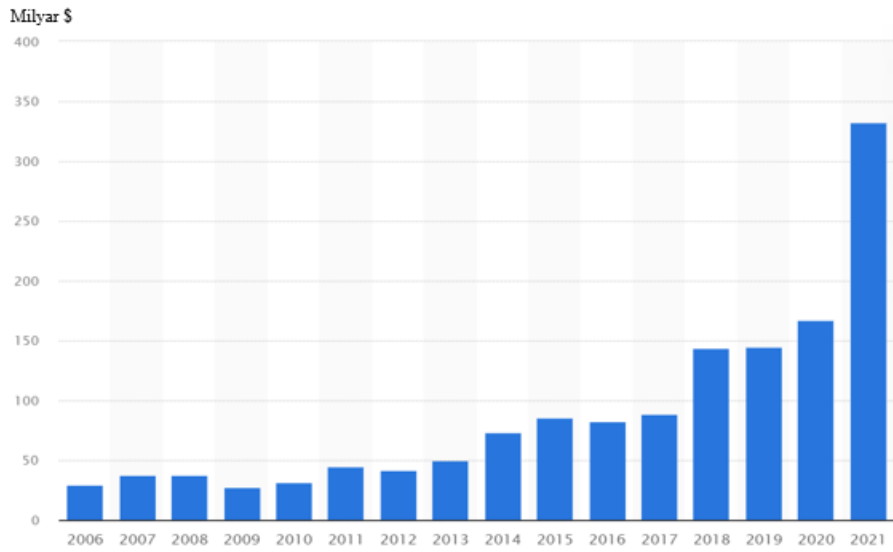
2020 yılı itibarıyla ABD girişim sermayesi fonları endekslerinin (Cambridge Associates LLC US Venture Capital Index, US Venture Capital Early Stage Index, US Venture Capital Late & Expansion Stage Index ve US Venture Capital Multi Stage Index) 1, 5, 10 ve 25 yıllık getirileri ile alternatiflerinin getirilerinin karşılaştırıldığında uzun vadede girişim sermayesi yatırımları endeksinin diğer alternatiflerine kıyasla en fazla getiriye sağladığı görülmektedir.

2020 yılında, ABD’de yapılan 164 milyar dolar girişim sermayesi yatırımı, toplam girişim sermayesi yatırımlarının %51’ini oluşturmaktadır. NVCA 2020 Yılı Raporuna göre ABD’de 2020 yılında 339 girişim sermayesi fonu 74,5 milyar dolar fon toplamış olup, 2019 yılına göre toplanan fon miktarında %30 artış gerçekleşmiştir. 2020 yılında COVID-19 pandemisinin tüm dünyada yarattığı belirsizliğe ve olumsuz etkilere rağmen girişim sermayesi yatırımları özellikle 2020 yılının üçüncü çeyreğinde önemli bir artış göstermiştir. Mega yatırımların (100 milyon dolar ve üzeri yatırımlar) popülaritesi 2020 yılında da devam etmiştir. 2020 yılında yapılan girişim sermayesi yatırımlarından 10,4 milyar dolar çekirdek/başlangıç aşamasındaki girişim şirketlerine, 43,6 milyar dolar erken aşama girişim şirketlerine ve 110,3 milyar dolar geç/olgun aşama girişim şirketlerine yapılmıştır (NVCA 2020; aktaran Aydoğan Çete, 2021, s. 45).

2021 yılında ABD’de girişim sermayesi yatırımlarının değeri önceki yıla göre neredeyse iki kat artarak rekor bir seviye olan 333 milyar ABD doları olmuştur. 2021’de ABD’de tamamlanan girişim sermayesi yatırım anlaşmalarının sayısı da 15.500’e ulaşarak zirve yapmıştır. 2021’in ilk çeyreğinde, ABD’deki en büyük girişim sermayesi miktarı internet sektörüne gitmiş, sağlık sektörü ise 14 milyar ABD dolarından fazla geride kalarak ikinci

sırayı almıştır. Girişim sermayesi hisse değerlerinin rekor seviyelere ulaşması, 2020’de Covid-19 salgını sebebiyle sağlık sektörüne giden fon artışının artmasıyla açıklanabilir. Örneğin, küresel olarak sağlık bilgi teknolojisi (HIT) sektörüne giden girişim sermayesi finansmanı miktarı, 2019’dan 2020’ye %40’tan fazla artmıştır. Aşağıdaki grafikte ABD’de girişim sermayesi yatırımlarının değerinin 2006 yılından 2021 yılına kadarki durumu görülmektedir (Statista Research Department, 2022):

Şekil 8: 2006-2021 Yılları Arasında ABD’de Girişim Sermayesi Yatırımlarının Değeri



**Kaynak:** (Statista Research Department, 2022)

ABD’de yazılım sektörünün girişim sermayesi sektörüne hâkim olması, çok sayıda yüksek teknoloji şirketinin yoğunlaştığı Silikon Vadisi’nin varlığı ile açıklanabilir (Statista Research Department, 2022). Girişim sermayesi şirketlerinin yaklaşık üçte biri Amerikan girişim sermayesi sektörünün başkenti olarak kabul edilen Silikon Vadisi’nde bulunmaktadır. Daha önceleri “Batı Sahili Elektronik Endüstrisi- The West Coast Electronics Industry” diye adlandırılan Silikon Vadisi; San Fransisco, San Jose, Kaliforniya arasında yer almaktadır (Beşkardeşler, 2010, s. 35). Dünyadaki en büyük hizmet olarak yazılım (SaaS) sağlayıcılarının çoğunun merkezi Kaliforniya’dadır. Hizmet olarak yazılım sağlayıcıları arasında, Covid-19 sırasında küresel olarak uzaktan çalışmaya geçiş nedeniyle hizmetlerine olan talepte büyük artış yaşayan Salesforce, Zoom ve Workday yer almaktadır (Statista Research Department, 2022). Bununla birlikte Kaliforniya, New York ve Massachusetts merkezli start-uplar geleneksel olarak ABD’deki girişim sermayesi teknolojisi yatırımının çoğunluğunu oluştursa da girişim

sermayesi ülke genelinde diğer inovasyon bölgelerinde de teşvik edilmektedir (CBInsights, 2021).

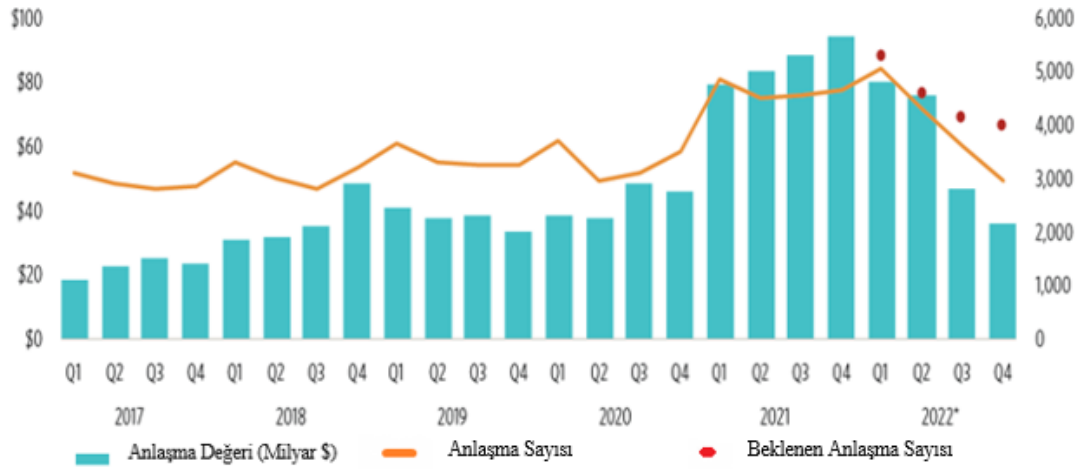
Bilindiği üzere Covid-19, ekonominin belirli alanlarının zarar görmesine neden olmuş, ancak diğerlerinde talep ve satışların artmasını sağlamıştır. Fiziksel perakende mağazaları, havayolları ve restoranlar zarar görenler arasında yer alırken, e-ticaret platformları, uzaktan çalışanlar için yazılım sağlayıcılar ve yayın hizmeti sağlayıcılar insanların evde kalması sebebiyle satışlarını artırmıştır. Çevrimiçi alışveriş ve uzaktan çalışma, Covid-19 sona erdikten sonra bile devam edeceği için bu sektörlerin girişim sermayesi yatırımları açısından popüler hedefler olmaya devam edeceği söylenebilir (Statista Research Department, 2022).

2022'nin dördüncü çeyreğinde, Covid-19'un devam eden etkileri, yurtdışında artan faiz oranları ve yurtdışındaki çatışmalar ABD'de girişim sermayesi sektörünü şekillendiren faktörler olmuştur. Bugünün işletmeleri artık tam zamanında tedarik zincirlerine, sınırsız kredi imkânlarına veya hükümetler tarafından kontrol edilen ucuz enerjiye güvenememektedir. Rekabet edebilmek için ABD'nin kamu ve özel sektör liderlerinin, ileri imalat, enerji inovasyonu, yapay zekâ gibi sektörler ile bu sektörlerin gelişmesini sağlayacak ve bunları geleceğe taşıyacak iş gücü eğitimine yatırım yapması gerektiği ortaya çıkmıştır (Pitchbook and NVCA, 2023, s. 3).

Ham rakamlarla 2022 yılı, toplamda bakıldığında girişim sermayesi sektörü için harika bir yıl olmuştur ve çoğu piyasa faaliyeti göstergesi rekor seviyelere yakın seyretmiştir. Çok büyük rakam ve oranların açıklandığı 2021 yılı dışındaki herhangi bir yıla göre derecelendirildiğinde, sektör faaliyeti son derece güçlü olmuştur. Ancak, 2022'nin ilk ve son çeyrekleri arasında aktivitenin keskin bir şekilde düştüğü üç aylık trende bakmak önemlidir (Pitchbook and NVCA, 2023, s. 3).

Yıllık bazda, melek ve tohum aşamalarındaki anlaşmalar (deal activity), tahmini 7.261 anlaşmaya (deal) yapılan 21,0 milyar dolarlık yatırımla 2022'de nispeten dirençli kalmıştır. Bununla birlikte, art arda dört çeyrekte azalan anlaşma sayısının, 2023'te devam edecek olan bir düşüşün habercisi olabileceği değerlendirilmektedir (Pitchbook and NVCA, 2023, s. 6).

Şekil 9: 2017-2022 Yılları Arasında ABD'de Çeyreklere Göre Girişim Sermayesi Anlaşmaları  
Anlaşma Değerleri



**Kaynak:** (Pitchbook ve NVCA, 2023)

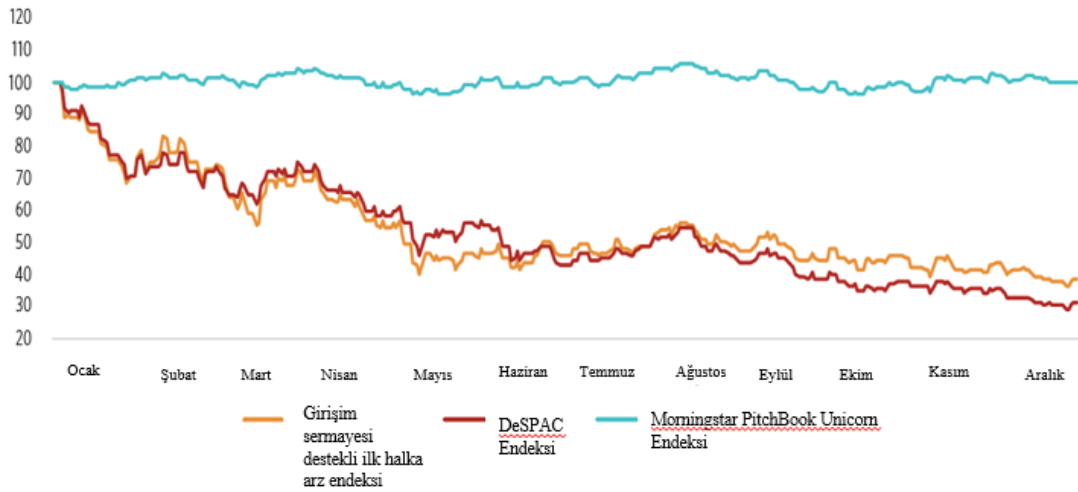
Başlangıç aşamasındaki anlaşma büyüklükleri ve yatırım öncesi değerlemeler, çok sayıda aktif yatırım yapan mikro fonun yanı sıra geleneksel olmayan yatırımcıların katılımı sayesinde 2021 rakamlarına göre kayda değer bir büyüme göstermiştir. Ekonomik gerilemenin devam etmesi durumunda, erken ve geç aşamalarda işlemlerin ve yatırımcı talebinin azalması nedeniyle bu aşamada baskı hissedilmeye başlanması beklenmektedir (Pitchbook and NVCA, 2023, s. 6).

Geleneksel olmayan yatırımcılar, sermaye dağıtımlarını daha az çekici risk/getiri profilleri arasında dağıtırken girişim sermayesinin payını azaltmaktadırlar. 2021'e kıyasla, girişim sermayesi varlık sınıfının yukarı yönlü potansiyeli 2022'de önemli ölçüde düşmüştür ve bu da birçok yatırımcıyı alandan uzaklaştırmıştır. Bu nedenle, 4. çeyrekte sadece 24,1 milyar dolarlık anlaşma değeri geleneksel olmayan yatırımcıları içeriyordu, bu da üç yılın en düşük üç aylık değeridir. Sadece daha düşük anlaşma değeri görülmemekte, aynı zamanda girişim ekosisteminde daha az geleneksel olmayan katılımcı gözlemlenmektedir. 2021'de 6.802 olan girişim sermayesi anlaşmalarına 2022'de 5.407 geleneksel olmayan yatırımcı katılmıştır; bu, 2016'dan beri gözlemlenen ilk yıllık düşüş olmuştur (Pitchbook and NVCA, 2023, s. 6).

Çıkış faaliyeti, 2022'de dik düşüşünü sürdürmüş, toplam çıkış değeri yalnızca 71,4 milyar dolar olmuştur- bu rakam 2016'dan beri ilk kez 100 milyar doların altına düşmüştür. Girişim sermayesi destekli şirketlerin halka arz yoluyla çıkışları, yok denecek kadar az

seviyelere gerilemiştir, öyle ki dördüncü çeyrekte yalnızca 14 şirket halka açılmıştır ve bu durum kurumsal yatırımcı iştahının artan faiz oranlarından ve değişken makroekonomik faktörlerden ne kadar çok etkilendiğini göstermektedir. Satın alma faaliyeti de önemli ölçüde azalmıştır. Dördüncü çeyrekte, toplam satın alma anlaşması değeri yaklaşık 763 milyon dolar olarak bildirilmiştir ve bu tutar on yıldan uzun zamandır ilk defa 1 milyar doların altına düşmüştür. Piyasada devam eden dalgalanmaların küresel bir durgunluk yaşanacağı beklentisini canlı tutması sebebiyle bu düşüş eğiliminin 2023'te de devam etmesi beklenmektedir (Pitchbook and NVCA, 2023, s. 6).

Şekil 10: 2022 ABD Girişim Sermayesi İlk Halka Arz Endeksleri  
2022 ABD Girişim Sermayesi İlk Halka Arz Endeksi



**Kaynak:** (Pitchbook ve NVCA, 2023)

#### 2.4. KANADA'DA GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARI

Kanada'da girişim sermayesi yatırımları 1960'lı yıllarda artış göstermiş, ancak 1970'lerde bu ivmeyi sürdürememiştir. Bu dönemde yıllık yatırımlar genellikle 10-15 milyon Kanada doları düzeyinde gerçekleşmiştir (İşeri, 2001, s.59; aktaran Beşkardeşler, 2010, s. 39). Kanada'da girişim sermayesi yatırımları, 1968 yılında Canadian Development Corporation (CDC) kurulmasıyla başlamıştır. CDC, özel sektöre ait başarılı girişim sermayesi şirketlerinin hisselerini alarak sektörün gelişmesine destek olmuştur. Girişim sermayesine benzer bir yapıyla çalışan federal iş geliştirme bankası, yeni kurulacak şirketlere kredi veya sermaye finansmanı sağlamaktadır. Ülkede teknoloji üreten şirketler için giderlerin tamamı vergiden düşülmektedir. Federal hükümet ayrıca



özel, yüksek riskli projelerin yatırım tutarının %75'ine kadar finansman sağlayabilmektedir. Kanada'da tezgâh üstü piyasaların varlığı önemli bir avantaj sağlarken, yeni kurulmuş küçük şirketler için ayrı bir kotasyon sistemi (Junior listing) bulunmaktadır (Tuncel, 1996, s.95; aktaran Beşkardeşler, 2010, s. 39-40).

Kanadalı politika yapıcılar ve diğer paydaşlar, güçlü bir girişim sermayesi sektörünün canlı bir teknoloji ekosistemi geliştirmek için kritik öneme sahip olduğu anlayışına dayanarak, girişim sektörünü güçlendirmeyi bir öncelik haline getirmişlerdir. Son trendler, bu çabada önemli derecede ilerleme kaydedildiğini göstermektedir. Sektörün sağlığı için önemli bir ölçüt, ülkeye yatırılan toplam girişim sermayesi miktarıdır. Son beş yılda Kanada'da yatırılan toplam girişim sermayesi miktarında %113'lük bir artışla istikrarlı bir yükseliş trendi olmuştur. 2011'deki 1,5 milyar dolara kıyasla 2016'da Kanada'da 3,2 milyar dolarlık girişim sermayesi yatırımı yapılmıştır. Ayrıca aynı dönemde 2011'de 445 anlaşmaya kıyasla 2016'daki 530 anlaşmayla fon toplama sayısında %19'luk bir artış olmuştur. Ancak ortalama yatırılan sermaye miktarı diğer ülkelerdeki kadar hızlı artmamıştır. 2013'ten bu yana, Kanada'daki ortalama anlaşma büyüklüğü %16 artarken, ABD'de %77 ve İngiltere'de %123 artmıştır (BDC Capital, 2017).

Kanadaki girişim sermayesi piyasasının son dönemlerine bakılacak olursa; 2022 yılında Kanada piyasadaki belirsizliklere rağmen hem anlaşma sayısında hem de anlaşma değerinde ikinci en yüksek rekor görülmüştür. Sektörde yavaşlama olmasına rağmen girişim sermayesi yatırımcıları aktif kalmaya devam etmiştir. Daha da önemlisi, tohum öncesi ve tohum aşaması ortalama anlaşma boyutları yıldan yıla artarak sağlıklı şirket portföyünü genişletmeye devam etmiştir (Canadian Venture Capital & Private Equity Association, 2023, s. 4).

Büyük teknoloji firmalarına ilişkin kötü haberler manşet olurken, içinde bulunulan şartlar, vasıflı çalışanlara kendi girişimlerini başlatma fırsatı sunmuştur. Bu yeni kurulan start-uplar geliştikçe onların da girişim sermayesi yatırımlarının ilgisini çekeceği ve ekonomik büyümeyi artırması beklenmektedir. En heyecan verici yeni girişimlerden bazılarının önümüzdeki yıllarda kurulması beklendiğinden yatırımcılar piyasayı yakından takip etmektedir (Canadian Venture Capital & Private Equity Association, 2023, s. 4).

2022'nin önemli olayları aşağıdaki gibi özetlenebilir (Canadian Venture Capital & Private Equity Association, 2023, s. 6-7):

- 2022'nin dördüncü çeyreğinde 162 anlaşmaya 2,5 milyon dolarlık yatırım yapılmıştır ve Kanada girişim sermayesi, yılı 706 anlaşmaya yapılan 10 milyar dolarlık yatırımla kapatmıştır.

- 2022 yılı, 2021 yılının büyük bölümünde gerçekleşen zirvelerden ivme alarak hem anlaşma sayısında hem de toplam anlaşma değerinde rekor seviyedeki ikinci en yüksek seviye ile kapanmıştır. Sıkılaştıran parasal ortam, jeopolitik istikrarsızlık ve enflasyonist kaygılar nedeniyle küresel makroekonomik görünüm belirsizliğini korurken, Avrupa ve ABD'de de benzer trendler görülmüştür.

- Yıllan yıla olan yatırım değeri %23, anlaşma sayısı ise %19 azalmıştır.

- ABD'de 4. çeyrekte de anlaşma sayısı ve yatırım değerinde düşüş görülürken, Kanada'da art arda 3 çeyrek düşüşün ardından 4. çeyrekte gerçekleşen hafif bir artış yaşanmış ve yıllan yıla bazda dolar cinsinden yatırım %182 ve anlaşma sayısı %9 artmıştır.

- Tohum öncesi, tohum ve sonraki aşamalarda yapılan yatırımlar için ortalama anlaşma büyüklükleri yıllan yıla artarken, erken aşama ve büyüme aşaması anlaşma büyüklükleri 2021'den itibaren azalmıştır. Bir önceki yıla göre, tohum öncesi ve tohum aşamaları için ortalama anlaşma büyüklüğü sırasıyla %79 ve %8 artmıştır.

- Girişim borcu hem değeri hem de anlaşma sayısında yeni bir rekor kırılmış ve 4. çeyrekte 34 anlaşmada 139 milyon dolar ve toplamda 124 anlaşmada 664 milyon dolar olmuştur.

- Temiz teknoloji (cleantech) ve tarım ticaretine (agribusiness) yapılan yatırımlar, temiz teknolojinin ilk 1 milyar ABD dolarına ulaşması ve 2021'de belirlenen rekoru %52 aşmasıyla dayanıklılığını sürdürmüştür ve bu büyüme trendinin 2023'te de devam etmesi beklenmektedir.

- Bilgi ve İletişim Teknolojileri (ICT) sektörüne yapılan yatırımlar hem yatırım değeri hem de anlaşma sayısı açısından rekorlar kırmıştır; yaşam bilimleri (Life Sciences) yatırımları, pandemi öncesi seviyelerde normalleşmektedir.

- Girişim sermayesi çıkışları 2022'de keskin bir şekilde düşerek (%92) çıkışların en düşük olduğu yıl olmuştur.

2022, Kanada girişim sermayesi tarihinde benzersiz bir yıl olmuştur. İlk bakışta, 2022'nin girişim sermayesinin en büyük gelişim gösterdiği ikinci yıl olduğu görülmektedir. Bu da Kanada'nın teknoloji alanında artan gücüne işaret etmektedir. Bununla birlikte daha yakından bakıldığında, ekonomik baskılar nedeniyle yatırımların ilk çeyrekte sonra önemli ölçüde düşmeye başladığı görülmektedir. Verileri ayıklamak zor olsa da birinci çeyrekte sonraki faaliyetlerin önemli bir kısmının portföy şirketlerini destekleyen köprü finansmanına gittiği söylenebilir (Canadian Venture Capital & Private Equity Association, 2023, s. 9).

Dördüncü çeyrek, sektörün toparlandığının ilk işareti olmuştur (en yüksek ikinci çeyrek), bu da 2023'e doğru olumlu eğilimlerin bir işareti olarak değerlendirilmiştir. Ekonomik direnç kaynakları girişim sermayedarlarının sermayeyi tahsis etme şeklini değiştirirse de gıda güvenliği ve iklim değişikliğiyle mücadele konusundaki temel eğilimler artmaya devam etmektedir. 2022, hem temiz teknoloji hem de tarım ticareti varlık sınıflarında kullanılan para açısından rekorlara sahne olmuştur. İleriye bakıldığında, Kanada'nın doğal avantajlarını kullanarak tarım ticareti ve temiz teknolojinin gelişmesinde ve dünyanın gelişmesine ve iklim değişikliğiyle mücadeleye yardımcı olan inovasyonu geliştirmede küresel bir lider haline gelmesi beklenmektedir (Canadian Venture Capital & Private Equity Association, 2023, s. 9).

## **2.5. AVRUPA'DA GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARI**

Avrupa'da, daha önce birinci bölümde de ifade edildiği üzere, girişim sermayesi (venture capital) ve özel sermaye (private equity) Amerika'nın aksine eş anlamlı olarak kullanılmaktadır (Kuğu, 2004, s. 144).

Avrupa'da, Commenda'dan sonra girişim sermayesi etkinliğini kaybetmiş ve uzun yıllar Amerika ve Uzak Doğu kaynaklı fonlarla büyümeyi sürdürmüştür. İngiltere'de, 1945 yılında Bank of England tarafından kurulan 3İ Corporation, ilk girişim sermayesi şirketi olarak faaliyet göstermiştir, ancak 1980 yılına kadar aktif değildir. İngiltere'de, KOBİ'lere teknik ve girişim sermayesi desteği sağlamak amacıyla 1946 yılında Ulusal Araştırma ve Geliştirme Şirketi (The National Research and Development Corporation, NRDC) kurulmuştur (BVCA, 2003, s. 2; aktaran Kuğu, 2004, s. 144).

Girişim sermayesinin Batı Avrupa'ya gelişi genellikle 1980'lerin başına tarihlenmektedir. Ancak 1980'li yıllarda getirilen yasal ve vergisel teşvikler, ancak 1990'ların ikinci yarısında yükselişe geçen girişim sermayesinin gelişmesini sağlamakta yetersiz kalmıştır. İnovasyonun finanse edildiği bu spesifik yöntemdeki son gelişmelere, kamu otoritelerinin yoğunlaştırılmış desteği eşlik etmiştir (Dubocage & Rivaud-Danset, 2002, s. 1).

ABD'deki ve Batı Avrupa'daki girişim sermayesi faaliyetleri arasındaki fark oldukça büyüktür; öyle ki Avrupa, ABD'dekinin yalnızca dörtte biri kadar faaliyete sahiptir (Dubocage, 2001). Bu fark, çoğu Avrupa ülkesinde teknoloji temelli küçük işletmelerin oluşturulmasında ve bunları ilk aşamalarda başarılı bir şekilde yönetmede karşılaşılan zorlukların sebebini açıklamaktadır. Amerikan inovasyon modelinin özellikleri, amaca yönelik inşa edilmiş yeni işletmelerin ortaya çıkmasına pek elverişli olmayan Avrupa inovasyon sisteminde bulunmamaktadır. Avrupa inovasyon modeli, yeni ürün yaratılmasından çok yayılmasına dayanmaktadır ve bu durum, Avrupa'daki teknoloji temelli küçük işletmelerin daha zayıf finansal performansına yansımıştır. Bununla birlikte örneğin Almanlar, Amerikalılara göre girişim sermayesinden daha sınırlı getiri beklentileri, diğer bir ifadeyle olağanüstü yüksek getiriler beklememeleri sebebiyle, yatırımdan çıkış konusunda Amerikalı yatırımcılara göre daha az endişe duymaktadırlar (Dubocage & Rivaud-Danset, 2002, s. 3-4).

Avrupa sistemi, üniversiteler ve sanayi arasındaki iş birliğini veya büyük şirketlerden yüksek teknoloji odaklı yeni firmaların ayrılmasını teşvik etmez. Bazı büyük Avrupa şirketleri, şirket bölünmelerini bir inovasyon stratejisinden çok bir tür sosyal yükümlülük olarak görür. Bilimsel keşiflerden ticari olarak yararlanmanın zorluğu Avrupa modelinin bir başka bir özelliğini yansıtmaktadır. Temel araştırmalarla ticari uygulamalar arasındaki boşluk olarak tanımlanabilecek "inovasyon açığı", kamu araştırmaları ile endüstri arasındaki bağların gevşek olması sebebiyle Avrupa'da ABD'dekinden çok daha belirgindir (Dubocage & Rivaud-Danset, 2002, s. 4).

Bu nedenle, 1990'ların ortalarına kadar Avrupa, ABD'de girişim sermayesini yüksek büyüme beklentileri olan büyük bir kitleye çeken yenilikçi proje taleplerinden yoksun kalmıştır. Diğer bir ifadeyle, Avrupa'daki teknoloji temelli küçük işletmeler "özkaynak

açığı” olarak adlandırılan özsermaye finansmanı eksikliği nedeniyle engellenmişlerdi (Harding, 2000; aktaran Dubocage & Rivaud-Danset, 2002, s. 5).

Ortaya çıkma aşamalarında girişim sermayesi faaliyeti, finansal ve teknolojik uzmanlık eksikliği nedeniyle de engellenir ve bu, arz ve talep arasındaki tutarsızlığı artırır. Girişim sermayedarlarının bazı becerileri ancak yaparak öğrenme yoluyla elde edilebilir. Girişim sermayedarları uzmanlık kazandıkça seçimin kalitesi yükselir ve maliyeti düşer. ABD’de, daha açık belirtmek gerekirse Silikon Vadisi’nde, girişim sermayesi girişimciler ve girişim sermayedarları arasındaki yoğun ilişkilerin damgasını vurduğu belirli bir bağlamda ortaya çıkmıştır. Bu ortam girişimcilerin, girişim sermayedarlarının işlevlerini yerine getirme konusunda oldukça yetenekli hale gelmesiyle (tersi de geçerlidir), bu faaliyeti karakterize eden mühendislik ve finans alanlarında eş zamanlı uzmanlığın - uygulama yoluyla- elde edilmesini sağlamıştır. Girişim sermayesinin Silikon Vadisi’nde geliştirilen kurumsal mekanizmaları, yeni firmalara yapılan başarılı yatırımlar ve girişim sermayedarları ile girişimciler, avukatlar ve yatırım bankaları arasındaki yakın ilişkiler sayesinde gelişmiştir. Girişim sermayesi Silikon Vadisi’nde, New York City veya Chicago gibi diğer girişim sermayesinin yoğunlaştığı alanların aksine, inovasyon sisteminin teknolojik ve girişimci unsurlarıyla yakın bağlantı içinde gelişmiştir (Florida ve Kenney 1988; Kenney 2000; aktaran Dubocage & Rivaud-Danset, 2002, s. 6).

Avrupa’daki ulusal inovasyon sistemi, girişim sermayesinin ortaya çıkması için ABD ve diğer bazı ülkelerdeki sistemden daha az elverişliydi. Bu dezavantaj, kıta Avrupası ülkelerindeki kamu yetkililerinin 1990’larda yenilikçi start-upları finanse etmeyi daha elverişli hale getirmek için kurumsal bağlamı değiştirmek için adımlar atma gerekçesini oluşturmuştur. Bu zamandan itibaren Avrupa ülkeleri, yerleşik firmaları veya endüstrileri sübvans etme amacıyla değil, yenilikçi, yüksek teknolojiye sahip start-uplara finansman sağlayarak yeni aktörleri ve yeni uygulamaları desteklemek amacıyla daha müdahaleci yaklaşımlar benimsemiştir (Dubocage & Rivaud-Danset, 2002, s. 7).

ABD’deki girişimci firmaların inovasyon alanındaki hızlı ilerlemesi, ABD’nin güçlü rekabet gücüne ve uzun süreli ekonomik büyümesine önemli ölçüde katkıda bulunmuştur. Ekonomistler, iş dünyası liderleri ve politika yapımcılar arasında, canlı bir girişim sermayesi endüstrisinin ABD’nin teknolojik inovasyonun ticarileştirilmesi alanında dünyadaki liderliğinin mihenk taşı olduğu konusunda fikir birliği bulunmaktadır. Diğer

tarafından, girişim sermayesi eksikliğinin Avrupalı firmaları eşit şartlarda rekabet etmekten alıkoyduğu yönünde yaygın bir inanç vardır (Avrupa Komisyonu, 1994; aktaran Bottazzi, Da Rin, van Ours, & Berglöf, 2002, s. 231).

1990'larda girişim sermayesi faaliyetindeki patlama belirgin ancak dengesizdir. ABD'de toplanan fon miktarı 80 kat artarken, Avrupa'da yalnızca 12 kat artmıştır. Avrupa'daki fonlama seviyesi en çok 1997'de yüksek teknolojlili start-upların borsaya açılmasını kolaylaştıran Euro.nm'nin açılmasından sonra artmıştır (Bottazzi, Da Rin, van Ours, & Berglöf, 2002, s. 238-239).

Euro.nm, 1997'de Amsterdam, Brüksel, Frankfurt ve Paris'de yeni açılan borsaların bir ittifakı olarak kurulmuştur. 1999'da Milan da bu ittifaka dahil olmuştur. Euro.nm'nin amacı, NASDAQ'ın ABD'de yaptığı gibi, yüksek büyüme potansiyeline sahip dinamik, yenilikçi şirketleri, uygun kabul ve ticaret kuralları sunarak, kendisine çekmekti. Euro.nm'nin listeleme kuralları, geleneksel borsalar için kullanılanlardan daha az kısıtlayıcıydı ve bu nedenle dinamik yeni girişimler için daha uygundu. Euro.nm, Paris, Amsterdam ve Brüksel borsalarının Euronext ile birleşmesinden sonra Aralık 2000'de kapanmıştır, ancak onu oluşturan piyasalar bağımsız olarak faaliyetlerini sürdürmüştür (Bottazzi, Da Rin, van Ours, & Berglöf, 2002, s. 246-247).

Avrupa genelinde bir girişim sermayesi piyasası oluşturmak amacıyla, Avrupa Birliği (AB) 2013 yılında Avrupa Girişim Sermayesi Fonları Yönetmeliği'ni (EUVeCa) benimsemiştir. Bu yönetmelik, yeni bir 'Avrupa girişim sermayesi fonu' etiketi oluşturmuştur ve girişim sermayedarlarının fonlarını tek bir çatı altında AB genelinde pazarlamalarına olanak tanıyan yeni kurallar içermektedir (European Union, 2023).

2014-2020 Çok Yıllı Finansal Çerçeve kapsamında, AB aşağıdaki gibi çeşitli programlar aracılığıyla KOBİ'lerin ve küçük-orta ölçekli şirketlerin girişim sermayesine erişimini desteklemektedir (European Union, 2023):

- Tek Avrupa Özkaynak Finansal Aracı (Single EU Equity Financial Instrument), başlangıç aşamasından genişleme ve büyüme aşamasına kadar Avrupa işletmelerinin büyümesini, araştırma ve inovasyon yatırımlarını (R&I) desteklemektedir.

- Avrupa Stratejik Yatırım Fonu (European Fund for Strategic Investment) (EFSD) da benzer şekilde uygun bir özkaynak aracına sahiptir.

- Pan-Avrupa Girişim Sermayesi Fonları Programı (The Pan-European Venture Capital Fund-of-Funds Programme) (VentureEU), girişim sermayesi fonlarının fonlarına (FoFs) yatırım yaparak Avrupa'nın özkaynak açığını ele almaya çalışmaktadır.

- Girişim Sermayesi için Avrupa Ölçek Büyütme Aksiyonu (The European Scale-up Action for Risk Capital) (ESCALAR) programı girişim sermayesi ve büyüme finansmanı ile ölçek büyütme destekleyen bir risk / ödül mekanizmasıdır.

AB, 2015 yılında daha fazla yatırımın önünü açmak ve finansman kaynaklarını çeşitlendirmek amacıyla sermaye piyasaları birliği girişimini başlatmıştır. Bu kapsamda girişim sermayesi ile ilgili olanlar da dahil 'finansman merdiveni'ndeki eksiklikleri ele alan birçok eylem yapılmıştır.

AB, 2017 yılında girişim sermayesi ve melek yatırımcılar için mevcut vergi teşvik düzenlemelerini değerlendirmek, potansiyel yeni düzenlemeler için olası tasarımları analiz etmek ve gelecekteki politika önerilerini paylaşmak için bir çalışma yayınlamıştır.

2022'de hazırlanan bir Avrupa Sermaye Piyasası raporuna göre 2021 yılında en aktif Avrupa fonları, yatırımcıların ortalama 19 anlaşma yaptığı, merkezi Almanca konuşulan bölgede bulunanlar olmuştur. DACH bölgesi (Almanya, Avusturya, İsviçre) ve Birleşik Krallık 2021'e kıyasla sabit bir faaliyet seviyesi görürken, Kuzey Avrupa ortalama yatırım miktarını beş kat artırmıştır. Hem Güney hem de Doğu Avrupa'da yatırım faaliyeti önemli ölçüde azalmıştır. Avrupa'da bir şubesi olan ancak merkez ofisi olmayan yatırımcıların ortalama anlaşma sayılarının nasıl değiştiğine bakıldığında çok güçlü bir trend gözlemlenebilir- bu kohort genellikle ABD merkezli fonları içerir. Bu fonların Avrupa'daki faaliyetleri iki kattan fazla artmıştır (WU Entrepreneurship Center, 2022, s. 9).

Avrupa'da sektörün en aktif 50 fonuna bakıldığında, odaklanılan ilk 5 sektörün FinTech ve InsureTech; Yapay Zekâ ve Büyük Veri; İmalat, İnşaat ve PropTech; Yaşam Bilimleri ve Sağlık Teknolojileri ile Bilgi Teknolojileri, Media ve Telco olduğu görülmektedir (WU Entrepreneurship Center, 2022, s. 10).

### 2.5.1. Birleşik Krallık ve İrlanda'da Girişim Sermayesi Yatırımları

Avrupa ülkeleri arasında girişim sermayesi alanında en gelişmiş ülke İngiltere'dir. İngiltere'de büyük holdingler, devlet, yöresel kalkınma üniteleri, büyük bankalar ve bireyler girişim sermayesi fonlarını oluşturmaktadır (Zaimoğlu, 2001, s.182-183; Aktaran Evren Yatmaz, 2012, s. 44).

Girişim sermayesi ekosistemi söz konusu olduğunda Avrupa'nın en gelişmiş bölgesi olan Birleşik Krallık ve İrlanda, 360 yerel yatırımcı ofisine ev sahipliği yapmaktadır- bu, Londra'nın Avrupa girişim sermayesinin merkezi olmasıyla birlikte, onu dünyadaki girişim sermayedarları için en popüler Avrupa bölgesi haline getirmektedir. Londra'da 316 yatırımcı ofisi bulunmaktadır. Bölgedeki yatırımcıların %56'sı girişim sermayesi firmaları iken, özel sermaye %38'ini oluşturmaktadır. Birleşik Krallık ve İrlanda'da sadece 21 kurumsal girişim sermayesi firması bulunmaktadır. 2021'de İngiltere ve İrlanda'da 10 yeni yatırım yapılmıştır. Toplamda bölgede merkezi bulunan 197 yatırımcının yönetimi altında 471 milyar Euro'nun üzerinde varlık bulunması, bölgeyi Avrupa bölgesinde lider yapmaktadır (WU Entrepreneurship Center, 2022, s. 14).

### 2.5.2. Dach Bölgesi'nde (Almanya, Avusturya, İsviçre) Girişim Sermayesi Yatırımları

Almanya'da girişim sermayesi uygulamaları, genellikle kamu destekli bir yapı altında gelişmiştir. 1978 yılında, 28 Alman bankasının katılımıyla büyük bir girişim sermayesi şirketi kurulmuştur. Devlet, bu şirketin zararlarının %75'e kadar olan kısmını karşılamayı taahhüt etmiştir. Ancak bu girişim, beklenen başarıyı elde edememiş ve uzun yıllar boyunca zarar etmiştir. Bu başarısızlıkta etkili olan faktörler arasında bürokratik yapının karmaşıklığı ve yönetimde birliğin sağlanamaması gibi nedenler bulunmaktadır (Kuğu, 2004, s. 145).

Avrupa'nın en aktif yatırımcısına (Global Founders Capital) ev sahipliği yapan DACH bölgesi, bu bölgede faaliyet gösteren toplam 259 yatırımcıya sahiptir ve bunların 148'inin merkez ofisi bu bölgededir. Bunların %60'ı girişim sermayesi firmalarıyken, özel sermaye %32'sini oluşturmaktadır. Ayrıca, DACH bölgesinde 25 kurumsal girişim sermayesi firmasının varlığı, bu bölgeyi kurumsal yatırımcılar için Avrupa'nın en popüler bölgesi haline getirmektedir. DACH bölgesinde 2021'de 11 yeni yatırım yapılmıştır.



Toplamda bölgede merkeze sahip yatırımcıların yönetimi altında 237 milyar Euro'nun üzerinde varlık bulunmaktadır (WU Entrepreneurship Center, 2022, s. 15).

### **2.5.3. Fransa'da Girişim Sermayesi Yatırımları**

Fransa'da 1990'ların ikinci yarısına kadar, yenilikçi projelerin destekçileri yatırımcı eksikliğinden şikâyet ederken, yatırımcılar finanse edecek iyi projeler bulamamaktan şikâyet ediyorlardı. Yatırımcıların sunduğu küçük çaplı anlaşmalar, şirketlerin finansman ihtiyaçlarını karşılamada ve projelerin işlem maliyetlerini karşılamada yetersiz kalıyordu. Sonuç olarak, düşük, bazen negatif getiriler girişim sermayesi faaliyetini oldukça cazibesiz hale getirmiştir. 1990'ların ikinci yarısında dengesizliğin doğası değişmiştir: Amerikan uygulamalarını takiben girişim sermayedarları, hızlı yatırım getirisi vaat eden daha büyük projelere odaklanmıştır. Bu andan itibaren, finansal kısıtlamalar tarafından en çok tehdit edilenler sınırlı büyüklükteki projeler olmuştur (Dubocage & Rivaud-Danset, 2002, s. 5-6).

Fransa'da girişim sermayesi alanında ağırlıklı olarak bankalar göze çarpmaktadır. KOBİ'lere destek amacıyla 1967 de Ulusal Geliştirme ve Araştırma Ajansı (ANVAR) kurulmuştur (Kuğu, 2004, s. 145).

Fransa'nın girişim sermayesi ekosistemi, ülke genelinde daha girişimci dostu olma isteği sayesinde güçlü bir girişimci, yatırımcı ve yetenek ağı yaratıldığından, son beş yılda dik bir yükseliş göstermiştir. PitchBook verilerine göre, yatırılan sermaye açısından Avrupa'nın en büyük ikinci girişim sermayesi merkezinde, start-upların topladığı miktar 2017'den 2021'e %328 artmıştır. 2021'de Fransız start-uplar, 2019'da toplanan miktarın iki katından fazla olan 10,7 milyar Euro toplamıştır. Ekosistem olgunlaştıkça, ülkenin girişim sermayesi şirketleri de hem Fransa'da hem de yurtdışında daha üretken hale gelmektedir (Hodgson, 2022).

### **2.5.4. Benelüks Bölgesinde Girişim Sermayesi Yatırımları**

Benelüks bölgesi, kıtadaki diğer tüm bölgelere nispeten daha fazla özel sermaye yatırımcısına ev sahipliği yapmaktadır. Tüm yatırımcıların %46'sı (72 adet) özel sermaye yatırımcısı, %50'si girişim sermayesi şirketi ve 6 tanesi kurumsal girişim sermayesi şirkettir. Toplamda bölgede yerleşik 139 yatırımcı bulunmaktadır. 2021'de Benelüks

ülkelerinde 9 yeni yatırım yapılmıştır. Toplamda merkezi bölgede bulunan 68 yatırımcının yönetimi altında 189 milyar Euro'nun üzerinde varlık bulunmaktadır (WU Entrepreneurship Center, 2022, s. 15).

#### **2.5.5. Kuzey Avrupa'da Girişim Sermayesi Yatırımları**

Klarna (Avrupa'nın en değerli girişimi) ve Northvolt gibi bazı yüksek değerli girişimleriyle ünlü olan bu bölge, 2021'de girişim sermayesi ekosisteminde de güçlü bir büyüme göstermiştir. Bölgede 2021'de 12 yeni yatırım yapılmıştır. Bölge toplamda 85'inin merkez ofisi bu bölgede bulunan 129 yerel ofise ev sahipliği yapmaktadır. Toplamda merkezi bölgede bulunan 85 yatırımcının yönetimi altında 97,1 milyar Euro'nun üzerinde varlık bulunmaktadır (WU Entrepreneurship Center, 2022, s. 16).

#### **2.5.6. Güney Avrupa'da Girişim Sermayesi Yatırımları**

2021 yılında Güney Avrupa yeni yatırımların en çok geldiği bölge olmuştur. Avrupa'nın en aktif yeni üyesi 2021'deki 35 yatırımla Güney Avrupa'dan Super Capital VC olmuştur. Yeni gelenler de dahil toplam 197 yatırımcının Güney Avrupa'da varlığı bulunmaktadır. Bu yatırımcıların %56'sı girişim sermayesi yatırımcısı, %39'u özel sermaye yatırımcısı, %5'i kurumsal girişim sermayedarı kategorisine girmektedir. Ayrıca, bölgede merkez ofisi olan 124 yatırımcının yönetimi altında 97,1 milyar Euro'nun üzerinde varlık bulunmaktadır (WU Entrepreneurship Center, 2022, s. 16).

#### **2.5.7. Doğu Avrupa'da Girişim Sermayesi Yatırımları**

2021'de, yeni kurulan 6 yatırımdan 4'ünün erken aşamada aktif olmasıyla, bu bölgede erken yatırımlara yönelik bir eğilim görülmektedir. 6 yeni yatırım da dahil olmak üzere, bölgede yerel ofise sahip 100 yatırımcının %59'u girişim sermayesi şirketi ve %30'u özel sermaye olarak sınıflandırılabilir. Ayrıca, Doğu Avrupa'da nispeten yüksek sayıda (11) kurumsal girişim sermayesi şirketi bulunmaktadır. Toplamda merkez ofisi bölgede olan 49 yatırımcının yönetimi altında 8,2 milyar Euro'nun üzerinde varlık bulunmaktadır (WU Entrepreneurship Center, 2022, s. 17).

## 2.6. ASYA'DA GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARI

Asya'da girişim sermayesinin, buradaki işletmelerin çoğunun nesiller boyu aile şirketi olmaları sebebiyle karşılaştığı zorluklara rağmen geliştiği görünmektedir. Asya'da şirketlere genellikle geniş aile tarafından destek sağlandığı görülmektedir, ancak üçüncü tarafların katılımı oldukça nadirdir. Daha küçük ve daha yeni girişimler genellikle genç aile üyeleri için ayrılmıştır. Bu nedenle, kurumsallaşmış girişim sermayesi bu bölgeye tanıtıldığında, birçok kişi bir girişim sermayesi piyasasına olan ihtiyacı sorgulamış ve geleceğine karamsar bakmıştır (Naqi & Hettihewa, 2007). Asya'da girişim sermayesinin gelişim evreleri incelendiğinde 1970'ler birinci dalga, 1980'ler ikinci dalga, 1990'lar üçüncü dalga olarak nitelendirilmektedir (Naqi & Hettihewa, 2007).

1970'lere bakıldığında Asya'da büyüme beklentileri olan yabancı yatırımcılar, yatırım yapacakları olgun şirketleri bulmakta zorlanmışlardır. Bu nedenle, yeni girişimler önemli bir alternatif olarak kabul edilmiştir. Amerikan tarzı girişim sermayesi 1970'lerin başında Asya'ya ilk geldiğinde, çok az sayıda girişimci girişim sermayedarlarıyla görüşmeyi düşünmüştür ve yatırımcılar müşterilerle gereken ilişkiyi geliştirememiştir. Asya iş kültürü ile yeni girişim sermayesi kavramı arasındaki fark nedeniyle Asya'daki geleneksel- Amerikan tarzı- girişim sermayesi yatırımı pek başarılı olamamıştır. Yabancı yatırımcılar da yerel muhasebe ve yasal uygulamalarla başa çıkmakta zorlanmışlardır. Asya'daki girişim sermayesinin gelişimi, esas olarak kültürel engellerin aşılmasına ve yerel halkın yatırımlara dahil olmasına bağlı olmuştur (Naqi & Hettihewa, 2007).

1980'lere gelindiğinde, teknolojiyle geliştirilmiş yeni projeler için büyük ölçüde artan fon ihtiyacının gerektirdiği şekilde Japonya, kurumsallaşmış girişim sermayesini benimseyen ilk Asya ülkesi olmuştur. Bir Nomura Menkul Kıymetler iştiraki olan JAFCO, 1973'te Japonya'ya Amerikan tarzı girişim sermayesini tanıtmıştır. Girişim sermayesi yatırımı, 1983'te hisse senetlerinin borsada işlem görmesine ilişkin devlet düzenlemelerinin gevşetilmesiyle ivme kazanmıştır. Japonya'daki işletmeler 1980'lerin sonunda Yen'in aşırı değerlenmesi nedeniyle ciddi ekonomik sorunlarla karşılaşmıştır. Diğer Asya ülkelerinde, kalkınma bankaları (devlet tarafından desteklenen) girişim sermayesini birkaç olası yatırım seçeneğinden biri olarak tanımlamıştır. 1980'lerin başlarında

Japonya'nın yanı sıra Asya bölgesinde faaliyet gösteren 50'ye yakın girişim sermayesi şirketi olduğu gözlemlenmiştir (Naqi & Hettihewa, 2007).

1990'ların başlarında ise Asya Ejderhaları denen ülkeler (Hong Kong, Tayvan, Güney Kore ve Singapur) muazzam bir ekonomik büyüme yaşamıştır. Bu ülkeler emek yoğun tarım ve üretim ortamlarından teknoloji odaklı girişimlere geçip hızlı büyüme başlattıkça, girişim sermayesine olan ihtiyaç artmıştır. Büyük yüksek teknoloji endüstrilerinde, özellikle Doğu Asya'da devam eden gelişme, teknolojilerini çeşitlendirmek ve daha da geliştirmek için yurtiçinde veya yurtdışında start-up teknolojilerine yatırım yapmaya hevesli, nakit açısından zengin şirketlerin ortaya çıkmasını sağlamıştır. Ayrıca bu dönemde bu ülkelerdeki girişim sermayesi yatırımlarındaki artış, büyük ölçüde, girişim sermayesini teşvik eden ve fon sağlayan ilgili hükümetlerin proaktif rolünden kaynaklanmıştır. Asya Girişim Sermayesi Dergisi (Asian Venture Capital Journal-AVCJ) (2006) tarafından üretilen verilere göre, Asya Dragonları denen ülkeler Asya girişim sermayesinde hala önemli bir rol oynamaktadır (Naqi & Hettihewa, 2007).

1990'ların sonu ve 2000'lerin başı ise, Batıda eğitim almış Çinli girişimcilerin teknoloji sektöründe yeniliği artırmak için bir sermaye hattı oluşturması ve nihayetinde ülkenin en zorlu teknoloji devlerinden bazılarını kurması nedeniyle yatırımcılar için inanılmaz fırsatların olduğu zamanlar olmuştur (Tseung, 2022).

Asya'daki uluslararası girişim sermayesi, ekosistem platformları ("süper uygulamalar"), oyun ve e-ticaret liderliğinde son on yılda oldukça gelişmiştir. Asya-Pasifik bölgesi, yüksek nüfus, yükselen orta sınıf ve teknolojinin hızlı bir şekilde benimsenmesi gibi bir dizi olumlu faktör sayesinde teknoloji yatırımcıları için inanılmaz derecede zengin bir pazar haline gelmiştir (Tseung, 2022).

2021'e gelindiğinde, Asya-Pasifik'teki toplam başlangıç anlaşma değeri 152 milyar doları aşarak 2018'deki ABD toplamına ulaşmıştır. Dünyanın çoğu yerinde olduğu gibi, bu bölgede de 2022'de yatırım toplama konusunda önemli bir düşüş yaşanmıştır, ancak 2023'te beklenen küresel gerilemeyi dünyanın diğer bölgelerinden daha iyi atlması beklenmektedir. Özellikle Çin, Hindistan ve Güneydoğu Asya, hızla dünyadaki en çekici girişim pazarlarından bazıları haline gelmektedir. Bununla birlikte, girişim sermayedarlarının bu kültürel ve ekonomik açıdan çeşitlilik gösteren bölgede

yatırımlarından en iyi şekilde yararlanmak için bu bölgenin nüanslarına aşına olmaları önerilmektedir (Tseung, 2022).

Asya'da önemli ekonomik ve politik çeşitlilik vardır. Bu çeşitlilik; kurumsal yapı, şeffaflık seviyeleri, fon bulunabilirliği, işlem maliyetleri, faiz oranları, vergi avantajları ve politik, kültürel ve ulusal risklerde farklılıklara neden olmuştur. Tüm bu faktörler, Asya'da girişim sermayesinin değişen derecelerde gelişmesine katkıda bulunmuştur. Japonya, son derece farklı bir girişim sermayesi piyasasının klasik bir örneğini sunmaktadır. Çoğu Japon fonu (%40) bankalar, güvenlik firmaları ve sigorta şirketleri dahil diğer işletmelerin iştirakleridir (AVCJ, 2003). Kültürel çeşitlilik, Asya girişim sermayesinin ABD'deki girişim sermayesinden daha uluslararası olmasına da katkıda bulunmaktadır. Asya'daki tipik bir girişim sermayedarının yatırım portföyü, bir Asya fonu olması nedeniyle, birden fazla ülkeden benzer eğilimde bir dizi proje içerebilir. ABD'deki girişim sermayedarları nispeten sınırlı çeşitlendirme fırsatlarına sahiptir, çünkü önceki araştırmalar girişim sermayedarlarının bir portföy şirketinin olgunluk aşaması veya teknolojinin karmaşıklığı nedeniyle risk çeşitlendirmesinden kazanç sağladığı iddiasını desteklememektedir (Naqi & Hettihewa, 2007).

Bununla birlikte Asyalı girişim sermayedarları, portföy şirketleri üzerindeki kontrol açısından kısıtlanmışlardır. Avrupa ve ABD piyasalarında deneyime sahip girişim sermayedarları, Asya'daki girişim sermayedarlarının yönetim kontrolü olmadan azınlık pozisyonlarını almaya istekli olmalarına şaşırıldıklarını sık sık dile getirmektedirler (Naqi & Hettihewa, 2007).

Girişim sermayesi Asya'ya ilk geldiğinde, Asya ekonomilerinin çoğu altyapı tesisleri açısından gelişmemişlerdi. Bu, girişim sermayedarlarının faaliyet gösterme şeklini ve bölgede girişim sermayesinin nereye yatırıldığını büyük ölçüde etkilemiştir. Asya'daki girişim sermayesi bir ekonomik kalkınma aracı olarak görülmüş ve birçok hükümet girişim sermayesinin gelişimini etkilemek için çeşitli yaklaşımlar benimsemiştir. Çeşitli Asya hükümetleri, girişim sermayesi şirketleri yaratmanın ve kendi paralarını yatırmanın yanı sıra, girişim sermayesine yönelik hibeler ve vergi teşvikleri yoluyla belirli sektörleri teşvik etmiştir. Bununla birlikte bazı hükümetlerin neyin girişim sermayesi sayılacağını yeniden tanımlamaları geleneksel girişim sermayesi kavramının tanınmayacak hale gelmiş olabileceğine dair ciddi endişeler yaratmıştır. Örneğin Tayvan'da, Maliye

Bakanlığı, girişim sermayesini- özel sermayenin nasıl tanımlandığına daha yakın bir sınıflandırma olan- büyüyen halka açık olmayan şirketlerdeki sermaye yatırımı olarak tanımlamaktadır (Naqi & Hettihewa, 2007). Daha sonraki bölümlerde değinileceği üzere bu durum Türkiye örneğiyle de benzerlik göstermektedir.

Asya'daki girişim sermayesi yatırımlarının ABD'deki girişim sermayesi yatırımlarından ayıran bir diğer husus ise Asya'da girişim sermayesi yatırımlarının öncelikli olarak inovasyona dayalı olmamasıdır. Asya'da girişim sermayesi, bir dereceye kadar teknoloji odaklı olsa da inovasyon odaklı değildir. Geleneksel girişim sermayesi, en son yeniliklere odaklanırken, Asya girişim sermayesi esasen girişimci yetenek tarafından yönlendirilir. Ayrıca, Asya hükümetlerinin araştırma ve geliştirme harcamaları oldukça düşüktür. Araştırma altyapısının eksikliği ve fikri mülkiyet hakları için zayıf koruma düzenlemeleri, Asya'da yeniliği daha az çekici hale getirmiştir. Buna karşılık, ABD'de araştırma ve geliştirme harcamaları çok daha fazladır ve daha yüksek yeniliklerle sonuçlanmaktadır ve sonuçta yeni yüksek teknoloji işletmelerinin oluşumunu tetiklemektedir. Amerikan girişim sermayesinin daha büyük bir payının tohum ve yeni kurulan şirketlerde olmasının nedenlerinden biri de budur (Naqi & Hettihewa, 2007).

## **2.7. AFRİKA'DA GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARI**

Önceki literatürü sentezleyen gelişmiş ülkelerden yazarlar, büyük ölçüde girişim sermayesinin teknoloji girişimciliğine yatırımını araştırmaktadır. 2020'de 335 milyar dolar olan küresel girişim sermayesi finansmanı, 2021'de neredeyse ikiye katlanarak 643 milyar dolara ulaşmış olsa da yatırımların yarısı teknolojik büyümeye tahsis edilmiştir (Pitchbook ve NVCA, 2021). Coğrafi konum ve teknoloji sektörü ağırlıklı eşitsizlikleri açıklamak gerekirse; Kaliforniya, New York ve Massachusetts, tüm girişim sermayesi kaynaklarının çoğunu oluşturmaktadır. 2021'de girişim sermayesi havuzunun yaklaşık %60'ı ABD portföy şirketlerinden oluşmaktaydı (Pitchbook ve NVCA, 2021; Crunchbase, 2021). Bu, uzun zaman öncesinden beri bir trend olmuştur ve bu eşitsizlik her geçen yıl daha da büyümektedir. Girişim sermayesi, ABD genelinde birkaç farklı bölgede sıkı bir şekilde kümelenmiştir. Benzer bölgesel eşitsizlikler Avrupa'da da gözlenmektedir (Idi & Germinah, 2022).

Afrika kıtasında da benzer durumların özel olarak benimsediği tespit edilmiştir. Öyle ki Afrika'da teknoloji sektörünün sağlık hizmetleri, eğitim, tarım ve ulaşım sektörlerine göre daha fazla tercih edildiği ve girişim sermayesi yatırımının Güney Afrika, Cape Town ve Kenya Nairobi'de yoğunlaştığı görülmektedir. Afrika Girişim Sermayesi Birliği'ne (African Venture Capital Association-AVCA) (2021) göre fintech endüstrileri, Afrika'daki brüt girişim sermaye yatırımının %90'ını oluşturmaktadır. Güney ve Doğu Afrika bölgelerindeki girişim sermayesi yatırımının Güney Afrika, Cape Town ve Kenya Nairobi'de yoğunlaşması ve bu iki ülkenin kıtadaki toplam girişim sermayesi yatırımının %60'ından fazlasına katkıda bulunması yasal düzenlemeler ve vergi politikalarındaki ülkeler arası farklılıklar, girişim sermayesi fonlarına erişimde yaşanan zorluklar ve girişim sermayesi yatırımcıları için durum tespiti yapmanın maliyetleri ile açıklanmaktadır (Idi & Germinah, 2022).

Afrika'daki farklı ülkelerdeki önemli yatırımların doğrudan ABD girişim sermayesi trendinden kopyalandığı belirlenmiştir. Afrika'da, önceki araştırmalar girişim sermayesi endüstrisinde hızlı bir büyüme olduğunu gösterse de kıtanın tamamındaki toplam girişim sermayesi yatırımı, Birleşik Krallık ve Almanya'dakilerin çok altındadır (Idi & Germinah, 2022).

## **2.8. AVUSTRALYA'DA GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARI**

Avustralya girişim sermayesi sektörü, ABD ile karşılaştırıldığında genç ve nispeten olgunlaşmamış durumdadır. Avustralya'da ilk girişim sermayesi şirketi 1970'te ortaya çıkmış olsa da sektör, 1990'ların sonundaki teknoloji patlaması sayesinde sektöre birçok yeni yatırımcının girmesi ve daha büyük fonların toplanmasına kadar düşük seviyelerde faaliyet görmüştür (Adrian, 2012).

Avustralya'daki girişim sermayesi şirketlerine yönelik oluşturulan yasal yapı Avustralya'da girişim sermayesi sektörünün gelişmesine önemli derecede engel olmuştur. Önemli bir şekilde, küresel girişim sermayesi şirketleri arasında çok yaygın olan sınırlı ortaklık yapıları, Avustralya'da yalnızca 2002'de yasallaştırılmıştır. Bununla birlikte, bu yapı yasallaştırıldığında, Avustralya hükümeti, yabancı şirketlerin ve fonların, bu kuruluşların yararlandığı avantajlı vergi uygulamalarından yararlanacağından endişe

duymuşlardır ve sonuç olarak, hükümet, bir girişim ortaklığı tarafından desteklenen herhangi bir şirketin varlıklarının en az %50'sini Avustralya'da tutması gerektiğini yasalaştırmıştır. Bu nedenle, birçok erken dönem fonu, vergi statülerini tehlikeye atmadan operasyonlarını daha düşük maliyetli ülkelere taşıyamadıkları için portföy şirketlerini kısıtlanmış olarak bulmuşlardır. Ayrıca, bu ilk girişim sermayesi sınırlı ortaklık yapısı, herhangi bir portföy şirketinin varlıkları 250 milyon doları aştığında, girişim sermayesi şirketinin bu şirketteki hisselerini elden çıkarmasını zorunlu kılıyordu. Bu durum, girişim sermayesi iş modeli için çok önemli olan büyük boyutlu getirilerin gerçekleştirilmesini engellemiştir. Küçük işletmeler için erken aşamada özkaynak finansmanına daha iyi erişim sağlanmasının önemi kabul edilmesine rağmen, Avustralya hükümetinin bu sermayenin arzını teşvik etme girişimleri, etkili bir girişim sermayesi endüstrisi geliştirmede büyük ölçüde başarısız olmuştur (Sheppard, 2017).

Bununla birlikte, Avustralya'daki girişim sermayesi sektörü, büyüyen bir girişimcilik ekosistemi ve inovasyon ve start-uplara yönelik hükümet desteği sayesinde son birkaç on yılda önemli ölçüde gelişmiştir. Günümüzde Avustralya, artan sayıdaki girişim sermayesi şirketi ve güçlü bir yeni kurulan şirket hattı ile gelişen bir girişim sermayesi sektörüne sahiptir. Avustralya Özel Sermaye ve Girişim Sermayesi Birliği'ne (Australian Private Equity and Venture Capital Association Limited-AVCAL) göre, 2021'de Avustralya girişim sermayesi şirketlerinin yönettiği toplam fonlar, önceki yıllara göre önemli bir artışla yaklaşık 15,6 milyar Avustralya doları olmuştur. Avustralya'da girişim sermayesi sektörünün büyümesinin ana itici güçlerinden biri, teknoloji girişimlerinin yükselişi olmuştur. Bu girişimlerin çoğu, ülkedeki girişimler için iki ana merkez olarak kabul edilen Sidney ve Melbourne'de bulunmaktadır. Bu girişimler hem yerel hem de uluslararası girişim sermayesi şirketlerinin yanı sıra kurumsal yatırımcılardan önemli yatırımlar çekmektedir. Avustralya hükümeti ayrıca girişim sermayesi sektörünün büyümesini desteklemede önemli bir rol oynamıştır. Son yıllarda hükümet, yeni girişimlerde inovasyonu ve yatırımı teşvik etmek için bir dizi girişim başlatmıştır. Örneğin, hükümetin 2015 yılında başlattığı İnovasyon Gündemi, yatırımcılar için vergi teşvikleri, araştırma ve geliştirme fonları ve kuluçka merkezleri ve hızlandırıcılar için destek dahil olmak üzere yeni start-upları desteklemek için bir dizi önlem içermektedir. Avustralya'da girişim sermayesi sektörünün büyümesine katkıda bulunan bir diğer önemli faktör ise Avustralyalı girişimcilerin başarılı çıkışlarının sayısındaki artıştır. Bu,



yerel girişim ekosisteminde güven oluşturmaya yardımcı olmuş ve hem yerel hem de uluslararası yatırımcılardan daha fazla yatırım çekmiştir. Sektör, ABD ve Çin gibi diğer ülkelere kıyasla hala nispeten küçük olsa da hızla büyümektedir ve önümüzdeki yıllarda da büyümeye devam etmesi beklenmektedir (Preqin and Australian Investment Council, 2022) (Australian Government Department of Industry, 2015).

### 3. BÖLÜM

## TÜRKİYE’DE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARI

#### 3.1. TÜRKİYE’DE GİRİŞİM SERMAYESİNİN KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ

Daha önceki bölümlerde de ifade edildiği üzere girişim sermayesi Türk mevzuatında uluslararası kullanımından bazı farklılıklar göstermektedir.

Bu bağlamda, İngilizcede “venture capital” olarak adlandırılan ve Sermaye Piyasası Kurulu tarafından Türkçe’ye “risk/girişim sermayesi” olarak çevrilen terim, özellikle II. Dünya Savaşı’ndan sonra teknoloji ağırlıklı sanayileşme stratejisinin benimsendiği ABD, İngiltere, Fransa, Japonya, Hollanda ve Almanya gibi ülkelerde ortaya çıkan bir yatırım finansmanı biçimi olarak tanımlanır. Bu finansman biçimi, dinamik ve yaratıcı ancak finansal gücü yeterli olmayan girişimcilerin yatırım fikirlerini hayata geçirmelerine olanak tanır. Ayrıca, İngilizcede “Private Equity” olarak adlandırılan “özel sermaye” kavramı, “risk/girişim sermayesi” kavramını da içerecek şekilde kullanılır. Bu terim, fikirleri ve henüz başlangıç aşamasındaki yeni kurulmuş şirketlere yapılan yatırımların yanı sıra, satın almaları, yeniden yapılandırmaları ve büyüme stratejisi güden genellikle 3-10 yıllık şirketlere yapılan büyüme ve genişleme yatırımlarını da içerir (Sermaye Piyasası Kurulu, 2022). Bu bölümün anlaşılması açısından Sermaye Piyasası Kurulu tarafından mevzuatta yer verilen diğer kavramların tanımları ve ilgili açıklamalar ise aşağıdaki gibidir (Sermaye Piyasası Kurulu, 2022):

**Girişim Sermayesi Şirketi:** Sermaye piyasası mevzuatına göre Türkiye’de kurulmuş veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı olan şirketleri ifade etmektedir.

**Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı:** Kayıtlı sermayeli olarak kurulan ve çıkarılmış sermayelerini temel olarak girişim sermayesi yatırımlarına odaklayan şirketler, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları (GSYO) olarak adlandırılır. Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, eski 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile hukuk sistemimize dahil olmuş ve söz konusu kanunu yürürlükten kaldıran 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda da

yer almıştır. Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarıyla ilgili olarak, III-48.3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Tebliğ) oluşturulmuştur.

**Girişim Sermayesi Yatırımı:** Ortaklıklar, girişim sermayesi yatırımı olarak girişim şirketlerine ortaklık yapabilir. Ortaklıkların girişim şirketlerine yapacakları bu ortaklık, mevcut ortaklar arasında imzalanacak bir pay sahipliği sözleşmesi çerçevesinde gerçekleşir ve girişim sermayesi yatırımı yapma hakkını içerir. Ayrıca, ortaklıkların girişim sermayesi yatırımı olarak gerçekleştirebileceği yatırımlar, ilgili tebliğde detaylı bir şekilde açıklanmıştır. Girişim sermayesi yatırımları, sadece Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları tarafından değil, aynı zamanda bireyler veya diğer şirketler tarafından da gerçekleştirilebilir. Ancak, SPK düzenlemelerine tabi bir halka açık yatırım ortaklığı yapısına sahip şirketlere, vergisel teşvik sağlanmakta ve bu şirketlerin portföy işletmeciliğinden kaynaklanan kazançlar kurumlar vergisinden muaf tutulmaktadır.

### **3.2. TÜRKİYE’DE GİRİŞİM SERMAYESİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ**

Türkiye’de, girişim sermayesi kullanımı özellikle girişimlerin erken evrelerindeki firmaların finansmanında gelişmiş ülkelere kıyasla daha yeni bir geçmişe sahiptir. 1980’den sonra uygulanan dışa dönük sanayileşme ve ekonomide liberalleşme temelli politikalar ile küresel ekonomiye entegrasyon çabaları, sık sık yaşanan ekonomik krizler nedeniyle kesintiye uğramıştır. Ekonomide istikrarın sağlanamaması ve bu nedenle sermayenin yüksek maliyetli olması, girişimcilerin finansman sağlama çabalarının önündeki önemli bir engel olmuştur. 2001 krizinin ardından uygulanan IMF destekli programlarla birlikte ekonomide istikrarın sağlanması ve Türkiye’nin kredi notunun yükseltilmesi, finansman maliyetini azaltarak girişim sayısını artırmış ve alternatif finansman kaynaklarının, özellikle girişim sermayesinin ortaya çıkmasına katkı sağlamıştır. Türkiye’de girişimcilik, teknoparklar, iş geliştirme merkezleri, girişimcilik programları gibi birçok yeni girişim ve faaliyetle hızla gelişmektedir (Bayar, 2012).

Türkiye’de KOBİ’lerin korunması, desteklenmesi ve teşviki, planlı dönemle başlamıştır. Özellikle İkinci Beş Yıllık Kalkınma Planı döneminde özel teşebbüsün teşvik edilmesi politikası benimsenmiş ve bu kapsamda çeşitli tedbirler alınması gerekliliği ortaya çıkmıştır (DPT, 1968, 116-118; Hocaoğlu Yıldız, 2019’e göre). Finansal bir çözüm olarak girişim sermayesi ise ilk kez 1980’li yılların ortalarında gündeme gelmiştir. 1984 yılında

Ekonomik İşler Yüksek Koordinasyon Kurulu'na bağlı, bütçe dışı bir fon olan "Geliştirme ve Destekleme Fonu"nun kurulması, girişim sermayesine yönelik ilk adımı oluşturmuştur. Bu fon aracılığıyla AR-GE projelerinin finansmanı, Halk Bankası kanalıyla desteklenmiştir (Canbaş, 1992, 72; aktaran Hocaoğlu Yıldız, 2019). Bu gelişmenin ardından 1986'da girişim sermayesi ile ilgili çalışmalar yürütülmüş ve bu çalışmalar sonucunda 1988'de "İşsizlikle Mücadele ve İstihdam Geliştirme Yüksek Koordinasyon Kurulu" kurulmuştur. Kurulun en önemli faaliyetlerinden biri girişim sermayesi sisteminin oluşturulmasını sağlamak amacıyla Teşebbüs Destekleme Ajansı (TDA)'nın kurulmasıdır (Zaimoğlu, 1995, 191'den akt. Tuncel, 1996, 120; aktaran Hocaoğlu Yıldız, 2019). TDA'lar sadece Türkiye'ye özgü olmayan, dünyada çeşitli uygulama örnekleri bulunan, kişilerde girişimcilik isteği uyandırma ve girişimcilik isteği bulunan kişileri ve KOBİ'leri destekleme amacı taşıyan kurumlardır (Titiz, 2001, 2; aktaran Hocaoğlu Yıldız, 2019).

Türkiye'deki ilk girişim bankalar tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu amaçla kurulan ilk fon ise Vakıf Risk A.Ş.'dir. Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 1996 yılında Vakıf Bankası'nın bağımsız bir yan kuruluşu olarak kurulmuştur. Şirket 2000 yılı içinde borsaya kote olmuştur. Portföyünde üç şirket bulunmaktadır. Şirketin ilk yatırımı, ODTÜ-KOSGEB Teknoloji Geliştirme Merkezi'nde faaliyet gösteren Teknoplazma A.Ş.'dir. Fiziksel buharlaşma yöntemi ile çalışan bir kaplama reaktörünü Türkiye'de ilk kez tasarlamış ve üretmişlerdir. Kalınlıkları 1 ila 5 mikron arasında değişen amorf tıpkı elmas karbon (ATEK), titanyum, karbon ve nitrat bileşenleri ile bunlar gibi aşınmaya dayanıklı, sert seramik kaplamalar üretmekte ve pazarlamaktadır. Vakıf Risk A.Ş. sözleşmede yazılı süre sonunda (5 yıl) hisseleri firmaya geri satarak ayrılmıştır. İkinci yatırımları ise, Ege Serbest Bölgesinde faaliyete başlayan İnova Biyoteknoloji A.Ş.'dir. Hepatit A, Hepatit B, HIV gibi hastalıklar ile hamileliğin hızlı teşhis edilmesinde kullanılan tanı kitleri için gereken nanopartikül, antijen ve antikörlerin üretilmesi, üretilen nanopartiküller ile antijen ve antikörlerin konjüksiyon yolu ile birleştirilerek tanı kitleri üretilmesi gerçekleştirilmiştir. Üçüncü yatırımları ise, bir internet servis sağlayıcısını bünyesinde bulunduran Ortadoğu Yazılım Hizmetleri A.Ş.'dir. ODTÜ yerleşkesi içinde faaliyet gösteren şirket Türkiye'nin ilk İnternet servis sağlayıcısı TR-NET'i kurmuştur (Kantar, 2008).

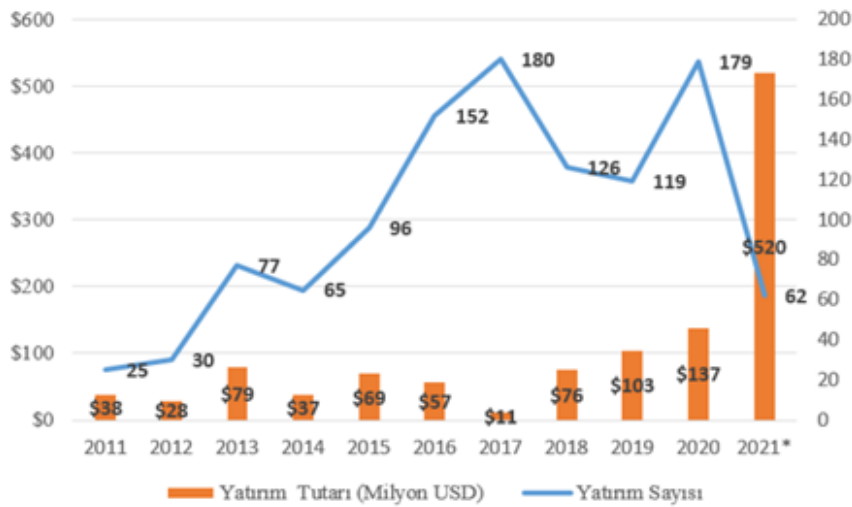
Devletin girişim sermayesini destekleme faaliyeti, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 06.07.1993 tarih ve 21169 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan Seri:VIII, No:21, Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği ile başlamıştır. Vergi istisnalarıyla desteklenen bu yapı, sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde ve zorunlu olarak anonim şirket türünde tanımlanmasının getirdiği sınırlamalar nedeniyle, dönemin yüksek enflasyon ve faiz içeren dalgalı ekonomik yapısının etkisiyle uzun süre ilgi çekmemiştir. Bu zorlu koşullara rağmen, Sermaye Piyasası Kurulu modeline dayalı ilk uygulama 1996 yılında gerçekleşmiş ve Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. öncülüğünde Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. kurulmuştur. Modelin ikinci uygulaması, 2000 yılında İş Bankası Grubu ve Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı'nın (TTGV) ortaklığında kurulan İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. olmuştur. Dönemin bir diğer uygulaması ise 1999 yılında Sermaye Piyasası Mevzuatı dışında bir anonim şirket olarak Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB), Halk Bankası, KOSGEB, TESK ve 16 Sanayi ve Ticaret Odası'nın ortaklığında kurulan KOBİ Yatırımlarına Ortaklık A.Ş.'dir (Kildokum, 2012).

2000-2005 döneminde ilk kez yurt dışı mevzuata dayalı olarak Türkiye'de faaliyet göstermek üzere kurulan özel sermaye fonu TURKVEN sektöre giriş yapmıştır. Fon uluslararası alanda kabul gören kuruluş modeline göre bağımsız Türk yönetici ortaklar tarafından yönetilmektedir. Girişime finansman sağlayan yatırımcı ortaklar ise, Uluslararası Finans Kurumu-International Finance Corporation (IFC), Avrupa Yatırım Bankası-European Investment Bank (EIB), Hollanda Kalkınma Bankası-Dutch Development Bank (FMO) ve Alman Kalkınma Bankası-German Development Bank (DEG)'den oluşmaktadır. Oluşumda yerli yatırımcı ortak bulunmamaktadır. Fon, ilk girişimini 2003 yılında satın alma destek yatırımı (buy-out) yöntemiyle UNO ekme markasını geliştiren UNMAŞ A.Ş.'ye yapmıştır. Halen aralarında Migros, Tekin Acar, Mavi, Digitürk gibi tanınmış markaların da bulunduğu toplam 16 yatırım gerçekleştirilmiş, bunların 5'inden çıkış sağlanmıştır. Bu dönem birkaç uluslararası fonun ilgisiyle beraber İş Girişim Sermayesi A.Ş. ve TURKVEN'in yatırımlarının belirleyici olduğu bir süreç olmuş, toplam yatırım tutarının ise 170 milyon ABD Doları civarında olduğu tahmin edilmiştir (Delloite, 2007; aktaran Kildokum, 2012).

Özelleştirme uygulamalarının oluşturduğu uygun yatırım ortamının da etkisiyle özellikle 2006-2008 yılları özel sermaye yatırımcılarının ilgisinin arttığı bir dönem olmuş, toplam yatırım tutarı ise bir danışmanlık şirketi olan Santa Consultants raporuna göre (2010), Mey-İçki, Digitürk, UN RoRo, Migros satın almaları gibi çok büyük işlemler dahil edildiğinde 6 milyar USD tutarına ulaşmıştır. Çok büyük çaplı satın almalar hariç tutulduğunda ise orta büyüklükteki işlemlerin tutarının yaklaşık 2,4 milyar USD olduğu belirtilmektedir. Dünyadaki ekonomik kriz nedeniyle 2009-2010 yıllarında sektör ve oyuncular gerek fon yaratma gerekse yatırım açısından bekleme dönemine girmişlerse de hızlı toparlanan ekonomisine paralel olarak Türkiye’de 2011 yılından itibaren yeniden faaliyetlerin hızlandığı bir süreç başlamıştır (Kildokum, 2012).

Türkiye’de girişimcilik sektöründe 2011 yılından 2021 ilk çeyreğine kadar yapılan girişim sermayesi yatırımlarının sayıları ve tutarlarına ilişkin bilgiler aşağıda yer almaktadır (Aydoğan Çete, Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi, 2021):

Şekil 11: Türkiye’de Girişimcilik Sektöründe 2011 Yılından 2021 İlk Çeyreğine Kadar Yapılan Girişim Sermayesi Yatırımlarının Sayıları ve Tutarları



**Kaynak:** (Aydoğan Çete, Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi, 2021)

2021 yılının ilk çeyreğinde Türkiye girişimcilik ekosistemi büyük bir yükseliş göstermiştir. Söz konusu artışın nedeni Türkiye’nin mevcut durumda en fazla yatırım alan 2,6 milyar USD değere sahip unicornu Getir’e 428 milyon USD yatırım yapılması olmuştur. Ayrıca, Getir’in almış olduğu yatırım yurtdışı odaklı olup girişim sermayesi

yatırımlarında yükselen bu eğilim ülkemize yabancı yatırımların gelmesine sebep olmaktadır (Aydoğan Çete, Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi, 2021).

2016 yılı girişim sermayesi şirketlerinin faaliyetlerinde altın yıl olarak adlandırılmıştır. Genel olarak geleneksel finansal ürünlerin durgun ve sınırlı bir büyüme gerçekleştirdiği bu yılda girişim sermayesi fonlarının yatırımları ve büyüklükleri ülkemizde önemli bir mesafe kat etmiştir. 2016 yılında 100 işlemde ortalama %40 oranında bir katkıda bulunulmuş ve 1,6 milyar USD'lik yatırım gerçekleştirilmiştir. 100 finansal yatırımcı işleminin 68 işlemi girişim sermayesi şirketleri tarafından gerçekleştirilmiştir (Demir, 2018).

### **3.3. TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARINDA GİRİŞİM SERMAYESİ DÜZENLEMELERİ VE UYGULAMALARI**

Girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin sermaye piyasası mevzuatında “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı” ve “Girişim Sermayesi Yatırım Fonu” olmak üzere iki finansman modeli bulunmaktadır.

6 Temmuz 1993 yılında SPK Kanunu'na dayandırılarak çıkarılan seri VIII, 21 sayılı “Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile konuya ilişkin yasal düzenleme yapılmıştır. Ancak tebliğin yürürlüğe girmesinden itibaren üç yıllık bir süre geçmesine rağmen sadece bir banka iştiraki şeklinde risk sermayesi yatırım ortaklığı kurulabilmiştir. 1998 yılında söz konusu tebliğde değişikliğe gidilerek yatırım alanlarında esneklik getirilmiştir. Risk sermayesi yatırım ortaklıklarının emeklilik fonlarınca RSYO'lara yapılacak yatırımın sektör için yeterli olmaması, borçlanma sınırı, yabancı yönetim kurulu üyelerine ilişkin sınırlama ve %49 oranında halka arz zorunluluğu gibi sorunları ile Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı yasasındaki eksiklikler hakkında, 2003'ün başlarında SPK yeni yasa düzenlemesi yaparak bazı kısıtlamaları kaldırmıştır. Yeni yasa sonucunda RSYO şirketlerinin borsaya kote olmaları, portföylerindeki şirketler hakkında detaylı bilgiler vermeleri ve akredite yatırımcılara hisse vermeden önce portföylerindeki şirketlere yatırım yapma zorunlulukları kaldırılmıştır. Bu tip RSYO'lar için asgari sermaye tutarı da halka açık RSYO'ların beşte biri olarak ayarlanmıştır. Yeni yasa ile RSYO'ların asgari faaliyet yaşı da kaldırılmıştır. Ayrıca bu tebliğde isim değişikliğine

gidilerek risk sermayesi yerine girişim sermayesi kullanılmaya başlanmıştır. 20 Mart 2003 tarihinde girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına ilişkin yayımlanan tebliğin amacı, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının kurucularına ve kuruluş usullerine, hisse senetlerinin kurul kaydına alınması ve halka arzına, yönetimine ve yöneticilerinde aranacak niteliklere, faaliyet konuları ve portföy sınırlamaları ile kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine ilişkin esasları düzenlemektir. Bu tebliğde girişim sermayesi yatırımının çerçevesi çizilmiştir (Kantar, 2008).

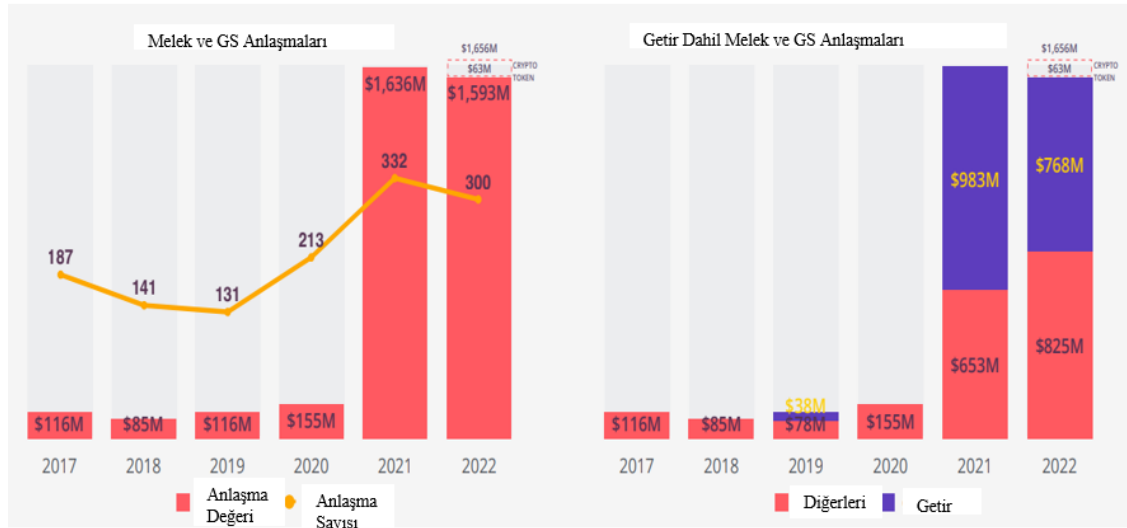
SPK'nın 02/01/2014 tarihli 28870 sayılı Resmî Gazetede yayınlanan düzenlemesi, yeniden düzenlenerek 09/10/2020 Resmî Gazete'nin 31269 sayılı kararlarınca girişim sermayesi yatırımları ve fonları yeniden düzenlenmiş ve son şeklini almıştır. 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile girişim sermayesi yatırım ortaklıkları konusu yapılan yasalar gereğince hukuksal süreçlerini tamamlamıştır. Sermaye Piyasası hukuki süreçlerinin dışında tutulan kısımları düzenlenmemiş olan tüm mevzuat dışı konularda, Türk Ticaret Kanunu'nun anonim şirketlerle alakalı kanun ve yükümlülükleri geçerlidir. Girişim sermayesi yatırım fonları, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun (Kanun) 54'üncü maddesi yürürlüğünce III-52.4 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (Tebliğ) aracılığıyla düzene konmuştur (Arıkan, 2022).

### **3.4. TÜRKİYE'NİN GİRİŞİMCİLİK EKOSİSTEMİ**

2022'de tohum, erken dönem ve sonrası girişim sermayesi aşamalarında 300 anlaşmaya 1 milyar 593 milyon dolar yatırım yapılmıştır. Yatırımlar bir önceki yıla göre işlem büyüklüğünde %3, işlem sayısında %10 azalmıştır. Getir anlaşmaları hariç tutulduğunda tüm zamanların rekoru (825 milyon dolar) kırılmıştır (%26 yıllık artış). 10 işlem, yatırılan tutar açısından tüm işlemlerin %83'ünü oluşturmuştur (Startupswatch, 2023).



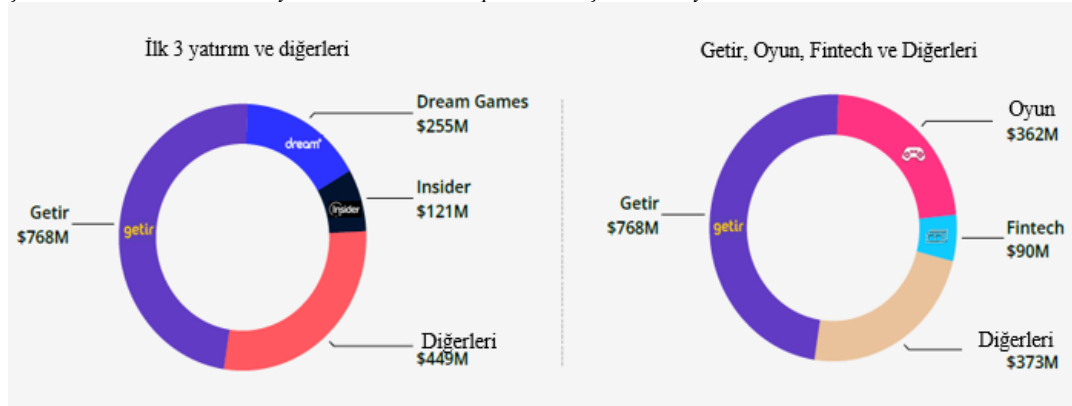
Şekil 12: 2017-2022 Yılları Arasında Türkiye’de Girişim Sermayesi Anlaşmaları



**Kaynak:** (Startupswatch, 2023)

En yüksek ilk 3 yatırım toplamda 1 milyar 144 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. En yüksek ilk 3 yatırım dışında Türkiye’ye 449 milyon dolar yatırım yapılmıştır. Getir anlaşması hariç, yatırımların %54’ü oyun ve fintech anlaşmalarından oluşmuştur (Startupswatch, 2023).

Şekil 13: 2022 Yılında Türkiye’de GS Yatırımı Yapılan İlk 3 Şirketin Payı ve Sektörleri



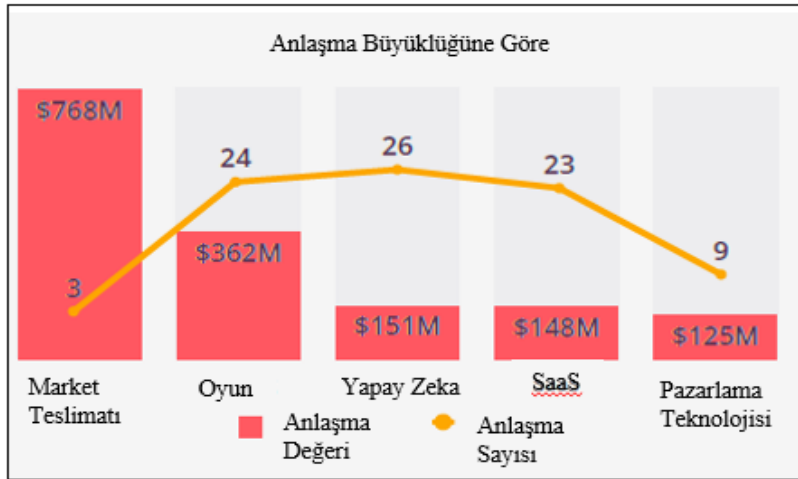
**Kaynak:** (Startupswatch, 2023)

2022 yılına kadar, 9 hisse bazlı kitlesel fonlama platformunun kurulması onaylanmıştır. Bu platformlardan 6 tanesi aktiftir. 2022’de 5 platformda toplam 46 start-up başarılı olurken, gelecek aylarda diğer platformların da açılmasıyla bu sayının önemli ölçüde artması beklenmektedir. Start-uplar, kitle fonlaması platformları aracılığıyla ortalama 230 bin dolarlık yatırım toplamıştır. Bu nedenle kitlesel fonlama başlangıç aşamasındaki girişimciler için iyi bir alternatif haline gelmiştir (Startupswatch, 2023).

2022’de çok sayıda girişim sermayesi fonu kurulmasına rağmen, tohum aşamasındaki ve erken aşamadaki yatırım sayısı %10’dan fazla düşmüştür. Bu düşüş, küresel kriz nedeniyle yatırımcıların yeni girişimlere yatırım yapmaktan çekinmeye başlamasıyla açıklanabilir. 2022’de 269 tohum yatırımdan 46’sı özkaynağa dayalı kitle fonlaması olmasına rağmen, tohum anlaşma sayısı %10 azalmıştır. B Serisi yatırım arayanlar, bu aşamada Türkiye’de çok az seçenekleri olduğu için yurt dışı yatırımcılara daha bağımlı hale gelmiştir. Yurt dışında da yatırımlarda daralma olduğu için bu aşamadaki girişimlerin gelecek aylarda yatırım alma olasılığının daha düşük olduğu değerlendirilmektedir (Startupswatch, 2023).

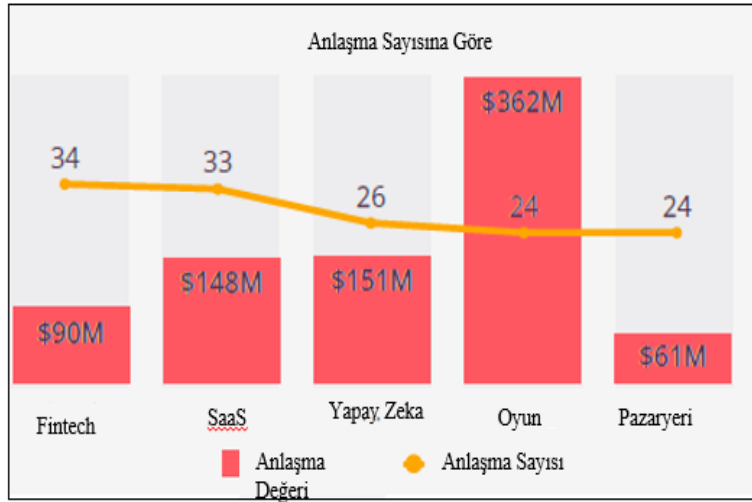
Anlaşma büyüklüğü açısından; market teslimatı, oyun, yapay zekâ, SaaS ve pazarlama teknolojisi 2022’nin önemli konuları olmuştur. Anlaşma sayısı açısından; fintech, SaaS, oyun, yapay zekâ ve online pazaryeri 2022’nin gündemdeki konular olmuştur. Oyun ve fintech sektörleri, yatırım miktarları açısından kendi sektörlerinde tüm zamanların rekorlarını kırmıştır. Metaverse, bir önceki yıla göre anlaşma sayısında %700 artışla en hızlı büyüyen sektör olmuştur (Startupswatch, 2023).

Şekil 14: Türkiye’de 2022 Yılında Yapılan GS yatırımlarının Sektörlere Göre Dağılımı



**Kaynak:** (Startupswatch, 2023)

Şekil 15: Türkiye 'de 2022 Yılında Yapılan GS yatırımlarının Sektörlere Göre Dağılımı



**Kaynak:** (Startupswatch, 2023)

2022 yılında yaklaşık her 5 işlemde 1'ine yabancı yatırımcı katılmıştır. Accel, Balderton Capital, Ceecat Capital, EBRD, Hummingbird, Felix Capital, Goodwater Capital, Goldman Sachs, Index Ventures, Qatar Investment Authority, Sequoia Capital, Startup Wise Guys, Tiger Global, Wamda Capital 2022'de Türk start-uplara yatırım yapan dünyaca ünlü yabancı yatırımcılardan sadece birkaçıdır. Şehirlere göre bakıldığında ise durum aşağıdaki gibidir: (Startupswatch, 2023):

Tablo 1: 2022'de Avrupa Şehirlerinde Melek ve GS Yatırımları

Sıra	Şehir	Yatırım Büyüklüğü (Milyar \$)	Yatırım Sayısı
1	Londra	18,5	1.202
2	Paris	8,2	354
3	Berlin	5,3	350
4	Stockholm	2,6	142
5	Münih	1,8	122
6	İstanbul	1,5	230

**Kaynak:** (Startupswatch, 2023)

Tablo 2: 2022'de Avrupa Şehirlerinde Oyun Sektörü Yatırımları

Sıra	Şehir	Yatırım Büyüklüğü (Milyon \$)	Yatırım Sayısı
1	Londra	706	60
2	İstanbul	366	21
3	Paris	154	16
4	Helsinki	121	9

5	Lizbon	92	6
---	--------	----	---

**Kaynak:** (Startupswatch, 2023)

*Tablo 3: 2022'de Türkiye'deki Şehirlerde Melek ve GS Yatırımları*

Sıra	Şehir	Yatırım Büyüklüğü (Milyon \$)	Yatırım Sayısı
1	İstanbul	1.529	230
2	Ankara	54	38
3	Kocaeli	3	6
4	İzmir	1	7
5	Bursa	1	3

**Kaynak:** (Startupswatch, 2023)

Önceki yıllarda olduğu gibi olgunluk aşamasındaki yatırım sayısı oldukça düşüktür. Bunun en önemli nedenlerinden biri, A Serisi yatırım sonrası girişimlerin yurtdışına taşınmasıdır. Yani start-uplar olgunluk aşamasına gelmeden yurt dışına taşınmaktadır. Diğer bir sebep ise birçok girişimin özel sermaye seviyesine ulaşmadan çıkış yapmasıdır (Startupswatch, 2023). Vergi avantajları gibi çeşitli nedenlerle yurt dışına taşınan şirketler, genellikle Lüksemburg, Hollanda, İngiltere gibi ülkelerin merkezlerinde veya off-shore merkezlerinde faaliyet göstermektedir. Türkiye ile bu merkezler arasında karşılıklı vergi anlaşmaları olabilir, ancak bu şirketlerin elde ettikleri gelirler genellikle Türkiye'de vergilendirilmemektedir (Kildokum, 2012).

Alictus, Airties, ZES ve Volt Lines 2022'nin en büyük çıkışları olmuştur (Startupswatch, 2023). Re-Pie Ventures, Domino Ventures, Gelecek Etki GSYF, Paribu Ventures, Gözde Tech Ventures, Founder One, Simya VC, TT Ventures GSYF, Turkcell Yeni Teknolojiler GSYF, Arya GSYF, Yıldız Tekno GSYO, INVEST 101, Koç Topluluğu Şirketleri 1. Özel GSYF, Teknopark İstanbul Derin Teknoloji GSYF 2022 yılında kurulan önemli fonlardan bazılarıdır (Startupswatch, 2023).

## 4. BÖLÜM

### GİRİŞİM SERMAYESİ SATIN ALIMLARININ ŞİRKET DEĞERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: AVRUPA'DAKİ GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDEKİ VE TÜRKİYE'DEKİ TEKNOLOJİ ŞİRKETİ SATIN ALIMLARINA YÖNELİK BİR İNCELEME

#### 4.1. LİTERATÜR TARAMASI

Girişim sermayesi satın alımlarının, satın alan şirketlerin hisse değerleri üzerindeki etkilerini incelemeye yönelik literatür taramasında, özellikle gelişmekte olan ülkelerle ilgili yapılan çalışmaların sınırlı ve yetersiz olduğu gözlemlenmiştir. Bu eksiklik, özellikle Avrupa'da faaliyet gösteren girişimlerin satın alma duyurularının, satın alan şirketlerin hisse fiyatları üzerindeki etkilerini değerlendirmeye yönelik bilgilerin kısıtlı olmasıyla dikkat çekmektedir. Dolayısıyla, gelişmekte olan ülkeler perspektifinden bakıldığında, bu alandaki literatürdeki boşluğu doldurmak ve Avrupa'da faaliyet gösteren gelişmekte olan ülkelerdeki girişim sermayesi satın alımlarının hisse fiyatlarına olan etkilerini detaylı bir şekilde incelemek, literatüre önemli bir katkı sağlayacaktır.

Girişim sermayesi satın alımlarının, satın alan şirketlerin hisse değerleri üzerindeki etkilerini inceleyen çalışmalarda genellikle pozitif getirilerin olduğu bulunmuş olmakla birlikte negatif getiriler olduğunu gösteren çalışmalar da mevcuttur. Bu çalışma, literatürdeki bu çelişkili sonuçlara da ışık tutacaktır.

Son yıllarda konuya ilişkin olarak dikkat çekici çalışmalardan biri olan ve Janney, Damaraju ve Dess (2021) tarafından kaleme alınan makale, kurumsal girişim sermayesinin biyoteknoloji sektöründeki satın alan şirketlerin getirileri üzerindeki rolünü ele almaktadır. Kurumsal girişim sermayesi yatırımlarının, ilk halka arzlardan sonra mülkiyetin satışı yoluyla gerçekleşen yatırımlardan daha iyi finansal getiri elde etmek gibi, finansal nedenlerle veya stratejik motivasyonlarla yönlendirildiği ifade edilmektedir. Önceki çalışmalar genellikle yatırım alan şirketlerin getirilerine odaklanırken, bu makalede girişimci şirketlerin kalitesiyle ilişkilendirilen kurumsal girişim sermayesi şirketlerinin finansal getirileri incelenmektedir. Yazarlar, bir kurumsal girişim sermayesi

şirketinin “öne çıkması” ve portföy firmasına yapılan “önceki yatırımın” birer destekleyici olarak işlev gördüğü ve satın alan şirketlerin pozitif finansal getiriler elde ettikleri hipotezlerini test etmektedir. Çalışmada, 94 biyoteknoloji şirketi tarafından 1980-2012 yılları arasında yapılan 133 satın alma örneklem olarak kullanılmıştır. Yazarlar, alma duyurularına ilişkin (CAR-Cumulative Anormal Returns) belirleyicilerini incelemek için bir olay çalışması metodolojisi kullanmışlardır ve kümülatif anormal getirilerin belirleyicilerini incelemek için en küçük kareler regresyonlarını (OLS) kullanmışlardır. Örneklemden elde edilen sonuçlar hipotezleri desteklemektedir. Araştırma, yatırımların genellikle bu yatırımların yapıldığı girişimci şirketlerin kalitesine ilişkin belirsizlik altında gerçekleştiği sonucuna varmaktadır. Bu tür belirsizlik koşulları altında, finansal piyasalardaki yatırımcılar bu kararların etkisini değerlendirmek için satın alan şirketlerin niteliklerine güvenme eğilimindedir. Yazarlar, “tanınmış” şirketlerin satın alma duyurularından “daha az tanınmış” şirketlere göre daha iyi finansal getiri elde etmelerinin muhtemel olduğunu ve satın aldıkları şirketlerde “önceki yatırımları” olan şirketlerin satın alma duyurularından daha iyi finansal getiri elde etmelerinin muhtemel olduğunu değerlendirmişlerdir.

Diğer taraftan, Benson & Ziedonis (2010) tarafından yapılan çalışma, portföy şirketlerinin devralınmasının, satın alan kurumsal girişim sermayesi yatırımcılarının hissedarları için önemli bir değer kaybına neden olduğunu bulmuştur. Çalışmada, 1987’den 2003’e kadar olan dönemde 61 üst düzey kurumsal yatırımcının veri seti kullanılmıştır. Veri seti, satın alınan şirketin satın alanın risk sermayesi portföyünde yer alıp almadığı da dahil, bu yatırımcılar tarafından start-upların satın alımlarıyla ilgili bilgileri içermektedir. Çalışmada, satın alınan her beş girişimden birinin, satın alan tarafın girişim sermayesi portföyünde olduğu bulunmuştur. Bununla birlikte, çalışma aynı zamanda portföy şirketlerinin devralınmasının, aynı yatırımcıların diğer girişim şirketlerinin “iyi alıcıları (good acquirers)” olmalarına rağmen, satın alan yatırımcıların hissedarları için önemli bir değer kaybına neden olduğunu ortaya koymuştur. Yazarlar, kökleri program düzeyinde yönetsel aşırı güven veya temsil sorunlarından kaynaklanmış gibi görünen bu şaşırtıcı bulgular için çok sayıda açıklamayı araştırmışlardır.

Basu, Wadhwa, ve Kotha (2016), kurumsal girişim sermayesi ile ilgili akademik literatürü gözden geçirmişler ve konuyu farklı yönlerden ele alan araştırmaları incelemişlerdir. Çalışmada, araştırmacılar tarafından kurumsal girişim sermayesinin incelenmesi için iki geniş bakış açısının benimsendiği, literatürün büyük bir bölümünü kapsayan birinci bakış açısının yatırımcıların gözünden ikincisinin ise yatırım yapılan şirketin gözünden ele alındığı ifade edilmektedir.

Dushnitsky ve Lenox (2005) tarafından yapılan çalışma, işletmelerin buluşlarına kaynak sağlamak için yeni girişimlere yatırım yaptığı koşulları araştırmaktadır. Çalışma, işletmelerin yüksek teknolojik iştaha, zayıf fikri mülkiyet korumasına sahip ve tamamlayıcı dağıtım yeteneğinin önemli olduğu sektörlerde yeni girişimlere daha fazla yatırım yaptığını ve ayrıca pozitif nakit akışına ve inovasyon geçmişine sahip işletmelerin yatırım yapma olasılığının daha yüksek olduğunu ortaya koymaktadır. Çalışma, 1969-1999 dönemi için iki binden fazla ABD işletmeden oluşan örneklemi analiz ederek kurumsal girişim sermayesinin öncüllerini regresyon analizi kullanarak araştırmıştır.

Hayward (2002) tarafından yapılan çalışma, bir işletmenin satın alma deneyiminin, doğru satın almayı nasıl seçeceğini öğrenmesine nasıl yardımcı olduğunu incelemektedir. Çalışma, 1990 ile 1995 yılları arasında 6 sektörde 120 firma tarafından gerçekleştirilen 214 satın almanın performansını analiz etmekte ve şirketlerin satın alma deneyiminden uyarlanabilir ve zamanında bilgi ürettiği geniş koşulları belirlemektedir. Çalışmada, verileri tahmin etmek için bir işletmenin satın almalarının kesitsel bir örneklemi kullanılmıştır. Yazar, bir firmanın satın alma deneyiminin, doğru satın almanın nasıl seçileceğini öğrenmesine nasıl yardımcı olduğunu incelemek için organizasyonel bir öğrenme perspektifi kullanmıştır.

Higgins ve Rodriguez (2006) tarafından yapılan çalışmada; 1994'ten 2001'e kadarki dönemde ilaç sektöründeki satın almaların performansını incelemiş ve satın almalar neticesinde önemli olumlu getiriler elde edildiği bulunmuştur. Getiriler, alıcının hedef firmalardaki araştırma ve geliştirme faaliyetleri hakkındaki bilgilere önceden erişmesi ve üstün müzakere pozisyonu ile pozitif olarak ilişkilidir. Yazarlar, satın almaların olumsuz getirileri ve satın almadan önce hedef firma hakkında bilgi edinmenin önemi hakkındaki önceki araştırmaları incelemişlerdir. Ayrıca, yeni teknoloji sağlayıcıları ile ittifaklar ve yeni ürün geliştirme arasındaki pozitif korelasyona ilişkin literatürü de gözden

geçirmişlerdir ve bu da firma performansı ile pozitif bir şekilde ilişkilendirilmektedir. Çalışma, ilaç şirketlerinin kötüleşen araştırma hatları ve azalan patentli ürün portföyleriyle mücadele etmek amacıyla satın almalar kullandığı sonucuna varmaktadır. Yazarlar, araştırma hattında ve ürün satışlarında bozulma yaşayan şirketlerin bir satın alma işlemine girme olasılığının daha yüksek olduğunu bulmuşlardır.

Moeller, Schlingemann ve Stulz (2005) tarafından yapılan çalışma; dönemlerindeki şirket birleşmesi dalgasını incelenmekte ve bunu 1980'lerin şirket birleşmesi dalgasıyla karşılaştırılmaktadır. Çalışma, devralan firma hissedarlarının, yüksek değerlemelere sahip firmaların negatif sinerji kazançları olan az sayıda satın alma nedeniyle 1998'den 2001'e kadar toplam 240 milyar \$ kaybettiğini ortaya koymuştur.

Graebner, Eisenhardt ve Roundy (2010) tarafından yapılan çalışma; teknoloji şirketi satın almalarıyla ilgili zorluklara ve fırsatlara ilişkin bilgi sağlamaktadır. Satın almalar stratejik yenilenme sağlasa da satın alanlar genellikle bu yenilemenin ne şekilde olacağını tahmin edememektedir. Çalışma, genç girişimlerin satın alınmasının, eski bir firmanın dahili Ar-Ge'sinin dezavantajlarını hafifletmeye ve satın alma performansını artırmaya yardımcı olabileceğini öne sürmektedir. Çalışma ayrıca, tutarlı bir kurumsal girişim yatırım modelinin, alıcıların müteakip satın alma performansını iyileştirdiğini belirtmektedir.

Haslange, Lehmann ve Seitz (2022) tarafından yapılan çalışma, kurumsal girişim sermayesi yatırımlarının start-uplar ve yatırımcıların performansı ile stratejik performans üzerindeki etkilerini analiz etmektedir. (Stratejik performans, bir organizasyonun belirlediği hedeflere ulaşma yeteneği ve bu hedeflere yönelik stratejilerini başarıyla uygulama kabiliyetini ifade eder. Bu kavram, bir şirketin veya kuruluşun genel başarı düzeyini değerlendirmek için kullanılır. Stratejik performans, çeşitli unsurları içerir ve genellikle uzun vadeli hedeflere odaklanır. Çalışma, bu bağlamda kurumsal girişim sermayesi yatırımlarının stratejik performans üzerindeki etkileri ile ilişkin bir literatür taraması sunmaktadır. Yazarlar, şirketler ve yeni kurulan şirketler için kurumsal girişim sermayesi yatırımlarının faydaları ve maliyetleri hakkındaki karışık ampirik kanıtları tartışmaktadırlar. Ayrıca, faydalar ve maliyetler arasındaki tercihleri ve literatürdeki çelişkili sonuçları vurgulamaktadırlar. Yazarlar, kurumsal girişim sermayelerinin performans etkilerini kesin olarak belirlemek için meta-analitik bir yaklaşımın gerekli olduğunu savunmaktadırlar. Çalışma, 105.950 gözlem içeren 32 kurumsal girişim



sermayesi çalışmasını incelemekte ve kurumsal girişim sermayesi yatırımlarının performans etkisinin anlaşılması için sonuçları analiz etmektedir. Yazarlar, kurumsal girişim sermayesi yatırımları ile start-up'lar ve yatırımcılar arasındaki ilişkiyi ve ayrıca stratejik performansını belirlemek için bu çalışmaların sonuçlarını birleştirip analiz etmiştir. Ayrıca yatırımın zamanlamasının, ülkenin ve endüstrinin ılımlılaştırıcı etkilerini de incelemişlerdir. Örneğin, Kuzey Amerika ve Bilgi İşlem Teknolojileri sektöründeki kurumsal girişim sermayesi yatırımları önemli olumlu etkiler bildirirken, sağlık sektörü için istatistiksel bir kanıt bulunamamıştır. Genel olarak, çalışma, ancak kurumsal girişim sermayesi yatırımlarının performans etkilerine yol açabileceğini, ancak genel etkinin oldukça küçük olduğunu öne sürmektedir. Çalışmada, kurumsal girişim sermayesi yatırımları ile stratejik performans arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur, ancak kurumsal girişim sermayesi yatırımları ile finansal sonuçlar arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Ivanov ve Xie (2010) tarafından yazılan makale, kurumsal girişim sermayesinin start-up'lara katılımını ve bunların şirketlerin halka arz değerlemesi ve devralma primleri üzerindeki etkilerini karşılaştırmaktadır. Çalışma ayrıca kurumsal girişim sermayesinin portföy şirketlerine sağladığı hizmetleri ve desteği de incelemektedir. Çalışma, stratejik kurumsal girişim sermayesinin start-up'ların geliştirilmesinde finansal kurumsal girişim sermayesinden daha aktif bir şekilde yer aldığı hipotezini test etmektedir. Söz konusu hipotezi test etmek için nicel bir araştırma yaklaşımı olan istatistiksel analiz kullanılmıştır. Çalışma, halka arz değerlendirme analizlerinden elde edilen sonuçları sunmakta ve girişim sermayesi destekli hedeflerin yer aldığı devralma primlerini (takeover premiums) incelemektedir. Çalışmada, kurumsal girişim sermayelerinin stratejik odaklı yatırımlar yaptıklarında girişimci şirketlere değer katabileceği sonucuna ulaşılmıştır. Çalışma, kurumsal girişim sermayesi destekli start-up'ların, halka arzında kurumsal girişim sermayesi destekli olmayanlara göre daha yüksek değerlemeler elde edebildiğini ve daha yüksek değerlemelerin, kurumsal girişim sermayesi ana şirketiyle stratejik bir uyumu olan start-up'larda yoğunlaştığını ortaya koymaktadır. Stratejik kurumsal girişim sermayesi desteğinin bu olumlu etkisi güçlüdür.

Söz konusu literatür de dikkate alındığında, girişim sermayesi satın alımlarına yönelik incelemeler halihazırda sınırlı düzeyde olup, özellikle gelişmekte olan ülkelerle ilgili ampirik bir analiz yapılmasının literatüre önemli katkı sağlayabileceği düşünülmektedir.

## 4.2. VERİ VE YÖNTEM

### 4.2.1. Veri

Araştırmanın örneklemini geliştirmekte olan Avrupa ülkelerinde faaliyet gösteren ve satın almalara konu edilen teknoloji girişim şirketleri oluşturmaktadır. Gelişmekte olan Avrupa ülkelerinin tespit edilmesinde MSCI Gelişen Piyasalar Endeksi'nden (Endeks) istifade edilmiştir.

1988'den bu yana MSCI'nin ekonomik kalkınmayı, büyüklüğü, likiditeyi ve pazar erişilebilirliğini değerlendiren pazar sınıflandırma çerçevesine dayalı olarak Endekse ülkeler eklenmiş ve bu Endeksten ülkeler çıkarılmıştır. Ekleme ve çıkarmalar ekonomik kalkınmayı, büyüklüğü, likiditeyi ve pazar erişilebilirliğini değerlendiren pazar sınıflandırma kriterlerine göre yapılmaktadır. 1988 yılından 2023 yılına kadar endekse eklenen ve çıkarılan ülkeler aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 4: MSCI Gelişen Piyasalar Endeksi

Yıl	Eklenenler	Çıkarılanlar
1988	Arjantin, Brezilya, Filipinler, Malezya, Meksika, Portekiz, Şili, Tayland, Ürdün, Yunanistan	
1989	Endonezya, Türkiye	
1992	Kore	
1994	Hindistan, Kolombiya, Pakistan, Peru, Sri Lanka, Venezüella	
1995	Güney Afrika, İsrail, Polonya	
1996	Çekya, Çin, Macaristan, Tayvan	
1997	Rusya	Portekiz
2001	Fas, Mısır	Sri Lanka, Yunanistan
2006		Venezüella
2008		Pakistan, Ürdün
2009		Arjantin
2010		İsrail
2013	Yunanistan	Fas
2014	BAE, Katar	
2017	Pakistan	
2019	Arjantin, S. Arabistan	

<b>2020</b>	Kuveyt	
<b>2021</b>		Arjantin, Pakistan
<b>2022</b>		Rusya
<b>2023</b>	BAE, Brezilya, Çekya, Çin, Endonezya, Filipinler, Güney Afrika, Hindistan, Katar, Kore, Kolombiya, Kuveyt, Macaristan, Malezya, Meksika, Mısır, Peru, Polonya, S. Arabistan, Şili, Tayland, Türkiye, Yunanistan	

Bu kapsamda, ilk aşamada Thomson Reuters- Eikon veri tabanı kullanılarak söz konusu ülkelerde duyurusu yapıp tamamlanan tüm satın almalara ilişkin duyuru verileri temin edilmiştir. Tablo 5’te de görüldüğü üzere, Türkiye, Yunanistan, Polonya, Rusya, Çekya ve Macaristan’da 1995-2022 yılları arasında farklı sektörlerde faaliyet gösteren girişim şirketlerine yönelik duyurusu yapılan 379 adet satın alma işlemi tamamlanmıştır. Söz konusu satın almaların en çok görüldüğü ülkeler sırasıyla Rusya (159) ve Polonya (138) olmuştur. 2008-2009 küresel finans krizi öncesinde 135 satın alma gerçekleşmişken, bu sayı 2009 yılı sonrasında 216’ya yükselmiştir. En çok satın alma ise sırasıyla 2010 (28), 2011 (27) ve 2006-2021 (26’şar) yıllarında gözlemlenmiştir. Covid-19 pandemi döneminde (2020-2022) 59 adet satın alma yapılmış olup, bu sayı toplam satın almaların %15,6’sına tekabül etmektedir. Son olarak, Çekya haricindeki tüm ülkelerde teknoloji girişimlerine yönelik olarak yapılan satın almaların öne çıktığı anlaşılmıştır. Bu durum Tablo 6’dan daha rahat bir şekilde gözlenebilmektedir.

Gerçekten de Tablo 6’ya göre, 379 adet satın almadan 201 adedi teknoloji girişimi satın almalarıdır. Bu sayı toplam satın almaların %53,03’ü olup yarısından fazladır. Bu şirketlere en çok yatırım yapılan yılın Covid-19 pandemisinin başladığı 2020 yılı (21) olması dikkat çekicidir. Ayrıca, bu tür satın almaların gerçekleştiği dönem 1997-2022; ülkeler Türkiye, Yunanistan, Polonya, Rusya ve Macaristan olarak belirlenmiştir. Bu nedenle, 1995 yılı ve Çekya örneklem kapsamından çıkarılmıştır. Diğer taraftan, her ne kadar toplam sayının %40,63’ü gibi yüksek bir orana denk gelen telekomünikasyon girişimlerine yapılan yatırımlar da bir nevi teknoloji yatırımı gibi değerlendirilebilecek olsa da, bu nitelikteki şirketlerin, genel itibarıyla devlet regülasyonlarına tabi olmaları analizlerde yanıltıcı sonuçlara sebebiyet verebileceğinden, örnekleme dahil edilmemesi uygun görülmüştür.

Son olarak, uluslararası satın almalar (5) ve veri eksikliği bulunan şirketler (54) kapsam dışında bırakıldığında örneklem dönemi 1999-2022; örneklem sayısı ise 142 olarak kesinleşmiştir. 2000, 2002, 2003 ve 2007 yıllarında teknoloji girişimi satın alması söz

konusu olmamıştır. Nihai örnekleme ilişkin veriler ise Tablo 7’de özetlenmiştir. Tablo 7’de yer verilen veriler, teknoloji alt sektörü itibarıyla en çok satın alma gerçekleştirilen alanların yazılım (50) ve IT danışmanlık ve hizmetleri (47) olduğunu göstermektedir. Ülke bazında bakıldığında ise, teknoloji girişimi yatırımlarında Polonya (57) ve Türkiye (37) öne çıkmaktadır.

Tablo 5: Veri Seti (Tüm Satın Almalar – Ülke/Sektör Ayrımı)

Ülke/Sektör	1995	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	TOPLAM
<b>Çekya</b>	1							1																				2
Telekomünikasyon	1							1																				2
<b>Yunanistan</b>			1	3	1	4			1	2	4	2		2		1									1	1	1	24
Temel Tüketici Malları				1																								1
Yüksek Teknoloji			1	1		3			1	2	4			2		1									1	1	1	18
Medya ve Eğlence				1																								1
Telekomünikasyon					1	1						2																4
<b>Macaristan</b>				1							2		1	2	1			1						1				9
Yüksek Teknoloji											1		1	2	1			1						1				7
Telekomünikasyon				1							1																	2
<b>Polonya</b>		1		4	8	1	3	2	4	4	7	6	8	3	6	11	2	4	6	10	5	6	6	7	11	9	4	138
Tüketici Ürün ve Hizmetleri							1								3	2	1										1	8
Temel Tüketici Malları											1																	1
Finansal													1															1
Yüksek Teknoloji		1			6	1	2	1	2	3	6	4	4	2	3	4	1	4	5	8	5	5	4	7	11	6	2	97
Sanayi								1	1																			2
Medya ve Eğlence																											1	1
Telekomünikasyon				4	2				1	1		2	3	1		5			1	2			1	2		3		28
<b>Rusya</b>			1	3	5	9	7	10	11	10	10	11	5	3	18	10	6	2	9	2	3	3	9	5	7	9	1	159
Tüketici Ürün ve Hizmetleri																									1	1		2
Finansal																								3		1		4
Yüksek Teknoloji					2	1				1	2	1				3	2	2	5	1	1	1	7	1	4	4	1	39
Medya ve Eğlence																					1				1			2
Telekomünikasyon				1	1	4	9	7	10	10	8	10	5	3	18	7	4		4	1	1	2	2	1	1	3		112
<b>Türkiye</b>				1		1					3		4		3	5		2	2	4	1	1	2	3	6	7	2	47
Yüksek Teknoloji				1		1					1	1	3		3	4		1	2	3	1	1	2	3	5	7	2	40
Madde-Malzeme																									1			1
Telekomünikasyon											2		1			1		1		1								6
<b>TOPLAM</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>26</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>10</b>	<b>28</b>	<b>27</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>8</b>	<b>379</b>

Tablo 6: Veri Seti (Tüm Satın Almalar – Sektör Ayrımı)

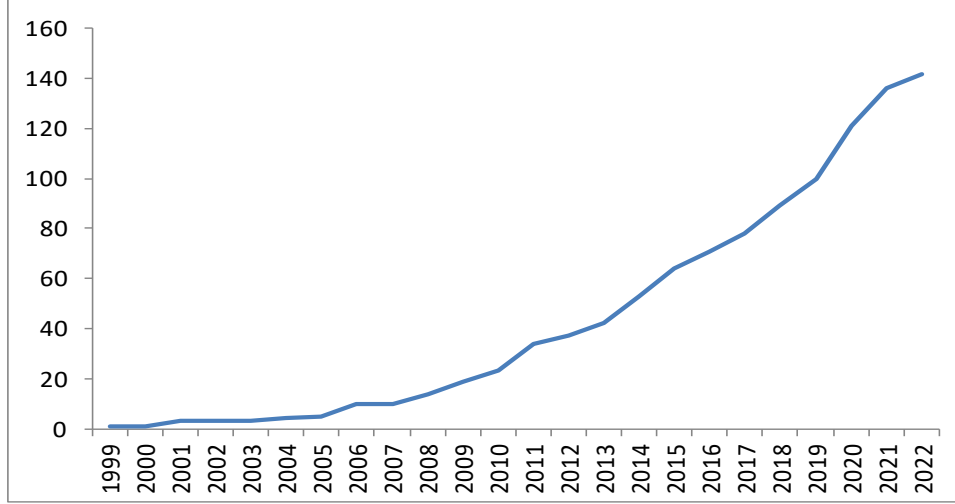
Sektör	1995	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	TOPLAM
Tüketici Ürün ve Hizmetleri							1								3	2	1								1	1	1	10
Temel Tüketici Malları				1							1																	2
Finansal													1											3		1		5
<b>Yüksek teknoloji</b>		<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>21</b>	<b>15</b>	<b>6</b>	<b>201</b>
Sanayi								1	1																			2
Madde-Malzeme																										1		1
Medya ve Eğlence				1																	1				1		1	4
Telekomünikasyon	1			6	4	5	9	8	11	11	11	14	9	4	18	13	4	1	5	4	1	3	4	1	1	6		154
<b>TOPLAM</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>23</b>	<b>18</b>	<b>16</b>	<b>9</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>25</b>	<b>23</b>	<b>8</b>	<b>379</b>

Tablo 7: Veri Seti (Teknoloji Girişimi Satın Almaları – Ülke ve Alt Sektör Ayrımı)

Ülke	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	TOPLAM	
Yunanistan			1			1	1	3			2											1	1	1	11	
Macaristan								1		1	2	1			1						1					7
Polonya											1		4	1	2	5	7	5	5	3	7	11	4	2		57
Rusya													3	2	1	4	1	1	1	7	1	4	4	1		30
Türkiye	1		1					1		3		3	4		1	2	3	1	1	1	2	5	6	2		37
<b>TOPLAM</b>	<b>1</b>		<b>2</b>			<b>1</b>	<b>1</b>	<b>5</b>		<b>4</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>21</b>	<b>15</b>	<b>6</b>	<b>142</b>	
Alt Sektör	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	TOPLAM	
Bilgisayar ve donanımlar															1	2						2	3	1	9	
E-ticaret/B2B													1			1	1	3	1	4	1	2				14
Elektronik								3			1											1	1		5	
İnternet Yazılım ve hizmetleri	1		1				1			1			2	1	1		3			2	1	1				15
IT Danışmanlık ve hizmetleri			1					3		2	3	2	6	1	1	2	5	1	3	2	4	4	5	2		47
Yarı iletkenler										1						1										2
Yazılım						1					1	2	2	1	2	5	2	3	3	3	5	11	6	3		50
<b>TOPLAM</b>	<b>1</b>		<b>2</b>			<b>1</b>	<b>1</b>	<b>6</b>		<b>4</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>21</b>	<b>15</b>	<b>6</b>	<b>142</b>	

Aşağıdaki Şekil 16, teknoloji girişimi satın almalarının yıllar itibarıyla gelişimindeki ivmeyi çarpıcı bir biçimde göstermektedir:

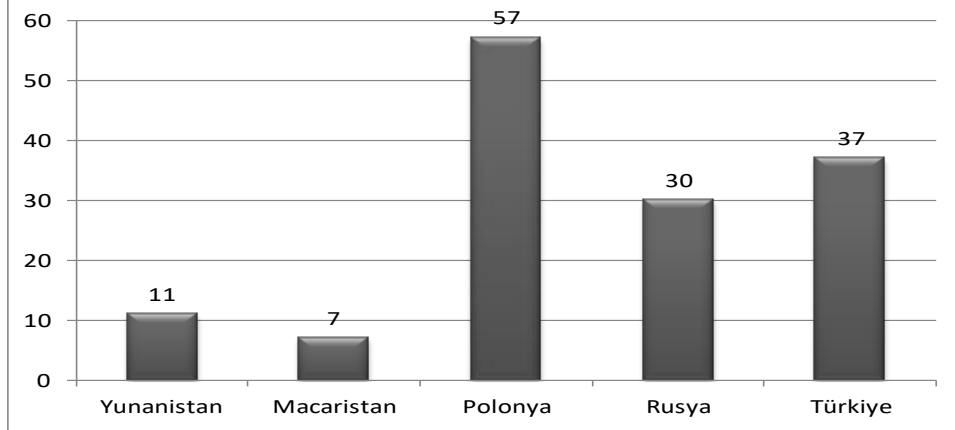
Şekil 16:Kümülatif teknoloji girişimi satın almaları (1999-2022)



**Kaynak:** Yazar tarafından Eikon verileri temel alınarak oluşturulmuştur.

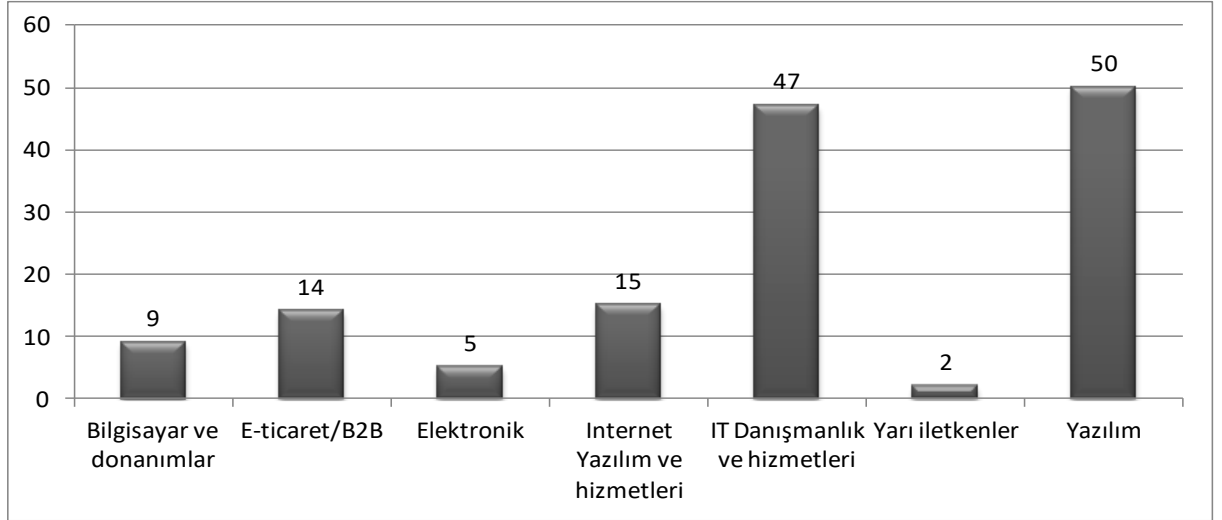
Şekil 17 ve Şekil 18 ise, sırasıyla ülkelerde ve alt sektörlerdeki girişim satın almalarındaki görünümü daha özet biçimde aktarmaktadır:

Şekil 17: Ülke bazında teknoloji girişimi satın almaları (1999-2022)



**Kaynak:** Yazar tarafından Eikon verileri temel alınarak oluşturulmuştur.

Şekil 18:Alt sektör bazında teknoloji girişimi satın almaları (1999-2022)



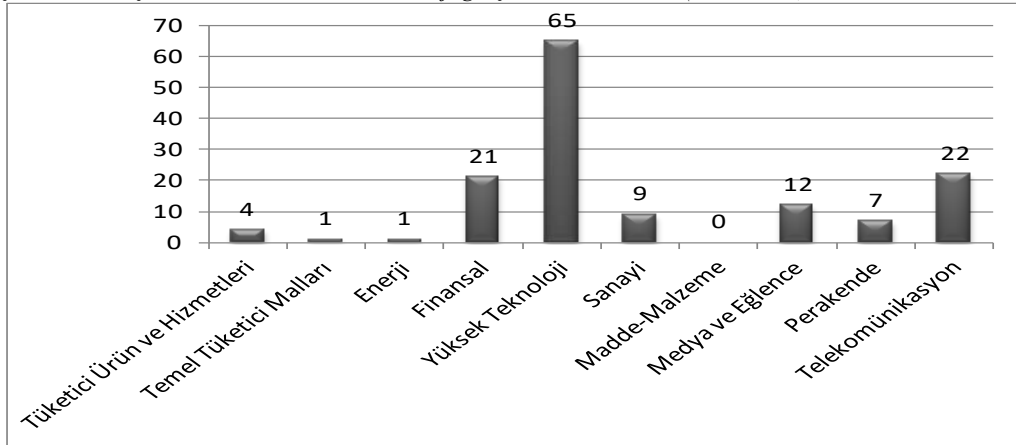
**Kaynak:** Yazar tarafından Eikon verileri temel alınarak oluşturulmuştur.

Satın alınan teknoloji girişimlerine yönelik görünüm böyle iken, bu girişimleri satın alan şirketlere yönelik veri analizi ise aşağıdaki tespitleri beraberinde getirmiştir:

- Alıcı şirketlerin büyük çoğunluğu (%45,78) teknoloji şirkettir (65) (bkz. Şekil 19).
- Diğer alıcı şirketlerden önemli bir kısmı telekomünikasyon (22) ve finans (21) sektörlerinde faaliyet göstermektedir (bkz. Şekil 19).
- Macaristan dışındaki tüm ülkelerde teknoloji şirketleri teknoloji girişimlerine yatırımda ön plandadır.
- Polonya (29) ve Türkiye (17), teknoloji şirketlerinin teknoloji girişimlerine en fazla yatırım yaptığı ülkelerdir (bkz. Şekil 20).
- Örneklem döneminde en çok teknoloji girişimi satın alması yapan şirket Rusya'dan Rostelekom PAO (6) ve Mobile TeleSystems PJSC (5) ile Türkiye'den Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş. (5) şirketleridir (bkz. Tablo 8).

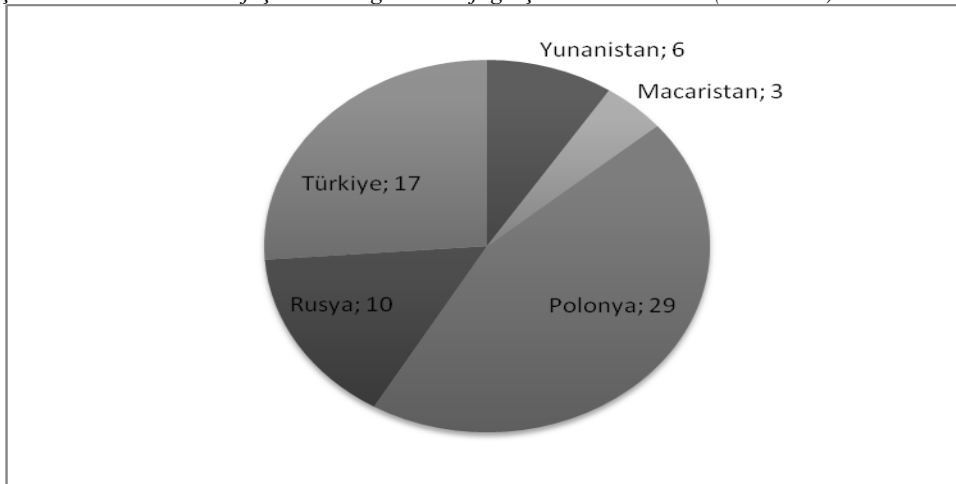


Şekil 19: Alıcı şirketin sektörü bazında teknoloji girişimi satın almaları (1999-2022)



**Kaynak:** Yazar tarafından Eikon verileri temel alınarak oluşturulmuştur.

Şekil 20: Alıcının teknoloji şirketi olduğu teknoloji girişimi satın almaları (1999-2022)



**Kaynak:** Yazar tarafından Eikon verileri temel alınarak oluşturulmuştur.

Tablo 8: Satın Alma Yapan Şirketler

<b>Yunanistan</b>	<b>11</b>	Aselsan Elektronik Sanayi & Ticaret AS	2	Cyfrowy Polsat SA	1
Alpha Bank AE	1	Brisa Bridgestone Sabanci Lastik Sanayi ve Ticaret AS	1	Elektrim SA	0
ALTEC Holding SA Information Systems & Communications	0	Dogan Sirketler Grubu Holding AS	1	Fachowcy pl Ventures SA	1
Altec SA Information & Communication Systems	0	Escort Computer Elektronik Sanayi ve Ticaret AS	1	FERRO SA	1
Cosmote Mobile Telecommunications SA	2	Escort Teknoloji Yatirim AS	4	Forever Entertainment SA	1
CPI SA	0	Gedik Yatirim Menkul Degerler AS	1	Groclin SA	1
Epsilon Net SA	1	Golive Yazilim Hizmetleri AS	0	Grupa Nokaut SA	1
Hellenic Telecommunications Organization SA{OTE SA}	1	Gozde Girisim Sermayesi Yatirim Ortakligi AS	1	Grupa Onet.pl SA	0
Ilyda SA	1	Haci Omer Sabanci Holding AS	1	HubStyle SA	1
Info-Quest SA	1	Indeks Bilgisayar Sistemleri Muhendislik Sanayi & Ticaret AS	1	IMS SA	1
INTRACOM SA	1	Inveo Yatirim Holding AS	2	Indata Software SA	1
Intralot SA	0	Kafein Yazilim Hizmetleri Ticaret AS	2	Infovide-Matrix SA	0
Neurosoft SA	1	Koc Holding AS	1	InventionMed SA	1
Performance Technologies SA	1	Logo Yazilim Sanayi ve Ticaret AS	5	Inwestycje.pl SA	2
Singular SA	0	Metro Ticari ve Mali Yatirimlar Holding AS	1	JR Holding Alternatywna Spolka Inwestycyjna SA	3
SingularLogic SA	0	Mikro Yazilimevi Yazilim Hizmetleri Bilgisayar Sanayi ve Ticaret AS	0	JWA SA	1
Space Hellas SA	1	Nortel Networks Netas Telekomunikasyon AS	1	Lukardi SA	1
<b>Macaristan</b>	<b>7</b>	Pegasus Hava Tasimaciligi AS	2	MCI Management SA(NOW 0F3498)	0
Delta Technologies Nyrt	1	Turkiye Sinai Kalkinma Bankasi AS	1	Morizon SA	1
econet hu Informatikai Nyrt	1	Vakif Girisim Sermayesi Yatirim Ortakligi AS	1	National Investment Fund No 1	0
Magyar Telekom Nyrt	4	VBT Yazilim AS	1	Netia SA	3
Synergon Informatika Nyrt	1	Verusaturk Girisim Sermayesi Yatirim Ortakligi AS	2	One More Level SA	1
<b>Rusya</b>	<b>30</b>	Vestel Elektronik Sanayi Ve Ticaret AS	1	Oponeo.pl SA	1
Armada PAO	0	<b>Polonya</b>	<b>57</b>	Optimus SA	0
Bank VTB PAO	1	ABG Ster-Projekt SA	0	Premium Fund SA	1
CTC Media Inc	1	Agora SA	2	Prokom Software SA	0
Golden Telecom Inc	0	Aiton Caldwell SA	1	R22 SA	2
Headhunter Group PLC	1	Altus Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA	1	Sescom SA	1
IBS Group Holding Ltd	0	AmRest Holdings SE	1	Setanta SA	1
Mail ru Group	1	Apator SA	1	SMT SA	1
Mail.Ru Group Ltd	4	Arteria SA	0	Softbank SA	0
Mobile TeleSystems PJSC	5	ArtP Capital SA	1	Softblue SA	1
OAo "Dal'nevostochnaya kompaniya elektrosvyazi" {Dal'svyaz}	0	Asseco Business Solutions SA	1	Surfland Systemy Komputerowe SA	1
OAo "NII molekulyarnoy elektroniki i zavod Mikron"	0	Asseco Poland SA	2	Sygnity SA	1
OAo "RBK"	1	Asseco South Eastern Europe SA	0	Telekomunikacja Polska SA	0
OAo "Tattelekom"	1	Avatrix SA	1	Tell Sa	1
PIK Group OJSC	1	B3System SA	0	Ten Square Games SA	1
Rostelekom PAO	6	BOA SA	1	Teta SA	0
Sberbank Rossii PAO	4	BPX SA	1	TIM SA	2
SSA SISTEMA PJSFC	1	BRE Bank SA	0	TVN SA	0
Yandex NV	3	BTC Studios SA	1	Vercom SA	0
<b>Turkiye</b>	<b>37</b>	Centrozap SA	0	Wasko SA	1
Anel Telekomunikasyon Elektronik Sistemleri Sanayi ve Ticaret AS	1	Comarch SA	1	Wirtualna Polska Holding SA	2
ARD Grup Bilisim Teknolojileri AS	1	Computer Service Support SA	0	Your Image SA	1
Arena Bilgisayar Sanayi ve Ticaret AS	1	ComputerLand Poland SA	0		
Armada Bilgisayar Sistemleri Sanayi & Ticaret AS	1	CUBE.ITG SA	2	<b>Genel Toplam</b>	<b>142</b>

Son olarak, satın alma işlemlerine ilişkin diğer verilerle aşağıdaki Tablo 9 oluşturulmuştur.

Tablo 9: Satın Alma İşlemlerine İlişkin Veriler

Ülke	Örneklem Kapsamındaki Satın Almalar				Örneklem Kapsamında Olmayan Satın Almalar			
	Satın Alma Tutarı (milyon USD)		Ödeme Türü		Satın Alma Tutarı (milyon USD)		Ödeme Türü	
	Toplam	Ortalama	Nakit	Diğer	Toplam	Ortalama	Nakit	Diğer
Yunanistan	2.356,71	214,25	10	1	304,91	50,82	5	1
Macaristan	169,36	24,19	6	1	13,93	13,93	1	-
Polonya	669,18	11,74	39	18	628,89	17,47	30	6
Rusya	5.086,55	169,55	29	1	404,50	36,77	9	2
Türkiye	415,05	11,22	36	1	98,09	19,62	5	-
<b>TOPLAM</b>	<b>8.696,85</b>	<b>61,25</b>	<b>120</b>	<b>22</b>	<b>1.450,32</b>	<b>24,58</b>	<b>50</b>	<b>9</b>

Tablo 9’da örneklem kapsamındaki satın almalar ile uluslararası satın almalar ve veri eksikliği nedeniyle örneklem kapsamının dışında bırakılan satın almalar mukayese edilmiştir. Tablo 10’da raporlanan ortalamadan fark testleri sonucunda örneklem kapsamına dahil edilen şirketlerin %10 anlamlılık düzeyinde kapsam dışı şirketlerden gerek toplam gerekse ortalama satın alma tutarları açısından büyük olduğu görülmüştür. Bu bağlamda, kapsama alınan şirket verilerinin örneklem genelini temsil etme kabiliyetinin bulunduğu kanaatine ulaşılmıştır.

Tablo 10: Ortalamadan Fark Testleri (t-test)

Fark	Satın Alma Tutarı (milyon USD)	
	Toplam	Ortalama
	1,63*	1,58*

\* %10 anlamlılık düzeyini temsil etmektedir.

#### 4.2.2. Yöntem

Araştırmada teknoloji girişimlerine yönelik satın alma duyurularının satın alan şirketlerin hisseleri üzerindeki etkilerinin incelenmesinde standart olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. Olay çalışması yöntemi, belirli bir olayın hisse gibi bir finansal varlığın değeri üzerindeki etkisini analiz etmek için finans ve ekonomide kullanılan istatistiksel bir tekniktir. Amaç, olayın varlığın getirileri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olup olmadığını değerlendirmektir. Bu çalışmada satın alma duyurularının, satın alan şirketlerin hisse fiyatları üzerindeki etkisi bağlamında yöntemin, pazarın bu tür duyurulara nasıl tepki verdiğini ölçmeye ve anlamaya yardımcı olması beklenmektedir. Bu yöntem vasıtasıyla, satın alan şirketlerin hisse fiyatları üzerindeki kısa vadeli etkiler ölçülebilecek ve yatırımcıların satın alma olayını nasıl algıladığı ve değer verdiği hususlarında önemli sonuçlar çıkarılabilecektir.

Yöntemin uygulanabilmesi için öncelikle anormal getirilerin tespit edilmesi gerekmektedir. Anormal getiriler, hisse fiyat hareketinin genel piyasa hareketi tarafından açıklanmayan kısmını temsil etmektedir. Bu amaçla Thomson Reuters-Eikon veri tabanından satın alma gerçekleştiren şirketlerin işlem gördükleri borsalardan günlük fiyat verileri temin edilmiştir. Bu borsalar Yunanistan için Atina Menkul Kıymetler Borsası (ASE); Macaristan için Budapeşte Menkul Kıymetler Borsası (BSE); Polonya için Varşova Menkul Kıymetler Borsası (WSE); Rusya için Moskova Menkul Kıymetler Borsası (MOEX) ve Türkiye için Borsa İstanbul'dur (BIST). Anormal getiri, aşağıdaki Denklem (1)'de formüle edildiği gibi beklenen getiriden sapma olarak tanımlanmıştır:

$$AR_{it} = R_{it} - ER_{it} \quad (1)$$

Denklem (1)'de  $AR_{it}$  anormal getiriyi;  $R_{it}$  gerçekleşen getiriyi ve  $ER_{it}$  i şirketinin t zamanındaki beklenen getirisini tanımlamaktadır.  $ER_{it}$ , aşağıdaki yaygın olarak kullanılan piyasa modeli aracılığıyla hesaplanmıştır:

$$R_{it} = a + \beta \times R_{mt} \quad (2)$$

Olay çalışmalarında tahmin ve olay pencerelerinin doğru belirlenmesi çok önemlidir. Tahmin penceresi, olayın fiilen ortaya çıkmasından (satın alma duyurusu) önceki belirli bir dönemdir. Bu dönem, satın alan şirketin hisse fiyatlarının normal veya beklenen davranışını tahmin etmek için kullanılır. Olay penceresi ise, olayın duyuru tarihi civarındaki tanımlı bir dönem olup, olay öncesi dönem, olay günü ve olay sonrası dönemden oluşur. Armitage (1995), daha kısa ve daha uzun bir tahmin penceresi arasındaki dengeyi vurgulamakta ve günlük çalışmalar için tahmin döneminin ortalama aralığının 100 ila 300 arasında olduğunu savunmaktadır. Bu uzunluk, olay penceresi için 20 ila 121 günlük bir sürenin önerildiği Peterson'un (1989) çalışmasını desteklemektedir. Ancak, bu konuda daha önce yapılan araştırmalar farklı bulgular içermektedir. Örneğin, gelişmekte olan piyasalarla ilgili olarak Dasilas vd. (2008) Yunanistan piyasasında getiriler için 200 günlük tahmin periyodu tercih edilirken, Black ve Khanna (2007) Hindistan piyasası için tahmin periyodunu 240 işlem günü olarak seçmiştir. Türkiye piyasasına yönelik olay çalışmalarında ise genel olarak 100 işlem günü tahmin süresinin kullanıldığı görülmüştür (Basdas ve Oran, 2014; Pirgaip ve Akyüz, 2020).

Bu çalışmada 100 işlem günü [-110,+11] tahmin penceresi; 21 işlem günü [-10,+10] olay penceresi olarak kullanılmıştır. Buna göre [-10, -1] olay öncesi dönem, [0] olay günü, [+1,+10] olay sonrası dönem olarak tanımlanmıştır. Yukarıda Denklem (2)'de de belirtildiği üzere, tahmin penceresi için gerçekleşen hisse getirileri ( $R_{it}$ ), pazar portföy getirileriyle ( $R_{mt}$ ) regresyona tabi tutulmuştur. Bu regresyonlardan parametre tahminleri ( $\alpha$  ve  $\beta$ ) elde edilmekte ve Denklem (1) doğrultusunda olay penceresindeki her gün için beklenen getiriler ( $ER_{it}$ ) hesaplanmıştır. Sonrasında da, beklenen getiriler gerçekleşen getirilerden çıkarılarak anormal getiriler elde edilmiştir. Bu çalışmada, Yunanistan için ATG; Macaristan için BUX; Polonya için WIG, Rusya için MICEX ve Türkiye için BIST100 Pazar portföyünün temsilcisi olarak belirlenmiştir. Getiri oranı, tek bir günün kapanış fiyatı ile bir önceki günün kapanış fiyatı arasındaki farkın bir önceki günün kapanış fiyatına bölünmesiyle hesaplanmıştır. Kümülatif anormal getiriler (CAR) ise şu şekilde tespit edilmiştir:

$$CAR_{it} = \sum_{t=1}^n AR_{it} \quad (3)$$

Denklem (3) uyarınca, kümülatif anormal getirilerin hesaplanabilmesi için olay penceresi boyunca anormal getiriler toplanmıştır. CAR, olayın hisse fiyatı üzerindeki toplam etkisinin toplu bir ölçümünü sağlamaktadır. Son olarak örnek firmaların olay dönemindeki  $AR_{it}$  ve  $CAR_{it}$  değerlerinin toplamının ortalaması alınarak ortalama anormal getiriler (AAR) ve ortalama kümülatif anormal getiriler (CAAR) hesaplanarak her iki getirinin anlamlılığı için parametrik testler yürütülmüştür.

### 4.3. SONUÇLAR VE TARTIŞMA

#### 4.3.1. Ana Sonuçlar

Olay çalışması sonuçları öncelikle her bir ülke bazında raporlanmaktadır. Bu kapsamda, Tablo 11, Tablo 12, Tablo 13, Tablo 14 ve Tablo 15’de sırasıyla Yunanistan, Macaristan, Polonya, Rusya ve Türkiye’de gerçekleştirilen teknoloji girişimi satın almalarının satın alan şirketlerin hisse fiyatları üzerindeki etkileri gösterilmektedir. Söz konusu etkiler ayrıca görsel olarak ortalama kümülatif anormal getirilerin olay penceresindeki değişimini gösteren Şekil 21, Şekil 22, Şekil 23, Şekil 24 ve Şekil 25’de ilgili ülke bazında sunulmaktadır.

Yunanistan piyasasındaki işlemler göz önünde bulundurulduğunda, Tablo 11 ve Şekil 21 satın alma duyurusu öncesi dönemde anlamlı ve negatif CAAR seviyelerine işaret etmekte, satın alan şirketlerin hisse fiyatlarında kayda değer bir düşüş eğilimi olduğunu göstermektedir. Bu olumsuz eğilimin, yaklaşmakta olan satın alma olaylarına ilişkin beklentiye veya piyasa duyarlılığını yansıtır olabileceği düşünülmektedir. Yatırımcılar, belki de belirsizlikler, satın alma stratejisiyle ilgili endişeler veya Yunanistan pazarına özgü diğer faktörler nedeniyle bu habere olumsuz tepki vermiş olabilir. Ayrıca, olay öncesi dönemde sürekli olarak negatif olan CAAR, piyasanın kamuya açık olmayabilecek bilgi veya sinyallere yanıt verdiğini gösterebilir. Bazı piyasa katılımcıları, resmî duyurulardan önce yaklaşmakta olan satın almalar hakkında bilgi sahibiyse, pozisyonlarını buna göre ayarlıyor olabilirler ve bu da gözlemlenen olumsuz eğilime yol açabilir. Böyle bir bilgi sızıntısı, satın alan şirket içinden kaynaklanan sızıntılar, içerden öğrenenlerin birbirleriyle olan paylaşımları veya resmî duyurulardan önce yapılan kasıtsız açıklamalar gibi çeşitli kanallardan meydana gelebilir.

*Tablo 11: Yunanistan'da Gerçekleştirilen Satın Almalar*

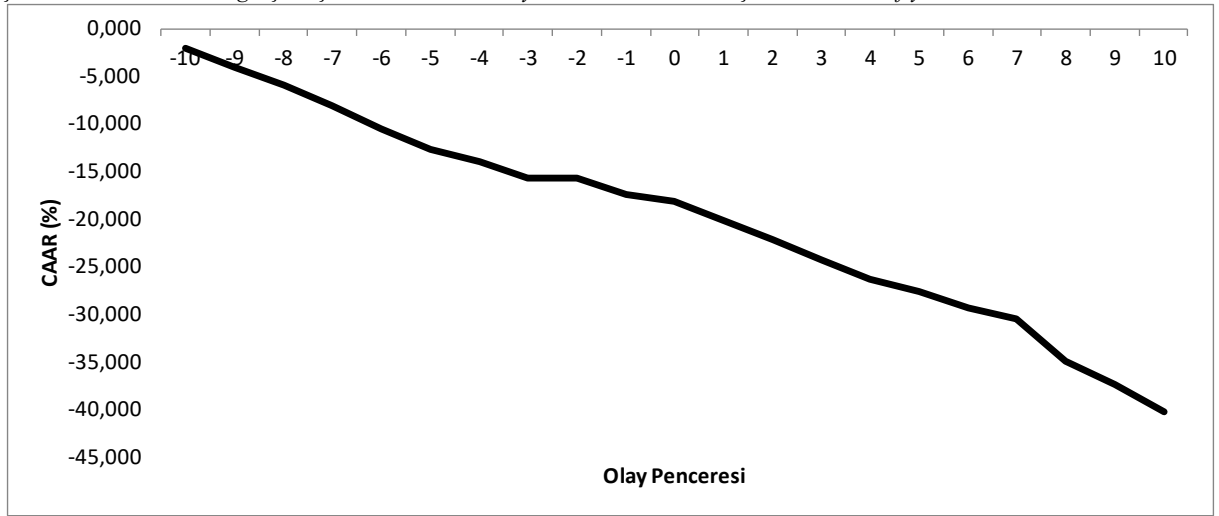
Gün	AAR(%)	t(AAR)	CAAR(%)	t(CAAR)
-10	-2,037	-3,389***	-2,037	-3,389***
-9	-2,005	-5,018***	-4,042	-5,869***
-8	-1,962	-4,462***	-6,004	-6,936***
-7	-2,181	-5,689***	-8,185	-11,079***
-6	-2,447	-4,917***	-10,632	-13,551***
-5	-2,168	-4,546***	-12,800	-11,664***
-4	-1,167	-2,261***	-13,967	-15,234***
-3	-1,841	-2,960***	-15,808	-13,312***
-2	0,118	0,133	-15,690	-11,657***
-1	-1,716	-3,796***	-17,406	-12,729***
0	-0,816	-0,912	-18,222	-10,154***
1	-1,949	-3,187***	-20,171	-9,396***
2	-1,988	-3,440***	-22,159	-11,069***
3	-2,273	-5,982***	-24,432	-11,939***
4	-2,006	-1,811*	-26,438	-10,137***
5	-1,288	-1,536	-27,726	-13,048***
6	-1,619	-3,176***	-29,346	-13,191***
7	-1,187	-1,462	-30,532	-11,481***
8	-4,540	-6,684***	-35,072	-13,851***
9	-2,418	-4,224***	-37,491	-13,226***
10	-2,820	-8,040***	-40,310	-14,465***
		CAAR(%)		
[-10,-1]	-17,406***		[0,+1]	-2,765**
[-5,-1]	-6,774***		[-1,+1]	-4,481***
[-1,0]	-2,532**		[+1,+5]	-9,504***
[0]	-0,816		[+1,+10]	-22,088***

**Not:** 0 satın alma duyurusunun yapıldığı gündür. AAR(%) ve CAAR(%) ortalama anormal getiri ve ortalama kümülatif anormal getirdir. t(AAR) ve t(CAAR) t istatistik değerleridir. \*, \*\* ve \*\*\* sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir. Örnekte 11 gözlem bulunmaktadır.

CAAR'da tam olarak duyuru tarihinde yaşanan istatistiksel anlamlılığı bulunmayan küçük negatif seviye (-0,816%), duyuruların yapıldığı anda piyasa etkisinin minimum düzeyde olduğunu; piyasanın bilgiyi zaten fiyatlandığını veya duyuruların yatırımcıların

algıları üzerinde hemen önemli bir etki yaratmadığını düşündürmektedir. Olay sonrası dönemdeki CAAR seviyelerinin yeniden anlamlı ve negatif görünüm arz etmesi, duyuruları takip eden günlerde piyasanın giderek daha kötümser hale geldiğini göstermektedir. Yatırımcılar entegrasyon zorluklarına, satın alanın sinerji yaratma becerisine ilişkin endişelere veya satın alma sonrası performansı etkileyen diğer faktörlere tepki göstermiş olabilir.

Şekil 21: Yunanistan'da gerçekleştirilen satın alma duyurularının satın alan şirketlerin hisse fiyatlarına etkileri



**Kaynak:** Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Benzer yorumlar Macaristan piyasasındaki işlemler için bu defa Tablo 12 ve Şekil 22 dikkate alınarak yapılabilir. Olay öncesi, olay günü ve olay sonrası dönemlerdeki tutarlı ve anlamlı negatif CAAR, Macaristan pazarındaki teknoloji girişimi satın almalarının önemli şüphecilik ve kalıcı olumsuz duygularla karşılandığını vurgulamaktadır.

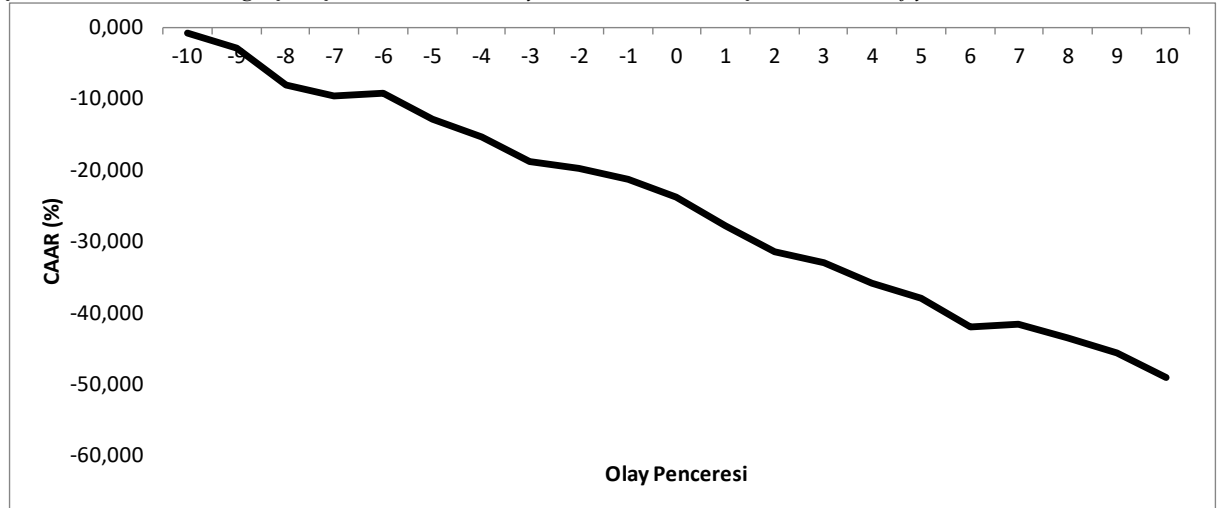
Tablo 12: Macaristan'da Gerçekleştirilen Satın Almalar

Gün	AAR(%)	t(AAR)	CAAR(%)	t(CAAR)
-10	-0,780	-0,257	-0,780	-0,257
-9	-2,097	-1,921*	-2,877	-0,772
-8	-5,249	-1,930*	-8,126	-4,024***
-7	-1,655	-1,452	-9,781	-6,653***
-6	0,424	0,131	-9,357	-2,153**
-5	-3,665	-5,819***	-13,022	-2,918***
-4	-2,484	-4,928***	-15,507	-3,450***
-3	-3,475	-5,704***	-18,981	-4,040***
-2	-0,779	-1,298	-19,760	-3,925***
-1	-1,602	-1,402	-21,362	-3,558***
0	-2,549	-2,879***	-23,911	-3,573***
1	-3,932	-3,149***	-27,843	-5,073***
2	-3,751	-3,244***	-31,594	-5,485***
3	-1,452	-0,832	-33,046	-7,785***
4	-2,952	-2,398**	-35,999	-9,900***
5	-2,131	-2,402**	-38,130	-9,296***
6	-3,899	-4,056***	-42,029	-11,638***
7	0,276	0,119	-41,753	-11,936***
8	-1,873	-1,311	-43,626	-13,945***
9	-2,121	-4,438***	-45,747	-14,202***
10	-3,397	-5,769***	-49,144	-15,159***
	CAAR(%)			
[-10,-1]	-21,362***		[0,+1]	-6,481***
[-5,-1]	-12,005***		[-1,+1]	-8,083***
[-1,0]	-4,151**		[+1,+5]	-14,219***
[0]	-2,549***		[+1,+10]	-25,233***

**Not:** 0 satın alma duyurusunun yapıldığı gündür. AAR(%) ve CAAR(%) ortalama anormal getiri ve ortalama kümülatif anormal getiridir. t(AAR) ve t(CAAR) t istatistik değerleridir. \*, \*\* ve \*\*\* sırasıyla %10, %5 ve 1% anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir. Örnekte 7 gözlem bulunmaktadır.

Sürekli negatif CAAR, piyasanın satın almaların, satın alan şirketlerin değeri üzerinde kalıcı bir etkiye sahip olduğunu algıladığını ima etmektedir. Bu sonuçlara göre Yunanistan ve Macaristan pazarlarında teknoloji girişimlerini satın alan şirketler yatırımcılarına kazandırmamış, aksine ciddi anlamda ve sürekli olarak kaybettirmiştir.

Şekil 22: Macaristan'da gerçekleştirilen satın alma duyurularının satın alan şirketlerin hisse fiyatlarına etkileri



**Kaynak:** Yazar tarafından oluşturulmuştur.



Polonya piyasasındaki işlemlerin etkileri Tablo 13 ve Şekil 23’de yer verilen bulgular doğrultusunda analiz edilebilmektedir. Buradaki temel farkın, tam olay gününde, 2 gün kadar süren ilgi çekici CAAR pozitifliği olduğu kolaylıkla görülebilir. Bu olumlu tepki, pazarın satın almaları değer artırıcı veya stratejik açıdan olumlu olarak algıladığını gösterebilir. Ancak tepkinin istatistikî bakımdan anlamlı olmaması negatif trendin süreceğine olan inanca da işaret ediyor olabilir.

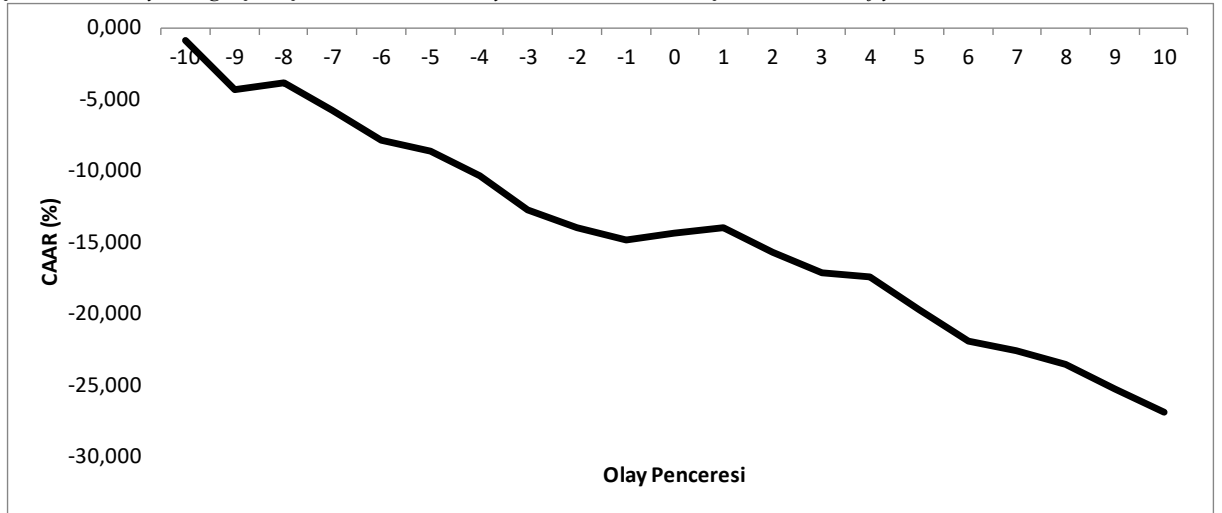
Tablo 13: Polonya’da Gerçekleştirilen Satın Almalar

Gün	AAR(%)	t(AAR)	CAAR(%)	t(CAAR)
-10	-0,878	-0,698	-0,878	-0,698
-9	-3,451	-4,888***	-4,329	-3,101***
-8	0,411	0,529	-3,918	-2,547**
-7	-1,864	-2,571**	-5,783	-2,908***
-6	-2,100	-3,709***	-7,883	-3,579***
-5	-0,840	-1,069	-8,723	-3,697***
-4	-1,670	-2,731***	-10,393	-4,040***
-3	-2,412	-3,090***	-12,804	-4,407***
-2	-1,263	-1,317	-14,068	-4,691***
-1	-0,850	-1,025	-14,917	-4,638***
0	0,437	0,303	-14,481	-3,350***
1	0,453	0,427	-14,027	-2,924***
2	-1,739	-3,276***	-15,767	-3,277***
3	-1,486	-1,788*	-17,252	-3,471***
4	-0,249	-0,346	-17,501	-3,386***
5	-2,257	-2,586***	-19,758	-3,793***
6	-2,223	-3,100***	-21,981	-4,193***
7	-0,719	-0,663	-22,700	-4,061***
8	-0,936	-0,836	-23,636	-4,262***
9	-1,730	-2,258**	-25,366	-4,383***
10	-1,632	-1,961**	-26,998	-4,828***
<b>CAAR(%)</b>				
[-10,-1]	-14,917***		[0,+1]	0,890
[-5,-1]	-7,035***		[-1,+1]	0,040
[-1,0]	-0,413		[+1,+5]	-5,278***
[0]	0,437		[+1,+10]	-12,517***

**Not:** 0 satın alma duyurusunun yapıldığı gündür. AAR(%) ve CAAR(%) ortalama anormal getiri ve ortalama kümülatif anormal getirdir. t(AAR) ve t(CAAR) t istatistik değerleridir. \*, \*\* ve \*\*\* sırasıyla %10, %5 ve 1% anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir. Örnekleme 57 gözlem bulunmaktadır.

Nitekim olay sonrasında negatif CAAR'a dönüş, başlangıçtaki olumlu tepkinin sürdürülemediğini; piyasa dinamiklerinin takip eden süreçte olumsuz bir düzeltmeye yol açtığını göstermektedir.

Şekil 23: Polonya'da gerçekleştirilen satın alma duyurularının satın alan şirketlerin hisse fiyatlarına etkileri



**Kaynak:** Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Rusya piyasasına ilişkin Tablo 14 ve Şekil 24 verileri öncekilerden tamamen farklı durumları yansıtmaktadır. Gerçekten de olay öncesi dönemde olumlu bir eğilim gözlemlenmekte olup, bu durum piyasanın yaklaşan duyuruları beklediği veya bunlara olumlu yanıt verdiği şeklinde algılanabilir. Duyuru tarihinde pozitif CAAR'ın devam etmesi, piyasanın girişim satın almalarını değer artırıcı veya stratejik olarak olumlu olarak yorumladığını ve olay öncesi dönemde oluşturulan olumlu beklentilerle uyumlu olduğunu gösterebilir.

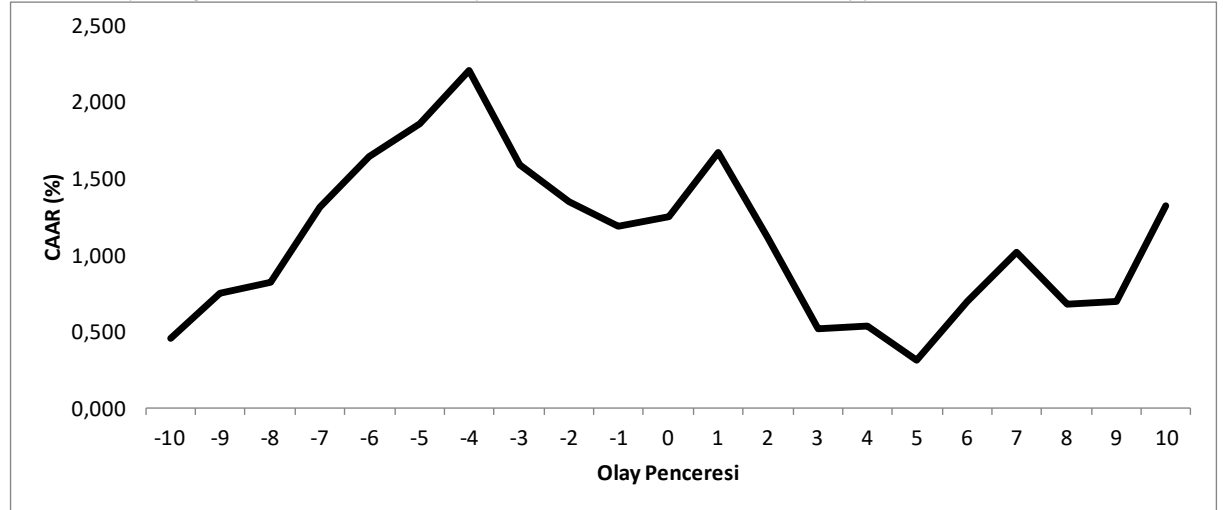
Tablo 14: Rusya'da Gerçekleştirilen Satın Almalar

Gün	AAR(%)	t(AAR)	CAAR(%)	t(CAAR)
-10	0,455	0,936	0,455	0,936
-9	0,300	1,071	0,755	1,402
-8	0,070	0,199	0,825	1,485
-7	0,490	1,033	1,315	1,452
-6	0,329	1,212	1,645	1,728*
-5	0,217	0,872	1,862	1,754*
-4	0,343	1,131	2,205	1,988**
-3	-0,614	-1,386	1,592	1,672*
-2	-0,238	-0,780	1,354	1,408
-1	-0,168	-0,531	1,186	1,111
0	0,068	0,266	1,253	1,123
1	0,418	1,303	1,672	1,600
2	-0,554	-1,141	1,118	1,069
3	-0,600	-1,837*	0,518	0,466
4	0,018	0,058	0,536	0,495
5	-0,226	-0,443	0,310	0,243
6	0,385	1,130	0,696	0,494
7	0,323	1,001	1,018	0,702
8	-0,338	-1,005	0,680	0,431
9	0,020	0,059	0,700	0,452
10	0,620	1,122	1,320	0,701
<b>CAAR(%)</b>				
[-10,-1]	1,186		[0,+1]	0,486
[-5,-1]	-0,459		[-1,+1]	0,318
[-1,0]	-0,100		[+1,+5]	-0,943
[0]	0,068		[+1,+10]	0,066

**Not:** 0 satın alma duyurusunun yapıldığı gündür. AAR(%) ve CAAR(%) ortalama anormal getiri ve ortalama kümülatif anormal getiridir. t(AAR) ve t(CAAR) t istatistik değerleridir. \* ve \*\* sırasıyla %10 ve %5 anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir. Örnekleme 30 gözlem bulunmaktadır.

Diğer taraftan, olay sonrası dönemdeki karışık ve anlamlı olmayan tepkiler, olay öncesi ve olay tarihi dönemlerinde gözlemlenen olumlu havanın uzun vadede piyasa tepkileriyle tutarlı bir şekilde desteklenmediğini ima etmektedir.

Şekil 24: Rusya'da gerçekleştirilen satın alma duyurularının satın alan şirketlerin hisse fiyatlarına etkileri



**Kaynak:** Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Son olarak Türkiye'de oldukça farklı bir manzarayla karşılaşılmaktadır. Tablo 15 ve Şekil 25'deki bulgulara göre, olay öncesinden başlayan genel pozitif CAAR, olay tarihindeki küçük, istatistiksel olarak önemsiz bir negatif ayarlama ile azalmaktadır. Bu durum,

piyasa duyarlılığının genel olarak olumlu olmasına rağmen, resmî açıklamanın yapıldığı tarihte hisse fiyatlarında küçük bir ayarlama olduğunu gösteriyor olabilir.

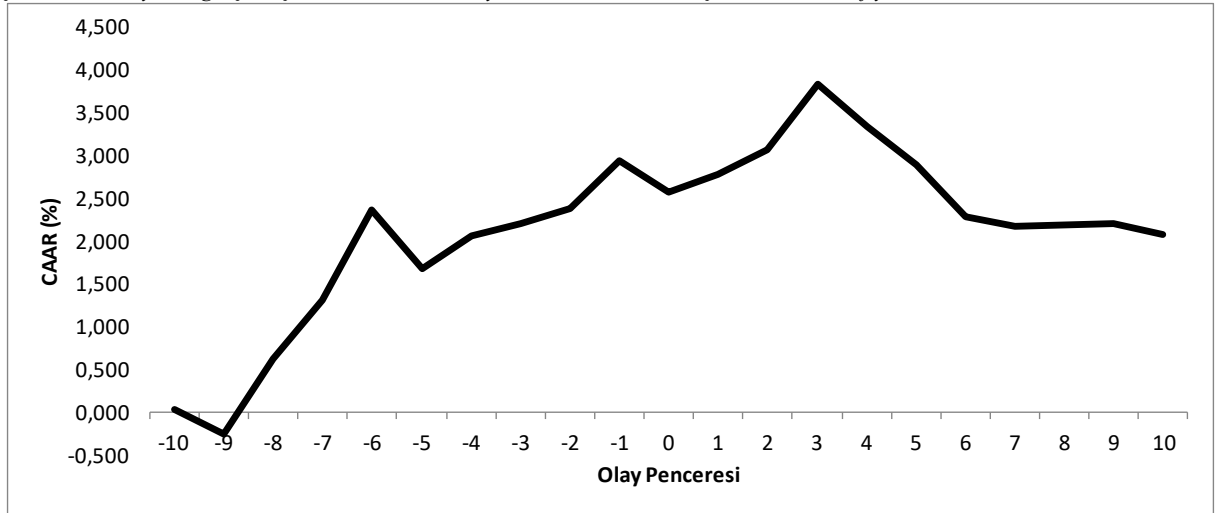
Tablo 15: Türkiye’de Gerçekleştirilen Satın Almalar

Gün	AAR(%)	t(AAR)	CAAR(%)	t(CAAR)
-10	0,034	0,093	0,034	0,093
-9	-0,282	-0,837	-0,248	-0,549
-8	0,876	1,581	0,627	0,836
-7	0,681	0,981	1,308	1,201
-6	1,057	1,873*	2,366	1,764*
-5	-0,693	-0,973	1,673	1,183
-4	0,396	0,764	2,069	1,481
-3	0,133	0,245	2,202	1,562
-2	0,183	0,366	2,386	1,472
-1	0,558	0,882	2,944	1,570
0	-0,371	-0,909	2,574	1,338
1	0,214	0,334	2,788	1,385
2	0,281	0,483	3,069	1,606
3	0,760	1,314	3,829	1,965**
4	-0,489	-0,635	3,341	1,551
5	-0,455	-0,761	2,886	1,206
6	-0,600	-0,957	2,287	0,870
7	-0,108	-0,213	2,178	0,833
8	0,006	0,012	2,184	0,776
9	0,023	0,049	2,207	0,772
10	-0,123	-0,303	2,084	0,743
<b>CAAR(%)</b>				
[-10,-1]	2,944		[0,+1]	-0,156
[-5,-1]	0,578		[-1,+1]	0,402
[-1,0]	0,188		[+1,+5]	0,312
[0]	-0,371		[+1,+10]	-0,490

**Not:** 0 satın alma duyurusunun yapıldığı gündür. AAR(%) ve CAAR(%) ortalama anormal getiri ve ortalama kümülatif anormal getirdir. t(AAR) ve t(CAAR) t istatistik değerleridir. \* ve \*\* sırasıyla %10 ve %5 anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir. Örnekleme 37 gözlem bulunmaktadır.

Olumlu CAAR'ın, olay sonrasındaki üçüncü günde belirgin bir şekilde anlamlı olduğu görülmekte olup, olay öncesi ve sırasında gözlenen olumlu havanın, girişim satın alma duyurularını takip eden günlerde de devam ettiğine işaret etmektedir. Bu sürekli olumlu tepki, piyasanın satın almaları değer artırıcı veya stratejik olarak olumlu olarak algıladığını gösterebilir. Türkiye piyasalarına yönelik olarak elde edilen bu sonuçlar, Türkiye’de, birleşme ve devralma işlemlerine yönelik duyuruların alıcı firma hisseleri üzerindeki kısa vadeli etkilerini olay analizi yöntemiyle araştırmış bulunan Dinçergök ve Pirgaip (2019) ile uyumlu görünmektedir. Nitekim söz konusu çalışmada da birleşme duyurusunu takip eden günlerde pozitif anormal getirilerin elde edilebileceği sonucuna ulaşılmıştır. Ancak, veri örnekleme bakıldığında anılan çalışmanın teknoloji de dahil olmak üzere birçok sektörün değerlendirildiği geniş kapsamlı bir araştırma olduğu ve 2005-2018 dönemini içerdiği dikkat çekmektedir. Bu nedenle, çalışmanın, teknoloji sektörüne yönelik olan ve farklı bir inceleme dönemini kapsayan işbu bu çalışma ile karşılaştırılması çok sağlıklı sonuç vermeyebilecektir.

Şekil 25: Türkiye’de gerçekleştirilen satın alma duyurularının satın alan şirketlerin hisse fiyatlarına etkileri



**Kaynak:** Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Genel olarak bakıldığında, sonuçlardaki ülke bazlı farklılıklar daha büyük borsa kapitalizasyonu ve daha büyük ekonomik büyüklük ile karakterize edilebilecek olan Türkiye ve Rusya'nın daha gelişmiş piyasalarında yatırımcıların, olay öncesi, olay tarihi ve olay sonrası dönemler boyunca sürekli olarak pozitif bir CAAR sergilediğini göstermektedir. Bu sürekli iyimserlik, pazarın daha yüksek seviyedeki gelişmişliğini ve girişim satın almalarının stratejik değerine duyulan güveni yansıtıyor olabilir. Bunun tersine, Yunanistan ve Macaristan gibi daha az gelişmiş pazarlarda ise yatırımcılar genel olarak temkinli bir duruş sergiliyor olabilir ve olay öncesi ve sonrası olumsuz eğilimler, teknoloji girişimi satın almalarına karşı şüpheci bir yaklaşımın göstergesi niteliğinde gözükmektedir. Polonya, olay tarihi etrafında olumlu bir düzenleme ve ardından olay sonrası dönemde olumsuz eğilimlere dönüş içeren karışık tepkisiyle, olumlu beklentilerin ardından gelen endişelerle karşılandığı dinamik bir pazarı yansıtmaktadır. Tepkilerdeki bu farklılıklar, ekonomik kalkınmanın aşamalarıyla uyumlu gibi görünmekte olup; daha gelişmiş piyasalar kendinden emin ve iyimser bir yaklaşım sergilerken, gelişmekte olan piyasaların bunun tersi bir tepkiyi gösterdikleri anlaşılmaktadır. Bu sonuçlar, farklı bölgelerdeki girişim satın alma dinamiklerinin anlaşılmasında, piyasa gelişim düzeyleriyle ilişkili ekonomik bağlamları ve yatırımcı davranışlarını dikkate almanın önemini açıkça ortaya koymaktadır.

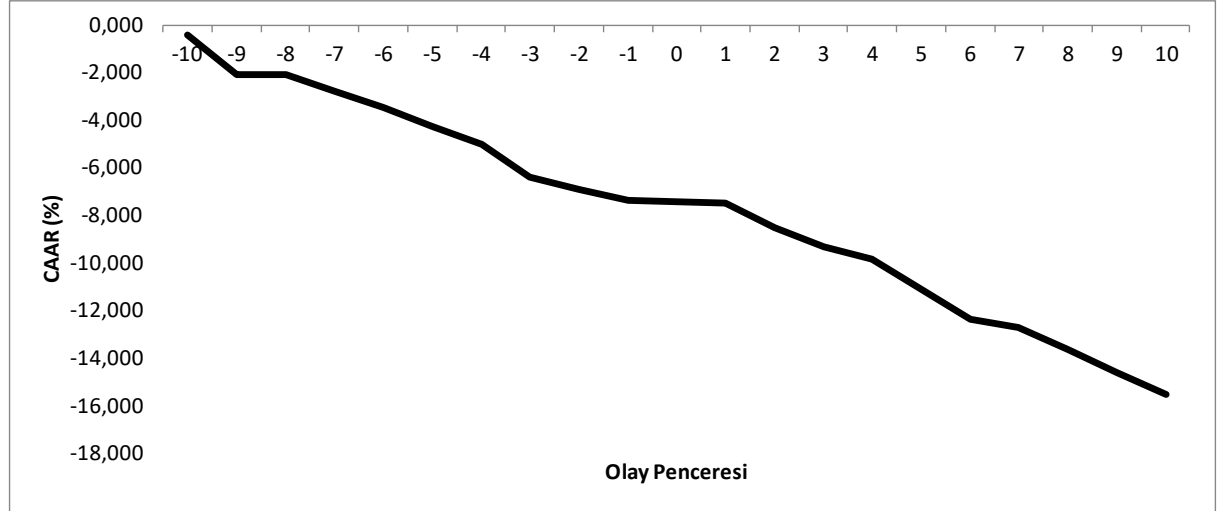
Ülkelerin bir arada olay analizine tabi tutulması sonucunda ise aşağıda Tablo 16 ve Şekil 26'daki gibi bir görünüm ortaya çıkmaktadır.

Tablo 16: Örneklem Kapsamındaki Ülkelerde Gerçekleştirilen Satın Almalar

Gün	AAR(%)	t(AAR)	CAAR(%)	t(CAAR)
-10	-0,444	-0,816	-0,444	-0,816
-9	-1,654	-4,935***	-2,098	-3,302***
-8	-0,003	-0,007	-2,101	-2,977***
-7	-0,718	-1,917*	-2,819	-3,027***
-6	-0,667	-1,976**	-3,485	-3,217***
-5	-0,820	-2,175**	-4,306	-3,689***
-4	-0,708	-2,342**	-5,013	-3,938***
-3	-1,377	-3,706***	-6,390	-4,491***
-2	-0,539	-1,287	-6,929	-4,650***
-1	-0,443	-1,151	-7,372	-4,562***
0	-0,096	-0,161	-7,468	-3,739***
1	-0,019	-0,039	-7,486	-3,435***
2	-1,081	-3,596***	-8,567	-3,871***
3	-0,773	-1,985**	-9,340	-4,067***
4	-0,524	-1,400	-9,864	-4,123***
5	-1,277	-3,116***	-11,141	-4,543***
6	-1,285	-3,612***	-12,426	-4,926***
7	-0,327	-0,688	-12,753	-4,807***
8	-0,889	-1,828*	-13,642	-5,079***
9	-0,976	-2,792***	-14,619	-5,207***
10	-0,942	-2,462**	-15,561	-5,560***
<b>CAAR(%)</b>				
[-10,-1]	-7,372***		[0,+1]	-0,114
[-5,-1]	-3,887***		[-1,+1]	-0,557
[-1,0]	-0,539		[+1,+5]	-3,674***
[0]	0,906		[+1,+10]	-8,093***

**Not:** 0 satın alma duyurusunun yapıldığı gündür. AAR(%) ve CAAR(%) ortalama anormal getiri ve ortalama kümülatif anormal getiridir. t(AAR) ve t(CAAR) t istatistik değerleridir. \*, \*\* ve \*\*\* sırasıyla %10, %5 ve 1% anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir. Örneklemde 142 gözlem bulunmaktadır.

Şekil 26: Örneklem kapsamındaki ülkelerde gerçekleştirilen satın alma duyurularının satın alan şirketlerin hisse fiyatlarına etkileri



**Kaynak:** Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Görüldüğü üzere, teknoloji girişimi satın alma duyuruları piyasada genel anlamda negatif bir tepkiyle karşılaşmaktadır. Duyurunun yapıldığı gün meydana gelen cılız pozitif tepki bu genel eğilimi değiştirecek kuvvette değildir. Bu hususla ilgili potansiyel tartışma konuları aşağıda yer almaktadır:

- Gelişmekte olan ülkelerdeki şirket satın almaları, gelişmiş ülkelerdeki şirketlere kıyasla daha düşük hisse senedi getirisi sağlıyor olabilir. Bunun nedeni gelişmiş ülkelerdeki şirketlerin hedef teknolojinin uygulanmasına yardımcı olan bir ortamda faaliyet göstermesi olabilir (Dranev, Frolova ve Ochirova, 2019). Görece daha gelişmiş piyasalar olan Türkiye ve Rusya'daki yatırımcıların satın alma duyurularına verdiği olumlu yanıt da bu çıkarımı destekler niteliktedir.
- Yönetimsel aşırı güven veya kurumsal girişim sermayesi programı düzeyindeki vekalet sorunları negatif getirilere sebep oluyor olabilir (Benson ve Ziedonis, 2010). Vekalet ya da temsilcilik faktörleri esasen satın alınan şirket için yüksek prim ödemesine neden oluyor olabilir. Şöyle ki, yönetim ve ortakların çıkarları her zaman örtüşmeyebilmekte, bazı durumlarda yönetimin kendi çıkarlarını ortakların çıkarlarının üzerinde, üstelik kimi durumlarda ortakların rızası hilafına, tutabilmektedir. Örneğin, şirketin birleşme ve satın alma yolu ile büyüyecek olması, yöneticilerin alacakları performans ücretlerinin de artmasını beraberinde getirebileceği için, yöneticilerin, şirket değerini artırmayacak olsa dahi, ilgili satın almaya sıcak bakması söz konusu olabilir.
- Şirketler finansal getiriler yerine kendilerini yeni teknolojilere ve pazarlara açmak için de girişim sermayesi yatırımı yapıyor olabilirler. Ayrıca satın alan şirketlerin sonraki performanslarının, kurumsal birikimlerine (içsel Ar-Ge yatırımları) bağlı olduğu da bulunmuştur (Benson ve Ziedonis, 2010). Bu açıdan bakıldığında gelişmekte olan ülkelerde satın alan şirketlerin kurumsal tabanlarının güçlü olmayabileceği göz önüne alındığında yatırımcıların satın alma duyurularına negatif tepki vermesi anlamlı görünmektedir. Konu esasında satın alma sonrasında elde edilmesi öngörülen sinerjinin elde edilememesi ile açıklanabilir. Nitekim birleşen şirketler ölçek ekonomisi sağlayarak, verimli görmedikleri birimleri elimine ederek, gerekli gördükleri departmanları bir arada toplayarak, dağıtım kanallarını, markaları paylaşarak sinerjiler oluşturmayı planlamakta ve bu nedenle de yüksek satın alma primleri ödemeye razı olabilmektedir. Ancak, sinerjinin fazla tahmin edilmesi, elde edilmesinin çok maliyetli olduğunun anlaşılması, hatta elde edilememesi veya ertelenmesi gibi durumların ortaya

çıkması satın almaların finansal değer yaratma bağlamında başarısızlıkla sonuçlanmasına neden olabilir (KPMG, 2018).

- Birleşme ve satın alma davranışlarında hissedar değerinin maksimize edilmesinden sapan yönetimin kişisel çıkarı, satın alma sonrası değer yıkımına yol açabilmektedir (Zhu & Zhu, 2016). Burada vekalet maliyetlerinin de ötesinde bizatihi yönetici kibrinden bahsedilebilir. Yöneticiler birleşme ve satın alma yoluyla sağlayacakları sinerji konusunda kendi yeteneklerine aşırı güveniyor olabilirler. Bu aşırı güven, satın alınacak şirket hakkında yeterli fizibilite yapılmaması, yönetim kurulunun yöneticiye güvenerek detaylı bir inceleme yapmaktan imtina etmesi ve acele kararlar verilmesi gibi olumsuz sonuçlar doğurabilir (Dinçergök, 2020).
- Gelişmekte olan ülkelerde hisse fiyatlarının girişim şirketi satın alma duyurularına verdiği tepkiler, yalnızca sinerjinin gerçekleştirilmesine ilişkin amaçları değil, satın alan şirketlerin iç pazar konumlarının güçlendirilmesine yönelik amaçları da kapsayabilmektedir. Bu durum özellikle aynı hedef şirket için satın alma yapmayı planlayan başka rakiplerin de olması halinde daha bariz bir görünüm arz edebilir. Bu gibi bir durumda, tüm rakiplerine rağmen satın almayı başaran şirket, satın alınan şirketin olması gerekenden fazla bir değerlendirme ile değerlendirilmesine, dolayısıyla da yüksek bir prim ödenmesine neden olabilecek, “kazanmanın laneti” (winner’s curse) sorunu ile yüzleşmek zorunda kalabilir.
- Girişim sermaye yatırımlarının kurumsal kontrolün ele geçirilmesine yönelik bir dürtüyle yapılması da piyasada olumsuz tepkilerle karşılaşılıyor olabilir. Satın alan şirketler, hedef şirketin kontrolünü ele geçirebilmek için yüksek primler ödemeye razı olabilirler. Kontrol primi esasen satın alan şirketin hedef şirketi satın alma sonrasında daha iyi yönetebileceğine dair kanaatinden kaynaklanmaktadır. Bununla beraber, hedef şirketin değeri satın alma öncesindeki yönetimin değişeceği beklentisiyle arttığında satın alan şirketin potansiyel kazancı azalabilecektir (Dinçergök, 2020).
- Girişim sermayesi yatırımı hızlı bir yatırım stratejisi olmasına ve daha çok inovasyonu kontrol etmeyi amaçlamasına rağmen, şirketler stratejik ittifaklarda



olduğu gibi inovasyonu doğrudan içselleştirmediğinden hisse senedi piyasaları olumsuz şekilde aşırı tepki veriyor olabilir. İnovasyonun nakde dönüş süresi de hisse senedi piyasaları için ek bir belirsizlik bileşeni olabilir (Carlini, Gaudio, Porzio, & Previtali, 2022). Özellikle bu çalışmanın konusunu oluşturan teknoloji sektöründe bu durum daha belirgin olabilir. Yüksek büyüme gösteren teknoloji şirketlerine, satın alan şirketin hedef şirketin varlıklarını doğru değerlendirememesi ve yapılan Ar-Ge harcamalarının ileride yaratacağı nakit akımlarının belirsiz olması gibi nedenlerle yüksek prim ödemeleri yapılabilmektedir.

### 4.3.2. İlave Analizler

Çalışmanın bu bölümünde yukarıda yer verilen olay analizleri veri setindeki heterojenlik de dikkate alınarak daha farklı bakış açılarıyla tekrarlanmaktadır.

#### 4.3.2.1. Ardışık Duyurular

Örnekleme her ne kadar birden fazla satın alma yapan şirket sayısı az olsa da, bunların ardışık satın almaları varsa hisse fiyatları da bu gürültü nedeniyle yatırımcı tepkisini doğru bir şekilde yansıtmıyor olabilir. Bu nedenle söz konusu ardışık duyuruların örneklemeden çıkarılarak olay çalışmasının yinelenmesinde fayda görülmektedir. Bu doğrultuda olay penceresi ve tahmin penceresi içerisinde ardışık duyurular yaptığı tespit edilen 17 şirket örneklemeden çıkarılmış ve analizler yeniden yürütülmüştür. Sonuçlar Tablo 17'nin Panel A kısmında gösterilmektedir.

#### 4.3.2.2. Yurtdışı Borsalarda İşlem Gören Şirketler

Ayrıca, örneklem kapsamındaki şirketlerden 36 tanesi NASDAQ, LSE, NewConnect vb. farklı borsalarda işlem görebilmektedir. Bunları kapsamdan çıkararak analizi tekrarlamak tamamen yerel borsalardaki fiyatlamaları görmek açısından yarar sağlayabilir. Bu kapsamdaki sonuçlara Tablo 17'nin Panel B kısmında yer verilmektedir.

#### 4.3.2.3. Sektörel Farklılıklar

Bunun dışında, satın alma yapan şirketlerin sektör farklılıklarının giderilerek yalnızca teknoloji sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin teknoloji girişimlerine yaptığı yatırımların dikkate alınması daha anlamlı sonuçların ortaya çıkmasına yardımcı olabilir.

Nitekim, literatür uyarınca, borsanın girişim sermayesi faaliyetlerini öncelikle şirketin ana faaliyet alanıyla uyumlu olup olmadığına bağlı olarak ödüllendirdiği veya cezalandırdığı söylenebilir (Sinha, 2018). Bu bağlamda, alıcı şirketlerin çoğunluğu teknoloji şirketi olmakla birlikte teknoloji şirketi olmayan alıcı şirketler negatif tepkiyi artırmış olabilir. Buna istinaden 65 adet alıcı teknoloji şirketinin hisse fiyatı etkilerine ilişkin sonuçlara Tablo 17'nin Panel C kısmından ulaşılabılır.

#### 4.3.2.4. Polonya Faktörü

En fazla satın alım yapan şirketin Polonya'da faaliyet gösterdiği dikkate alındığında, sonuçlara söz konusu şirketlerin bilgilerinin tesir etmiş olabileceğine dair şüphelerin giderilmesi önem taşımaktadır. Bu nedenle Polonya menşeli 57 şirket örneklemeden çıkarılarak yeniden analiz yapılmış olup, sonuçlar Tablo 17'nin Panel D kısmında gösterilmektedir.

#### 4.3.2.5. Görece Gelişmiş Piyasalar

Diğerlerine nazaran daha gelişmiş olduğu kabul edilen Rusya ve Türkiye piyasalarının birlikte değerlendirilmesi sonuçların zenginleştirilmesine katkı sağlayabilecektir. Bu nedenle söz konusu piyasalardaki toplam 67 şirketle sınırlı bir ilave analiz yapılmıştır. Bu sonuçlar Tablo 17'nin Panel E kısmında yer almaktadır.

#### 4.3.2.5. Kriz Dönemleri

Hisse piyasalarında önemli düşüşlerin gözlemlendiği 2008-2009 küresel finans krizi ve 2020 Covid-19 pandemi başlangıç yılı itibarıyla örnekleme kalan şirketlerin sonuçları negatif yönde etkilemiş olabileceği düşünülerek yeni bir analiz daha tasarlanmıştır. Bu defa 111 adet şirketle yürütülen analizin sonuçları Tablo 17'nin Panel F kısmında raporlanmaktadır.

#### 4.3.2.6. Düşük Sayıda Satın Alma Yapılan Ülkeler

En az sayıda gözlem içeren ülkeler olan Macaristan ve Yunanistan kapsam dışında bırakıldığında analizler 124 adet şirket üzerinden yapılabilmektedir. Bu sonuçlar ise Tablo 17'nin Panel G kısmında yer almaktadır.

#### 4.3.2.7. Pandemi Etkisi

Analizler pandemi dönemi olarak tabir edilebilecek 2020-2022 yılları ile sınırlı tutulmuş ve 43 adet şirket satın alması ile yürütülen çalışmalar sonucunda Tablo 17'nin Panel H kısmında yer verilen bulgulara ulaşılmıştır.

#### 4.3.2.8. Enflasyon Dönemi

Son olarak ise dünya piyasalarında enflasyonist baskıların had safhaya ulaştığı 2021-2022 yılları arasındaki satın almalar incelenmiş ve 24 adet şirket için olay analizi yapılmıştır. Bu sonuçlar Tablo 17'nin Panel I kısmında sunulmaktadır.

Yukarıda yer verilen ilave analizler sonucunda, Rusya ve Türkiye piyasalarının ele alındığı Panel E, 2020-2022 pandemi dönemine odaklanan Panel H ve enflasyonist dönemi tanımlayan Panel I dışında tüm durumlarda teknoloji girişimi satın almalarının satın alan şirketlerin hisse fiyatlarına negatif etki ettiği bir kez daha ortaya konmuştur. Söz konusu durumlarda ortak olan unsur, duyurunun çok öncesinde negatif tepkinin oluşuyor olması, tepkinin duyuru tarihi civarında ivmesini bir nebze kaybetmesi, ancak duyuru sonrasında negatif görünümünün şiddetlenerek devam etmesidir. Daha gelişmiş piyasaları bulunan Türkiye ve Rusya'da ise söz konusu satın almaların değer yarattığını ileri sürmek mümkün bulunmaktadır. Bu durum pandemi döneminde de geçerli gibi gözükse de sonuçlar istatistiki anlamlılığı haiz bulunmamaktadır. Enflasyonist dönemde ise, negatif tepkiler yalnızca olay sonrasında daha ileri zamanlarda gözlemlenmekte olup istatistiksel anlamlılığı sınırlı seviyededir.

Tablo 17: Örneklem Heterojenliğini Dikkate Alan İlave Analiz Sonuçları

	Panel A	Panel B	Panel C	Panel D	Panel E	Panel F	Panel G	Panel H	Panel I
	Ardışık olaylar	Diğer borsalar	Teknoloji şirketleri	Polonya şirketleri	Rusya-Türkiye	Kriz ortamları	Macaristan-Yunanistan	Pandemi dönemi	Enflasyonist dönem
Gün	CAAR(%)	CAAR(%)	CAAR(%)	CAAR(%)	CAAR(%)	CAAR(%)	CAAR(%)	CAAR(%)	CAAR(%)
-10	-0,608	-0,538	-0,871	-0,153	0,222	-0,542	-0,283	0,620	0,593
-9	-2,307***	-1,796***	-3,364***	-0,602*	0,201	-2,104***	-1,881***	-0,864	-0,248
-8	-2,420***	-2,121***	-3,905***	-0,882**	0,716	-2,492***	-1,414*	0,791	0,534
-7	-3,401***	-2,962***	-5,327***	-0,831	1,311*	-3,724***	-1,950*	1,559	0,738
-6	-4,151***	-3,516***	-5,756***	-0,536	2,043**	-4,575***	-2,520**	2,225	1,449
-5	-5,023***	-4,469***	-7,226***	-1,344*	1,758*	-5,807***	-3,060**	2,703	0,303
-4	-5,835***	-5,046***	-8,038***	-1,406*	2,130**	-6,829***	-3,626***	3,012	0,136
-3	-6,909***	-6,344***	-9,506***	-2,088**	1,929**	-8,286***	-4,844***	2,049	-1,311
-2	-7,578***	-7,150***	-10,239***	-2,141**	1,924*	-9,217***	-5,427***	2,403	-1,048
-1	-8,242***	-7,240***	-11,068***	-2,312**	2,157*	-9,970***	-5,692***	2,780	-1,301
0	-8,239***	-8,111***	-11,514***	-2,765**	1,983*	-10,800***	-5,585**	4,659	-1,590
1	-8,282***	-9,056***	-11,376***	-3,100**	2,288*	-11,304***	-5,212**	6,084	-1,685
2	-9,515***	-10,250***	-12,654***	-3,739***	2,195*	-12,574***	-6,061**	5,985	-1,360
3	-10,263***	-11,024***	-13,937***	-4,034***	2,347**	-13,716***	-6,663**	6,239	-1,941
4	-10,708***	-11,979***	-14,131***	-4,743***	2,085	-14,574***	-6,919***	6,033	-3,408
5	-12,152***	-12,858***	-15,575***	-5,362***	1,733	-16,114***	-8,146***	5,440	-3,766
6	-13,537***	-14,246***	-16,729***	-6,018***	1,574	-17,177***	-9,254***	3,450	-5,405
7	-13,879***	-14,541***	-17,169***	-6,082***	1,659	-17,925***	-9,538***	4,049	-6,150*
8	-14,819***	-16,042***	-17,114***	-6,941***	1,511	-18,944***	-10,049***	2,933	-7,230**
9	-15,872***	-16,921***	-18,490***	-7,411***	1,532	-20,113***	-10,832***	3,192	-7,182*
10	-16,759***	-18,148***	-19,245***	-7,891***	1,742	-20,702***	-11,469***	2,312	-6,560
<b>Gözlem</b>	125	106	65	85	67	111	124	43	24

**Not:** 0 satın alma duyurusunun yapıldığı gündür. AAR(%) ve CAAR(%) ortalama anormal getiri ve ortalama kümülatif anormal getiridir. t(AAR) ve t(CAAR) t istatistik değerleridir. \*, \*\* ve \*\*\* sırasıyla %10, %5 ve 1% anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir.

## SONUÇ

Girişim sermayesi finansman modeli, yenilikçi ve yaratıcı düşüncelerin gerekli sermayeye ulaşamaması nedeniyle hayata geçirilememesi durumuna çözüm olarak ortaya çıkan önemli bir finansman yöntemidir. Girişim sermayesi modeline benzeyen yöntemler çok eski dönemlerden beri kullanılıyor olsa da 1950'li yıllarda kurumsallaşmaya başlamıştır. Teknolojinin çok hızla arttığı günümüzde ise oldukça popüler bir finansman yöntemi haline gelmiştir. Girişim sermayesi finansmanının yatırım yapılan şirketlere yararı literatürde açık bir şekilde ortaya konmuştur. Ancak yatırım yapanlar tarafından bakıldığında neden böyle bir yatırım yapıldığı sorusu akıllara gelmektedir. Bu noktada mevcut literatür şirketlerin girişim sermayesi yatırımlarının teknolojiye ayak uydurmak, ölçek ekonomilerinden faydalanmak, pazar paylarını artırmak, riskleri minimize etmek ve şirket değerini artırmak gibi amaçlarla gerçekleştirildiğini ortaya koymaktadır. Bu itibarla mevcut literatürde girişim sermayesi yatırımlarının genellikle değer artırıcı nitelikte olduğu bulunmuş olmakla birlikte çeşitli sebeplerle girişim şirketi satın almalarındaki uygulamaların farklı sonuçlara yol açabileceğini vurgulayan literatür de bulunmaktadır.

Önceki bölümlerde bahsedildiği üzere girişim sermayesi şirketleri yüksek büyüme potansiyeline ve inovasyona sahip olmakla birlikte çeşitli riskler de taşımaktadırlar. Söz konusu şirketlerin satın alınması entegrasyon belirsizlikleri ve piyasa algıları gibi sebeplerle hisse fiyatlarında karmaşık hareketlere neden olabilir. Bu itibarla girişim sermayesi yatırımlarına yönelik çalışmalar halihazırda sınırlı düzeydedir. Özellikle girişim sermayesinin yeni yeni popüler hale gelmeye başladığı gelişmekte olan ülkelerle ilgili yapılan çalışmalar oldukça sınırlı ve yetersizdir. Bu nedenle gerek literatürdeki çelişkili sonuçları değerlendirmek gerekse gelişmekte olan ülkelerde girişim sermayesi yatırımlarının ne şekilde tepki gördüğünü anlamak açısından konunun araştırılmasının önemli olduğu değerlendirilmiştir.

Bu bağlamda, çalışmanın ilk bölümünde, çalışmanın anlaşılması için önemli olan kavramlar açıklanmıştır. Girişimci, fırsatları fark eden ve risk alan bir birey olarak tanımlanmakta olup genellikle kendi işini kuran veya onu büyüten kişi olarak nitelendirilmektedir. Girişim sermayesi ise, yenilikçi ve yaratıcı fikirleri ticarileştirmek veya mevcut işletmelerde yenilikçi ürün elde etmek amacıyla girişimcilere fon sağlayan

bir finansman türünü temsil etmektedir. Girişim sermayesi, genellikle risk sermayesiyle eşanlamlı olarak kullanılmakta, ancak yatırımın zamanlaması ve risk düzeyi açısından farklar bulunmaktadır. Girişim sermayesi yatırımları, genellikle teknoloji tabanlı sektörlerde faaliyet gösteren başlangıç aşamasındaki şirketlere odaklanmakta ve bu şirketlere finansal destek sağlamaktadır. Girişim sermayesi yatırımcıları, şirketler için aktif olarak yatırım fırsatları aramakta ve girişim fonları için sermaye artırımına yardımcı olmaktadır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, dünya genelinde girişim sermayesinin tarihsel gelişimine, küresel görünümüne ve ABD, Kanada, Avrupa, Asya, Afrika ve Asya'da girişim sermayesinin mevcut durumuna odaklanılmıştır. 20. yüzyılın başlarından 1990'lı yılların sonuna kadar girişimcilik üzerine uluslararası düzeyde yapılan çalışmaların sınırlı olması, o dönemde girişimciliğin dünya genelinde pek bilinmediğini göstermektedir. Ancak, girişimciliğin toplumsal refaha olumlu etkileri ve işsizlik gibi sorunlarla mücadeledeki etkin rolü fark edildikten sonra, girişimcilik mikro ve makro düzeydeki işletmelerden politikaya, akademiye iş dünyasına birçok kişi ve kurum tarafından benimsenmiştir. Girişim sermayesi yatırımları, sadece yatırımcılara uzun vadeli bir alternatif sunmakla kalmayıp aynı zamanda istihdam yaratma ve ekonomik büyüme için önemli bir rol oynamaktadır. Günümüzde yapılan çalışmalar, girişim sermayesi destekli şirketlerin istihdamı büyük ölçüde artırdığını ve milyonlarca yeni iş yarattığını göstermektedir. Bu alandaki yatırımların, Ar-Ge harcamalarının artışı gibi ekonomik göstergeler üzerinde olumlu etkileri olduğu gözlemlenmiştir. Girişim sermayesi, kurumsal anlamda ilk olarak 19. yüzyılın başlarında İngiltere'de ortaya çıkmış ve günümüzde genellikle ABD merkezli faaliyet göstermektedir. Küresel ölçekte, 2022'de girişim sermayesi yatırımında bir düşüş yaşanmış olsa da, bu alandaki faaliyetlerde en fazla düşüşü Asya ve Okyanusya bölgesi yaşamıştır. Avrupa ve Asya, küresel ölçekte en iyi performansı sergileyen kıtalar arasında bulunmaktadır. Yatırımların aşamalara göre incelenmesi, geç aşama yatırımlarında belirgin bir düşüş olduğunu gösterirken, erken aşama yatırımlarının hala aktif olduğunu göstermektedir. Sektörel olarak incelendiğinde yazılım hizmetlerinin toplam payının büyümeye devam ettiği, Enerji, İş ve İşe Alım ve Fintech gibi sektörlerin hızla büyüdüğü görülmektedir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, Türkiye'de girişim sermayesinin kavramsal ve yasal çerçevesi, Türkiye'deki girişimcilik manzarası, büyüklüğü ve dünya genelindeki konumu özel olarak değerlendirilmiştir. Türkiye'de bu konsept, özellikle 1980 sonrasında ekonomik krizler ve liberalleşme politikalarının etkisiyle gelişmeye başlamıştır. Türkiye'de girişim sermayesi, gelişmiş ülkelerle kıyaslandığında daha yeni bir geçmişe sahiptir. 1980 sonrasındaki dışa dönük sanayileşme ve ekonomideki liberalleşme politikaları, ekonomik krizlerle kesintiye uğramıştır. Ancak, 2001 krizi sonrasında uygulanan IMF destekli programlar ve ekonominin istikrar kazanması, girişim sermayesinin gelişimine katkı sağlamıştır. Türkiye'de girişimcilik, teknoparklar, iş geliştirme merkezleri ve girişimcilik programları gibi faaliyetlerle hızla artmıştır.

Son olarak, dördüncü ve final bölümünde, konuyla ilgili literatür özetlenmiş ve gerçekleştirilen ampirik çalışmanın sonuçlarına yer verilmiştir. Bu kapsamda çalışmanın örneklemini 1999-2022 yılları arasında Türkiye, Yunanistan, Polonya, Rusya ve Macaristan'daki 142 teknoloji girişimi satın alımı oluşturmaktadır. Söz konusu satın alım duyurularının satın alan şirketlerin hisseleri üzerindeki etkilerini incelemek amacıyla araştırma yöntemi olarak standart olay çalışması kullanılmıştır. Örnekleme yer alan şirketlerin teknoloji girişimi satın alma duyuruları sonrasında hisse değerlerinin kümülatif anormal getirileri incelenmiştir.

Araştırma sonuçları ülke bazında incelendiğinde satın alma duyurularının Yunanistan, Macaristan ve Polonya borsalarında genel olarak negatif tepki ile karşılandığını, görece daha gelişmiş piyasalar olan Türkiye ve Rusya borsalarında ise olay öncesi ve olay tarihinde olumlu karşılandığını göstermektedir. Bu bulgular, girişim satın alma süreçlerinin farklı bölgelerde nasıl işlediğini anlamak için, ekonomik bağlamın ve yatırımcı davranışlarının piyasa gelişim düzeyleriyle nasıl ilişkilendiğini göz önünde bulundurmanın önemini vurgulamaktadır.

Ülkeler bir araya getirilerek yapılan olay analizi sonuçları, teknoloji girişimi satın alma duyurularının genel olarak piyasada olumsuz bir tepki aldığını göstermiştir.

Araştırma sonuçları, girişim satın alma süreçlerinin piyasa gelişim düzeyine göre farklılık gösterebildiği şeklinde yorumlanabilir. Öyle ki daha önceki çalışmaların, girişim sermayesi yatırımlarına piyasanın olumlu tepki verdiğini bulmalarının sebebi olarak, söz

konusu çalışmalarda gelişmiş ülke piyasalarının incelenmesi gösterilebilir. Bu nedenle, yatırımcıların ve yöneticilerin, faaliyet gösterdikleri coğrafyayı ve pazarı anlamak adına yerel uzmanlardan danışmanlık almalarının önemli olduğu ve satın alma süreçlerine katılan taraflar arasında iş birliği ve iletişimin, başarılı bir entegrasyon süreci için kritik öneme sahip olduğu değerlendirilmektedir. Araştırma sonuçlarından elde edilen bulgular ışığında, girişim sermayesi ve teknoloji girişimlerine yönelik satın alma süreçlerine ilişkin çeşitli öneriler aşağıdaki gibi sıralanabilir:

Yatırımcılar, teknoloji girişimlerine yönelik satın alma süreçlerinde, şirketlerin inovasyon ve büyüme potansiyelini değerlendirmek üzere kapsamlı bir analiz yapmalıdır. Bu kapsamda piyasanın gelişmişlik düzeyi, ekonomik bağlam, girişimlerin faaliyet gösterdikleri ülkelerin piyasa dinamikleri yatırım kararlarında göz önünde bulundurulmalıdır.

Şirket yöneticileri, satın alma süreçlerinde şeffaf iletişim stratejileri benimsemeli ve paydaşlara süreçle ilgili güncel bilgiler sağlamalıdır. Yöneticiler ayrıca entegrasyon sürecine odaklanarak, satın alma sonrası belirsizlikleri en aza indirmek için planlı ve etkili bir strateji oluşturmalıdır.

Düzenleyici otoriteler ise girişim sermayesi ve teknoloji satın alma süreçlerini izlemeli ve şeffaflığı artırmak adına gerekli politika ve düzenlemeleri oluşturmalıdır. Gelişmekte olan ülkelerdeki teknoloji girişimlerini destekleyen politika önlemleri, bu şirketlerin sürdürülebilir büyüme için daha elverişli bir ortamda faaliyet göstermelerine yardımcı olabilir.

Çalışmanın kısıtları, belirli sınırlamaların yanı sıra gelecekteki potansiyel araştırmalara yönelik önerileri içermektedir. Örneğin, bu çalışmanın kapsamı sadece Avrupa'daki beş tane gelişmekte olan ülkeyle sınırlıdır ve bu nedenle genelleme yapmak zor olabilir. Ayrıca, şirketlerin finansal tablo verilerini elde edip anormal getirilerin finansal yapı açısından nedenlerini araştırmak bu çalışmanın hedeflerine dahil edilmemiştir. Teknoloji şirketlerinin alt kümelerine de odaklanılmamıştır.

Gelecekte yapılacak çalışmalara yönelik öneriler arasında ise diğer gelişmekte olan ülkelerin de incelenmesi, şirketlerin finansal tablo verilerinin analiz edilerek anormal getirilerin finansal yapı anlamındaki nedenlerinin araştırılması, teknoloji şirketlerinin alt



kümelerine odaklanılarak analiz kapsamının genişletilmesi gibi noktalar bulunmaktadır. Bu öneriler, gelecekteki araştırmaların daha geniş bir perspektife sahip olmasını ve daha kapsamlı sonuçlara ulaşmasını sağlayabilir.

## KAYNAKÇA

- Adrian, C. (2012, Eylül). Seeds of growth : the challenges of venture capital in the Australian landscape.
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Avcıol Basım.
- Arıkan, H. (2022, Ocak). Girişim Sermayesi Ortaklıklarının Risk-Getiri Karakteristiğinin Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli Çerçevesinde İncelenmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. Karabük: Karabük Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü.
- Armitage, S. (1995). Event study methods and evidence on their performance. *Journal of Economic Surveys*(9), 25-52.
- Australian Government Department of Industry. (2015). Innovation and Science. *National Innovation and Science Agenda*.
- Australian Investment Council. (2023). Advantages of venture capital. Sidney. Şubat 28, 2023 tarihinde <https://www.aic.co/AIC/Investment/How-does-venture-capital-work.aspx> adresinden alındı
- Aydoğan Çete, T. (2021, Ağustos). Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi. Ankara, Türkiye: TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Aydoğan Çete, T. (2021, Ağustos). Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi. Ankara, Türkiye: TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Aypek, N. (1998). Sermaye Piyasası Aracı Olarak Risk Sermayesi ve Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği. Ankara: KOSGEB Yayınları.
- Basdas, U., & Oran, A. (2014). Event studies in Turkey. *Borsa Istanbul Review*, 14(3), 167-188.
- Basu, S., Wadhwa, A., & Kotha, S. (2016). Corporate Venture Capital: Important Themes and Future Directions. *In Handbook of Research on Corporate Entrepreneurship*, 203-234. (S. Zahra, D. Neubaum, & J. Hayton, Dü) Edward Elgar Publishing.
- Bayar, Y. (2012). Girişimcilik Finansmanında Risk Sermayesi ve Melek Finansmanı. *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi*, 133-144.
- BCG/UBS. (2012). A Survey of European Companies on M&A Plans – 2012.
- BDC Capital. (2017). *Canada's Venture Capital Landscape: Challenges and Opportunities*. BDC Capital.
- Benson, D., & Ziedonis, R. (2010). Corporate venture capital and the returns to acquiring portfolio companies. *Journal of Financial Economics*, 98(3), 478-499.

- Beşkardeşler, H. (2010). Türkiye ve Dünyada Risk Sermayesi. *Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul, Türkiye: Kadi Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finans ve Bankacılık Anabilim Dalı .
- Bhattacharyya, S. (1989, Kasım 25). Venture Capital Financing. Ocak 13, 2023 tarihinde <https://www.jstor.org/stable/4395620> adresinden alındı
- Black, B., & Khanna, V. (2007). Can Corporate Governance Reforms Increase Firm Market Values? Event Study Evidence from India. *Journal of Empirical Legal Studies*, 4(4), 749-796.
- Bottazzi, L., Da Rin, M., van Ours, J., & Berglöf, E. (2002, Nisan). Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies. 17(34), 229-269. Oxford University Press on behalf of the Centre for Economic Policy Research, Center for Economic Studies, CESifo Group, and the Maison des Sciences de l'Homme. <https://www.jstor.org/stable/1344676> adresinden alındı
- Bulut, H. İ. (2003). Risk Sermayesi Yatırımlarının Fiyatlandırılması. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*(213), 89-101.
- Bulut, H. İ., & Er, B. (2008). Risk Sermayesi Destekli Girişimlerin Fiyatlandırılması ve Fiyatlandırmada Kullanılan İskonto Oranı. Karadeniz Teknik Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme ABD. Mart 3, 2023 tarihinde <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/32100#:~:text=Risk%20sermayesi%20deste%20C4%9Fi%20sa%20C4%9Flanana%20yat%20C4%B1r%20C4%B1mlar%20C4%B1n,aras%20C4%B1nda%20de%20C4%9Fi%20C5%9Fen%20y%20C3%BCksek%20iskonto%20oranlar%20C4%B1d%20C4%B1r> adresinden alındı
- Can, A. N. (2012, Ağustos). Girişim Sermayesi ve (Konya'daki) KOBİ'lerde Uygulanabilirliği. Sakarya, Türkiye: Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Canadian Venture Capital & Private Equity Association. (2023). *Canadian Venture Capital Market Overview-2022 Year in Review*. CVCA.
- Carlini, F., Gaudio, B., Porzio, C., & Previtali, D. (2022). Banks, FinTech and stock returns. *Finance Research Letters*, 45.
- CBInsights. (2021, Ekim 26). *The United States Of Venture Capital: The Most Active VC In Each State*. CBInsights: <https://www.cbinsights.com/research/most-active-tech-venture-capital-firms-us-map/> adresinden alındı
- Civil, B. (2008, Kasım). Kobi'lerin Finansal Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesi Finansman Modeli ve Trabzon İlinde Bir Uygulama. Tranzon, Türkiye: Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Çolak, A. (2015). Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı Ve Rüzgâr Enerjisi Sektöründeki Uygulaması – Türkiye'den Örnek Bir Çalışma. Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı.

- Dasilas, A., Lyroudi, K., & Ginoglou, D. (2008). Joint effects of interim dividend and earnings announcements in Greece. *Studies in Economics and Finance*, 25(4), 212-232.
- dealroom.co. (2023, Ocak). Global Venture Capital. <https://dealroom.co/guides/global-venture-capital-monitor> adresinden alındı
- Demir, Z. (2018, Temmuz). Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ) Finansal Problemlerinin Çözümünde Girişim Sermayesi Fon'larının Önemi ve Rolü: Katılım Bankacılığına Yeni Bir Model Önerisi. İstanbul: T.C. İSTANBUL SABAHATTİN ZAİM ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ .
- Dinçergök, B. &. (2019). Birleşme ve Devralma Duyurularının Alıcı Firma Hisse Performansına Kısa ve Uzun Dönemli Etkileri. *Third Sector Social Economic Review*, 54(4), 1685-1706.
- Dinçergök, B. (2020). *Birleşmeler ve Satın Almalar* (1 b.). Ankara: Nobel Bilimsel Eserler.
- Dranev, Y., Frolova, K., & Ochirova, E. (2019). The impact of fintech M&A on stock returns. *Research in International Business and Finance*, 48, 353–364.
- Dubocage, E., & Rivaud-Danset, D. (2002). Development of Venture Capital in Europe: The Role of Public Policy. *Venture Capital In Europe: International Comparisons*. [https://www.nomurafoundation.or.jp/en/wordpress/wp-content/uploads/2014/09/20021203-04\\_Frederique\\_Sachwald\\_-\\_Dorothee\\_Rivaud-Danset.pdf](https://www.nomurafoundation.or.jp/en/wordpress/wp-content/uploads/2014/09/20021203-04_Frederique_Sachwald_-_Dorothee_Rivaud-Danset.pdf) adresinden alındı
- Dushnitsky, G., & Lenox, M. (2005). When Do Firms Undertake R&D by Investing in New Ventures??. *Strategic Management Journal*, 26(10), 947–965.
- Ertürk, H. (2017). Girişim Sermayesi Sektöründeki Yatırım Tercihleri Ve Kurumsal Yönetim Çerçevesinde Girişimlere Yapılan Müdahalelerin Analizi Türkiye'deki Girişim Sermayesi Uygulamaları. Ankara, Türkiye.
- European Union. (2023). *Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs*. Mart 2023 tarihinde [https://single-market-economy.ec.europa.eu/access-finance/policy-areas/venture-capital\\_en](https://single-market-economy.ec.europa.eu/access-finance/policy-areas/venture-capital_en) adresinden alındı
- Evren Yatmaz, F. (2012, Mart). Girişim Sermayesi. *Uzmanlık Tezi*. Ankara: T.C. Kalkınma Bakanlığı Bölgesel Gelişme ve Yapısal Uyum Genel Müdürlüğü.
- Fetahlıoğlu, F. M. (2020, Ocak). Yeni Ekonomi ve Girişimcilik Girişim Sermayesi Hizmetleri ve Girişimcilerin Finansman Sorunu. Ankara, Türkiye: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Graebner, M., Eisenhardt, K., & Roundy, P. (2010). Success and Failure in Technology Acquisitions: Lessons for Buyers and Sellers. *Academy of Management Perspectives*, 24(3), 73-92.

- Haslanger, P., Lehmann, E., & Seit, N. (2022). The performance effects of corporate venture capital: a meta-analysis. *The Journal of Technology Transfer*, 48, 2132–2160.
- Hayward, M. (2002). When Do Firms Learn from Their Acquisition Experience? Evidence from 1990-1995. *Strategic Management Journal*, 23(1), 21–39.
- Higgins, M., & Rodriguez, D. (2006). The Outsourcing of R&D through Acquisitions in the Pharmaceutical Industry. *80(2)*, 351–383.
- Hocaoğlu Yıldız, E. (2019, Ocak). Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Analiz. Sakarya: Sakarya Üniversitesi İşletme Enstitüsü.
- Hodgson, L. (2022, Nisan 20). *News & Analysis driven by the PitchBook Platform*. Pitchbook: <https://pitchbook.com/news/articles/most-active-vcs-france> adresinden alındı
- Idi, K., & Germinah, C.-T. E. (2022). Venture Capital Financing as A Driver for Entrepreneurship Development in Africa. *International Journal of Entrepreneurship and Business Development*, 1183-1198.
- İlgün, Y. (2019, Ocak). Borsa İstanbul’da İşlem Gören Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Finansal Performanslarının Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi. Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- İpekten, O. (2006). Risk Sermayesi Finansman Modeli. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 7(1), 385 - 408. Mart 6, 2023 tarihinde <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/31994> adresinden alındı
- Ivanov, V., & Xie, F. (2010). Do Corporate Venture Capitalists Add Value to Start-Up Firms? Evidence from IPOs and Acquisitions of VC-Backed Companies. *Financial Management*, 39(1), 129-152.
- Janney, J., Damaraju, N., & Dess, G. (2021). The role of corporate venture capital on returns to acquiring firms: evidence from the biotechnology industry. *An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 23(2), 111-127.
- Kantar, E. (2008). Kobiler ve Girişimciler İçin Alternatif Sermaye ve Fon Kaynakları: Girişim Sermayesi ve Melek Yatırımcı. İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.
- Karadeniz, E. E. (2019). *Türkiye’de Girişimcilik ve Uluslararası Karşılaştırma 2018/2019*. İstanbul: Yeditepe Üniversitesi Yayınevi.
- Kildokum, H. (2012). “Girişim Sermayesi”nin Türkiye Serüveni- Bir Modele Yönelik Fırsat Arayışı. *Balkan Sosyal Bilimler Dergisi*, 1(1). <https://dergipark.org.tr/tr/pub/bsbd/issue/43799/537987> adresinden alındı
- Kilimlioğlu, S. (2006, Aralık). KOBİ’lerin Risk Sermayesi Finansman Modelinden Yararlanma Olanakları ve Beklenen Faydalar (Eskişehir İl Merkezindeki

KOBİ'ler Örneği). Eskişehir, Türkiye: Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı.

- KPMG . (2018). Updating your synergy book: four tactics to deliver better results. <https://kpmg.com/kpmg-us/content/dam/kpmg/pdf/2023/updated-your-synergy-playbook.pdf> adresinden alındı
- Kuğu, T. D. (2004). Finansman Yöntemi Olarak Risk Sermayesi. *Celal Bayar Üniversitesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 11(2). Mart 7, 2023 tarihinde <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/145876> adresinden alındı
- Kuzulu, Ö. (2006). Risk Sermayesi ve Türkiye Uygulamaları. Çanakkale. Mart 2023 tarihinde [https://www.academia.edu/42001277/RISK\\_SERMAYESI\\_VE\\_TURKIYE\\_UYGULAMALARI](https://www.academia.edu/42001277/RISK_SERMAYESI_VE_TURKIYE_UYGULAMALARI) adresinden alındı
- Moeller, S. B. (2005). Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave. *The Journal of Finance*, 60(2), 757-782.
- Moeller, S., Schlingemann, F., & Stul, R. (2004). Firm Size and the Gains from Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73, 201–228.
- Naqi, S., & Hettihewa, S. (2007). Venture capital or private equity? The Asian experience. *Business Horizons*, 335–344.
- NVCA. (2023). *The National Venture Capital Association*. <https://nvca.org/> adresinden alındı
- Peterson, P. (1989). Event studies: A review of issues and method. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 28(3), 36-66.
- Pirgaip, B., & Akyüz, M. (2020). To be rated or to be indexed: Corporate governance rating experience in Borsa Istanbul. *Istanbul Business Research*, 49(2), 271-300.
- PitchBook . (2022, Ağustos 19). What is venture capital and how does it work?
- Pitchbook and NVCA. (2023). *Venture Monitor Q4 2022*. <https://nvca.org/research/pitchbook-nvca-venture-monitor/> adresinden alındı
- Pradeep, R., Aarti, G., & Vineet , K. (2022, Eylül). Venture Capital Investment Market. *Allied Market Research*. <https://www.alliedmarketresearch.com/venture-capital-investment-market-A19435> adresinden alındı
- Preqin and Australian Investment Council. (2022). Australian Private Capital Market Overview:A Preqin and Australian Investment Council Yearbook 2022.
- Reynolds, P., Camp, S., Bygrave, W., Autio, E., & Hay, M. (2001). *Global Entrepreneurship Monitor 2001 Executive Report*.
- Sermaye Piyasası Kurulu. (2013, Ekim 9). Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği.

- Sermaye Piyasası Kurulu. (2022). Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları. *Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları*.
- Sermaye Piyasası Kurulu. (2022). Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları. *Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları*.
- Sheppard, H. (2017). Capital Gone Walkabout: The Development of Venture Capital in Australia. *The Journal of Private Equity*, 50-59. <https://www.jstor.org/stable/44397537> adresinden alındı
- Sinha, T. (2018). Corporate Venture Capital: Stock Market Reactions and Impact on Investee Exit. Glucksman Institute for Research in Securities Markets.
- Startupswatch. (2023, Ocak). *Turkish Startup Ecosystem-Year in Review 2022*. Startupswatch: [https://startups-watch-production.s3-eu-central-1.amazonaws.com/uploads/documents/3154/Year\\_In\\_Review\\_2022\\_v1.0.pdf?X-Amz-Expires=3600&X-Amz-Date=20230411T112633Z&X-Amz-Algorithm=AWS4-HMAC-SHA256&X-Amz-Credential=AKIAIJVM3YYR2ZQJJSQ/20230411/eu-central-1](https://startups-watch-production.s3-eu-central-1.amazonaws.com/uploads/documents/3154/Year_In_Review_2022_v1.0.pdf?X-Amz-Expires=3600&X-Amz-Date=20230411T112633Z&X-Amz-Algorithm=AWS4-HMAC-SHA256&X-Amz-Credential=AKIAIJVM3YYR2ZQJJSQ/20230411/eu-central-1) adresinden alındı
- Statista Research Department. (2022, Kasım 10). Value of venture capital investment in the United States from 2006 to 2021. Mart 2023 tarihinde <https://www.statista.com/statistics/277501/venture-capital-amount-invested-in-the-united-states-since-1995/#:~:text=In%202021%2C%20the%20value%20of,stand%20out%20on%20the%20market.> adresinden alındı
- The British Private Equity & Venture Capital Association. (2023). *Venture Capital Explained*. Şubat 27, 2023 tarihinde The British Private Equity & Venture Capital Association Website: <https://www.bvca.co.uk/Our-Industry/Venture-Capital> adresinden alındı
- Tseung, A. (2022). 3 Trends Shaping the Future of Tech Venture Capital in Asia. Nisan 2023 tarihinde <https://www.toptal.com/finance/venture-capital-consultants/venture-capital-asia> adresinden alındı
- Vaidya, D. (2023). Venture Capital. Şubat 28, 2023 tarihinde <https://www.wallstreetmojo.com/venture-capital/> adresinden alındı
- WU Entrepreneurship Center. (2022). *The 2022 European Capital Report*. [www.europeancapitalmap.com](http://www.europeancapitalmap.com) adresinden alındı
- Yener, S. (2018). İktisadi Kuramlar ve Girişimcilik. *Sinop Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 13-38.
- Zhu, H., & Zhu, Q. (2016). Mergers and acquisitions by Chinese firms: A review and comparison with other mergers and acquisitions research in the leading journals. *Asia Pacific Journal of Management*, 33, 1107–1149.

## **EK 1. ORİJİNALLIK RAPORU**



## **EK 2. ETİK KURUL MUAFİYET FORMU**