

Orijinal Makale / Original Article

Melek yatırımcıların ortak değerlendirme kriterleri ve girişimci ekibin yeterliliğinin melek yatırım kararları üzerindeki hâkim rolü

Common evaluation criteria used by business angels and entrepreneurial team strength as the dominant factor affecting angel investment decisions

Yonca Deniz GÜROL^{ID}, Cem Adnan ENER*^{ID}

Yıldız Teknik Üniversitesi, İşletme Bölümü, İstanbul, Türkiye

Department of Business Administration, Yıldız Technical University, Istanbul, Türkiye

MAKALE BİLGİSİ

Makale Hakkında

Geliş tarihi: 30 Kasım 2022
Revizyon tarihi: 10 Ocak 2023
Kabul tarihi: 11 Ocak 2023

Anahtar kelimeler:

Girişimci, melek yatırımcı,
melek yatırım, vekâlet teorisi,
vekâlet riski.

ARTICLE INFO

Article history

Received: 30 November 2022
Revised: 10 January 2023
Accepted: 11 January 2023

Key words:

Entrepreneur, business angel,
angel investment, agency theory,
agency risk.

ÖZ

Melek yatırımcıların yatırım kararları çok sayıda değişkene sahip karmaşık denklemlere benzemektedir. Melek yatırımcılığın fazlasıyla 'kişiselleşmiş' bir aktivite olması nedeniyle her melek yatırımcının kendi heves ve hedefleri doğrultusunda özel karar parametrelerine sahip olması doğaldır. Buna karşın, melek yatırımcıların erken aşamadaki girişimlere yatırım yaparak maruz kaldıkları ortak riskler (vekâlet riski, icra riski, piyasa riski) ve bu risklerin melek yatırımcılar açısından önemi bağlamında ele alındığında, bazı değerlendirme kriterlerinin melek yatırım kararlarının yönünü tayin etmekte yeterli gelebileceği düşünülmektedir. Bu araştırma kapsamında 1) melek yatırım kararlarının yönünü tayin eden az sayıda ama kritik önemdeki girişimci ekip ve girişim fırsatı odaklı değerlendirme kriterlerinin hangileri olduğunun keşfedilmesi, 2) geçmiş araştırmalarda savunulan "melek yatırımcıların vekâlet riskini icra riski ve piyasa riskinden daha fazla önemsedikleri" tezinden hareketle, girişimci ekibin yeterliliğinin yatırım kararı üzerinde hâkim olup olmadığının test edilmesi amaçlanmaktadır. Araştırmanın ulaştığı bulgular melek yatırımcılığa yeni başlayacak olan kişilere yatırım fırsatlarının değerlendirilmesi sürecinde yararlanabilecekleri bir 'kontrol listesi' sunması ve girişimciler tarafından melek yatırımcıların karar sistematüğının daha iyi anlaşılmasına katkı sağlayacak olması bakımından önemlidir. Araştırma geçmişte Kuzey Amerika ve Avrupa ülkelerinde yapılmış olan melek yatırımcılık odaklı araştırmaların bulgularını Türkiye'den ampirik kanıtlarla destekleyecek olmasına ek olarak, çok sayıda Türk melek yatırımcıyı kapsayan geniş bir örnekleme sahip olması (n=122) ve Türk melek yatırımcıların yatırım kararlarını odağına alan ilk akademik araştırmalar arasında yer alması ile literatüre katkıda bulunmaktadır.

Atıf için yazım şekli: Gürol YD, Ener CA. Melek yatırımcıların ortak değerlendirme kriterleri ve girişimci ekibin yeterliliğinin melek yatırım kararları üzerindeki hâkim rolü. Yıldız Sos Bil Ens Der 2022;6:2:74–94.

*Sorumlu yazar / Corresponding author

*E-mail adres: cemener@gmail.com



ABSTRACT

Business angels' investment decisions resemble complex equations with too many variables. Angel investing is a highly 'personalized' activity, therefore business angels naturally have custom evaluation criteria that are aligned with their own goals and ambitions. On the other hand, some risks are common and they are present in almost all of the potential deals. These common risks are execution risk, market risk and most importantly, agency risk. Taking into consideration the importance of these risks, this research hypothesizes that the outcome of a business angel's due diligence process largely depends on a select group of evaluation criteria that help to measure the level of execution risk, market risk and agency risk. This research aims to 1) discover which entrepreneur-related and opportunity-related evaluation criteria shape up angel investment decisions, 2) test whether entrepreneurial team strength is the dominant factor affecting angel investment decisions. The results of this research are important for both novice business angels and entrepreneurs seeking funding from investors. Novice business angels may utilize the list of criteria as a 'checklist'. Entrepreneurs will better understand the reasons behind business angels' investment decisions, and thus be better prepared for their future investment pitches. This research contributes to entrepreneurship literature by examining investment decisions of Turkish business angels for the first time. It is also believed to be among the first few angel investing focused academic research in Turkey with a sample size of 100+.

Cite this article as: Gürol YD, Ener CA. Common evaluation criteria used by business angels and entrepreneurial team strength as the dominant factor affecting angel investment decisions. Yıldız Sos Bil Ens Der 2022;6:2:74–94.

GİRİŞ

Startuplar bilgiyi ve teknolojiyi ana girdi olarak kullanan, teknolojik kümelenmenin yoğun olduğu yerlerde kurulan, pazara sık aralıklarla yenilikler sunmayı hedefleyen, hızlı bir şekilde büyümek için gelişmiş finansman enstrümanlarından yararlanan girişimlerdir (Blank, 2010; Mann & Sanyal, 2010). Yazılı kaynaklarda izine ilk defa 15 Ağustos 1976 tarihli Forbes dergisinin 'The Unfashionable Business of Investing in Startups in the Electronic Data Processing Field' (Türkçe 'Güncel Trendlerin Dışında Bir Aktivite Olarak Elektronik Veri İşleme Alanında Faaliyet Gösteren Startuplara Yatırım Yapmak') başlıklı makalesinde rastlanan İngilizce 'startup' (veya 'start-up') kelimesi için 2022 yılı itibarıyla halen Türk Dil Kurumu sözlüklerinde veya Cambridge sözlüğünde Türkçe bir karşılık önerilmemektedir. Bu araştırma çerçevesinde 'startup' kelimesinin Türkçe karşılığı olarak 'teknoloji girişimi' ifadesinin kullanılması tercih edilmiştir.

Teknoloji girişimleri fikir aşamasından başlayıp, ölçeklenmeye doğru giden yolda her aşamada farklı finansman yöntemlerine başvurarak fon sağlamaktadır. Erken aşamadaki bir teknoloji girişiminin borçlarına karşılık teminat olarak gösterilebileceği maddi duran varlıkların çok sınırlı olması, girişimin tüzel kişiliğinin borç finansmanı yöntemi ile fon sağlamasını zorlaştırmaktadır (Gomez-Meija, Balkin & Welbourne, 1990; Mann & Sanyal 2010). Bu nedenle girişimciler erken aşamadaki bir teknoloji girişimini fonlamak için genellikle özkaynak finansmanı yöntemine başvurmaktadır. Bir girişim aşama katettikçe ihtiyaç duyduğu fon miktarı devamlı olarak artmakta; buna paralel olarak girişime fon sağlayacak finansörlerin özellikleri değişmekte

ve her yeni finansörün fonlama kapasitesi bir önceki finansörden daha yüksek seviyeye taşınmaktadır. Girişimciler 'fonlama merdiveni' olarak nitelendirilen bu yolculukta (European Commission, 2020; Veugelers, 2011) en baştaki kemer sıkma dönemi sonrasında sırasıyla aile üyelerine ve dostlara, melek yatırımcılara, girişim sermayesi şirketlerine ve özel sermaye şirketlerine başvurmaktadır (Harding & Cowling, 2006). Bu araştırmanın ilgi alanı yalnızca fonlama merdiveninin ilk basamaklarında konumlanan melek yatırımcılar ve yaptıkları melek yatırımlar ile sınırlıdır.

Küresel ölçekte girişimcilik literatüründe 'melek yatırımcı' kavramı için yapılmış ilk tanımlamanın sahipleri olan Wetzel ve Seymour'a (1981) göre, "küçük işletmelere yatırım yapan şirketler, girişim sermayesi şirketleri, kurumsal yatırımcılar ve kamu haricinde risk sermayesi sağlayan; yüksek varlık sahibi ve finansal olarak çok yönlü; aile ve dost çevresi dışındaki yatırımcılar" melek yatırımcılar olarak kabul edilmektedir. Alandaki öncü araştırmacılardan Shane (2008) melek yatırımcı kavramını, "aileden veya dost çevresinden olmayan kişilerin kurduğu özel işletmelere borç veren veya özkaynak sağlayan kişiler" ile ilişkilendirmiştir. Araştırmacıların her iki tanımlamada da girişimcinin aile üyelerini ve yakın dostlarını kapsam dışında bırakmış olması dikkat çekicidir. Iruarrizaga ve Santos'a (2013) göre, bu kişilerin profesyonel yatırımcılarla benzer bir motivasyonda olmamaları ve kararlarında duygusal hareket etmeleri melek yatırımcı olarak tanımlanmalarına engel teşkil etmektedir.

Bir melek yatırımcınının başta nakdi sermaye yatırdığı bir girişime yatırım sonrası dönemde bilgi, beceri, tecrübe, iş bağlantıları, kısacası 'sosyal sermaye' transfer etmesi melek yatırımcıyı diğer herhangi bir yatırımcıdan farklılaş-

tıran başlıca özelliğidir (Ardichvili, Cardozo, Tune & Reinnach, 2002). Bu bakımdan araştırmacılar melek yatırımcı için ‘zeki para’ (Aernoudt, 2005) ve ‘bir kol mesafesindeki yatırımcı’ (Edelman, Manolova & Brush, 2017) gibi benzetmeler yapmaktadır. Silikon Vadisi’nin duayen yatırımcılarından Vinod Khosla ise kendisi için bir benzetmede bulunarak kendisinin bir ‘yatırımcı’ olmadığını, bir ‘girişim asistanı’ olduğunu ifade etmektedir (Rubenstein, 2022b).

Bir melek yatırımın zaman çizelgesi (1) yatırım fırsatının keşfedilmesi, (2) yatırım fırsatının değerlendirilmesi (ön inceleme ve detaylı değerlendirme şeklinde iki aşamalı), (3) yatırım kararının alınması ve sözleşmenin yapılandırılması, (4) yatırım sonrası gözetim ve katılım, (5) yatırımdan çıkış olmak üzere 5 temel süreçten oluşmaktadır (Arfsten, 2013; Riding, Madill & Haines, 2007). Bu süreçlerden yalnızca yatırım fırsatının değerlendirilmesi süreci bu araştırmanın odağında yer almaktadır.

Araştırma sürecinin en başında yapılan literatür taramasında, Türk melek yatırımcıların yatırım fırsatlarının değerlendirilmesi sürecindeki karar alma davranışlarını odağına alan herhangi bir akademik araştırmanın varlığına rastlanmamıştır. Kuzey Amerika ve Avrupa ülkelerinde ise benzer odağa sahip akademik araştırmaların yapılmış olduğu tespit edilmiştir. 1988-2018 arasındaki 30 yıllık dönemde yapılmış olan 6 farklı araştırma (Becker-Blease, Sohl, 2015; Carson, 2018; Croce, Tenca, Ughetto, 2017; Haar, Starr, MacMillan, 1988; Landström, 1998; Sudek, 2006) incelenerek melek yatırımcıların yatırım fırsatlarını değerlendirirken hangi kriterleri önemsedikleri araştırılmıştır. Bazı araştırmacıların (örn. Carson, 2018) 70’e varan sayıda kriterin melek yatırım kararlarında etkili olup olmadığını test ettiği görülmüştür. Bulgular incelendiğinde, en çok önemsenen kriterlerin hangileri olduğu konusunda araştırmacılar arasında ‘çok seslilik’ bulunduğu gözlemlenmektedir. Araştırmaların farklı ülkelerde, farklı örneklem büyüklüklerinde ve farklı kriter setleriyle yapılmış olmasının yanı sıra, melek yatırımcı nüfusunun heterojen yapıda olmasının da (Wetzel, 1983) bunda etkili olduğu düşünülmektedir.

Günümüze gelindiğinde ise, özellikle melek yatırımcılığa başlamayı düşünen veya henüz yeni başlamış durumdaki tecrübesiz melek yatırımcıların ortaklaşa yararlanabileceği yalın bir kontrol listesinin (İngilizce ‘checklist’) oluşturulmasının faydalı olacağına inanılmaktadır. Bu amaç doğrultusunda 1) melek yatırımcıların geneli tarafından önemsendiği geçmiş araştırmalarda tespit edilmiş (‘ortak’ nitelikteki), 2) melek yatırımların taşıdığı ana riskler olan icra riski, piyasa riski ve vekâlet riskini merkezine alan, 3) sektör-bağımsız, 4) her olgunluk seviyesinde girişimcilik ekosisteminde uygulanabilir, 5) az sayıda ama kritik önemdeki kriterleri içeren bir kontrol listesinin oluşturulması hedeflenmektedir. Bu çerçevede araştırmada cevabı aranacak olan ilk soru aşağıda belirtilmektedir.

Araştırma sorusu #1: “Herhangi bir melek yatırım kararının dayanması gereken en temel kriterler nelerdir?”

Geçmiş araştırmacılar (Fiet, 1995; Harrison & Mason, 2017) yaptıkları ‘kanaat araştırması’ niteliğindeki anket çalışmalarının sonucunda, melek yatırımcıların en çok önemsendiği riskin vekâlet riski olduğunu, bu nedenle yatırım öncesi değerlendirme sürecinde üzerinde en yüksek hassasiyetle durdukları hususun girişimci ekibin nitelikleri olduğunu savunmaktadır. Ancak, geçmiş araştırmalarda edinilen veriler varsayımsal yatırım kararlarına dayanmaktadır. Savunulan tezlerin gerçek yatırım kararlarında karşılık bulup bulmadığı şimdiye kadar herhangi bir araştırmacı tarafından bir kantitatif araştırmaya konu edilmemiştir; dolayısıyla literatürde ampirik kanıt yetersizliği problemi bulunmaktadır. Bu problemin çözümlenmesinin geçmişte alınmış gerçek yatırım kararlarının istatistiksel yöntemler kullanılarak analiz edilmesi ile mümkün olabileceği düşünülmektedir. Bu amaç doğrultusunda geniş bir melek yatırımcı örnekleminde gerçekleştirilmiş değerlendirme süreçleri ile ilgili veri toplanması ve veri üzerinde Hâkimiyet Analizi yapılarak ampirik kanıt elde edilmesi hedeflenmektedir. Bu çerçevede araştırmada cevabı aranacak olan ikinci soru aşağıda belirtilmektedir.

Araştırma sorusu #2: Melek yatırımcıların yatırım kararları üzerinde girişim fırsatının yeterliliği mi, yoksa girişimci ekibin yeterliliği mi daha hâkimdir?

LİTERATÜR TARAMASI VE HİPOTEZLER

Yatırım Fırsatlarının Değerlendirilmesi Süreci ve Melek Yatırımcı Karar Alma Davranışı

Melek yatırımlarda ‘bilgi asimetrisi’, ‘riskler’ ve ‘belirsizlikler’ yatırım öncesi süreçlerin dinamiklerini şekillendiren ana faktörlerdir. Öncelikle her birinin birer kavram olarak açıklanmasında fayda bulunmaktadır. Bilgi asimetrisi alıcı-satıcı, müşteri-banka, sigortalı-sigortacı gibi taraflar arasındaki işlemlerde bir tarafın bilgi üstünlüğünü elinde tutması sebebiyle ortaya çıkmaktadır; daha az bilgiye sahip olan taraf açısından belirsizliklere ve risklere yol açmaktadır (Akerlof, 1978). Belirsizlik karar vericinin erişebildiği bilgilerin kısıtlı olması (veya net olmaması) nedeniyle kararın olası sonuçlarını bilememesi ve sonuçlara dair herhangi bir ihtimali hesaplayamaması halidir (Epstein, 2004; Park & Shapira, 2017). Risk ise ‘ters etkilerin gerçekleşme olasılığı’ olarak tanımlanmaktadır (Aven, 2011). Riskin belirsizlikten en temel farkı ölçümlenebilir olmasıdır.

Melek yatırımcıların yatırım fırsatlarının değerlendirilmesi sürecindeki karar alma davranışları değerlendirme sürecinin aşamasına göre farklılık göstermektedir. Ön inceleme aşamasında önyargılara ve zihinsel kısayollara dayalı, mantıksallığı ve rasyonelliği zayıf, hızlı bir karar alma davranışı; detaylı değerlendirme aşamasında ise daha bilinçli, zamana yayılan, sezgilerden destek alan bir karar alma davranışı gözlemlenmektedir.

Ön inceleme aşamasında girişimcinin melek yatırımcı ile paylaştığı bilgilerin genellikle az ve öz olması, melek yatırımcı ile girişimci arasında yüksek seviyede bilgi asi-

metrisi bulunmasına, belirsizliklerin sayıca çok ve risklerin yüksek seviyede algılanmasına neden olmaktadır. Bu koşullara rağmen, melek yatırımcının elindeki ‘özet’ yatırımcı sunumunun içerdiği bazı ‘anahtar’ bilgiler ve girişimcinin melek yatırımcıya ilettiği bazı sinyaller melek yatırımcının “Neden yatırım yapmamalıyım?” sorusuna hızlı bir şekilde yanıt bulmasını ve ‘ret’ veya ‘devam’ kararını kolay bir şekilde almasını sağlamaktadır (Daly & Davy, 2016). Melek yatırımcı ön inceleme aşamasında ‘hayati bir hata’ tespit etmez ve yatırım fırsatı melek yatırımcının beklentileri ile genel itibarıyla uyumsuzluk sergilemez ise, yatırım fırsatı ön inceleme aşamasından detaylı değerlendirme aşamasına taşınmaktadır. Aksi halde ise, değerlendirme süreci henüz ön inceleme aşamasındayken olumsuz sonuçlanmaktadır. Yaygın olarak gözlemlenen bu karar alma davranışını, sınırlı rasyonelliğin, karar kısıyollarının ve kayıptan kaçınma önyargısının ön inceleme aşamasındaki yansımaları olarak değerlendirmek mümkündür.

Detaylı değerlendirme aşamasına geçilmesiyle birlikte, melek yatırımcı hatalı karar ihtimalini zayıflatmak ve olası bir yatırımın potansiyel getirilerini gerçekçi bir şekilde hesaplayabilmek için daha fazla efor sarfetmektedir. Girişimcinin hem kendisi hem de girişim fırsatı ile ilgili bilgi üstünlüğünü halen elinde bulundurması; melek yatırımcı ile arasındaki bilgi akışının ne derecede şeffaf olacağını kendisinin belirlemeye devam etmesi; çıkarlarına aykırı olacağı gerekçesiyle kendisi ve şirketi ile ilgili bazı bilgileri melek yatırımcının dikkatine getirmekten imtina etmesi (Amit, Glosten & Muller, 1990) melek yatırımcıyı ek taramalarını devreye almak ve sosyal ağlardan ‘ikinci görüş’ temin etmek (Cable & Shane, 1997) gibi çeşitli savunma mekanizmalarına yöneltilmektedir. Detaylı değerlendirme aşamasında sergilenen tüm bu gayretler teorik olarak bilgi asimetrisinin azaltılmasında, belirsizliklerin büyük ölçüde giderilmesinde ve risklerin daha doğru ölçümlenebilmesinde melek yatırımcıya fayda sağlamaktadır. Bu noktada ‘risk sermayesi’ kavramının kelime anlamından yola çıkılarak hatırlanmalıdır ki, melek yatırımcı açısından fonlanan temel unsur risktir; bir kısım risklerin varlığı olağanüstü getiriler elde edilebilmesi için arzu edilen bir durumdur. Aksi takdirde geleneksel risk-getiri anlayışına göre düşük riskler melek yatırımcılar açısından düşük getirilerle sonuçlanacaktır.

Melek yatırımcılar açısından yatırım fırsatlarının içerdiği ana riskler icra riski, piyasa riski ve vekâlet riskidir (Das & Teng, 2001; Fiet, 1995; Harrison, Mason & Smith, 2015; Mamonov & Malaga, 2019; Maxwell, Jeffrey & Lévesque, 2011; Maxwell & Lévesque, 2014). Geçmiş araştırmacılar (Mamonov & Malaka, 2019; Parhankangas & Hellström, 2007; Sørheim, 2003) icra riskini iş stratejilerinin icrasında ve iş modelinin doğrulanmasında karşılaşılan zorluklar ile; piyasa riskini girişimin faaliyet gösterdiği alanda maruz kaldığı rekabet koşulları ve makro koşullar ile; vekâlet riskini ise girişimcinin melek yatırımcının çıkarları ile uyum göstermeyen icraatları ile ilişkilendirmektedir. Araştırma-

nın ilerleyen kısımlarında, melek yatırımcıların yatırım fırsatlarının değerlendirilmesi sürecinde bu riskleri odağa almalarının gerekliliği nedenleri ile birlikte açıklanmaktadır.

İcra Riski ve Piyasa Riski

Yeni ve genç şirketlerin (erken aşamadaki girişimlerin) mesafe kat etmiş şirketlere (ileri aşamadaki girişimlere) göre birçok bakımdan dezavantajlı konumda olmasının (Stinchcombe, 1965) icra riski ve piyasa riski bağlamında da karşılık bulduğu düşünülmektedir (Frias, Popovich, Duhhan & Lusch, 2020; Mamonov & Malaga, 2019).

Girişimcilik literatüründe ürün/servis, iş modeli, gelir modeli, iş stratejileri gibi faktörler ile ilişkilendirilen icra riski, bu faktörlerin inşasında ve uygulanmasında karşılaşılan güçlükleri kapsamaktadır (Feeney, Haines & Riding, 1999; Mamonov & Malaga, 2019; Sudek, 2006). Teknoloji girişimcileri erken aşamalarda icra riskini etkili bir şekilde yönetebilmek için çevik konsept ve yöntemlerden yararlanmaktadır. Maurya’nın (2022) geliştirdiği ‘yalın kanvas’ (İngilizce ‘lean canvas’) ve Osterwalder, Pigneur ve Tucci’nin (2005) geliştirdiği ‘iş modeli kanvası’ (İngilizce ‘business model canvas’) girişimciye anın fotoğrafını sunması ve geleneksel iş planına kıyasla daha esnek bir çerçeve sağlaması bakımından girişimciler tarafından yaygın olarak kullanılmaktadır (Eisenmann, 2020). Ayrıca, girişimciler erken aşamalarda ürün-pazar uyumu sağlamak için Blank ve Dorf’un (2005) ‘Müşteri Geliştirme Modeli’ ve Ries’in (2011) ‘İnşa Et-Ölç-Öğren’ döngüsü gibi Senge’in (1990) ‘Öğrenen Organizasyon’ teorisini temel alan tekrarlanabilir geliştirme yöntemleri izleyerek sık aralıklarla pivotlama yapıp, küçük ölçekli lansmanlar ve ‘yeniden lansmanlar’ yaparak düzeltilmesi gecikmiş pahalı hatalardan kaçınmış olmaktadır (Blank, 2010; Ries, 2009).

Tecrübeli yatırımcılar bir girişim fikrinin eyleme geçirilmesinin ve fırsatın gerçekleştirilmesinin ancak iyi bir icra ile mümkün olabileceği konusunda görüş birliği halindedir. Örneğin, Silikon Vadisi’nin önde gelen girişim sermayesi şirketlerinden Kleiner & Perkins’in başkanı John Doerr İngilizce “Ideas are easy, execution is everything” (Türkçe “Fikirler kolaydır, icra ise her şeydir”) şeklindeki söylemi ile (Rubenstein, 2022a) iyi bir icra sergilenmedikçe iyi bir girişim fırsatının tek başına bir öneminin bulunmadığının altını çizmektedir.

Bir dış risk faktörü olan piyasa riski ise pazarın büyüklüğü, pazarın büyüme hızı, pazardaki giriş bariyerleri, iş çevresi gibi faktörleri kapsamaktadır (Carpentier & Suret, 2015; Kaplan & Strömberg, 2003). Piyasa riski ülkedeki ve dünyadaki iktisadi belirsizlikler, rakiplerin öngörülemez stratejileri ve teknolojik gelişmelerden eklenmektedir (Fiet, 1995). Frias vd.’ne (2020) göre ise girişimin sahip olduğu ticarileşme kabiliyeti, teknolojik uyumluluğu ve elindeki fikri mülkiyet haklarının korunabilirliğinden etkilenmektedir. Girişimciler erken aşamalarda piyasa riskini etkili bir şekilde yönetebilmek için doğru ürün/servis ve iş modelinin yanı sıra, doğru rekabet stratejileri ile pazara giriş yapmaya

(Porter, 1985) çalışmaktadır.

Melek yatırımcı açısından bir yatırım fırsatının içerdiği icra riski ve piyasa riskinin yatırım öncesinde değerlendirilmesi olası bir yatırımın gelecekteki performansına ilişkin öngörülerde bulunulabilmesi için elzemdir. Melek yatırımcının hâkim olmadığı sofistike bir yüksek teknoloji veya piyasada bir benzeri bulunmadığı için kıyaslaması yapılamayan bir iş modeli söz konusu olduğunda melek yatırımcı ile girişimci arasında icra riski ve piyasa riskine ilişkin yüksek seviyede bir bilgi asimetrisi bulunması doğaldır (Lahti, 2009). Bir melek yatırımcı değerlendirmekte olduğu yatırım fırsatının ilişkili olduğu alanda yeterli bilgi ve tecrübeye ya da kendisine güvenilir geri bildirimler sağlayacak sosyal bağlara sahip değilse, icra riski ve piyasa riski ile ilgili fikir edinmek için yalnızca girişimcinin kendisine sağlayacağı bilgilere güvenmek durumunda kalmaktadır (Fiet, 1995; Mason & Stark, 2004). Bu gibi bir durumda melek yatırımcının bu riskleri doğru bir şekilde ölçümlemesi girişimci ekibin işine hâkim kişilerden oluşmasına ve bilgi asimetrisini azaltmak için gereken bilgiyi çarpıtmadan melek yatırımcı ile paylaşmasına bağlıdır (Fiet, 1995).

Melek yatırımcılar icra riski ve piyasa riskinin yönetilmesi için öncelikle girişimcilerin bilgi ve becerilerine güvenmek durumdadır. Aktif melek yatırımcılar ise girişimcilerin bilgi ve becerilerini kuvvetlendirmek için yatırım sonrası dönemde ‘sınır kapsamı’ rolünü (Aldrich & Herker, 1977) üstlenerek girişimcilere sosyal sermaye transferi yapmakta, bu sayede girişimcilerin daha iyi icra etmelerine ve riskleri daha etkili şekilde yönetmelerine destek olmaktadır (Politis, 2008; Söderblom, Samuelsson & Martensson, 2016).

Vekâlet Riski

Vekâlet Teorisinin mimarları olan Jensen ve Meckling (1976) vekâlet ilişkisini “bir veya birden fazla kişinin (asil(ler)in) bir başka kişiye (vekil(ler)e), ad(lar)ına iş yapması için karar alma yetkisini delege etmesini sağlayan sözleşme” olarak tanımlamaktadır. Melek yatırımcı ile girişimci arasında tesis edilen ilişki Vekâlet Teorisi çerçevesinde ele alındığında bu ilişkinin bir ‘vekâlet ilişkisi’ olduğu anlaşılmaktadır. Melek yatırımcı-girişimci ilişkisinde asil olarak konumlanan melek yatırımcı, yatırım yaptığı şirkete sağladığı kaynakların kendi çıkarlarına uygun şekilde kullanılması için vekil olarak konumlanan girişimciye vekâlet vermektedir. Vekâlet Teorisi sahipliğin ve kontrolün ayrıldığı bu gibi durumlarda ortaya çıkabilecek olumsuz sonuçlara ışık tutmaktadır. Teoriye göre, sözleşmelere dayalı olan her türlü ilişki vekâlet riski taşımaktadır (Jensen & Meckling, 1976). Bu riske yol açan ihtimaller vekilin yeterince emek vermemesi, asilin vekilden beklediği performansın çok altında performans sergilemesi ya da vekilin görevlerinden tamamen kaçınması gibi ihtimaller olabilir (Eisenhardt, 1989).

Girişimcinin melek yatırımcı ile olan anlaşmasına uyup uymayacağı konusundaki belirsizlik melek yatırımcı açısından vekâlet riskinin temelini oluşturmaktadır (Fili & Grünberg, 2016; Maxwell & Lévesque, 2014). Schwarzkopf,

Lévesque ve Maxwell’e (2010) göre, melek yatırımlardaki vekâlet riskini kaçınılmaz kılan faktör melek yatırımcı ile girişimci ekip üyeleri arasındaki hedef ve beklenti uyumsuzluğudur.

Melek yatırımcı açısından vekâlet riskinin neden olduğu iki olumsuz sonuçtan ilki, yatırım öncesi süreçlerde bilgi asimetrisinden (diğer bir deyişle, melek yatırımcının girişimcinin gerçekte neler bildiğini doğrulayamamasından) kaynaklanan ters seçimdir (İngilizce ‘adverse selection’) (Eisenhardt, 1989). Girişimciler özellikle erken aşamalarda potansiyel finansörler nezdinde meşru görünmek için hiçbir stratejiyi uygulamaktan kaçınmamaktadır (Shane & Cable, 2002); bu nedenle yatırım öncesi süreçlerde potansiyel finansörlerden kaynak temin etmek için ters seçime yol açacak tutum ve davranışlarda bulunmaları son derece olasıdır. Yatırım sonrası dönemde ise girişimci ekip üyelerinin görevlerinden kaçınıp, melek yatırımcının kaynaklarını sömürmesi; yalnızca kendi refahlarını artırması ve sosyal statü kazanmaya çalışması ise ikinci olumsuz sonuç olan manevi zarara (İngilizce ‘moral hazard’) neden olmaktadır (Cable & Shane, 1997; Harrison, Dibben & Mason, 2017; Noe & Rebello, 1996; Söderblom, Samuelsson & Martensson, 2016).

Vekâlet Teorisi kişilerin kendilerini merkeze alarak davranışlarına şekil verdiklerini, bu davranışlar incelenerek kişilerle ilgili öngörülerde bulunulabileceğini savunmaktadır (Eisenhardt, 1989). Yatırım öncesi değerlendirme sürecinde girişimci ekip üzerinde yapılan değerlendirmenin, yatırım sonrası dönemde hem girişimcinin sergileyeceği performans hem de melek yatırımcı ile arasındaki vekâlet ilişkisinde gelişebilecek muhtemel olumsuzluklar ile ilgili önemli sinyaller verebileceği düşünülmektedir. Melek yatırımcı açısından yatırım öncesinde vekâlet riskinin kabul edilmesi, girişimci ekipten bu riskin gelecekte yönetilebileceğine dair güvence veren sinyallerin alınmasına bağlıdır (Maxwell & Lévesque, 2010; Schwarzkopf, Lévesque & Maxwell, 2010). Lahti (2009)’ye göre yatırım öncesi dönemde melek yatırımcı ile girişimci ekip üyeleri arasında bilgi asimetrisinin yüksek olması nedeniyle algılanan vekâlet riski de yüksek iken, yatırım sonrası dönemde girişim üzerinde gözetim ve kontrol mekanizmalarının devreye alınması sayesinde algılanan vekâlet riski düşüş eğilimine girmektedir.

Melek yatırımcı icra riski ve piyasa riskinin yönetilmesi için girişimcinin bilgi ve becerilerine güvenmeyi seçmiş olsa bile, vekâlet riskini yönetmek için kendisinden başka birine güvenmesi mümkün değildir ve bu bakımdan kendi becerilerini devamlı olarak geliştirmesi gerekmektedir (Fiet, 1995).

Değerlendirme Kriterleri

Melek yatırımcıların bir yatırım fırsatının içerdiği icra riski ve piyasa riskinin boyutlarına ilişkin fikir sahibi olması için girişim fırsatının yeterliliğini; girişimcinin icra riski ve piyasa riskini yönetme kabiliyetine sahip olup olmadığını ve kurulacak olan vekâlet ilişkisinde önemli sorunların

yaşanması ihtimalinin bulunup bulunmadığını anlayabilmesi için ise girişimci ekibin yeterliliğini değerlendirmesi gerektiği düşünülmektedir.

Geçmiş araştırmalarda (Becker-Blease & Sohl, 2015; Carson, 2018; Croce, Tenca & Ughetto, 2017; Haar, Starr & MacMillan, 1988; Landström, 1998; Sudek, 2006) ön plana çıkarılan bazı değerlendirme kriterleri doğrudan veya dolaylı olarak bu değerlendirmelerin yapılmasına yardımcı olan kriterlerdir. Bu kriterler icra riski ile ilgili olarak 1) ürün geliştirme riski, 2) iş modeli, 3) gelir yaratma potansiyeli, 4) çıkış potansiyeli; piyasa riski ile ilgili olarak 5) pazardaki giriş bariyerleri, 6) pazarın büyüme hızı; vekâlet riski ile ilgili olarak 7) güvenilirlik, 8) akıl verilebilirlik; girişimcinin icra riskini ve piyasa riskini yönetme kabiliyeti ile ilgili olarak ise 9) başarı geçmişi, 10) alan hâkimiyeti, 11) güçlü bir ekip, 12) güçlü mentörler ve danışmanlardır. Belirtilen 12 kriter haricinde, tüm bu kriterlerin ne derecede sağlandığına bağlı olarak, melek yatırımcının muhtemel yatırımından elde etmeyi beklediği getirinin kabul edilebilir eşğin altında veya üstünde olmasının da yatırım kararı üzerinde etkisinin bulunduğu düşünülmektedir. Dolayısıyla araştırma çerçevesinde 13) beklenen getiri de melek yatırımcıların değerlendirme kriterleri arasında açıklanmaktadır.

Ürün Geliştirme Riski

Erken aşamadaki teknoloji girişimlerinin ürün geliştirme süreçleri teknik nedenler, tam olarak bilinmeyen müşteri beklentileri veya rakip girişimlerin teknolojik olarak gösterdikleri ilerlemelerden kaynaklı olarak çeşitli belirsizlikler ve riskler içermektedir (Davis, 2002; Maxwell, Jeffrey & Lévesque, 2011). Örneğin, ürünün geliştirme maliyeti planlananın çok üstünde olabilir; geliştirilen ürünün performansı müşteri beklentilerini karşılamayabilir; bir rakip girişim geliştirilmekte olan üründen çok daha iyisini daha kısa sürede geliştirip pazara sunarak girişimin üzerinde çalıştığı ürünü pazarla buluşmadan atıl hale getirebilir (Maxwell, Jeffrey & Lévesque, 2011). Melek yatırımcılar yatırım öncesi değerlendirme sürecinde ürün kaynaklı icra riski ile ilgili fikir edinebilmek için ürünün bir potansiyel müşterisi gibi hareket ederler. Bir yandan prototip veya minimum uygulanabilir ürün üzerinde incelemeler yaparken, diğer yandan girişimci ekipten ürünün alamet-i farikası ile ilgili bilgiler edinmeye çalışırlar (Becker-Blease & Sohl, 2015).

İş Modeli

Baden-Fuller ve Haefliger (2013) iş modeli kavramını “müşterinin kim olduğunu tespit edilmesini, müşterinin ihtiyaçlarının anlaşılmasını, müşteri nezdinde memnuniyet sağlanmasını ve yaratılan değer üzerinden gelir elde edilmesini sağlayan bir sistem” olarak tanımlamaktadır. Başlarda yüksek miktarda finansal kaynak kullanan ve tek hedefi müşteri tabanını büyütme olan bir teknoloji girişiminin ilerleyen süreçlerde sabit maliyetlerini optimize edebilmesi ve genişleyen müşteri tabanından gelir elde edebilmesi

ancak güçlü bir iş modeline geçiş yapmasıyla mümkün olmaktadır. Melek yatırımcı açısından güçlü bir iş modelinin halihazırda planlanmış olması, girişimin erken aşamalarda katlanacağı kayıpları ne kadar hızlı telafi edilebileceği ile ilgili önemli bir sinyaldir (Hallowell, 2001).

Gelir Yaratma Potansiyeli

Melek yatırımcılar ‘gelir’ kelimesini ‘net kazanç’ ile eş anlamlı olarak kullanmaktadır. Melek yatırımcılar açısından bir girişimin ‘gelir yaratma potansiyeli’ ürün nitelikleri, gelir modeli, pazarlama ve satış stratejileri ışığında hedef pazarlardaki potansiyel müşterilerden düzenli bir şekilde ve artan miktarlarda gelir sağlanıp sağlanamayacağı ile ilgilidir.

‘Gelir modeli’ iş modelinin bir alt bileşenidir ve müşterinin değerinin paraya nasıl çevrildiği ile ilgilidir (Remeňová, Kintler & Jankelová, 2020). Teknoloji girişimlerinin gelir modelleri çok çeşitlidir. Reklam tabanlı gelir modeli, üyelik tabanlı gelir modeli, iş ortaklığı gelir modeli, doğrudan satışa dayalı gelir modeli, kanal satışlarına dayalı gelir modeli en yaygın olarak uygulanan gelir modelleri arasında yer almaktadır. Melek yatırımcıların tekrarlayan (İngilizce ‘recurring’) gelir sağlayan üyelik tabanlı gelir modeli gibi modelleri işlem başına gelir sağlayan modellere kıyasla daha cazip bulduğu gözlemlenmektedir.

Melek yatırımcıların genelinin bir girişimin gelir yaratma potansiyelini İngilizce kısaltması MRR, ARR ve ARpC (veya ARpU) olan anahtar performans göstergeleri ile ilgili verileri inceleyerek değerlendirdiği gözlemlenmektedir. İngilizce ‘monthly recurring revenue’ (MRR) Türkçeye girişimin her ay düzenli olarak sağladığı ortalama gelir olarak; İngilizce ‘annual recurring revenue’ (ARR) Türkçeye girişimin her yıl düzenli olarak sağladığı ortalama gelir olarak; İngilizce ‘average revenue per customer’ (ARpC) ve ‘average revenue per user’ (ARpU) ise Türkçeye girişimin her bir müşterisinden müşterinin yaşam süresi boyunca elde edeceği ortalama gelir olarak çevrilmektedir. Bu göstergelerdeki gerçekleşmiş değerler melek yatırımcı açısından girişimin gelecekteki gelir yaratma potansiyeline ışık tutmaktadır.

Diğer yandan, yatırım öncesi değerlendirme sürecinde bir girişimcinin bu göstergelere ilişkin gerçekleşmiş veriler paylaşamıyor olması, melek yatırımcıların geneli tarafından büyük bir olumsuzluk olarak algılanmamaktadır. ABD’de 2020 yılında melek yatırımcıların yatırım yaptıkları girişimlerin %35’inin henüz hiç gelir yaratmamış girişimler olması bunun somut bir ispatıdır (ACA, 2021). İş modelinin ve gelir modelinin henüz kesinleşmediği veya girişimci tarafından gerçekleşmiş veri paylaşamadığı durumlarda yatırımcılar ürün nitelikleri ve pazar koşulları etrafında nedensellik bağları kurarak, ‘planlanan’ gelir modelinin gelir yaratma potansiyelinin ne olduğunu anlamaya çalışmaktadır. Bunun bir örneği Kleiner & Perkins’in Google’a 1999’da yaptığı 11 milyon Dolarlık yatırım sırasında yaşanmıştır. Yatırım sürecinde Kleiner & Perkins’i temsil eden John Doerr, Google’ın bir iş planının bulunmaması veya yatırım

anına kadar herhangi bir gelir elde etmemiş olması gibi hususlar üzerinde fazla durmadığını; Google'ın internet üzerinde arama fonksiyonunu iyileştirmesi sayesinde reklam tabanlı gelir modeli ile her yıl onlarca milyar dolar gelir yaratma potansiyelinin bulunmasından çok etkilendiğini beyan etmiştir (Rubenstein, 2022a).

Çıkış Potansiyeli

Erken aşamadaki teknoloji girişimlerinin taşıdığı belirsizlikler ve riskler, melek yatırımcıların yatırımdan çıkış konusunda planlı ve sistemli bir yol haritası izlemesini zorlaştırmaktadır. Bunun sonucunda, melek yatırımcıların geneli yatırım öncesi değerlendirme sürecinde yatırımdan ne zaman ve hangi yöntemle çıkılacağını değil, sadece kârlı bir çıkış yapmanın mümkün olup olmayacağını anlamaya çalışmaktadır (Feene, Haines & Riding, 1999). Melek yatırımcılar öncelikle kayıptan kaçınma önyargısından kaynaklı olarak, girişimcinin çıkış konusundaki isteksizliği veya girişimin devamlılığının çok yüksek oranda kurucularının mevcudiyetine bağlı olması (Wasserman, 2017) gibi çıkışın önünde engel olabilecek iç risk faktörleriyle ilgili olumsuz sinyaller ararlar. Yeterli miktarda olumsuz sinyal ile karşılaşmazlar ise, bu defa dış risk faktörlerini analiz ederler. Yatırım yapılması planlanan girişimin ekosistemdeki diğer şirketlerin yatay/dikey entegrasyon stratejisine uygun bir girişim olması, girişimin faaliyet gösterdiği alanda şirket birleşmesi ve satın alması aktivitesinin yüksek olması, sektörde yabancı ilgisinin yüksek olması gibi nedenler üzerine hipotezler inşa ederek, bu hipotezleri çürütecek yeterli miktarda karşı argüman bulunup bulunmadığını anlamaya çalışırlar.

Pazardaki Giriş Bariyerleri

'Giriş bariyeri' kavramı pazarlama ve girişimcilik disiplinleri bağlamında ele alındığında, bir girişimcinin belirli bir pazarda herhangi bir anda yeni bir şirket kurmasının zorlaştırılması veya engellenmesi anlamını taşımaktadır (Carlton & Perloff, 1994). Porter'a (1997) göre giriş bariyerlerini yükselten nedenleri 6 temel faktör ile ilişkilendirmek mümkündür; bu faktörler (1) mevcut oyuncuların maliyet avantajı, (2) mevcut oyuncuların ürün farklılaşması, (3) sermaye gereksinimi, (4) hedef müşterilerin geçiş maliyeti, (5) dağıtım kanallarına erişim ve (6) hükümet politikasıdır. Pazarı yeni girecek olan bir girişim, giriş bariyerleri nedeniyle pazarda var olan diğer oyuncuların geçmişte katlanmak zorunda olmadıkları uzun süreli maliyetlere katlanmak durumundadır (Carlton & Perloff, 1994). Melek yatırımcıların giriş bariyerleri konusundaki beklentisinin, yatırım yapılması planlanan girişimin karşılaşacağı giriş bariyerlerinin makul seviyede olması yönünde olduğu gözlemlenmektedir (Carson, 2018; Sudek, 2006).

Pazarın Büyüme Hızı

Melek yatırımcılar açısından pazarın büyüme hızı, girişimin sunduğu ürün/servisler olan müşteri talebinin yıldan yıla ne seviyede yükseldiğinin (veya yükselmesinin)

beklendiğinin) bir ölçüsüdür. Melek yatırımcılar mevcut durumda yeterli pazar büyüklüğe sahip veya yeni bir pazar yaratacak, ancak her iki durumda da gelecekte büyüyecek olan bir pazarı hedefleyen girişimlere yatırım yapmayı hedeflemektedir (Carson, 2018; Sudek, 2006).

Melek yatırımcıların bir pazarın büyüme hızını değerlendirebilmek için hem müşteri sayısı hem de talebin toplam parasal değeri bakımından İngilizce kısaltması PAM, TAM, SAM, SOM olan anahtar performans göstergelerine (Nevostruev, 2019; Sokolova, 2021) ait mevcut verilerden ve 5 yıl sonrası ile ilgili öngörülerden yararlandığı gözlemlenmektedir. İngilizce 'potential addressable market' (PAM) Türkçeye 'potansiyel hedeflenebilir pazar' olarak, 'total available market' (TAM) Türkçeye 'toplam mevcut pazar' olarak, İngilizce 'serviceable available market' (SAM) Türkçeye 'erişilebilir mevcut pazar' olarak, İngilizce 'serviceable & obtainable market' (SOM) Türkçeye 'erişilebilir ve edinilebilir pazar' olarak çevrilmektedir. Bu göstergeler arasında erişilebilir ve edinilebilir pazar, yatırım yapılması planlanan girişim açısından en yakın vadede ulaşılabilecek en gerçekçi hedefi gösterdiğinden, melek yatırımcı tarafından daha çok önemsenmektedir.

Girişimci Ekibin Güvenilirliği

Melek yatırımcının girişimciden elde ettiği bilgilerin netliği ve doğruluğu, girişimcinin ne kadar güvenilir bir kişi olduğunun önemli bir göstergesidir (Harrison, Dibben & Mason, 1997; Maxwell & Lévesque, 2014). Nitekim, melek yatırımcıların geneli yatırım öncesi dönemde girişimciye sordukları sorulara eksik cevap almaları durumunda girişimciye duydukları güvenin yüksek ölçüde zayıfladığını, hatta çelişkili cevaplar almaları durumunda güvenin tamamen yok olduğunu beyan etmektedir (Sudek, 2006). Girişimcinin güvenilirliği konusundaki sinyaller yalnızca girişimcinin kendisinden değil, aynı zamanda referans mekanizmasının devreye girmesiyle melek yatırımcının sosyal ağlarındaki aktörlerden de gelmektedir.

Melek yatırımcı açısından bir girişimcinin güvenilirliği ters seçim ve manevi zarar ihtimali ile ilgili en önemli göstergelerden biridir; diğer bir ifadeyle girişimcinin güvenilirliği melek yatırımcının algıladığı vekâlet riski üzerinde belirgin etkiye sahiptir (Amaeshi, Scarbrough; 2006; Balachandra, 2011; Fiet, 1995; Harrison, Dibben & Mason, 1997; Maxwell & Lévesque, 2014; Svetek, 2022).

Girişimci Ekibin Akıl Verilebilirliği

Girişimcilik literatüründe İngilizce 'coachability' olarak yer alan, Türkçeye 'akıl verilebilirlik' olarak çevrilen kavram, bir girişimcinin etrafındaki tecrübeli kişilere fikir danışıp danışmadığı, öğrenmeye açık olup olmadığı, gelen geribildirimlere kulak verip vermediği, aldığı geribildirimler doğrultusunda girişiminin performansını iyileştirmek için harekete geçip geçmediği ile ilgilidir (Ciuchta, Letwin, Stevenson, McMahan & Huvaj, 2018). Bir kişinin akıl verilebilir bir kişi olup olmadığı sahip olduğu kişilik özellikleriyle

doğrudan ilişkili olduğu gibi, aynı zamanda geçmiş çalışma yaşamında mentör ve danışmanlardan destek almayı tecrübe edip etmediği ile de ilişkilidir (Hsu, Haynie, Simmons & McKelvie, 2014).

Girişimcinin akıl verilebilirliği, melek yatırımcıların özellikle vekâlet riski bağlamında üzerinde hassasiyetle durdukları ve yatırım kararlarında yüksek etkisi bulunan bir konudur (Ciuchta vd., 2018; Sudek, 2006; Van Osnabrugge, 1998). Levie ve Gimmon (2008) bir girişimcinin akıl verilebilir olmasının melek yatırımcı nezdinde güven inşasında çok etkili olduğunu savunmaktadır. Girişimcinin akıl verilebilirliği icra riski ve piyasa riski bağlamında da önemli bir konudur. Nitekim Kuratko, Neubert ve Marvel (2021) yaptıkları araştırma ile, akıl verilebilirlik ile girişim performansı arasında ilişki kurarak, akıl verilebilir girişimcilerin girişimlerinin performansının diğerlerinden daha yüksek olduğunu keşfetmiştir. Ciuchta vd. (2018) akıl verilebilir girişimcilerin melek yatırımcıların sağladığı bilgi ve sosyal ağ gibi finansal olmayan kaynakları çok daha etkili bir şekilde değerlendirerek girişim için daha yüksek değer yaratabileceğini savunmaktadır.

Girişimci Ekibin Başarı Geçmişi

Bir bireyin başarı geçmişi (İngilizce ‘track record’) geçmişte iş yaşamında sergilediği performansı, elde ettiği başarıları veya karşılaştığı yenilgileri, kısacası her türlü gerçekleşmiş olayı kapsamaktadır. Gompers, Kovner, Lerner ve Scharfstein (2010) yaptıkları araştırma ile, güçlü bir girişimcilik geçmişine sahip kişilerin gelecekte kuracakları girişimlerde başarı sağlama ihtimalinin ilk defa girişimci olan kişilere veya geçmiş girişimleri başarısızlıkla sonuçlanmış kişilere kıyasla çok daha yüksek olduğunu ispatlamıştır. Buradan hareketle, girişimci ekibin güçlü bir başarı geçmişine sahip olmasının icra riskini ve piyasa riskini yönetme kabiliyeti ile ilgili bir gösterge olduğunu (Mamonov & Malaga, 2019) ve yeni kuracakları girişimin gelecekte iyi bir performans sergileyebileceğine dair önemli sinyaller verdiğini kabul etmek mümkündür (Amit, Glosten & Muller, 1993; Carter & Van Auken, 1992; Shepherd, Douglas & Shanley, 2000).

Girişimci Ekibin Alan Hâkimiyeti

Geçmiş araştırmacılar (Sarason, Dean & Dillard, 2006; Shane & Venkataraman, 2000) girişimci ile girişim fırsatı arasındaki bağ ve ilişki konusunda farklı görüşlere sahip olsalar da aralarında maksimum seviyede uyum bulunması gerektiği konusunda fikir birliği halindedir. Uyum teorilerinin bir uzantısı olan ve girişimcilik literatüründe yerini ‘Girişimci-Fırsat Uyumunu’ olarak alan modelin temelinde, yeni kurulan girişimlerin başarı şansının yükselmesinde girişimci ekibin nitelikleri ile girişim fırsatının nitelikleri arasında azami düzeyde bir uyum bulunmasının gerektiği tezi yer almaktadır (Hurt & Serviere, 2008). Melek yatırımcıların bu uyuma dikkat ettiklerinin (Carson 2018; Collewaert, 2012; Sudek, 2006) farkında olan girişimciler, melek yatırımcılara girişimci-fırsat uyumunun sağlandığına dair sinyaller vermeye çalışmaktadır; bu sinyallerden biri de alan hâkimiyetidir.

‘Alan hâkimiyeti’ (İngilizce ‘domain expertise’) kavramı için henüz araştırmacıların üzerinde konsensus sağladığı tek bir tanım bulunmamaktadır. Ericsson & Charness (1994) pragmatik bir tespitte bulunarak, belirli bir alana hâkim olmak için yaklaşık 10 yıl boyunca istikrarlı bir şekilde her gün ortalama 4 saat ilgili alanın kapsadığı görev ve işlerin yapılmasının gerekliliğine işaret etmektedir. Kochan (2005) alan hâkimiyetinin bildirimsel, prosedürel ve yapısal bilginin bir araya gelmesiyle sağlandığını savunmaktadır. Bildirimsel bilgi kişinin sahip olduğu ve erişebildiği özgün bilgiyi; prosedürel bilgi bir işin veya görevin nasıl yapılması gerektiğiyle ilgili bilgiyi; yapısal bilgi ise bilginin nasıl edindiği ve saklandığını, ihtiyaç duyulduğunda bilgiye nasıl ulaşıldığını ifade etmektedir (Kochan, 2005).

Campê (2002) göre erken aşamadaki bir girişimin büyüme ve ölçeklenme yolunda ilerleyebilmesi büyük oranda girişimci ekibin aldığı kararlara ve uyguladığı stratejilere bağlıdır. Melek yatırımcının perspektifinden ele alındığında, girişimci ekibin hedeflediği pazarla ilgili başkalarının sahip olmadığı özgün bilgilere, işlerin nasıl yapılması gerektiği ile ilgili tecrübeyle edinilmiş bilgilere ve tüm bunların girişimin etkin kullanımına nasıl sunulacağına dair bilgilere sahip olması, icra riskinin ve piyasa riskinin daha iyi yönetileceğine dair olumlu sinyallerdir (Maxwell, Jeffrey & Lévesque, 2011; Spiegel vd., 2016).

Güçlü Bir Ekip

Melek yatırımcıların güçlü bir ekibi tanımlarken birbirini tamamlayan girişimcilerin birlikteliğine, diğer bir deyişle iyi bir girişimci ekip kompozisyonuna vurgu yaptıkları gözlemlenmektedir. Örneğin, melek yatırımcıların genelinin bir CEO’nun yanında yetkin bir CTO’nun da kurucu ortak olarak bulunmasını arzu ettikleri gözlemlenmektedir.

Güçlü ekipler erken aşamadaki teknoloji girişimlerinin ihtiyaç duyduğu bilgi ve becerileri bünyesinde barındırmasını ve bu sayede ‘yeni olmanın getirdiği yükümlülükleri’ kolaylıkla aşmasını sağlamaktadır (Beckman, Burton & O’Reilly, 2007; Shrader & Siegel, 2007; Stinchcombe, 1965; Ye, 2018). Birbirine güvenen ve birbirini tamamlayan kişilerden meydana gelen güçlü bir A takımının varlığı melek yatırımcıya iyi bir icra gerçekleşeceğine dair olumlu sinyaller vermektedir (Jin, Madison, Kraiczy, Kellermanns, Crook & Xi, 2017).

Güçlü Mentörler ve Danışmanlar

Mentör ve danışmanlar girişim için sınır kapsamı rolünü üstlenerek (Aldrich & Herker, 1977), girişimin ihtiyaç duyduğu her türlü bilgi ve becerinin edinilmesinde katkı sağlamakta; bu sayede girişimcinin icra riski ve piyasa riskini daha etkili bir şekilde yönetmesine destek olmaktadır. Melek yatırımcı açısından girişimcinin kredibilitesi yüksek, sosyal sermayesi güçlü mentör ve danışmanlara sahip ol-

ması, uygulamayı planladığı stratejilerin tecrübeli kişiler tarafından sinandığına ve eksik yetilerinin bu kişiler tarafından tamamlandığına işaret etmektedir (Becker-Blease & Sohl, 2015). Bunun bilincinde olan girişimciler genellikle yatırımcı sunumu dosyalarında ekip kompozisyonunu tanıttıkları slaytlarda akıl aldıkları mentör ve danışmanların isim ve kısa özgeçmişlerine de yer vererek melek yatırımcılar nezdinde meşru görünmeyi, kredibilite ve güven inşa etmeyi; bu sayede melek yatırımcının algıladığı vekâlet riskini zayıflatmayı amaçlamaktadır.

Yatırım Fırsatından Beklenen Getiri

Melek yatırımcıların erken aşamadaki teknoloji girişimlerine yaptıkları yatırımların arkasında hem maddi hem de manevi getiriler elde etme beklentisi bulunmaktadır. Genç girişimcilere yardımcı olmak, teknolojiye ve teknoloji girişimlerine yakın olmak, yeni sosyal bağlar kurmak gibi maddi olmayan getiriler birçok melek yatırımcı için en az maddi getiriler kadar önemlidir (Klyver, Lindsay, Suleiman & Hancock, 2017; Van Osnabrugge & Robinson, 2000). ‘Getiri’ kelimesi bu kısımda yalnızca finansal getiriye ifade etmektedir.

Bir melek yatırımcının herhangi bir yatırımından pozitif getiri elde etmesi, şirketin yatırım anındaki (t) değeri ile yatırımdan çıkış anındaki (t+n) değeri arasında pozitif fark oluşması ile mümkün olmaktadır. Melek yatırımcıların genellikle, 5 yıllık vadede yatırımlarından elde etmeyi bekledikleri getirileri ‘yatırılan sermayenin katları’ cinsinden tarif ettikleri gözlemlenmektedir (Freear, Sohl & Wetzel, 1995; Van Osnabrugge, 1998). Melek yatırımcının satın aldığı hisselerin tahmin edilen çıkış anındaki beklenen değerinin, melek yatırımcının yatırım miktarına (diğer bir deyişle hisseleri edinme maliyetine) bölünmesi ile yatırım fırsatından beklenen getirinin yatırılan sermayenin kaç katı olduğu hesaplanmaktadır (Davenport, 2022). Örneğin, 2022 yılında (t) bir girişime 100,000 Dolar yatırım yaparak 1,000 adet hisse sahibi olan bir melek yatırımcının, 2027 yılında (t+5) elindeki 1,000 adet hisseyi 1,000,000 Dolar bedelle devredebileceğini tahmin etmesi, yatırımının 10 kat (10x) olarak dönüş yapmasını beklediği anlamına gelmektedir.

Diğer yandan, erken aşamadaki teknoloji girişimlerinin çok sayıda belirsizlik ve risk içeriyor olması, bu girişimlerin yatırım anındaki değerinin belirlenmesinde ve yatırımdan çıkışın ne zaman ve hangi koşullarda gerçekleşebileceğinin tahmin edilmesinde zorluklara neden olmaktadır (Baum & Silverman, 2004). Bu nedenle, melek yatırımcılar çıkışla ilgili öngörülerde bulunabilmek için subjektif değerlendirmelere ve sezgilerine yönelmektedir (Huang & Pearce, 2015). Unutulmamalıdır ki, sezgilerin ve sezgisel karar alma davranışının bireyi olumsuz sonuçlarla karşı karşıya bırakma ihtimali bulunmaktadır (Brandstätter, Gigerenzer & Hertwig, 2006; Hammond, Keeney & Raiffa, 1998). Sezgiler melek yatırımcının herhangi bir yatırım fırsatından beklediği getiriye çok ciddi oranda düşürebilir veya yükseltebilir.

Girişim Fırsatının Yeterliliği, Girişimci Ekibin Yeterliliği ve Yatırım Fırsatından Beklenen Getiri ile Yatırım Kararı Arasındaki İlişkiler

Bir melek yatırımcının erken aşamadaki bir teknoloji girişimine yatırım yaparak maruz kaldığı 3 ana riskin icra riski, piyasa riski ve vekâlet riski olduğu önceki kısımlarda açıklanmıştır. Girişim fırsatı ve girişimci ekip üzerinde bu risklerle ilişkili kriterler çerçevesinde yapılan değerlendirmelerin nihai yatırım kararını olumlu/olumsuz yönde şekillendirmekte yeterli geldiği düşünülmektedir. Bu kriterler önceki bölümlerde açıklandığı üzere, girişim fırsatı ile ilgili olan ve aynı zamanda girişim fırsatının yeterliliğinin göstergeleri olduğu düşünülen ürün geliştirme riski, iş modeli, gelir yaratma potansiyeli, çıkış potansiyeli, pazardaki giriş bariyerleri ve pazarın büyüme hızı; ayrıca girişimci ekip ile ilgili olan ve girişimci ekibin yeterliliğinin göstergeleri olduğu düşünülen güvenilirlik, akıl verilebilirlik, başarı geçmişi, alan hâkimiyeti, güçlü bir ekip, güçlü mentörler ve danışmanlardır.

Belirtilen kriterler çerçevesinde yapılan bir değerlendirme neticesinde, melek yatırımcının girişim fırsatının yeterliliğini ve girişimci ekibin yeterliliğini yüksek algıladığı durumlarda yatırım fırsatından beklediği getirinin yükseldiği ve yatırım kararının olumlu yönde şekillendiği; düşük algılandığı durumlarda ise, melek yatırımcının kayıp beklentisine girdiği ve yatırım kararının olumsuz yönde şekillendiği düşünülmektedir. Bu çerçevede aşağıdaki H1, H2, H3, H4 ve H5 hipotezleri geliştirilmiştir.

H1: Girişim fırsatının yeterliliğinin beklenen getiri üzerinde pozitif etkisi vardır.

H2: Girişimci ekibin yeterliliğinin beklenen getiri üzerinde pozitif etkisi vardır.

H3: Girişim fırsatının yeterliliğinin yatırım kararı üzerinde doğrudan pozitif etkisi vardır.

H4: Girişimci ekibin yeterliliğinin yatırım kararı üzerinde doğrudan pozitif etkisi vardır.

H5: Beklenen getiri, girişim fırsatının yeterliliğinin ve girişimci ekibin yeterliliğinin yatırım kararı ile ilişkisinde pozitif yönlü aracılık etkisine sahiptir.

Girişimci Ekibin Yeterliliği ile Girişim Fırsatının Yeterliliği Arasındaki İlişki

Casson ve Wadeson’un (2007) tabirine göre “iyi girişimci” ile “kötü girişimciyi” birbirinden ayıran en önemli farklardan biri, iyi girişimcinin doğru fırsatları tespit etme ve hatalı fırsatları eleme yetisine sahip olmasıdır. İyi girişimciler kapsamlı araştırmalar neticesinde doğru girişim fırsatlarını keşfederken, kötü girişimciler fazla basit teoriler ve yetersiz veriler kullanarak girişim fırsatlarının potansiyeline ilişkin yanlış öngörülerde bulunabilmektedir (Casson & Wadeson, 2007). Mitchell ve Shepherd (2010) konuya farklı bir boyut katmıştır. Mitchell ve Shepherd (2010) bir yatırımcı tarafından girişim fırsatının nasıl algılandığının, yatırımcının girişimci ekibi nasıl algılandığı ile ilişkili olduğunu belirtmektedir. Diğer bir deyişle, yatırımcının girişimci

ekiple ilgili algısı pozitif ise, girişimci ekibin üzerinde çalıştığı girişim fırsatı ile ilgili algısı da pozitif olmaktadır. Buradan hareketle, melek yatırımcının perspektifinden girişimci ekibin yeterliliğinin yüksek algılandığı durumlarda girişim fırsatının yeterliliğinin de yüksek algılandığını düşünmek mümkündür. Bu çerçevede H6 hipotezi geliştirilmiştir.

H6: Girişimci ekibin yeterliliği ile girişim fırsatının yeterliliği arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü ilişki vardır.

Girişimci Ekibin Yeterliliğinin Yatırım Kararı Üzerindeki Hâkimiyeti

Melek yatırımcı ile girişimci arasındaki ilişki Vekâlet Teorisi çerçevesinde incelendiğinde, bu ilişkinin bir vekâlet ilişkisi olduğu ve melek yatırımcı açısından vekâlet riski taşıdığı önceki kısımlarda açıklanmıştır. Geçmiş araştırmacılar (Fiet, 1995; Harrison & Mason, 2017) melek yatırımcıların vekâlet riskine verdikleri önemin, icra riski ve piyasa riskine verdikleri öneme kıyasla daha yüksek olduğunu açığa çıkarmıştır. Diğer bir deyişle, melek yatırımcılar girişimci ekip kaynaklı riskleri, girişim fırsatı kaynaklı risklerden daha çok önemsemektedir. Buradan hareketle, kendileri açısından ters seçim ve manevi zarar ihtimalini zayıflatmayı hedefleyen melek yatırımcıların, değerlendirme süreci boyunca girişimcilerin tavır ve tutumlarını yüksek dikkatle ve yakından inceledikleri; hatta girişimci ekiple ilgili sezgilerinin yatırım kararları üzerinde hâkim geldiği düşünülmektedir.

Diğer yandan, yatırımcıların yüksek getiriler elde etmek için öncelikle doğru girişim fırsatlarını mı yoksa doğru girişimcileri mi araması gerektiğini araştıran geçmiş araştırmacılar (Harrison & Mason, 2017; Kaplan, Şensoy & Strömberg, 2009) girişim fırsatını bir ata, girişimciyi de bir jokeye benzettikleri analogi çerçevesinde “At mı? Jokey mi?” sorusuna cevap aramıştır. Araştırmacılar bu soru ile bahis oynayan bir kişinin (yatırımcının) bahisini (yatırım kararını) yarış atı (girişim fırsatı), bahis oranı (beklenen getiri) ve jokey (girişimci) arasından hangisine göre yatırması gerektiğini cevaplamaya çalışmıştır.

Doğru girişim fırsatını bulmanın daha öncelikli bir konu olduğuna vurgu yapan Kaplan, Şensoy ve Strömberg (2009) göre girişimci vazgeçilmez değildir; iyi performans göstermeyen bir girişimci gerektiği takdirde icrada ikinci plana çekilebilir ve yerine başka bir kişi getirilebilir. Kaplan, Şensoy ve Strömberg’in (2009) konuya olan yaklaşımı girişim sermayesi şirketleri ve özel sermaye şirketlerinin ileri aşamadaki girişimlere yaptığı yatırımlar bağlamında değerlendirildiğinde makul bulunabilir. Fakat hatırlanmalıdır ki, melek yatırımcılar girişimlere henüz çok erken aşamadayken yatırım yapmaktadır ve erken aşamadaki bir girişimin varlığı kurucu girişimcilerin varlığına bağlıdır. Erken aşamadaki girişimler önemli kilometre taşlarını tamamlamadan melek yatırımcıların girişimcileri icrada ikinci plana alma talebinde bulunması gerçekçi ve uygulanabilir değildir. Bir melek yatırımcının böyle bir talepte bulunabilmesi ancak yatırım turlarının ilerlemesi, melek yatırımcıya bu talebinde destek olacak

yeni yatırımcıların şirkete dahil olması, girişimcinin sahip olduğu hisse oranının azınlık seviyesine gerilemesi ve talepte bulunan yatırımcıların toplam hisse oranının kayda değer bir orana ulaşmış olması ile mümkün olabilir. Açıklananlara benzer bir olay Google’da vuku bulmuştur. İlk defa 1998 yılında melek yatırımcılardan yatırım alan Google’ın 1999 yılında Sequoia ve Kleiner & Perkins girişim sermayesi şirketlerinden yatırım almasından (Google, 1999) yaklaşık iki yıl sonra yatırımcıların ortak talebi ile kurucular Larry Page ve Sergey Brin’in yerine dışarıdan başka bir profesyonelin (Eric Schmidt) CEO olarak transfer edilmiş olması, Kaplan, Şensoy ve Strömberg’in (2009) tezini haklı gösterir nitelikte bir örnektir. Diğer yandan, Google örneğinin istisnai bir örnek olduğu, benzerine sık rastlanmadığı bilinmektedir.

En öncelikli konunun doğru girişimci olduğuna vurgu yapan Harrison ve Mason (2017) ise bir girişim fırsatı ne kadar cazip olursa olsun, melek yatırımcının yatırım yaparak üstlendiği finansal riski yönetecek ve yatırımcıya getiri sağlayacak olan kişinin girişimcinin ta kendisi olduğunu ve bu nedenle melek yatırımcının doğru girişimci ekibi araması gerektiğini savunmaktadır. Fiet (1995) “Doğru girişimciye sahipsen, en rekabetçi piyasaya dahi giriş yapabilirsin” şeklindeki tezi ile, girişimci ekibin yeterliliğinin piyasa riskinin yönetilmesindeki önemine dikkat çekmektedir. Silikon Vadisi’nin duayen yatırımcılarından Vinod Khosla da kendisi ile 2022 yılında yapılan bir mülakat esnasında (Rubenstein, 2022b) “Ben kesinlikle girişimciyi seçerim. Çünkü elde hatalı bir iş planı varsa, iyi bir girişimci onu düzeltecektir” şeklinde şahsi görüşünü beyan ederek araştırmacıların görüşlerini desteklemiştir. Huang ve Pearce (2015) olağanüstü getiriler arayan yatırımcıların yatırım kararlarını girişimci ekiplerle ilgili sezgilerine dayandırdıklarında genel olarak daha başarılı sonuçlar elde ettiklerini savunmaktadır. Covey & Moore (2019) özellikle girişimci-meleklerin yatırım kararlarının büyük ölçüde girişimci ekibin niteliklerine dayandığını, hatta girişimci ekibi nitelikli buldukları takdirde girişim fırsatının ne olduğu ile dahi pek ilgilenmediklerini belirtmektedir. EBAN (2019) tarafından Avrupa Birliği ülkeleri genelinde yapılan araştırmanın verilerine göre, melek yatırımcıların %90’ı yatırım kararları üzerinde en yüksek etkiye sahip faktörün girişimci ekip olduğunu belirtmiştir.

Açıklanan tezlerden ve geçmiş araştırmalarda ulaşılan bulgulardan hareketle, melek yatırımcıların yatırım kararlarında girişimci ekibin yeterliliğinin, girişim fırsatının yeterliliğine kıyasla daha hâkim geldiği düşünülmektedir. Bu çerçevede H7 hipotezi geliştirilmiştir.

H7: Girişimci ekibin yeterliliğinin yatırım kararının üzerindeki hâkimiyeti (girişim fırsatının yeterliliğine kıyasla) daha yüksektir.

Girişimin aşaması ile yatırımcının maruz kaldığı vekâlet riski arasında negatif yönlü bir ilişki vardır; erken aşamadaki girişimlerde yatırımcının maruz kaldığı vekâlet riski, ileri aşamadaki girişimlere kıyasla daha yüksektir (Podolny, 2001). Bu durumun başlıca nedenleri arasında

girişimcilerin erken aşamalarda kısa vadeli kazanımlarını ön planda tutmasını saymak mümkündür. Schwarzkopf, Lévesque ve Maxwell'e (2010) göre ise girişimci ekip üyelerinin girişimde geçirdiği süre kısaltıkça, diğer bir ifadeyle girişim gençleştikçe, girişimci ekibin henüz bir başarı geçmişi inşa etmek için yeterli zaman bulamamış olması, melek yatırımcının algıladığı vekâlet riskini yükseltmektedir. Bu gibi nedenlerden dolayı erken aşamadaki girişimlerin değerlendirilmesi esnasında girişimci ekibin yeterliliğinin çok daha fazla önem kazandığı düşünülmektedir. Buradan hareketle H8 hipotezi geliştirilmiştir.

H8: Erken aşamadaki girişimlerde, girişimci ekibin yeterliliğinin melek yatırımcının yatırım kararının üzerindeki hâkimiyeti (ileri aşamadaki girişimlere kıyasla) daha yüksektir.

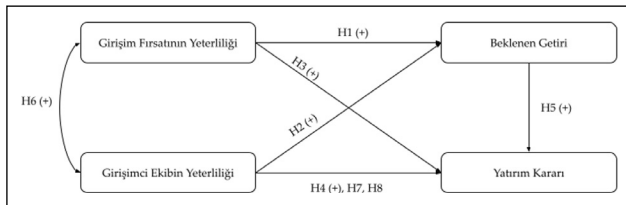
Tüm hipotezler neticesinde ortaya çıkan araştırma modeli Şekil 1'de gösterilmektedir.

METODOLOJİ

Araştırma Yöntemi, Örneklem ve Veri

Melek yatırım odaklı araştırmaları girişimcilik disiplinindeki diğer araştırmalardan farklı kılan özelliklerden bir tanesi, melek yatırımcıların çoğunun kendilerini kasıtlı olarak gizlemeleri (Engineer, Schure & Vo, 2019) nedeniyle araştırmalarda evren belirlenmesinin zor olmasıdır. Melek yatırım odaklı araştırmaların öncüsü olarak kabul edilen Wetzal (1983) bu zorluk nedeniyle "melek yatırım pazarının bilinmediği ve muhtemelen hiçbir zaman bilinmeyeceği" düşüncesini dile getirmiştir. Bu gerçeklikten hareketle araştırmanın evreni, "Türkiye'de melek yatırım yapan kişiler" şeklinde geniş kapsamlı bir ifade ile değil, "Türkiye'de yaptığı melek yatırımlardan en az bir tanesi kamuya açık kaynaklarda duyurulmuş olan kişiler" şeklinde çok daha net bir ifade ile tarif edilmektedir.

Tarif edilen evrenin büyüklüğünün belirlenmesi için 2020 yılından 10 yıl geriye gidilerek, kamuya açık yazılı haber kaynaklarında (web siteleri, gazeteler, dergiler, sektör raporları vb.) yayınlanmış tüm melek yatırım haberleri taranmıştır. Çalışmalar neticesinde Türkiye'de 2010-2020 yılları arasında 154 adet teknoloji girişimi için toplam 280 adet yatırım turuna ait bilgilerin kamu ile paylaşıldığı, bu yatırım turlarının 222'sinde melek yatırımcıların varlık gösterdiği ve turlarda toplam 301 melek yatırımcının isminin geçtiği tespit edilmiştir. Sonuç olarak, araştırmanın evreninin 301 melek yatırımcıyı kapsadığı belirlenmiştir.



Şekil 1. Araştırma modeli.

301 melek yatırımcının tamamına doğrudan e-posta veya LinkedIn mesajı ile çevrimiçi anket daveti iletilmiştir. Her bir katılımcıdan bir adet geçmişte değerlendirdiği ve yatırım yapma kararı aldığı yatırım fırsatı ile ilgili, bir adet de geçmişte değerlendirdiği fakat yatırım yapmadığı bir girişim ile ilgili değerlendirme sürecindeki görüşlerine ilişkin veri talep edilmiştir. Süreç sonunda 122 melek yatırımcıdan 239 farklı yatırım kararının (122 olumlu, 117 olumsuz) arkasındaki nedenlerle ilgili veri toplanmıştır; bu sayede 301 kişilik araştırma evreni %95 güven seviyesi ve %7 hata payıyla temsil edilmektedir. Tablo 1'de melek yatırımcı örneklemini ile ilgili, Tablo 2'de ise yatırım kararı verisi ile ilgili detaylı bilgi yer almaktadır.

Tablo 1. Melek Yatırımcı Örneklemi

	Frekans	Yüzde
Yatırım Yapma Amacına Göre		
Finansal Yatırımcı	52	43
Sosyal Yatırımcı	10	8
Finansal / Sosyal Yatırımcı	60	49
Girişimcilik Tecrübesine Göre		
Seri Girişimci (≥5 Girişim)	16	13
1-4 Arası Girişim	49	40
Girişimcilik Tecrübesi Yok	15	12
Bilinmeyen*	42*	35*
Portföy Büyüklüğüne Göre		
Süper Melek (≥10 Yatırım)	36	30
Portföy Meleği (2-9 Arası Yatırım)	60	49
Yeni Melek (1 Yatırım)	26	21

n=122; *Ankette ilgili sorunun zorunlu olmaması nedeniyle ilgili veriyi paylaşmayan melek yatırımcıları temsil etmektedir.

Tablo 2. Yatırım Kararı Verisi

	Frekans	Yüzde
Değerlendirme Sonucuna Göre		
Olumlu Karar	117	49
Olumsuz Karar	122	51
Değerlendirmenin Yapıldığı Yatırım Turuna Göre		
İlk Tur (Tohum Öncesi/Tohum)	165	69
İlerleyen Tur (Seri-A/Seri-B)	74	31
Değerlendirme Sırasında Girişimin Aşamasına Göre		
Erken Aşama	116	49
İleri Aşama	123	51
Sendikasyon Durumuna Göre		
Sendikasyonlu	135	56
Sendikasyonsuz	104	44

n=239.

Değişkenler ve Ölçekler

Bağımlı Değişken

'Yatırım Kararı' araştırmanın bağımlı değişkenidir. Değişken olumlu sonuçlanan bir değerlendirme süreci için 1, olumsuz sonuçlanan bir değerlendirme süreci için 0 değerini almaktadır; bu bakımdan ikili değişkendir.

Bağımsız Değişkenler

Toplam 12 değerlendirme kriterinin (ürün geliştirme riski, iş modeli, gelir yaratma potansiyeli, çıkış potansiyeli, pazardaki giriş bariyerleri, pazarın büyüme hızı, güvenilirlik, akıl verilebilirlik, başarı geçmişi, alan hâkimiyeti, güçlü bir ekip, güçlü mentörler ve danışmanlar) araştırma modelinde (bkz. Şekil 1) 'Girişim Fırsatının Yeterliliği' ve 'Girişimci Ekibin Yeterliliği' şeklinde iki yapı (İngilizce 'construct') ile, dolayısıyla iki bağımsız değişken ile temsili konusunda izlenen yaklaşımın geçerliliğinin test edilmesi amacıyla ilgili araştırma verisi kullanılarak Temel Bileşen Analizi yapılmıştır.

Bir örneklemin Temel Bileşen Analizi açısından yeterli büyüklüğe sahip olduğunu ifade edebilmek için KMO değerinin en az 0,70 olması gerekmektedir (Tabachnick, Fidell & Ullman, 2007). Analizde elde edilen KMO değeri 0,899'dur. Güçlü bir yapının varlığından söz edebilmek için ise, yapılarda yer alan maddelerin yük değerlerinin 0,50'den yüksek olması gerekmektedir (Tabachnick, Fidell & Ullman, 2007).

Analiz sonuçlarına göre en düşük yük değeri 0,544'tür (tüm yük değerleri Tablo 3'te gösterilmektedir). Sonuç olarak, örneklem yeterli büyüklüğe sahip olduğundan ve elde edilen yapılar güçlü bulunduğundan, 'Girişim Fırsatının Yeterliliği' ve 'Girişimci Ekibin Yeterliliği' birer bağımsız değişken olarak araştırma modelindeki varlığını korumuştur. Bu iki değişkenle ilişkili ölçekler Mittiness, Baucus ve Sudek'in (2012) araştırmasında kullandığı ölçeklerden uyarlanmıştır ve güvenilirliği oldukça yüksek gerçekleşmiştir.

Araştırmanın bir diğer bağımsız değişkeni ise 'Beklenen Getiri'dir. 'Beklenen Getiri' araştırma modelinde aynı zamanda bir aracı değişken olarak konumlanmıştır. 'Beklenen Getiri' için Wuebker, Hampl ve Wuestenhagen'in (2015) çalışmasında yer alan anket sorusu ve yanıtları örnek alınmıştır.

Tüm bağımsız değişkenlerle ilgili anket öğeleri, kullanılan ölçekler ve ölçeklerin güvenilirlik seviyeleri Tablo 3'te gösterilmektedir.

Kontrol Değişkenleri

Melek Yatırımcının Yatırım Yapma Amacı

Kimi melek yatırımcılar yatırımlarının kendilerine sağlayacağı finansal getirileri önceliklendirirken, kimi melek yatırımcılar da yatırımlarının neden olacağı olumlu sosyal etkileri önceliklendirmektedir; bazı yatırımcılar için ise, her ikisi de eşit önemdedir (Brugg-Levine & Emerson,

Tablo 3. Araştırmanın Bağımsız Değişkenleri

Değişken	Kriter	Faktör Yüğü	Anket Öğesi	Ölçek
Girişim Fırsatının Yeterliliği	Gelir Yaratma	0,829	Girişimin ciro yaratma potansiyeli yüksek.	7'li Likert (1: Kesinlikle Katılmıyorum, 7: Kesinlikle Katılıyorum) Cronbach α; 0,838
	Çıkış Potansiyeli	0,753	Girişim yatırımcısına makul bir çıkış stratejisi sunuyor.	
	İş Modeli	0,735	Girişim güçlü bir iş modeline sahip.	
	Pazarın Büyüme Hızı	0,719	Pazarın büyüme potansiyeli yüksek.	
	Pazardaki Giriş Bariyerleri	0,623	Sektörde makul giriş bariyerleri bulunuyor.	
	Ürün Geliştirme Riski	0,544	Ürün/hizmet geliştirme riski düşük.	
Girişimci Ekibin Yeterliliği	Akl Verilebilirlik	0,784	Girişimci akıl verilebilir, tavsiye dinleyen birine benziyor.	7'li Likert (1: Kesinlikle Katılmıyorum, 7: Kesinlikle Katılıyorum) Cronbach α; 0,849
	Güçlü Bir Ekip	0,772	Ekip genel olarak güçlü duruyor.	
	Güvenilirlik	0,763	Girişimci güvenilir birine benziyor.	
	Güçlü Mentörler ve Danışmanlar	0,666	Girişimin akıl hocaları/danışma kurulu üyeleri güçlü duruyor.	
	Başarı Geçmişi	0,640	Girişimci geçmiş çalışmalarıyla rüştünü ispatlamış.	
	Alan Hâkimiyeti	0,604	Girişimci konuya hâkim.	
Beklenen Getiri	Yatırım Fırsatından Beklenen Getiri	-	Yatırım kararı aldığımız tarihte, bu girişimin size 5 yıl sonra kaç kat getiri sağlayacağını düşünüyordunuz?	7'li Likert * (1: Yatırdığım tüm parayı kaybedeceğimi düşünüyordum, 7: 10x'ten fazla)

*Anket yanıtları 7'li Likert ölçeğine çevrilirken ara değerler 2: 2x, 3:4x, 4:6x, 5:8x, 6:10x olarak kabul edilmiştir.

2011; Klyver, Lindsay, Suleiman & Hancock, 2017; Roundy, Holzhauser & Dai, 2017). Freear, Sohl ve Wetzel (1995)'e göre, melek yatırımcıların yaklaşık olarak yarısı, getiri potansiyeli düşük olan yatırım fırsatlarına özgecil nedenlerle yatırım yapmaktadır. 'Melek Yatırımcının Yatırım Yapma Amacı' değişkeninin kontrol değişkeni olarak araştırmaya dahil edilmesi, özgecil nedenlerin yatırım kararı üzerindeki etkisini izole etmesi bakımından önemlidir. Değişken araştırmaya katılım gösteren her melek yatırımcıyı finansal yatırımcı, sosyal yatırımcı, sosyal / finansal yatırımcı olmak üzere üç tipolojiden birine yerleştirmektedir.

Girişimin Aşamaları

Girişimin aşaması ile maruz kaldığı belirsizlikler ve riskler arasında negatif korelasyon bulunmaktadır (Lahti, 2009). Erken aşamadaki girişimler ileri aşamadaki girişimlere kıyasla çok daha fazla belirsizlik ve risk taşırlar (Stinchcombe, 1965). 'Girişimin Aşamaları' kategorik değişkeninin bir kontrol değişkeni olarak araştırmaya dahil edilmesi kıyaslamalı analiz yapılmasını gerektiren H8 hipotezinin test edilebilmesi için elzemdir. Değişken her girişimi erken aşama ve ileri aşama olmak üzere iki kategoriden birine yerleştirmektedir. İzlenen bu yaklaşım Forrester'ın (2014) çalışmasında izlediği ikili gruplama yaklaşımıyla benzerlik göstermektedir.

Yatırım Turu

Söderblom, Samuelsson ve Martensson (2016) daha önceden yatırım turu düzenlemiş ve melek yatırımcılardan yatırım almış girişimlerin gelecek yatırımcılara ve finansörlerle karşı kredibilitesinin yükseldiğini savunmaktadır. Buradan hareketle, bir melek yatırımcı açısından ilk turda (tohum öncesi veya tohum yatırım turu) yatırım yapmak ile, ilerleyen turlarda (seri-A, seri-B) yatırım yapmak arasında yatırım fırsatının algılanan kalitesi ve kredibilitesi açısından önemli farklar bulunduğunu düşünmek hatalı olmayacaktır. Bu etkinin izole edilmesi için 'Yatırım Turu' kategorik değişkeni bir kontrol değişkeni olarak araştırmaya dahil edilmiştir. Değişken melek yatırımcıların değerlendirme süreciyle ilgili bilgi paylaştığı her girişimi ilk tur veya ilerleyen tur olmak üzere iki yatırım turundan birine yerleştirmektedir.

Sendikasyon

Melek yatırımcılar sendikasyon yapılan bir yatırım turunda aralarında bilgi ve görüş paylaşımı yaparak belirsizlikleri azaltırlar ve riski azaltan bilgiler edinirler; bu sayede değerlendirmenin kalitesini yükseltirler (Block, Fisch, Obschonka & Sandner, 2019). Dolayısıyla, melek yatırımcıların aynı yatırım turunda birden fazla melek yatırımcının bulunmasını bir rekabet unsuru olarak değil, bir kalite sinyali olarak algıladığını düşünmek mümkündür. Bu etkinin izole edilmesi için 'Sendikasyon' ikili değişkeni bir kontrol değişkeni olarak araştırmaya dahil edilmiştir. Değişken sendikasyon yapılan yatırım turları için 1, sendikasyon yapılmayan yatırım turları için 0 değerini almaktadır.

yan yatırım turları için 0 değerini almaktadır.

Melek Yatırımcı-Girişimci Türdeşliği

Sosyolojik bir kavram olan türdeşlik (İngilizce 'homophily'), kişinin kendisine benzeyen diğer bir kişiye yakın hissetmesi ile ilgilidir (McCroskey, Richmond & Daly, 1975). Türdeşliğe yol açan benzerlikler cinsiyet, ırk, din gibi demografik benzerlikler olabileceği gibi, mezun olunan okul, geçmişte çalışılan şirket veya sektör gibi özgeçmiş benzerlikleri de olabilir (McCroskey, Richmond & Daly, 1975). Türdeşlik tarafları birbirine çok kısa sürede yakınlabilir ve taraflar arasında güven tesis edilmesini sağlayabilir (Venugopal, 2017).

Harrison ve Mason'a (2017) göre melek yatırımcılar kendileri ile girişimciler arasında 'kimya uyumu' bulunmasına yüksek önem vermektedir. Bengtsson ve Hsu'ya (2010) göre aynı üniversiteden mezun olmak veya aynı etnik kökene sahip olmak yatırımcı-girişimci eşleşmesinde etkin rol oynamaktadır. Bu gibi bulgulardan hareketle, 'Melek Yatırımcı-Girişimci Türdeşliği' ikili değişkeni bir kontrol değişkeni olarak araştırmaya dahil edilmiştir.

Türdeşliği ölçmek için Bengtsson ve Hsu (2010) ve Venugopal'ın (2017) çalışmalarında izlediği metodoloji örnek alınmıştır. Değişken anketteki "Bu girişimin kurucu ekibinde yer alan kişilerden herhangi biriyle ortak noktanız var mıdır?" sorusunun altında yer verilen seçeneklerden birinin ("Hemşehriyiz", "Aynı lisenin / üniversitenin mezunuyuz", "Aynı şirkette / sektörde çalıştık") seçilmesiyle 1 değerini almaktadır. Herhangi bir seçeneğin seçilmemesi durumunda 0 değerini almaktadır.

VERİLERİN ANALİZİ VE BULGULAR

Regresyon Analizleri

Lojistik Regresyon Analizinde temel amaç en az sayıda değişken ile en iyi uyuma sahip kabul edilebilir bir model kurmaktır (Atasoy, 2001). Şekil 1'de gösterilen araştırma modelinde yer alan 'Girişim Fırsatının Yeterliliği' (GFY), 'Girişimci Ekibin Yeterliliği' (GEY), 'Beklenen Getiri' (BG), 'Yatırım Kararı' (YK) değişkenlerinin ilişkisi, Yapısal Eşitlik Modellemesi yöntemlerinden olan Yol Analizi yöntemi kullanılarak modellenmiştir. Analiz sonuçları R yazılımındaki 'lavaan' paketi ile elde edilmiştir (Rossee, 2012). 'Diagonally Weighted Least Squares' (DWLS) yöntemi ile ele alınan verilerin modelleme sonuçları Robust istatistikler ile oluşturulmuştur. Regresyon Analizi sonuçları Tablo 4'te gösterilmektedir.

Analiz sonuçlarına göre araştırma modelinin anlamlılık değerlerinin yüksek olduğu anlaşılmaktadır. Modelin 'Comparative Fit Index' (CFI) değerinin 0,967, 'Tucker-Lewis Index' (TLI) değerinin 0,995, 'Root Mean Square Error of Approximation' (RMSEA) değerinin 0,012 ve 'Standardized Root Mean Square Residual' (SRMR) değerinin ise 0,011 olduğu gözlenmektedir. Bu değerler modelin veri ile mükemmel uyum gösterdiğini ortaya koymaktadır.

Tablo 4. Regresyon Analizi Sonuçları

Regresyon İlişkisi	β	Std. Hata	Test İstatistiği
GFY → BG	0,768**	0,139	5,506
GEY → BG	0,413**	0,127	3,246
GFY → YK	0,378**	0,130	2,903
GEY → YK	0,876**	0,153	5,730
BG → YK	0,170**	0,053	3,188
Kontrol Değişkenleri			
YYA → YK	-0,011	0,191	-0,060
GA → YK	0,013	0,264	0,048
YT → YK	-0,357	0,252	-1,417
SEN → YK	-0,103	0,239	-0,431
TUR → YK	-0,047	0,242	-0,194
GFY → BG → YK	0,131**	0,048	2,752
GEY → BG → YK	0,070*	0,030	2,306

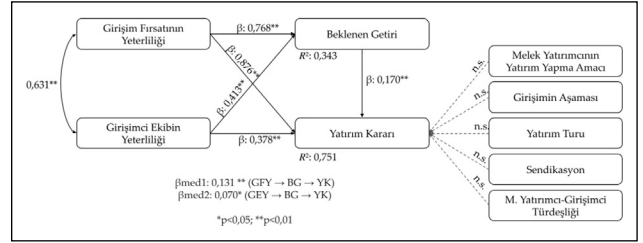
$\chi^2=7,544$; CMIN/df=1,024; CFI=0,967; TLI=0,995; RMSEA=0,012; SRMR=0,011; * p<0,05; ** p<0,01.

R² tahminleri ‘Beklenen Getiri’ (BG) için 0,343 ve ‘Yatırım Kararı’ (YK) için ise 0,751 olarak elde edilmiştir. Hair, William, Barry ve Rolph’a (2011) göre, R² değerinin 0,25’in altında olması çok zayıf bir modele, 0,25 ile 0,50 arasında olması zayıf bir modele, 0,50 ile 0,75 arasında olması makul bir modele, 0,75’ten yüksek olması çok iyi bir modele işaret etmektedir. Bu referans değerler baz alındığında, Şekil 2’de gösterilen nihai modelin yatırım kararını açıklamakta yeterli olduğu anlaşılmaktadır. Ayrıca, ‘Girişimin Aşaması’ (GA), ‘Melek Yatırımcının Yatırım Yapma Amacı’ (YYA), ‘Melek Yatırımcı-Girişimci Türdeşliği’ (TUR), ‘Yatırım Turu’ (YT), ‘Sendikasyon’ (SEN) kontrol değişkenlerinin bağımlı değişken ‘Yatırım Kararı’ (YK) üzerinde anlamlı bir etkisinin bulunmadığı anlaşılmıştır.

Tablo 5. Korelasyon Matrisi

	YK	GFY	GEY	BG	YYA	GA	YT	SEN	TUR
YK	1								
GFY	0,567**	1							
GEY	0,655**	0,631**	1						
BG	0,529**	0,532**	0,467**	1					
YYA	-0,009	-0,003	-0,062	-0,021	1				
GA	0,063	0,131*	0,137*	0,007	-0,049	1			
YT	-0,040	0,053	0,054	-0,106	0,013	0,451**	1		
SEN	0,100	0,207**	0,143*	0,129*	-0,199**	0,195**	0,022	1	
TUR	0,181**	0,172**	0,229**	0,145*	0,054	-0,056	0,011	-0,119	1

* p<0,05; ** p<0,01.

**Şekil 2.** Model diyagramı.

Hipotez Testleri

‘Girişim Fırsatının Yeterliliği’nin (GFY) ‘Beklenen Getiri’ (BG) üzerinde doğrudan pozitif etkisi bulunmaktadır ($\beta=0,768$; $p<0,01$). ‘Girişimci Ekibin Yeterliliği’nin (GEY) ‘Beklenen Getiri’ (BG) üzerinde doğrudan pozitif etkisi bulunmaktadır ($\beta=0,413$; $p<0,01$). Bu doğrultuda, H1 ve H2 hipotezleri desteklenmektedir.

‘Beklenen Getiri’nin (BG) ‘Yatırım Kararı’ (YK) üzerindeki doğrudan etkisinin anlamlı olduğu görülmektedir ($\beta=0,170$; $p<0,01$). ‘Girişim Fırsatının Yeterliliği’nin (GFY) ‘Yatırım Kararı’ (YK) üzerinde doğrudan pozitif etkisi ($\beta=0,378$; $p<0,01$) ve ‘Beklenen Getiri’ (BG) üzerinden dolaylı pozitif etkisi ($\beta=0,131$; $p<0,01$) bulunmaktadır. Bu şekilde ‘Girişim Fırsatının Yeterliliği’nin (GFY) ‘Yatırım Kararı’ (YK) üzerindeki toplam pozitif etkisi $\beta=0,509$; $p<0,01$ değerlerine sahiptir. ‘Girişimci Ekibin Yeterliliği’nin (GEY) ‘Yatırım Kararı’ (YK) üzerinde doğrudan pozitif etkisi ($\beta=0,876$; $p<0,01$) ve ‘Beklenen Getiri’ (BG) üzerinden dolaylı pozitif etkisi ($\beta=0,070$; $p<0,05$) bulunmaktadır. Bu şekilde ‘Girişimci Ekibin Yeterliliği’nin (GEY) ‘Yatırım Kararı’ (YK) üzerindeki toplam pozitif etkisi $\beta=0,946$; $p<0,01$ değerlerine sahiptir. Bu doğrultuda H3, H4 ve H5 hipotezleri desteklenmektedir.

Tüm değişkenleri kapsayan Korelasyon Analizinin sonuçları Tablo 5’te gösterilmektedir. ‘Girişimci Ekibin Yeter-

liliği' (GEY) ile 'Girişim Fırsatının Yeterliliği' (GFY) arasında pozitif korelasyon bulunmaktadır ($r=0,631$; $p<0,01$). Pozitif korelasyon, 'Girişim Fırsatının Yeterliliği'nin (GFY) 'Girişimci Ekibin Yeterliliği' (GEY) ile birlikte yükseldiği (veya düştüğü) anlamına gelmektedir. Bu çerçevede H6 hipotezi desteklenmektedir.

Standart regresyon sonuçları incelendiğinde 'Girişim Fırsatının Yeterliliği'nin (GFY) ve 'Girişimci Ekibin Yeterliliği'nin (GEY) 'Yatırım Kararı' (YK) üzerindeki etkisi net olarak anlaşılmaktadır. Buna karşın, 'Yatırım Kararı'nın (YK) üzerinde 'Girişim Fırsatının Yeterliliği'nin (GFY) mi, yoksa 'Girişimci Ekibin Yeterliliği'nin (GEY) mi daha hâkim geldiğini belirlemek zordur. Bunu belirlemek için Hâkimiyet Analizi yöntemi kullanılmıştır.

Hâkimiyet Analizinde 'Yatırım Kararı' (YK) bağımlı değişkeninin ikili değişken olması nedeniyle lojistik regresyonun kullanıldığı Azen ve Traxel'in (2009) yaklaşımı izlenmiştir. Verilerin analizinde R yazılımında yer alan 'dominanceanalysis' paketi kullanılmıştır. Hâkimiyet Analizi sonuçları incelendiğinde 'Girişimci Ekibin Yeterliliği'nin (GEY) 'Yatırım Kararı' (YK) üzerinde %61,7 oranda hâkimiyetinin bulunduğu anlaşılmaktadır. Gerçekleştirilen Bootstrap Analizinde ise Estrella ölçüsüne göre 'Girişimci Ekibin Yeterliliği'nin (GEY) ve 'Girişim Fırsatının Yeterliliği'nin (GFY) 'Yatırım Kararı' (YK) üzerindeki bootstrap baskınlığının 0'a yakın standart hatalara (SE.Dij) ve 1'e yakın tekrarlanabilirliğe (Rep) sahip olduğu tespit edilmiştir. Bu çerçevede H7 hipotezi desteklenmektedir.

H8 hipotezinin test edilmesi için yatırım kararı veri seti erken-aşama girişimler için alınan yatırım kararları ($n=116$) ve ileri aşama girişimler için alınan yatırım kararları ($n=123$) şeklinde ikiye ayrılmış ve veriler üzerinde ayrı ayrı Hâkimiyet Analizleri yapılmıştır. Sonuçlar incelendiğinde erken aşamadaki girişimlerde 'Girişimci Ekibin Yeterliliği'nin (GEY) 'Yatırım Kararı' (YK) üzerindeki hâkimiyeti %68,3 seviyesindeyken, ileri aşamadaki girişimlerde %55,9 seviyesindedir. Bu çerçevede H8 hipotezi desteklenmektedir.

DEĞERLENDİRME, SONUÇ VE ÖNERİLER

Değerlendirme ve Sonuç

Araştırma sorusu #1'in ("Herhangi bir melek yatırım kararının dayanması gereken en temel kriterler nelerdir?") cevaplanması için öncelikle melek yatırımların taşıdığı ana riskler olan icra riski, piyasa riski ve vekâlet riski ekseninde bir araştırma yapılmıştır. Bu risklerin hangi kriterlere başvurularak ölçümlenebileceği konusunda literatür taraması yapılmış ve girişim fırsatı ile ilgili 6 kriter ve girişimci ekip ile ilgili 6 kriter ön plana çıkarılmıştır. Bu kriterlere yatırım fırsatından beklenen getirinin de eklenmesiyle, toplam 13 kriterin melek yatırımcıların yatırım kararlarının yönünü tayin edebileceği düşünülmüştür.

Türkiye'de son 10 yıl içerisinde yaptığı melek yatırımlardan en az 1 tanesi kamuya açık kaynaklarda duyurulmuş

olan 122 melek yatırımcıdan elde edilen 239 farklı yatırım kararı ile ilişkili veriler analiz edildiğinde; girişim fırsatının yeterliliğinin (ürün geliştirme riski, iş modeli, gelir yaratma potansiyeli, çıkış potansiyeli, pazardaki giriş bariyerleri, pazarın büyüme hızı), girişimci ekibin yeterliliğinin (güvenilirlik, akıl verilebilirlik, başarı geçmişi, alan hâkimiyeti, güçlü bir ekip, güçlü mentörler ve danışmanlar) ve yatırım fırsatından beklenen getirinin alınan yatırım kararlarının yönünü tayin etmekte yüksek ölçüde yeterli geldiği ($R^2=0,751$) anlaşılmıştır. Araştırmada yer verilen kriterler, melek yatırımcıların genelinin yatırım kararlarının şekillenmesinde etkili olabilecek en temel kriterler olarak tespit edilmiştir.

Araştırmada yer verilen kriterler, melek yatırımcıların yatırım fırsatlarını değerlendirirken yararlanabileceği bir 'kontrol listesi' niteliğindedir. Her melek yatırımcı bu kriterlerin üzerine yatırım tercihleri ve stratejileri doğrultusunda kendi kriterlerini eklemelidir. Bu noktada, çok boyutlu araştırmalar ve derin analizler yapmaya çalışmanın 'paraliz' ile sonuçlanabileceği unutulmamalıdır. Bu bakımdan, kontrol listesinin uzunluğunun optimum düzeyde olmasına dikkat edilmelidir.

Araştırma sorusu #2'nin ("Melek yatırımcıların yatırım kararları üzerinde girişim fırsatının yeterliliği mi, yoksa girişimci ekibin yeterliliği mi daha hâkimdir?") cevaplanması için ise, melek yatırımcıların vekâlet riskini, icra riskinden ve piyasa riskinden daha fazla önemseydiğinden hareketle, girişimci ekibin yeterliliğinin girişim fırsatının yeterliliğine kıyasla yatırım kararı üzerinde daha hâkim gelebileceği varsayımında bulunulmuştur. Bağımlı değişken 'Yatırım Kararı' üzerinde yapılan Hâkimiyet Analizi ile elde edilen sonuçlara göre, herhangi bir yatırım kararını temsil eden 100 karar biriminin 61,7'sinin girişimci ekibin yeterliliğinden, 38,3'ünün girişim fırsatının yeterliliğinden kaynaklandığı anlaşılmaktadır. Bu doğrultuda melek yatırımcıların yatırım kararlarında girişimci ekibin yeterliliğinin hâkim geldiği tespit edilmiştir.

Özetle, melek yatırımcıların yatırım fırsatlarını değerlendirirken girişimci ekibe girişim fırsatından daha fazla önem verdiği bu araştırma ile belirgin hale gelmiştir. Melek yatırımcılar vekâlet riski konusuna hassasiyetle yaklaşmalıdır. Vekâlet riskinin her zaman doğru teşhis edilebileceği veya yönetilebileceği konusunda bir kaide bulunmamaktadır. Dünyanın en tecrübeli yatırımcıları dahi vekâlet riski konusunda hatalar yapabilmektedir. 31 Ocak 2022'de Sequoia Capital, Temasek, Tiger Global gibi dünyanın en büyük girişim sermayesi şirketlerinden yatırım alarak 32 milyar Dolar değere ulaşan FTX isimli teknoloji girişimi, kurucusu Sam Bankman-Fried'in hatalı eylemleri sonucunda 11 Kasım 2022'de iflasını açıklamış ve sonucunda yatırımcılarını mağdur etmiştir (The New York Times, 2022). Dolayısıyla melek yatırımcıların vekâlet riski konusunda yapabileceklerinin daha doğru teşhis ve daha iyi yönetim ile sınırlı olduğunu bilmeleri gerek-

mektedir. Melek yatırımcılar vekâlet riskini sınırlamak gibi bir beklenti içerisinde girmemelidir.

Bir girişime olan fon akışının yüksek oranda girişimin algılanan meşruiyeti ile doğru orantılı olduğu unutulmamalıdır (Zimmerman & Zeitz, 2002). Bu nedenle, girişimciler yatırımcılarla başlattıkları diyaloglarda yetenekleri ve niyetleri ile ilgili doğru sinyaller verdiklerinden emin olmalıdır (Harrison, Dibben & Mason, 1997). Diğer yandan ‘iyi girişimci’ seçimi yalnızca vekâlet riski bakımından değil, genel anlamda girişim performansı bakımından da önemlidir. Bir girişimin başarılı olmasını sağlayacak olan kişi girişimcidir. İyi bir jokey tarafından sürülmeyen bir atın kendi başına bir yarış kazanamayacağı her zaman hafızalarda bulunmalıdır.

Araştırmanın Sınırlılıkları

Araştırmanın sınırlılığı örneklem büyüklüğü ile ilgilidir. Dünya genelinde melek yatırımcıların önemli bir kısmı kendilerini kasıtlı olarak gizlemektedir (Engineer, Schure & Vo, 2019). Türkiye’de de tam olarak kaç kişinin melek yatırım yaptığına ilişkin net ve güvenilir bir veriye ulaşmak mümkün bulunmamaktadır. Bu sınırlılık nedeniyle araştırma evreni “Türkiye’de yaptığı melek yatırımlardan en az bir tanesi kamuya açık kaynaklarda duyurulmuş olan kişiler” şeklinde daha dar kapsamlı bir ifade ile tarif edilebilmiştir. Sonuç olarak 301 kişiyi kapsayan bir evren tespit edilebilmiş, örneklem büyüklüğü 122 kişi ile sınırlı kalmıştır.

Araştırmanın Sağladığı Katkılar

Araştırmanın Türkiye’deki girişimcilik literatürüne en belirgin katkısı, Türk araştırmacılar tarafından henüz yeterince mercek altına alınmamış durumda olan melek yatırımcılık konusunu işlemiş olması ve bulguları ile Türkçe literatürü zenginleştirmiş olmasıdır. Bu araştırma tamamlandığı tarihe kadar, Türkiye’de melek yatırımcılar üzerinde yapılmış en geniş katılımlı (n=122) akademik araştırma, aynı zamanda Türk melek yatırımcıların yatırım kararlarını analiz eden ilk akademik araştırma olma özelliğini taşımaktadır. Araştırma Türkiye’de melek yatırım yapan kişilerin karar alma sistematığının anlaşılmasını sağlamıştır. Araştırmanın ulaştığı sonuçlar melek yatırımcılığa yeni adım atacaklar için bir rehber niteliğindedir.

Araştırmanın küresel literatüre olan katkısı ise hem örneklem oluşturmada hem de veri toplamada izlediği metodolojiden kaynaklanmaktadır. Geçmiş araştırmacıların örneklem oluştururken kimin gerçekten melek yatırımcı olduğunu net olarak belirleyemedikleri anlaşılmaktadır. Örneğin, çok sayıda atıf alan Fiet (1995)’in araştırmasındaki örnekleme Teksas Operasına üye olan kişiler de varlıklı kişiler oldukları gerekçesiyle dahil edilmiştir ve bu kişilerden veri toplanmıştır. Bu araştırmada örnekleme yalnızca son 10 yıl içerisinde kamuya açık kaynaklarda yatırım haberlerinde ismi geçen kişilerin dahil edilmiş olması, örneklem kalitesi bakımından

araştırmayı diğer tüm çalışmalardan farklılaştırmaktadır. Diğer yandan, geçmişte ABD’de ve Avrupa ülkelerindeki araştırmacıların geneli melek yatırımcılara “Aşağıdaki değerlendirme kriterlerinin sizin açınızdan önemi nedir?” veya “Bir yatırım yapacak olsaydınız, aşağıdaki kriterlere ne derecede dikkat ederdiniz?” benzeri sorular yönelterek melek yatırımcıların değerlendirme sürecindeki karar alma davranışını anlamaya çalışmıştır. Bu araştırmada, ‘kanaat araştırması’ olma niteliğini taşıyan geçmiş araştırmalardan farklı olarak, geçmişte alınmış (diğer bir ifadeyle ‘gerçekleşmiş’) yatırım kararlarının arkasında yatan gerekçelerle ilgili veri toplanmıştır ve analizler bunların üzerinden yapılmıştır.

Sonuç olarak, araştırmanın bulguları 1) melek yatırımcıların en çok vekâlet riskini önemsediklerini savunan Fiet (1995) ve Harrison ve Mason (2017) ile, 2) melek yatırımcıların en çok önem verdikleri bir numaralı kriterin girişimci ekip ile ilgili bir kriter olduğunu savunan Haar, Starr ve MacMillan (1988), Landström (1998), Sudek (2006), Becker-Blease ve Sohl (2015), Carson (2018) ile paralellik göstermektedir. Dolayısıyla, geçmiş araştırmacıların farklı yönde bir bulgu edinilmemiş, ancak araştırmanın verilerinin gerçek yatırım kararlarına dayanması nedeniyle, ampirik kanıtlar yönünden daha güçlü ve güvenilir bulgular literatüre kazandırılmıştır.

Araştırmacılar İçin Öneriler

Yapılan bu araştırma melek yatırımlarda yatırım öncesi değerlendirme sürecini odağına almıştır. Araştırmanın sonuçları Türk melek yatırımcıların yatırım kararlarının hangi kriterler doğrultusunda şekillendiğini makul seviyede açıklamaktadır ($R^2=0,751$).

Türkiye’de artan şirket birleşmesi/satın alması aktivitesi sayesinde melek yatırımcıların yatırımlarından çıkışlarının hız kazandığı gözlemlenmektedir. Çıkış sayıları arttıkça ‘geçmişte yapılan melek yatırımların performansını’ değerlendirmek ve ‘melek yatırımlarda başarının formülüne’ ilişkin önermelerde bulunmak mümkün hale gelecektir. Araştırmacıların bu çerçevede yapacağı araştırmaların yalnızca Türkçe literatür için değil, küresel literatür için büyük bir kazanım olacağı değerlendirilmektedir.

Etik: Bu makalenin yayınlanmasıyla ilgili herhangi bir etik sorun bulunmamaktadır.

Hakem Değerlendirmesi: Dış bağımsız.

Yazarlık Katkıları: Fikir: C.A.E.; Tasarım: Y.D.G., C.A.E.; Denetleme: Y.D.G.; Kaynaklar: C.A.E.; Veri Toplanması veya İşlenmesi: C.A.E.; Analiz veya Yorumlama: C.A.E., Y.D.G.; Literatür Taraması: Y.D.G., C.A.E.; Yazıyı Yazan: C.A.E.; Eleştirel İnceleme: Y.D.G.

Çıkar Çatışması: Yazar, bu makalenin araştırılması, yazarlığı ve/veya yayınlanması ile ilgili olarak herhangi bir potansiyel çıkar çatışması beyan etmemiştir.

Finansal Destek: Yazarlar bu çalışma için finansal destek almadıklarını beyan etmişlerdir.

Ethics: There are no ethical issues with the publication of this manuscript.

Peer-review: Externally peer-reviewed.

Author Contributions: Concept – C.A.E.; Design – Y.D.G., C.A.E.; Supervision – Y.D.G.; Resources – C.A.E.; Data Collection and/or Processing – C.A.E.; Analysis and/or Interpretation – C.A.E., Y.D.G.; Literature Search – Y.D.G., C.A.E.; Writing Manuscript – C.A.E.; Critical Review – Y.D.G.

Conflict of Interest: The author declared no potential conflicts of interest with respect to the research, authorship, and/or publication of this article.

Financial Disclosure: The authors declared that this study has received no financial support.

KAYNAKLAR

- ACA. (2021). *Angel Funders Report*. <https://www.paperturn-view.com/angel-capital-association/angel-funders-report-2021> Accessed on May 10, 2022.
- Aernoudt, R. (2005). Business angels: The smartest money for starters? Plea for a renewed policy focus on business angels. *International Journal of Business*, 10(3), 271–284.
- Akerlof, G. A. (1978). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. In M. Diamond (Ed.), *Uncertainty in economics: Reading and exercises* (1st ed, pp. 235–251). Academic Press.
- Aldrich, H., & Herker, D. (1977). Boundary spanning roles and organization structure. *Academy of Management Review*, 2(2), 217–230. [CrossRef]
- Amaeshi, K., & Scarbrough, H. (2006). Does trust matter? Exploring the link between investment decisions and trustworthiness in knowledge markets. *Evolution for Business Knowledge*, Working paper.
- Amit, R., Glosten, L., & Muller, E. (1990). Entrepreneurial ability, venture investments, and risk sharing. *Management Science*, 36(10), 1233–1246. [CrossRef]
- Amit, R., Glosten, L., & Muller, E. (1993). Challenges to theory development in entrepreneurship research. *Journal of Management Studies*, 30(5), 815–834. [CrossRef]
- Ardichvili, A., Cardozo, R. N., Tune, K., & Reinach, J. (2002). The role angel investors in the assembly of non-financial resources of new ventures: Conceptual framework and empirical evidence. *Journal of Enterprising Culture*, 10(01), 39–65. [CrossRef]
- Arfsten, M. C. (2013). *Venture selection and decision factors influencing risk and return for angel investing*. [Unpublished doctoral dissertation]. Argosy University Twin Cities.
- Atasoy, D. (2001). *Lojistik regresyon analizinin incelenmesi ve bir uygulaması* [Unpublished master’s thesis]. Cumhuriyet Üniversitesi. [Turkish].
- Aven, T. (2011). On some recent definitions and analysis frameworks for risk, vulnerability, and resilience. *Risk Analysis: An International Journal*, 31(4), 515–522. [CrossRef]
- Azen, R., & Traxel, N. (2009). Using dominance analysis to determine predictor importance in logistic regression. *Journal of Educational and Behavioral Statistics*, 34(3), 319–347. [CrossRef]
- Baden-Fuller, C., & Haefliger, S. (2013). Business models and technological innovation. *Long Range Planning*, 46(6), 419–426. [CrossRef]
- Balachandra, L. (2011). Pitching trustworthiness: cues for trust in early-stage investment decision-making. SSRN, [Epub ahead of print] <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2205965> [CrossRef]
- Baum, J. A., & Silverman, B. S. (2004). Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups. *Journal of Business Venturing*, 19(3), 411–436. [CrossRef]
- Becker-Blease, J. R., & Sohl, J. E. (2015). New venture legitimacy: The conditions for angel investors. *Small Business Economics*, 45(4), 735–749. [CrossRef]
- Beckman, C. M., Burton, M. D., & O’Reilly, C. (2007). Early teams: The impact of team demography on VC financing and going public. *Journal of Business Venturing*, 22(2), 147–173. [CrossRef]
- Bengtsson, O., & Hsu, D. H. (2010). How do venture capital partners match with startup founders? SSRN, [Epub ahead of print] <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1568131>
- Blank, S. (2010, January 25). *What’s a startup? First principles*. Steve Blank. <https://steveblank.com/2010/01/25/whats-a-startup-first-principles/>
- Blank, S., & Dorf, B. (2005). The path to epiphany: The customer development model. In S. Blank (Ed.), *The four steps to the epiphany* (1st ed., pp. 17–28). K&S Ranch Publishing.
- Block, J. H., Fisch, C. O., Obschonka, M., & Sandner, P. G. (2019). A personality perspective on business angel syndication. *Journal of Banking & Finance*, 100, 306–327.
- Brandstätter, E., Gigerenzer, G., & Hertwig, R. (2006). The priority heuristic: Making choices without trade-offs. *Psychological Review*, 113(2), 409. [CrossRef]
- Bugg-Levine, A., & Emerson, J. (2011). Impact investing: Transforming how we make money while making a difference. *Innovations: Technology, Governance, Globalization*, 6(3), 9–18. [CrossRef]
- Cable, D. M., & Shane, S. (1997). A prisoner’s dilemma approach to entrepreneur-venture capitalist relationships. *Academy of Management Review*, 22(1), 142–176. [CrossRef]
- Calif, P. A. (1999, June 7). *Google receives \$25 million in equity funding*. Google. <http://googlepress.blogspot.com/1999/06/google-receives-25-million-in-equity.html>
- Camp, J. J. (2002). *Venture capital due diligence: A guide to making smart investment choices and increasing your portfolio returns* (1st ed.). John Wiley & Sons.
- Carlton, D. W., & Perloff, J. M. (1994). *Modern industrial*

- organization (2nd ed.). Harper Collins Publishers.
- Carpentier, C., & Suret, J. M. (2015). Angel group members' decision process and rejection criteria: A longitudinal analysis. *Journal of Business Venturing*, 30(6), 808–821.
- Carson, S. A. (2018). *Identifying critical risk factors in the decision-making process of angel investors and venture capitalists: A delphi research study* [Unpublished doctoral dissertation]. East Tennessee State University.
- Carter, R. B., & Van Auken, H. E. (1992). Effect of professional background on venture capital proposal evaluation. *Journal of Small Business Strategy*, 3(1), 45–55.
- Casson, M., & Wadeson, N. (2007). The discovery of opportunities: Extending the economic theory of the entrepreneur. *Small Business Economics*, 28(4), 285–300. [CrossRef]
- Ciuchta, M. P., Letwin, C., Stevenson, R., McMahon, S., & Huvaj, M. N. (2018). Betting on the coachable entrepreneur: Signalling and social exchange in entrepreneurial pitches. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 42(6), 860–885. [CrossRef]
- Collewaert, V. (2012). Angel investors' and entrepreneurs' intentions to exit their ventures: A conflict perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(4), 753–779.
- Coveney, P., & Moore, K. (2019). A typology of angels: a better way of examining the informal investment phenomena. In R. & Donckels, A. M., (Eds.), *Entrepreneurship and SME research: On its way to the next millennium* (pp. 65–80). Routledge.
- Croce, A., Tenca, F., & Ughetto, E. (2017). How business angel groups work: Rejection criteria in investment evaluation. *International Small Business Journal*, 35(4), 405–426. [CrossRef]
- Daly, P., & Davy, D. (2016). Crafting the investor pitch using insights from rhetoric and linguistics. In G. M. Alessi, & G. Jacobs (Eds.), *The ins and outs of business and professional discourse research* (pp. 182–203). Palgrave Macmillan. [CrossRef]
- Davenport, D. (2022). Predictably bad investments: Evidence from venture capitalists. SSRN, [Epub ahead of print] <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4135861> [CrossRef]
- Davis, C. R. (2002). Calculated risk: A framework for evaluating product development. *IEEE Engineering Management Review*, 43(1), 38. [CrossRef]
- EBAN. (2019). *Statistics compendium 2019*. <https://www.eban.org/wp-content/uploads/2020/12/EBAN-Statistics-Compendium-2019.pdf>
- Edelman, L. F., Manolova, T. S., & Brush, C. G. (2017). Making progress through the angel investment process: The effect of external certification. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 37, 1–5.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74. [CrossRef]
- Eisenmann, T. R. (2020). *Determinants of early-stage startup performance: Survey results* (pp. 21–57). Harvard Business School Entrepreneurial Management. [CrossRef]
- Engineer, M. H., Schure, P., & Vo, D. H. (2019). Hide and seek search: Why angels hide and entrepreneurs seek. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 157, 523–540. [CrossRef]
- Epstein, L. G. (2004). A definition of uncertainty aversion. *The Review of Economic Studies*, 66(3), 579–608. [CrossRef]
- Ericsson, K. A., & Charness, N. (1994). Expert performance: Its structure and acquisition. *American Psychologist*, 49(8), 725–747. [CrossRef]
- European Commission. (2020, January 31). *Crowdfunding*. <https://ec.europa.eu/newsroom/fisma/items/667392/en>
- Feeney, L., Haines Jr, G. H., & Riding, A. L. (1999). Private investors' investment criteria: insights from qualitative data. *Venture Capital*, 1(2), 121–145. [CrossRef]
- Fiet, J. O. (1995). Risk avoidance strategies in venture capital markets. *Journal of Management Studies*, 32(4), 551–573. [CrossRef]
- Fili, A., & Grünberg, J. (2016). Business angel post-investment activities: a multi-level review. *Journal of Management & Governance*, 20(1), 89–114. [CrossRef]
- Forrester, R. C. (2014). *Behavioral finance: Factors influencing angel investor decisions* [Unpublished doctoral dissertation]. Kennesaw State University.
- Freear, J., Sohl, J. E., & Wetzel Jr, W. E. (1995). Angels: personal investors in the venture capital market. *Entrepreneurship & Regional Development*, 7(1), 85–94. [CrossRef]
- Frias, K. M., Popovich, D. L., Duhan, D. F., & Lusch, R. F. (2020). Perceived market risk in new ventures: A study of early-phase business angel investment screening. *Journal of Macromarketing*, 40(3), 339–354. [CrossRef]
- Forbes. (1976). The unfashionable business of investing in startups in the electronic data processing field. *Forbes*, 6, 2.
- Gomez-Mejia, L. R., Balkin, D. B., & Welbourne, T. M. (1990). Influence of venture capitalists on high tech management. *The Journal of High Technology Management Research*, 1(1), 103–118. [CrossRef]
- Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J., & Scharfstein, D. (2010). Performance persistence in entrepreneurship. *Journal of Financial Economics*, 96(1), 18–32. [CrossRef]
- Haar, N. E., Starr, J., & MacMillan, I. C. (1988). Informal risk capital investors: Investment patterns on the East Coast of the USA. *Journal of Business Venturing*, 3(1), 11–29. [CrossRef]
- Hair, J. F., William C. B., Barry J. B. & Rolph E. A. (2014). *Multivariate data analysis* (7th ed.). Pearson Education Limited.
- Hallowell, R. (2001). “Scalability”: the paradox of human resources in e-commerce. *International Journal of Service Industry Management*, 12(1), 34–43. [CrossRef]
- Hammond, J. S., Keeney, R. L., & Raiffa, H. (1998). The hidden traps in decision making. *Harvard Business Review*, 76(5), 47–58.

- Harding, R., & Cowling, M. (2006). Points of view: assessing the scale of the equity gap. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 13(1), 115–132. [CrossRef]
- Harrison, R. T., Dibben, M. R., & Mason, C. M. (1997). The role of trust in the informal investor's investment decision: An exploratory analysis. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 21(4), 63–81. [CrossRef]
- Harrison, R. T., & Mason, C. M. (2017). Backing the horse or the jockey? Due diligence, agency costs, information and the evaluation of risk by business angel investors. *International Review of Entrepreneurship*, 15(3), 269–290.
- Harrison, R. T., Mason, C. M., & Smith, D. (2015). Heuristics, learning and the business angel investment decision-making process. *Entrepreneurship & Regional Development*, 27(9–10), 527–554. [CrossRef]
- Hsu, D. K., Haynie, J. M., Simmons, S. A., & McKelvie, A. (2014). What matters, matters differently: a conjoint analysis of the decision policies of angel and venture capital investors. *Venture Capital*, 16(1), 1–25. [CrossRef]
- Huang, L., & Pearce, J. L. (2015). Managing the unknowable: The effectiveness of early-stage investor gut feel in entrepreneurial investment decisions. *Administrative Science Quarterly*, 60(4), 634–670. [CrossRef]
- Hurt, K. J., & Serviere, L. (2008). New venture creation: The significance of entrepreneur-opportunity fit. *Association for Small Business & Entrepreneurship 35th Annual Conference Proceedings* (pp. 99–110). San Antonio, Texas.
- Iruarrizaga, J. H., & Santos, M. S. (2013). The informal investment context: specific issues concerned with business angels. *Investigaciones Regionales-Journal of Regional Research*, 26, 179–198.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [CrossRef]
- Jin, L., Madison, K., Kraiczy, N. D., Kellermanns, F. W., Crook, T. R., & Xi, J. (2017). Entrepreneurial team composition characteristics and new venture performance: A meta-analysis. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41(5), 743–771. [CrossRef]
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2003). Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts. *The Review of Economic Studies*, 70(2), 281–315. [CrossRef]
- Kaplan, S. N., Sensoy, B. A., & Strömberg, P. (2009). Should investors bet on the jockey or the horse? Evidence from the evolution of firms from early business plans to public companies. *The Journal of Finance*, 64(1), 75–115.
- Klyver, K., Lindsay, N. J., Suleiman, K., & Hancock, G. (2017). Altruistic investment decision behavior in early-stage ventures. *Small Business Economics*, 48(1), 135–152. [CrossRef]
- Kochan, J. A. (2005). *The role of domain expertise and judgment in dealing with unexpected events* [Unpublished doctoral dissertation]. University of Central Florida.
- Kuratko, D. F., Neubert, E., & Marvel, M. R. (2021). Insights on the mentorship and coachability of entrepreneurs. *Business Horizons*, 64(2), 199–209. [CrossRef]
- Lahti, T. (2009). *Angel investing in Finland: An analysis based on agency theory and the incomplete contracting theory* [Unpublished doctoral dissertation]. Hanken School of Economics.
- Lahti, T. (2011). Categorization of angel investments: an explorative analysis of risk reduction strategies in Finland. *Venture Capital*, 13(1), 49–74. [CrossRef]
- Landström, H. (1998). Informal investors as entrepreneurs: Decision-making criteria used by informal investors in their assessment of new investment proposals. *Technovation*, 18(5), 321–333. [CrossRef]
- Levie, J., & Gimmon, E. (2008). Mixed signals: Why investors may misjudge first time high technology venture founders. *Venture Capital*, 10(3), 233–256. [CrossRef]
- Mamonov, S., & Malaga, R. (2019). Success factors in title II equity crowdfunding in the United States. *Venture Capital*, 21(2–3), 223–241. [CrossRef]
- Mann, C. L. & Sanyal, P. (2010). The financial structure of startup firms: The role of assets, information, and entrepreneur characteristics. *Federal Reserve Bank of Boston Working Paper No. 10–17*. [CrossRef]
- Mason, C., & Stark, M. (2004). What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels. *International Small Business Journal*, 22(3), 227–248. [CrossRef]
- Maurya, A. (2022). *Running lean* (1st ed.). O'Reilly Media.
- Maxwell, A. L., & Lévesque, M. (2014). Trustworthiness: A critical ingredient for entrepreneurs seeking investors. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 38(5), 1057–1080.
- Maxwell, A. L., Jeffrey, S. A., & Lévesque, M. (2011). Business angel early stage decision making. *Journal of Business Venturing*, 26(2), 212–225. [CrossRef]
- McCroskey, J. C., Richmond, V. P., & Daly, J. A. (1975). The development of a measure of perceived homophily in interpersonal communication. *Human Communication Research*, 1(4), 323–332. [CrossRef]
- Mitchell, J. R., & Shepherd, D. A. (2010). To thine own self be true: Images of self, images of opportunity, and entrepreneurial action. *Journal of Business Venturing*, 25(1), 138–154. [CrossRef]
- Mittens, C. R., Baucus, M. S., & Sudek, R. (2012). Horse vs. jockey? How stage of funding process and industry experience affect the evaluations of angel investors. *Venture Capital*, 14(4), 241–267. [CrossRef]
- Nevostruev, P. Y. (2019). Market identification and its parameters for developing consumer value. *Marketing Enterprise Management*, 10(3), 90–99.
- Noe, T. H., & Rebell, M. J. (1996). Asymmetric information, managerial opportunism, financing, and payout

- policies. *The Journal of Finance*, 51(2), 637–660. [CrossRef]
- Osterwalder, A., Pigneur, Y. & Tucci, C. L. (2005). Clarifying business models: Origins, present, and future of the concept. *Communications of the Association for Information Systems*. 16(1), 1. [CrossRef]
- Parhankangas, A. & Hellström, T. (2007). How experience and perceptions shape risky behaviour: Evidence from the venture capital industry. *Venture Capital*, 9(3), 183–205. [CrossRef]
- Park, K.F. & Shapira, Z. (2017). Risk and uncertainty. In M. Augier, & D. J. Teece (Eds.), *The palgrave encyclopedia of strategic management* (pp. 1–7). Palgrave Macmillan.
- Podolny, J. M. (2001). Networks as the pipes and prisms of the market. *American Journal of Sociology*, 107(1), 33–60. [CrossRef]
- Porter, M. E. (1985). *The competitive advantage: Creating and sustaining superior performance*. (1st ed.). Free Press.
- Porter, M. E. (1997). Competitive strategy. *Measuring Business Excellence*. 1(2), 12–17. [CrossRef]
- Remeňová, K., Kintler, J., & Jankelová, N. (2020). The general concept of the revenue model for sustainability growth. *Sustainability*, 12(16), 6635. [CrossRef]
- Riding, A. L., Madill, J. J., & Haines Jr, G. H. (2007). Investment decision making by business angels. *Handbook of Research on Venture Capital*, 1, 332.
- Ries, E. (2009, August 3). *Minimum viable product: A guide*. Startup Lessons Learned. <http://www.startuplessonslearned.com/2009/08/minimum-viable-product-guide.html>
- Ries, E. (2011). *The lean startup: How today's entrepreneurs use continuous innovation to create radically successful businesses* (1st ed.). Currency.
- Rosseel, Y. (2012). lavaan: An R package for structural equation modeling. *Journal of Statistical Software*, 48, 1–36.
- Roundy, P., Holzhauer, H., & Dai, Y. (2017). Finance or philanthropy? Exploring the motivations and criteria of impact investors. *Social Responsibility Journal*, 13(3), 491–512. [CrossRef]
- Rubenstein, D. (2022, August 24). *Bloomberg wealth: John Doerr*. Youtube. <https://www.youtube.com/watch?v=II4eprIHdDU>
- Rubenstein, D. (2022, June 15). *Bloomberg wealth: Vinod Khosla*. Youtube. <https://www.youtube.com/watch?v=9fDW5Hw3C1Y>
- Sarason, Y., Dean, T., & Dillard, J. F. (2006). Entrepreneurship as the nexus of individual and opportunity: A structuration view. *Journal of Business Venturing*, 21(3), 286–305. [CrossRef]
- Schwarzkopf, J., Lévesque, M., & Maxwell, A. (2010). How entrepreneurs-in-residence increase seed investment rates. *Venture Capital*, 12(1), 65–81. [CrossRef]
- Senge, P. (1990). *The fifth discipline* (1st ed). Doubleday.
- Shane, S. (2008). *Fool's Gold?: The truth behind angel investing in America* (1st ed.). Oxford University Press.
- Shane, S., & Cable, D. (2002). Network ties, reputation, and the financing of new ventures. *Management Science*, 48(3), 364–381. [CrossRef]
- Shane, S., & Venkataraman, S. (2000). The promise of entrepreneurship as a field of research. *The Academy of Management Review*, 25(1), 217–226. [CrossRef]
- Shepherd, D. A., Douglas, E. J., & Shanley, M. (2000). New venture survival: Ignorance, external shocks, and risk reduction strategies. *Journal of Business Venturing*, 15(5–6), 393–410. [CrossRef]
- Shrader, R., & Siegel, D. S. (2007). Assessing the relationship between human capital and firm performance: Evidence from technology-based new ventures. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 31(6), 893–908. [CrossRef]
- Söderblom, A., Samuelsson, M., & Martensson, P. (2016). Opening the black box: triggers for shifts in business angels' risk mitigation strategies within investments. *Venture Capital*, 18(3), 211–236. [CrossRef]
- Sokolova, E. (2021, November 29). *Market size assessment for startups: TAM-SAM-SOM method with examples*. Startup Jedi. <https://startupjedi.vc/content/market-size-assessment-startups-tam-sam-som-method-examples>
- Sørheim, R. (2003). The pre-investment behaviour of business angels: a social capital approach. *Venture Capital*, 5(4), 337–364. [CrossRef]
- Stinchcombe, A. L. (1965). Organizations and social structure. In J. March (Ed.), *Handbook of organizations* (pp. 142–193). Rand-McNally.
- Sudek, R. (2006). Angel investment criteria. *Journal of Small Business Strategy*, 17(2), 89–104.
- Svetek, M. (2022). The role of entrepreneurs' perceived competence and cooperativeness in early-stage financing. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 10422587221127000. [CrossRef]
- The New York Times. (2022). *Embattled crypto exchange FTX Files for bankruptcy*. <https://www.nytimes.com/2022/11/11/business/ftx-bankruptcy.html> Accessed on Nov 11, 2022
- Van Osnabrugge, M. (1998). Do serial and non-serial investors behave differently?: An empirical and theoretical analysis. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 22(4), 23–42. [CrossRef]
- Van Osnabrugge, M., & Robinson, R. J. (2000). *Angel investing: Matching startup funds with startup companies-The guide for entrepreneurs and individual investors* (1st ed.). John Wiley & Sons.
- Venugopal, B. (2017, September 16). *Homophily, information asymmetry and performance in the angels market*. SSRN. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2981033
- Veugelers, R. (2011). *Mind Europe's early-stage equity gap*. Bruegel Policy Contribution, No. 2011/18.
- Wasserman, N. (2017). The throne vs. the kingdom: Found-

- der control and value creation in startups. *Strategic Management Journal*, 38(2), 255–277. [CrossRef]
- Wetzel, W. E. (1983). Angels and informal risk capital. *Sloan Management Review*, 24(4), 23.
- Wetzel, W. E., & Seymour, C. (1981). Informal risk capital in New England. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 1981, 217–245.
- Wuebker, R., Hampl, N., & Wuestenhagen, R. (2015). The strength of strong ties in an emerging industry: Experimental evidence of the effects of status hierarchies and personal ties in venture capitalist decision making. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 9(2), 167–187. [CrossRef]
- Ye, Q. (2018). New-born startups performance: Influences of resources and entrepreneurial team experiences. *International Business Research*, 11(2), 1–15. [CrossRef]
- Zimmerman, M. A., & Zeitz, G. J. (2002). Beyond survival: Achieving new venture growth by building legitimacy. *Academy of Management Review*, 27(3), 414–431. [CrossRef]