

Araştırma Makalesi  
Research Article

Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi  
Yıl: 2019 Cilt-Sayı: 12(3) ss: 384-398

Academic Review of Economics and Administrative Sciences  
Year: 2019 Vol-Issue: 12(3) pp: 384-398

<http://dergipark.gov.tr/ohuiibf/>

ISSN: 2564-6931

DOI: 10.25287/ohuiibf.548301

Geliş Tarihi / Received: 02.04.2019

Kabul Tarihi / Accepted: 23.07.2019

## TÜRKİYE'DE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARININ FİNANSAL PERFORMANSLARININ KARŞILAŞTIRILMASI

Metin AKTAŞ<sup>1</sup>  
Yasin İLGÜN<sup>2</sup>

### Özet

Bu çalışmanın amacı, Türkiye'de girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının (GSYO) yatırım, likidite, mali yapı, karlılık ve piyasa performansı açılarından karşılaştırılarak performanslarının incelenmesidir. Bunun için, Türkiye'de faaliyette bulunan 7 girişim sermayesi yatırım ortaklığının 2012-2017 dönemine ait yıllık verileri kullanılarak analiz yapılmaktadır. Yöntem olarak, oran analizi yöntemi, veri olarak ise, yatırım, likidite, mali yapı, karlılık ve piyasa performans oranları kullanılmaktadır. Yapılan analiz sonucunda, genel olarak en fazla girişim sermayesi yatırımlarına Gözde GSYO'nun, en az ise Verusaturk GSYO'nun yatırım yaptığı, likidite açısından, Verusaturk GSYO'nun en fazla, Gözde GSYO'nun ise en az nakit bulundurduğu, mali yapı açısından, öz sermayeyi en fazla Gedik GSYO'nun, en az ise Gözde GSYO'nun kullandığı, Karlılık açısından, Verusaturk GSYO'nun en yüksek, RHEA GSYO'nun ise en düşük öz sermaye karlılığına sahip olduğu ve son olarak, piyasa performansı açısından, Gözde GSYO'nun en yüksek, Rhea GSYO'nun ise en düşük hisse başına kara sahip oldukları görülmektedir.

**Anahtar Kelimeler** : Girişim Sermayesi, Oran Analizi, Finansal Performans.

**Jel Sınıflandırılması** : C10.

<sup>1</sup> Doç. Dr., Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü [maktas@ohu.edu.tr](mailto:maktas@ohu.edu.tr),  
ORCID: <http://orcid.org/0000-0002-4180-4991>.

<sup>2</sup> Bilim Uzmanı, Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, [yilgun@ohu.edu.tr](mailto:yilgun@ohu.edu.tr),  
ORCID: <http://orcid.org/0000-0003-1544-2584>.

## COMPARISON OF VENTURE CAPITAL INVESTMENT TRUST IN TURKEY BASED ON THEIR FINANCIAL PERFORMANCE

### **Abstract**

*The purpose of this study is to examine performance of venture capital investment trusts (VCIT) in Turkey by comparing their investment, liquidity, financial structure, profitability and market performance. In order to perform this, an analysis is done by using data belong to the 7 venture capital investment trusts in Turkey for the years between 2012-2017. Ratio analysis method and investment, liquidity, financial structure, profitability, and market performance ratios as data are used. As a result of the analysis, it is observed that in general, Gözde VCIT has the most investment in venture capital investments but Verusaturk has the least investment, in terms of liquidity, Verusaturk has the most, but Gözde has the least cash, in terms of financial structure, Gedik VCIT used the equity capital the most, but Gözde VCIT used the least, in terms of profitability, Verusaturk has the highest, but RHEA VCIT has the lowest equity profitability, and finally, in terms of market performance, Gözde VCIT has the highest, but Rhea VCIT has the lowest earnings per share.*

**Key Words** : Venture Capital, Ratio Analysis, Financial Performance.

**Jel Classification** : C10.

### **GİRİŞ**

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde, ekonomik kalkınmaya ve işsizliğin azaltılmasına katkı sağladığı düşünülen girişim sermayesi finansman modelinin, ABD ve diğer gelişmiş ülkelerin gelişim aşamalarında sıkça kullanıldığı görülmektedir. Dolayısı ile, ülkemizde işsizliğin azaltılarak üretimin artırılması ve ekonomik kalkınmanın gerçekleştirilmesi sürecinde bu modelin kullanılması önemli katkılar sağlayabilecektir. Bu açıdan değerlendirildiğinde, girişim sermayesi finansman modeli ile ilgili yapılacak yeni araştırmaların önem arz ettiği görülmektedir.

Ülkemizde, girişim sermayesi alanında ilk çalışmalar 1984'lü yıllarda yapılsa da bu finansman modeli, ancak 1990'lı yıllarda tanınmaya başlanmış ve 2000'li yıllara kadar yasal süreçleri tamamlanmıştır. Girişim sermayesi sektörünün Türkiye'de varlığının kabul gördüğü ve uluslararası fonların giderek kalıcı yatırımlar için ülkeye giriş yaptığı bir dönem olarak kabul edilen 2005 yılı sonrasında, girişim sermayesi yatırım tutarları önemli rakamlara ulaşmıştır. Ülkemizde, 2008 küresel finans krizinin etkisiyle duraksamaların yaşandığı girişim sermayesi yatırımları, 2010 yılı sonrasında artarak devam etmiştir. Ancak, Dünya ekonomileri ile karşılaştırıldığında, ülkemizin girişim sermayesi alanında fazla gelişme gösteremediği görülmektedir.

Girişim sermayesi finansman modeli hakkında ülkemizde yeterli olmasa da bazı çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmaların çoğu, küçük ve orta büyüklükte işletmelerin girişim sermayesi hakkında ne kadar bilgi sahibi oldukları hakkındadır. Bu çalışmanın konusu olan, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının finansal oran analizi yoluyla finansal performanslarının karşılaştırmalı olarak incelenmesi konusunda yapılan bilimsel çalışma bulunmamaktadır. Dolayısı ile bu çalışmanın, literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Bu çalışmanın amacı, Türkiye'de faaliyet gösteren girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının finansal performanslarının karşılaştırmalı olarak analiz edilmesidir. Yöntem olarak, oran analizi ve grafiksel yöntem kullanılmaktadır. Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren 7 girişim sermayesi yatırım

ortaklığı şirketinin yatırım, likidite, mali yapı, karlılık ve piyasa performans durumları hem oran analizi hem de grafiksel analiz yöntemi ile analiz edilmektedir. Bu kapsamda veri olarak, şirketlerin 2012-2017 dönemine ait bilanço, gelir tablosu ve faaliyet raporlarındaki bilgilerinden elde edilen veriler kullanılmaktadır.

## **I. GİRİŞİM SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİ**

Girişim sermayesi, genellikle bir iş kurma fikrine, düşüncesine, bilgi ve becerisine sahip kişi ya da kurumların, söz konusu işi kurmak için gerekli sermayeye sahip olmamaları durumunda, gereken finansal kaynağı sağlayan alternatif bir finansman modelidir. Ayrıca girişim sermayesi, sermayedarlarının küçük ve orta boy işletmelere (KOBİ), bu işletmelerin tasarlayacakları teknolojik cihaz, sistem ya da üretecekleri ürün için sağlayacakları öz kaynak veya öz kaynak benzeri bir yatırım aracıdır (Beyazıtılı vd. 2015: 85).

Girişim sermayesi, borsaya kote olamayan firmaların büyüüp başarılı olabilmeleri için hisse senetlerinin satın alınması yoluyla uzun vadeli finansman sağlayan ortaklık olarak da tanımlanmaktadır. Diğer bir ifade ile girişim sermayesi, teknolojik yeniliklere dönük, gelişme potansiyeli olan projeleri destekleyen bir finansman yöntemidir (İpekten, 2006: 387).

Bugünkü girişim sermayesi uygulamasının ilk adımı 1946 yılında ABD'de George Doriot tarafından atılmıştır. Birçok girişimcinin teminat, anapara ve faiz ödeme konusundaki sıkıntılarının çözümüne yönelik ilk girişim sermayesi uygulaması, Amerikan Araştırma ve Kalkınma Şirketi aracılığıyla başlatılmıştır (Çonkar, 2007: 2).

Girişim sermayesi 1980'li yıllarda ABD'de ağırlıklı olarak uygulama alanı bulmuş, sonrada Japonya ve İngiltere'ye sıçramıştır. Bu ülkeleri gelişmiş Batı Avrupa ülkeleri ve gelişmekte olan diğer ülkeler takip etmiştir. Böylece girişim sermayesi 1990'lı yıllarda ülkelerin teknolojik ve iktisadi gelişmelerine katkı sağlayan bir finansman aracı haline gelmiştir (Civil, 2008: 8).

1984 yılında Geliştirme ve Destekleme Fonu'nun kurulmasıyla, ülkemizde girişim sermayesinin ilk adımı atılmıştır. Bu fonun kurulma nedeni, araştırma ve geliştirme faaliyetlerinde ihtiyaç duyulan finansman desteğinin sağlanması ve teknoloji içeren yeni fikir ve buluşların ekonomiye kazandırılmasıdır (Yılmaz, 2010: 133).

Girişim sermayesi sektörünün Türkiye'de varlığının kabul gördüğü ve uluslararası fonların giderek kalıcı yatırımlar için ülkeye giriş yaptığı bir dönem olarak kabul edilen 2005 yılı sonrasında, yatırım tutarları önemli rakamlara ulaşmış, yatırımlar da çoğunluk paylarına yönelmeye başlamıştır (Kildokum, 2012: 5).

## **II. YÖNTEM VE VERİLER**

Araştırmada kullanılan oran analizi yöntemi ile ilgili açıklamalar kısaca aşağıda yer almaktadır;

Oran analizi, bilanço ile gelir tablosu kalemleri arasındaki ilişkileri oransal olarak belirleyen analiz tekniğidir" (Özolgün, 2017: 57). Oran analizi, diğer adıyla rasyo analizinde, finansal tablolarındaki kalemler arasındaki anlamlı ilişkiler, birbirinin yüzdesi veya katı olarak belirtilmektedir.

Oran analizi ile mali tablo hesap ve hesap grupları arasında matematiksel ilişkiler kurularak, işletmenin; ekonomik, mali yapı, karlılık ve çalışma durumu hakkında bir sonuca ulaşmaya çalışılmaktadır" (Özyürek ve Erdoğan, 2011: 232).

Oran, bilanço ve gelir tablosu gibi mali tablolarda yer alan iki kalem arasındaki ilişkinin basit aritmetik ifadesi olarak tanımlanmaktadır. Mali tablolarda yer alan çeşitli kalemler arasında sayısız denebilecek kadar çok oran hesaplamak ve bütün kalemleri birbiriyle karşılaştırmak mümkündür" (Akgüç, 2008: 372).

Oran ilişkilerinden yararlanılarak bir işletmenin; likidite, kaldıraç, verimlilik, karlılık ve piyasa değerleri analiz edilebilir. Oran yöntemiyle işletmelere ilişkin finansal analizlerin yapılabilmesi için ekonomik şartlar, endüstri şartları, tek düzen muhasebe sistemi ve standart oranlar olmak üzere dört ön şartın olması gerekir (Şamiloğlu ve Akgün, 2010: 247).

Oran analizinde, oranların hesaplanması esas amaç değildir. Önemli olan, hesaplanan oranların değerlendirilmesi ve yorumlarının yapılmasıdır (Akgüç, 2008: 372). Oran analizinden beklenen faydanın elde edilebilmesi için hesaplanan oranların iyi bir şekilde yorumlanması, yorumlanan bazı ölçütlerden yararlanılması gerekir. Yorumlamada dikkate alınması gerekli ölçü ve standartlar şunlardır (Çabuk ve Lazol, 2014: 199);

- Analistin kendi şahsi tecrübe ve gözlemleriyle oluşturduğu yargı yeteneği,
- Fiyatlar genel düzeyindeki değişiklikler,
- Mevsimlik ve konjonktür hareketlerin etkileri,
- Firmanın geçmiş faaliyet dönemleriyle ilgili olarak hesaplanmış oranlar,
- Rakip ve başarılı firmaların oranları,
- Bütçelenmiş bilgilere dayanılarak hesaplanan oranlar,
- Firmanın faaliyette bulunduğu sektöre ait oran veya standartlar,

Finansal oran analizinin genel olarak amacı, işletmenin finansal durumu hakkında verilerin toplanması ve bu toplanan verilerin faydalı bilgilere çevrilmesi olarak ifade edilmektedir (Çelik, 2017: 38-39).

Finansal oran analizinden sadece işletme yöneticileri yararlanmazlar; işletmelerin finansal tablolarını kullanarak, analiz yapan başka çıkar grupları da vardır. Bu gruplar ve amaçları şu şekilde özetlenebilir (Türk, 2013: 12);

• Ortaklar: Finansal tablolar analizini, firmanın o dönemdeki performansını bilmek, geleceği planlamak için kullanırlar.

• Yatırımcılar: Elleriindeki hisse senetlerini satmaya, elde tutmaya veya yenisini almaya karar vermede yardımcı olması için kullanırlar.

• Kreditörler: Firmanın tahvillerini alıp almamaya karar verirken veya şirkete kısa ve uzun vadeli kredi açarken ya da şirketin menkul değerlerine yatırım yapıp – yapmama kararını verirken, firmanın finansal tablolar analizini kullanırlar.

• Diğer Meslek Sahipleri: Vergi kurumları, denetçiler, devletin diğer kurumları, şirketle ilgilenen diğer kişi veya kurumlar, işçi sigortaları, SGK, öğrenciler gibi kişi ve kurumlar da finansal tabloları kendi amaçlarından inceler ve analiz ederler.

Finansal oran analizinin faydaları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Bülüç vd., 2017:65);

- İşletmenin geçmiş dönemlerine ve şimdiki durumuna ilişkin bilgiler vermesi
- Finansal planların hazırlanması
- Finansal politikaların değerlendirilmesi
- İşletmenin kaynaklarının temini ve varlıklara dağılımının incelenmesi
- İşletmenin geleceği hakkında tahminlerde bulunulması

- İşletme ortakları, yöneticileri ile işletme dışındaki kişi ve kurumlara bilgi sağlanması

Toplumun beklentilerini karşılamak üzere faaliyette bulunan işletmelerin yürüttükleri bu faaliyetlere ilişkin olarak; ortaklarının, kredi kuruluşlarının, yöneticilerin ve tüketicilerin bilgi edinmesi söz konusudur. Bu bilgilerin sağlanmasında işletmenin iyi bir muhasebe sistemine sahip olmasının ve finansal analizlerin yapılmasının önemi çok büyüktür (Akca ve Somuncuoğlu İkinci, 2014: 112).

Diğer bir bakış açısı ile finansal oran analizinin önemi aşağıdaki gibi ifade edilebilir (Okka, 2009: 105-106):

- İşletmenin dönemler itibariyle faaliyetlerinin etkinliğinin ve başarı derecesinin ölçülmesi,
- İşletme hedeflerine ne ölçüde ulaşıp ulaşmadığının tespit edilmesi,
- İşletmenin finansal yapısına ait eğilimin saptanması,
- İşletmenin borç ödeme gücünün tespit edilmesi,
- İşletmenin büyüme oranlarının ve trendinin hesaplanması,
- İşletmenin faaliyetlerinin denetim ve değerlendirilmesi,
- İşletmenin birleşme, satın alma, tasfiye gibi stratejik öneme sahip finansal kararların alınması,

Bu çalışmada, Türkiye’deki 7 girişim sermayesi yatırım ortaklığının 2012-2017 yıllarına ait yatırım, likidite, mali yapı, karlılık ve piyasa performans oranları kullanılmaktadır. Analizde kullanılan yatırım ortaklıklarının verileri, mali tablolarından ve Borsa İstanbul’un internet sitesinden alınmıştır. Bu verilere dayalı olarak, oranlar tarafımızdan hesaplanmıştır.

Aşağıdaki Tablo -1’de, analizde kullanılan oranlar ve hesaplama şekilleri yer almaktadır.

**Tablo 1. Çalışmada Kullanılan Oran Grubu, Oran Adı ve Hesaplama Şekilleri**

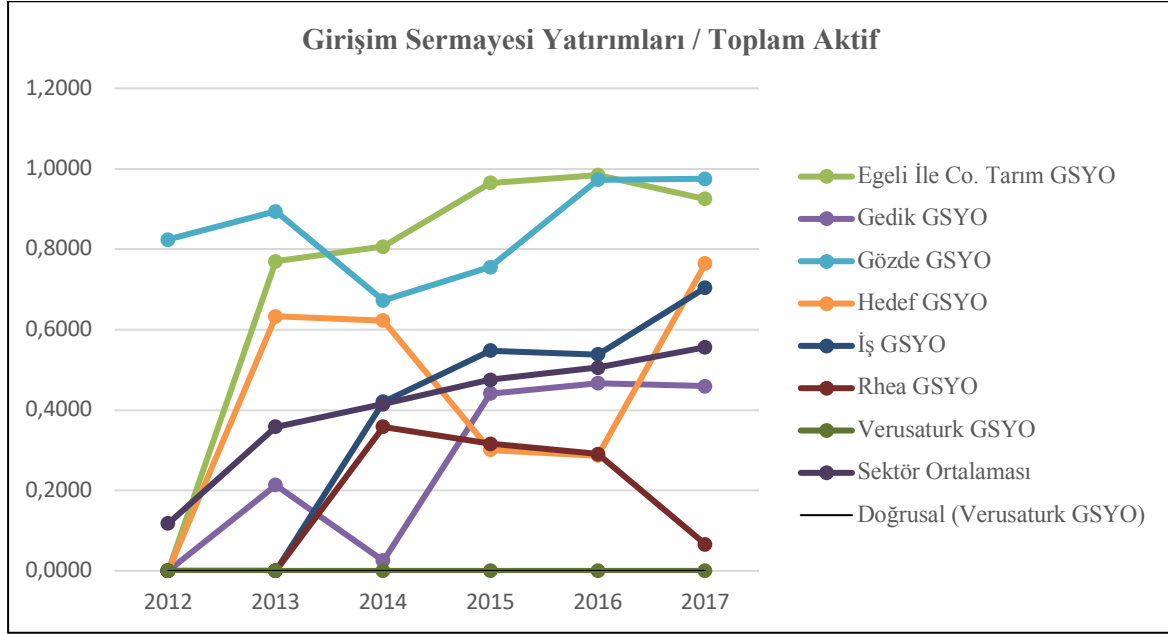
Oran Grubu	Oran Adı	Hesaplama Şekli
Yatırım Oranları	Girişim Sermayesi Yatırım Oranı	Girişim Sermayesi Yatırımları/Toplam Aktif
	Menkul Kıymet Yatırım Oranı	Menkul Kıymet Yatırımları/Toplam Aktif
Likidite Oranı	Nakit Oranı	(Hazır Değerler + Menkul Değerler) / Kısa Vadeli Borçlar
Mali Yapı Oranları	Öz Sermaye Oranı	Öz Sermaye/Toplam Pasif
	Borç Oranı	Borç/Toplam Pasif
	Kısa Vadeli Borç Oranı	Kısa Vadeli Borç/Toplam Pasif
	Uzun Vadeli Borç Oranı	Uzun Vadeli Borç/Toplam Pasif
Karlılık Oranları	Öz Sermaye Karlılığı	Net Kar/Öz Sermaye
	Aktif Karlılığı	Net Kar/Toplam Aktif
Piyasa Performans Oranları	Fiyat Kazanç Oranı	Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı/Hisse Başına Kar
	Piyasa Değeri/Defter Değeri	(Hisse Senedinin Fiyatı* Ödenmiş Sermaye) / Öz Sermaye
	Hisse Başına Kar Oranı	Net Kar/Hisse Senedi Sayısı

### III. ANALİZ

Bu kısımda, çalışmada kullanılan girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının finansal performansları; girişim sermayesi yatırımı, menkul kıymet yatırımı, nakit, öz sermaye, toplam borç, kısa vadeli borç, uzun vadeli borç, öz sermaye karlılığı, aktif karlılığı, fiyat kazanç, piyasa değeri/defter değeri ve hisse başına kar oranları ile grafiksel olarak karşılaştırılarak analiz edilmektedir.

#### III.I. Girişim Sermayesi Yatırımı / Toplam Aktif Oranı

GSYO'ların, yıllar itibari ile girişim sermayesi yatırımlarının toplam aktif içindeki payları, aşağıdaki Grafik -1'de yer almaktadır.

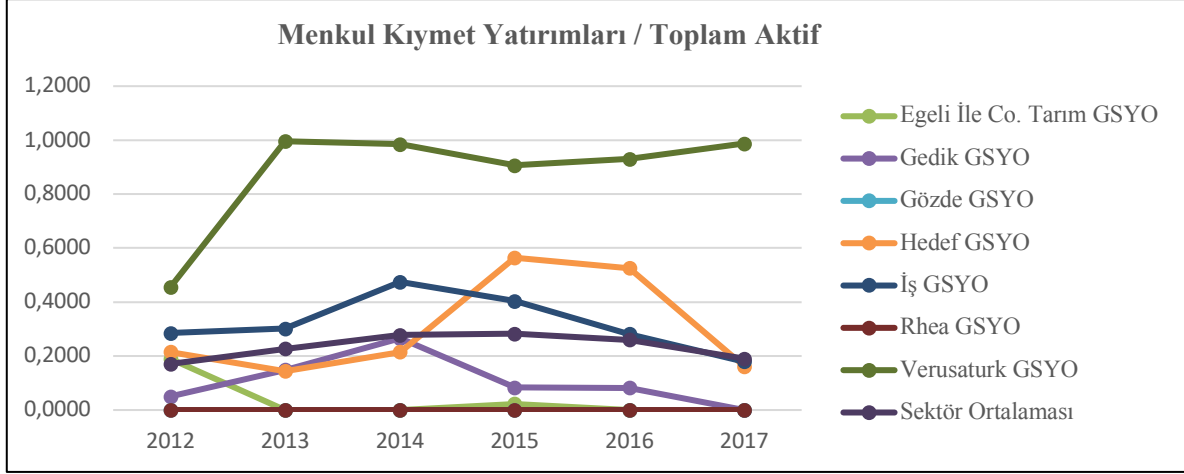


**Grafik 1. Türkiye'de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yapmış Oldukları Girişim Sermayesi Yatırımlarının Toplam Aktif İçindeki Payları**

Grafik -1'e bakıldığında, genel olarak Gözde, Egeli ile Co. Tarım ve Hedef GSYO'ların yıllar itibariyle sektör ortalamasının üzerinde girişim sermayesi yatırımı yaptıkları, İş GSYO'nun, 2013 yılından sonra yatırım yaparak sektör ortalamasının üzerine çıktığı, Gedik, Rhea ve Verusaturk GSYO'ların girişim sermayesi yatırımlarının ise, yıllar itibariyle sektör ortalamasının altında kaldığı görülmektedir.

### III.II. Menkul Kıymet Yatırımı / Toplam Aktif Oranı

GSYO'ların, yıllar itibari ile menkul kıymet yatırımları, aşağıdaki Grafik -2'de yer almaktadır.

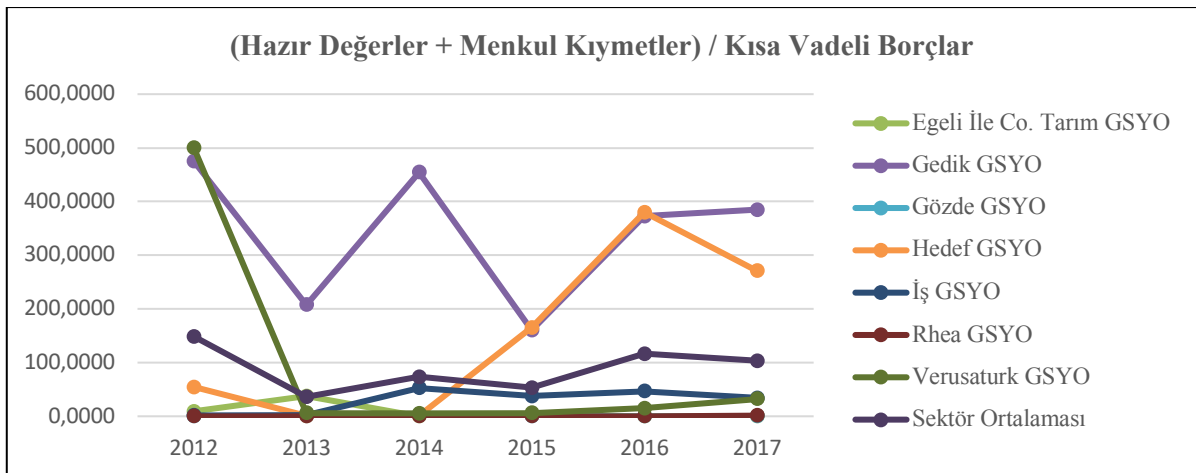


**Grafik 2. Türkiye'de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Yapmış Oldukları Menkul Kıymet Yatırımlarının Toplam Aktif İçindeki Payları**

Grafik -2'ye bakıldığında, genel olarak Verusaturk ve İş GSYO'nun yatırımlarının, yıllar itibariyle sektör ortalamasının üzerinde, Egeli ile Co. Tarım, Gedik, Gözde ve Rhea GSYO'nun yatırımlarının sektör ortalamasının altında kaldığı, Hedef GSYO'nun, 2012 yılında sektörün üzerinde yatırım yaptığı, 2013 ve 2014 yıllarında sektörün altında kaldığı, 2015 ve 2016 yıllarında sektörün üzerine çıktığı ve 2017 yılında sektörün altında kaldığı görülmektedir.

### III.III. Nakit Varlıklar / Toplam Aktif Oranı

GSYO'ların, yıllar itibari ile nakit oranları, aşağıdaki Grafik -3'te yer almaktadır.



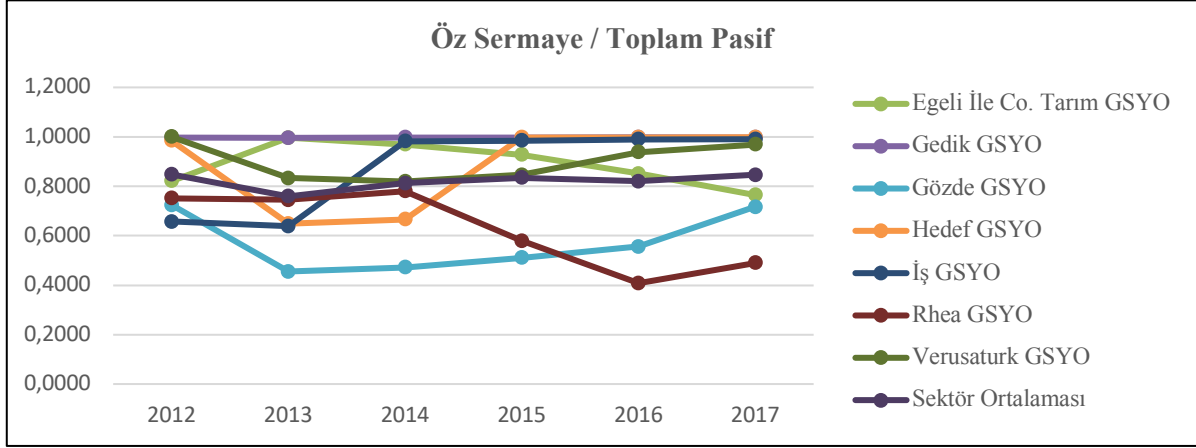
**Grafik 3. Türkiye'de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Nakit Oranları**

Grafik -3'e bakıldığında, genel olarak Gedik GSYO'nun nakit oranlarının yıllar itibari ile sektör ortalamasının üzerinde, Egeli ile Co. Tarım, Gözde, İş ve Rhea GSYO'nun nakit oranlarının sektör

ortalamasının altında kaldığı, Hedef GSYO'nun ise 2012, 2013 ve 2014 yıllarında nakit oranlarının sektör'ün altında iken diğer yıllarda sektörün üstünde olduğu, Verusaturk GSYO'nun ise, 2012 yılında sektörün üstünde iken diğer yıllarda sektörün altında kaldığı görülmektedir.

### III.IV. Öz Sermaye / Toplam Aktif Oranı

GSYO'ların, yıllar itibari ile öz sermaye oranları, aşağıdaki Grafik -4'te yer almaktadır.

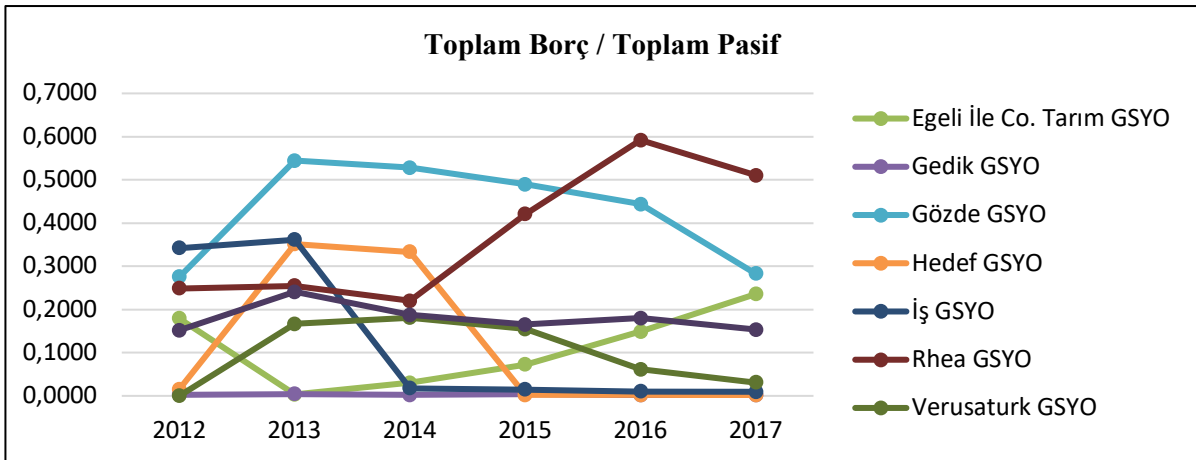


**Grafik 4. Türkiye'de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Öz Sermaye Oranları**

Grafik 4'e bakıldığında, genel olarak Gedik ve Verusaturk GSYO'ların yıllar itibariyle sektör ortalamasının üzerinde, Gözde ve Rhea GSYO'ların ise sektör ortalamasının altında öz sermayeye sahip oldukları, Egeli ile Co. Tarım GSYO'nun, 2012 ve 2017 yıllarında sektörün altında kaldığı, diğer yıllarda ise sektörün üzerinde öz sermaye sahip olduğu, Hedef GSYO'nun 2013 ve 2014 yıllarında sektörün altında kaldığı, diğer yıllarda ise sektörün üzerinde öz sermaye sahip olduğu, İş GSYO'nun ise, 2012 ve 2013 yıllarında sektörün altında kaldığı, diğer yıllarda ise sektörün üzerinde öz sermaye sahip olduğu görülmektedir.

### III.V. Toplam Borç / Toplam Pasif Oranı

GSYO'ların, yıllar itibari ile borç oranları, aşağıdaki Grafik -5'te yer almaktadır.



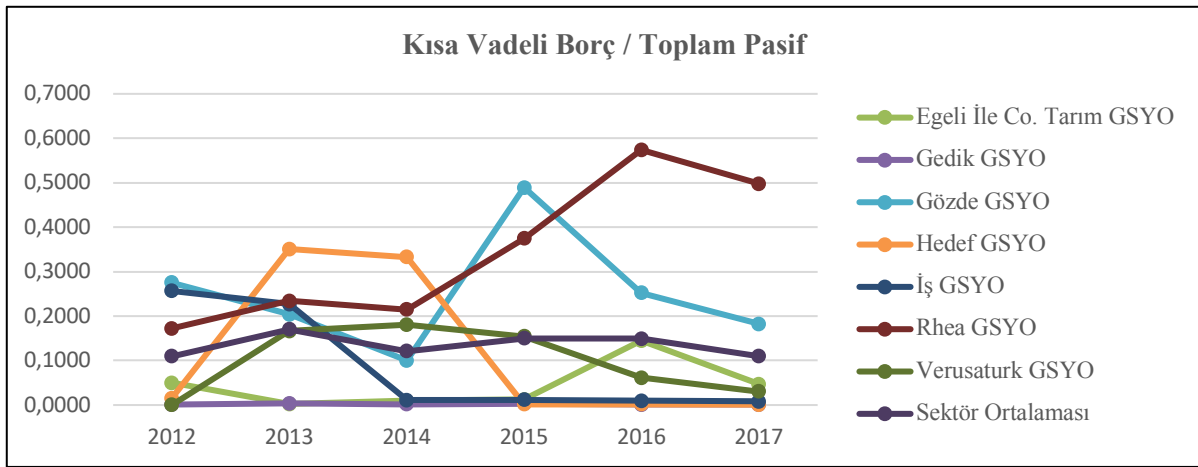
**Grafik 5. Türkiye'de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Toplam Borç Oranları**



Grafik -5'e bakıldığında, genel olarak Gözde ve Rhea GSYO'ların yıllar itibari ile borç oranları sektör ortalamasının üzerinde iken, Verusaturk ve Gedik GSYO'ların borç oranlarının sektör ortalamasının altında olduğu, Egeli ile Co. Tarım GSYO'nun, 2012 ve 2017 yıllarında sektörün üzerinde iken, diğer yıllarda sektörün altında borç oranına sahip olduğu, Hedef GSYO'nun, 2013 ve 2014 yıllarında sektörün üzerinde iken, diğer yıllarda sektörün altında borç oranına sahip olduğu, İş GSYO'nun ise, 2012 ve 2013 yıllarında sektörün üzerinde iken, diğer yıllarda sektörün altında borç oranına sahip olduğu görülmektedir.

### III.VI. Kısa Vadeli Borç / Toplam Aktif Oranı

GSYO'ların, yıllar itibari ile kısa vadeli borç oranları, aşağıdaki Grafik -6'da yer almaktadır.

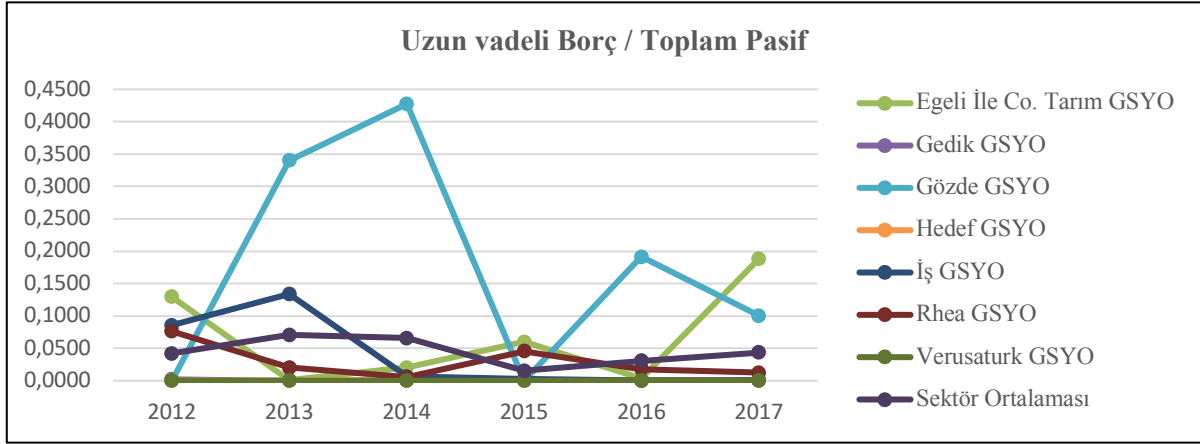


**Grafik 6. Türkiye'de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Kısa Vadeli Borç Oranları**

Grafik 6'ya bakıldığında, genel olarak Gedik ve Egeli ile Co. Tarım GSYO'ların yıllar itibari ile kısa vadeli borç oranları sektör ortalamasının altında iken, Rhea GSYO'nun kısa vadeli borç oranının sektör ortalamasının üstünde olduğu, Hedef GSYO'nun, 2013 ve 2014 yıllarında sektörün üzerinde iken, diğer yıllarda, sektörün altında kısa vadeli borç oranına sahip olduğu, İş GSYO'nun, 2012 ve 2013 yıllarında sektörün üzerinde iken, diğer yıllarda, sektörün altında kısa vadeli borç oranına sahip olduğu, Gözde GSYO'nun, 2014 yıllarında sektörün altında iken, diğer yıllarda sektörün üzerinde kısa vadeli borç oranına sahip olduğu, Verusaturk GSYO'nun ise, 2014 ve 2015 yıllarında sektörün üzerinde iken, diğer yıllarda, sektörün altında kısa vadeli borç oranına sahip olduğu görülmektedir.

### III.VII. Uzun Vadeli Borç / Toplam Aktif Borç

GSYO'ların, yıllar itibari ile uzun vadeli borç oranları, aşağıdaki Grafik -7'de yer almaktadır.

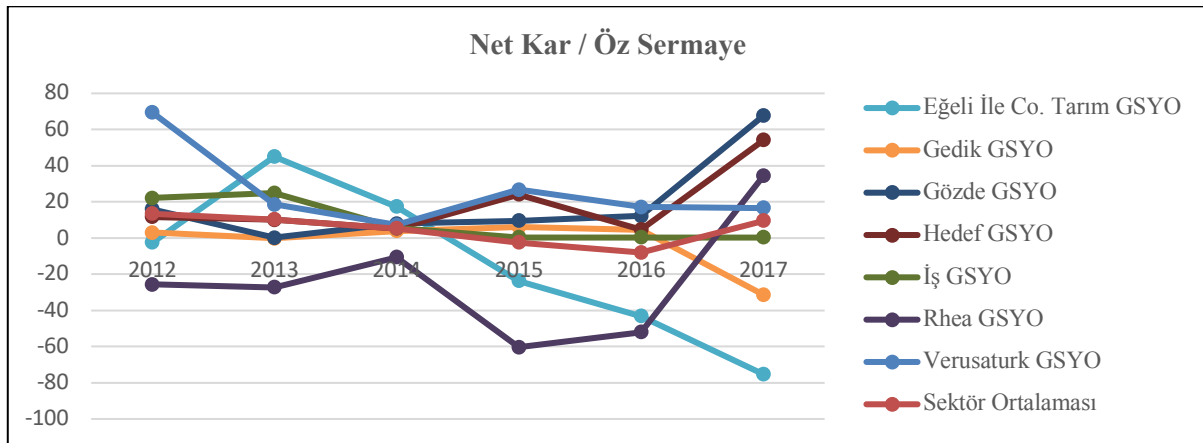


**Grafik 7. Türkiye'de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Uzun Vadeli Borç Oranları**

Grafik -7'ye bakıldığında, genel olarak Gedik, Hedef ve Verusaturk GSYO'ların yıllar itibari ile uzun vadeli borç oranlarının sektör ortalamasının altında olduğu, Egeli ile Co. Tarım GSYO'nun, 2013, 2014 ve 2016 yıllarında sektörün altında iken, diğer yıllarda, sektörün üzerinde uzun vadeli borç oranına sahip olduğu, Gözde GSYO'nun, 2012 ve 2015 yıllarında sektörün altında iken, diğer yıllarda sektörün üzerinde uzun vadeli borç oranına sahip olduğu, İş GSYO'nun, 2012 ve 2013 yıllarında sektörün üzerinde iken, diğer yıllarda, sektör'ün altında uzun vadeli borç oranına sahip olduğu, Rhea GSYO'nun ise, 2012 ve 2015 yıllarında sektörün üzerinde iken, diğer yıllarda sektör'ün altında uzun vadeli borç oranına sahip olduğu görülmektedir.

### III.VIII. Net Kar / Öz Sermaye Oranı

GSYO'ların, yıllar itibari ile öz sermaye karlılığı, aşağıdaki Grafik -8'de yer almaktadır.

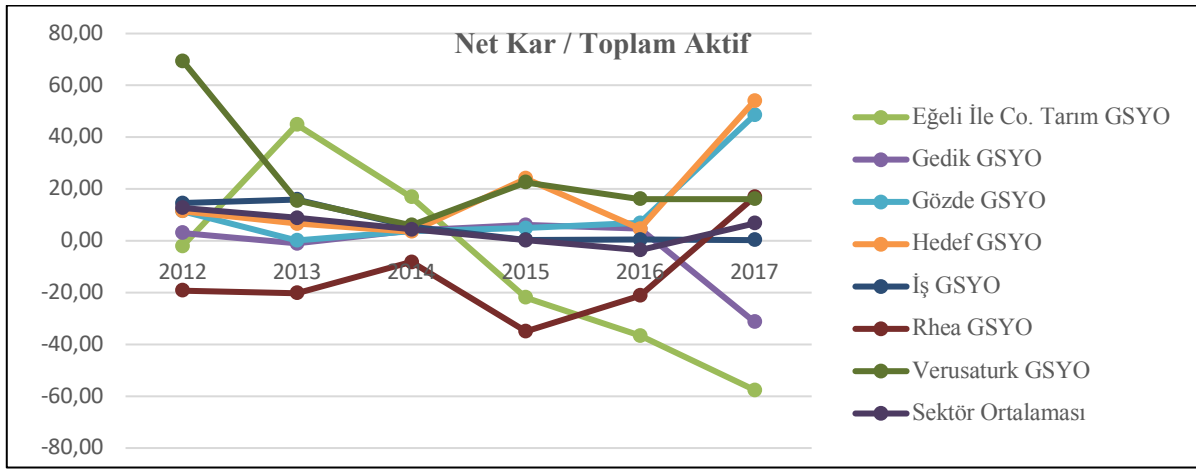


**Grafik 8. Türkiye'de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Öz Sermaye Karlılık Oranları**

Grafik -8'e bakıldığında, genel olarak Verusaturk GSYO'nun yıllar itibari ile öz sermaye karlılığının sektör ortalamasının üstünde olduğu, Egeli ile Co. Tarım GSYO'nun, 2013 ve 2014 yıllarında öz sermaye karlılığı sektörün üstünde iken, diğer yıllarda sektörün altında olduğu, Gedik GSYO'nun 2015 ve 2016 yıllarında öz sermaye karlılığı sektörün üstünde iken, diğer yıllarda ise sektörün altında olduğu, Gözde GSYO'nun, 2013 yılında sektörün altında iken, diğer yıllarda sektörün üstünde öz sermaye karlılığı olduğu, Hedef GSYO'nun, 2012 ve 2013 yıllarında sektörün altında iken, diğer yıllarda ise sektörün üstünde öz sermaye karlılığı olduğu, İş GSYO'nun, 2017 yılında sektörün altında iken, diğer yıllarda ise sektörün üstünde öz sermaye karlılığı olduğu, Rhea GSYO'nun ise, 2017 yılı hariç diğer yıllarda öz sermaye karlılığının sektörün altında olduğu görülmektedir.

### III.IX. Net Kar / Toplam Aktif Oranı

GSYO'ların, yıllar itibari ile aktif karlılığı, aşağıdaki Grafik -9'da yer almaktadır.

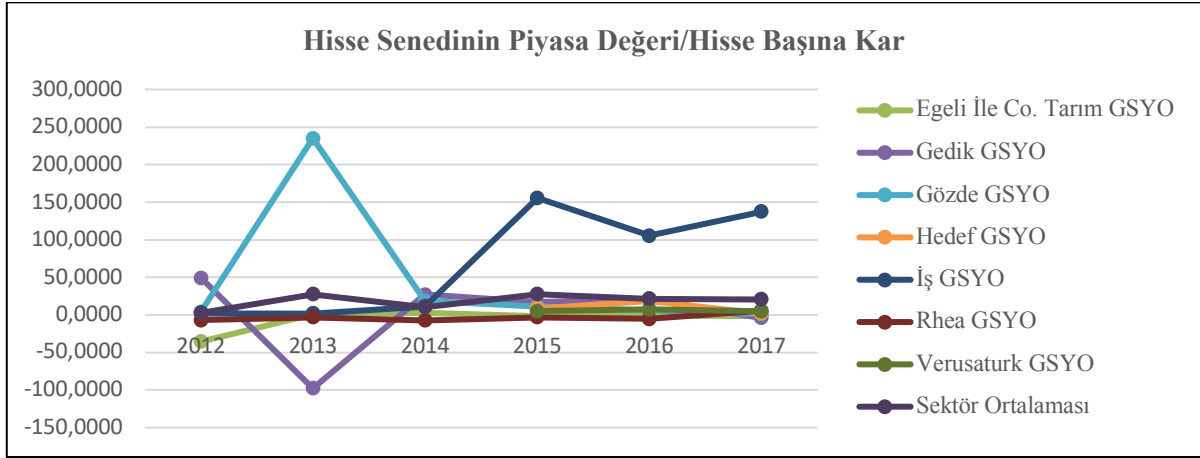


**Grafik 9. Türkiye'de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Aktif Karlılık Oranları**

Grafik -9'a bakıldığında, genel olarak Verusaturk GSYO'nun yıllar itibari ile aktif karlılığının sektör ortalamasının üstünde olduğu, Egeli ile Co. Tarım GSYO'nun, 2013 ve 2014 yıllarında aktif karlılığı sektörün üstünde iken, diğer yıllarda sektörün altında olduğu, Gedik GSYO'nun, 2012, 2013 ve 2017 yıllarında sektörün altında iken, 2015 ve 2016 yıllarında aktif karlılığının sektörün üstünde olduğu, Gözde GSYO'nun, 2012, 2013 ve 2014 yılları hariç diğer yıllarda aktif karlılığının sektör ortalamasının üstünde yer aldığı, Hedef GSYO'nun, 2012, 2013 ve 2014 yıllarında sektörün altında iken, diğer yıllarda sektörün üstünde aktif karlılığı olduğu, İş GSYO'nun, 2017 yılı hariç diğer yıllarda sektörün üstünde aktif karlılığının olduğu, Rhea GSYO'nun ise, 2017 yılı hariç diğer yıllarda aktif karlılığının sektörün altında görülmektedir.

### III.X. Fiyat / Kazanç Oranı

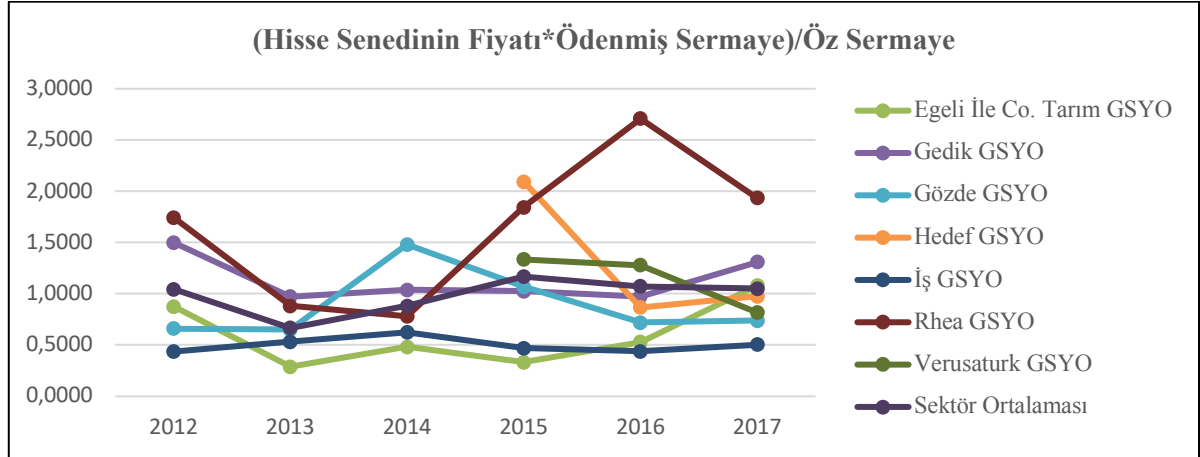
GSYO'ların, yıllar itibari ile fiyat/kazanç oranları, aşağıdaki Grafik -10'da yer almaktadır.



Grafik 10'a bakıldığında, genel olarak Egeli ile Co. Tarım, Hedef, Rhea ve Verusaturk GSYO'ların yıllar itibari ile fiyat/kazanç oranlarının, sektörün altında olduğu, Gedik GSYO'nun, 2012 ve 2014 yılları hariç diğer yıllarda fiyat/kazanç oranlarının sektörün altında olduğu, Gözde GSYO'nun, 2012, 2013 ve 2014 yılları hariç diğer yıllarda fiyat/kazanç oranlarının sektörün altında olduğu, İş GSYO'nun ise, 2012 ve 2013 yılları hariç diğer yıllarda fiyat/kazanç oranının sektörün üstünde olduğu görülmektedir.

### III.XI. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı

GSYO'ların, yıllar itibari ile piyasa değeri/defter değeri oranları, aşağıdaki Grafik -11'de yer almaktadır.



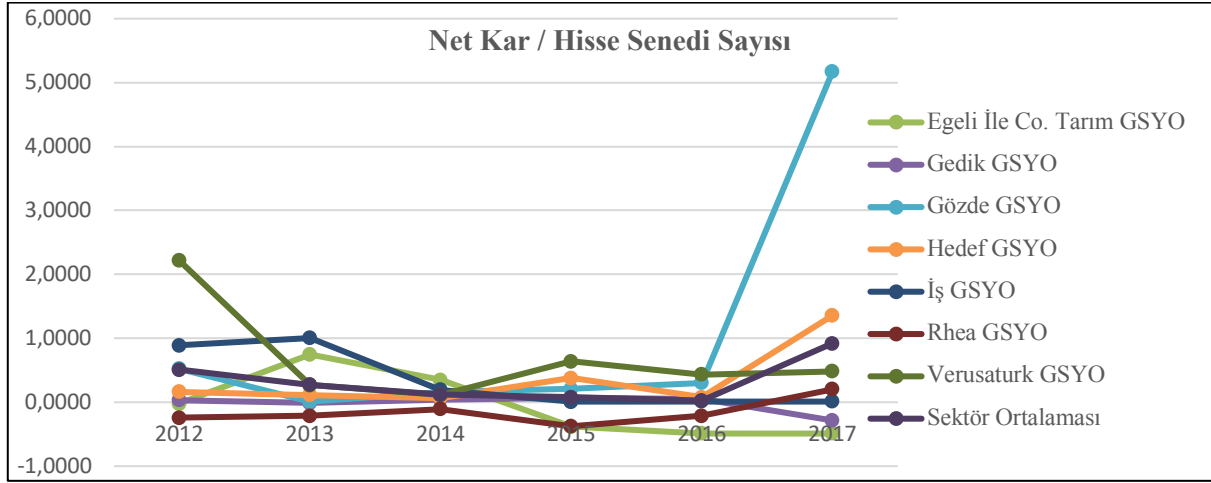
**Grafik 11. Türkiye'de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranları**

Grafik -11'e bakıldığında, genel olarak İş GSYO'nun, yıllar itibari ile piyasa değeri/defter değeri oranının sektörün altında olduğu, Egeli İle Co. Tarım GSYO'nun, 2017 yılı hariç diğer yıllarda piyasa değeri/defter değeri oranının sektörün altında olduğu, Gedik GSYO'nun, 2015 ve 2016 yılları hariç diğer yıllarda piyasa değeri/defter değeri oranının sektörün üstünde olduğu, Gözde GSYO'nun, 2014

yılı hariç diğer yıllarda piyasa değeri/defter değeri oranının sektörün altında olduğu, Hedef GSYO'nun 2015 yılı hariç diğer yıllarda piyasa değeri/defter değeri oranının sektörün altında olduğu, Rhea GSYO'nun, 2014 yılı hariç diğer yıllarda piyasa değeri/defter değeri oranının sektörün üstünde olduğu, Verusaturk GSYO'nun ise, 2017 yılı hariç diğer yıllarda piyasa değeri/defter değeri oranının sektörün üstünde olduğu görülmektedir.

### III.XII. Hisse Başına Kar Oranı

GSYO'ların, yıllar itibari ile hisse başına kar oranları, aşağıdaki Grafik -12'de yer almaktadır.



**Grafik 12. Türkiye'de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllar İtibari İle Hisse Başına Kar Oranları**

Grafik 12'ye bakıldığında, genel olarak Rhea GSYO'nun yıllar itibari ile hisse başına kar oranının sektörün altında olduğu, Egeli ile Co. Tarım GSYO'nun, 2013 ve 2014 yılları hariç diğer yıllarda hisse başına kar oranının sektörün altında olduğu, Gedik GSYO'nun, 2016 yılı hariç diğer yıllarda hisse başına kar oranının sektörün altında olduğu, Gözde GSYO'nun, 2013 yılı hariç diğer yıllarda hisse başına kar oranının sektörün üstünde olduğu, Hedef GSYO'nun, 2012, 2013 ve 2014 yılları hariç diğer yıllarda hisse başına kar oranının sektörün üstünde olduğu, İş GSYO'nun, 2012, 2013 ve 2014 yılları hariç diğer yıllarda hisse başına kar oranının sektörün altında olduğu, Verusaturk GSYO'nun ise, 2013 ve 2014 yılları hariç diğer yıllarda hisse başına kar oranının sektörün üstünde olduğu görülmektedir.

### SONUÇ VE ÖNERİLER

Girişim sermayesi finansman modelinin, özellikle ülkelerin ekonomik gelişim aşamalarında yoğun olarak kullanılmakta olduğu, bireysel teşebbüsün artırılması ve böylece işsizliğin azaltılarak üretimin desteklenmesi konularında ekonomilere büyük katkı sağladığı belirtilmektedir. Bunun örnekleri, Amerika ve Avrupa'daki gelişmiş ülkelerin gelişim aşamalarında görülmektedir. Dolayısı ile gelişmekte olan ülkemiz için de, ekonominin kalkınması, üretimin artırılması ve işsizliğin azaltılması aşamalarında bu finansman modelinden yararlanabileceği düşünülebilir.

Gelişmiş ülkelerin bu finansman modelini ilk kullanırken, devlet desteğinin ön planda olduğu daha sonra devletin payı azalarak özel sektörün ön plana çıktığı ve böylece riskli olan bu finansman

modelinin yaygınlaşabildiği görülmektedir. Özellikle ülkelerin kalkınma aşamasında önem arz eden bu finansman modelinin, ülkemizdeki durumunun araştırılması, yeterli derecede yararlanılabilmesi için neler yapılması gerektiği gibi konularda araştırmaların yapılması önem arz etmektedir.

Şirketlerin karşılaştırılmalı olarak analiz edilmesi sonucunda;

Gözde ve Egeli ile Co. Tarım ve Hedef GSYO'ların 2012-2017 döneminde, riskli olan girişim sermayesi yatırımlarına yıllar itibari ile en çok yatırım yaptığı, buna karşın, Verusaturk GSYO'nun hiç yatırım yapmayarak en düşük durumda olduğu, risksiz menkul kıymet yatırımlarına bakıldığında, yıllık ortalama olarak Verusaturk GSYO'nun en yüksek seviyede, Gözde ve Rhea GSYO'ların ise hiç yatırım yapmayarak en düşük seviyede oldukları, likidite durumlarına bakıldığında, yıllar itibari ile likiditesi en yüksek olan şirketin Verusaturk GSYO, likiditesi en düşük olan şirketin ise Gözde GSYO olduğu, öz sermaye açısından, yıllar itibari ile ortalama en yüksek öz sermaye oranına sahip şirketin Gedik GSYO, en düşük şirketin ise Gözde GSYO olduğu, borç oranı açısından, yıllar itibari ile ortalama en yüksek borç oranına sahip şirketin Gözde GSYO iken, en düşük şirketin Gedik GSYO olduğu, kısa vadeli borç açısından, yıllar itibari ile ortalama en yüksek kısa vadeli borç oranına sahip şirketin Rhea GSYO iken en düşük şirketin Gedik GSYO olduğu, uzun vadeli borç açısından, yıllar itibari ile ortalama en yüksek uzun vadeli borç oranına Gözde GSYO sahip iken, en düşük orana Verusaturk GSYO'nun sahip olduğu anlaşılmaktadır.

Öz sermaye karlılığına bakıldığında yıllar itibari ile ortalama öz sermaye karlılığı en yüksek olan şirket Verusaturk GSYO iken, yıllar itibari ile ortalama en fazla zarar eden Rhea GSYO' olduğu, aktif karlılığına bakıldığında, yıllar itibari ile aktif karlılığı en yüksek olan Verusaturk GSYO iken aktif karlılığı yıllar itibari ile ortalama en az olan, yani en fazla zarar eden Rhea GSYO olduğu, fiyat/kazanç oranına bakıldığında, yıllar itibari ile ortalama en yüksek değere sahip olan İş GSYO iken, en düşük değere sahip olan şirketin Egeli ile Co. Tarım GSYO olduğu, piyasa değeri/defter değeri oranına bakıldığında, yıllar itibari ile ortalama en yüksek orana sahip olan şirket Rhea GSYO iken en düşük orana sahip olan şirketin İş GSYO olduğu ve hisse başına kar oranlarına bakıldığında, yıllar itibariyle ortalama karın en yüksek olduğu şirketin Gözde GSYO iken en düşük olduğu şirketin Rhea GSYO olduğu görülmektedir.

Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının en önemli özelliği, riskli alanlara ve dolayısı ile karlılığı yüksek olan alanlara yatırım yapmaktır. Türkiye'deki GSYO'lar bu açıdan incelendiğinde, analiz edilen 2012-2017 dönemi için sektördeki GSYO yatırımlarının ancak %40'ının riskli girişim sermayesi yatırımı olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu durumun, GSYO'lardan beklenen faydanın Türkiye ekonomisine yansımadığını gösterdiği söylenebilir.

Benzer şekilde, GSYO'lar yüksek riskli alanlarda faaliyet gösterdiği için, karlılıklarının yüksek olması beklenir. Ancak, Türkiye'deki GSYO'ların yıllık sektör karlılığı, yapılan analiz sonucunda, yaklaşık %5 olarak bulunmakta ve bu sonuç, GSYO'ların beklenen düzeyde yüksek bir karlılık sağlayamadıklarını göstermektedir.

GSYO'lar riskli alanlara yatırım yaptıklarından, öz sermayelerinin güçlü olması beklenir. Türkiye'deki GSYO'lar bu açıdan değerlendirildiğinde, 2012-2017 dönemi için yapılan analiz sonuçlarına göre, sektör bazında girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının öz sermayelerinin toplam pasif içerisindeki paylarının yaklaşık %82 seviyesinde olduğu görülmekte ve dolayısıyla bu açıdan sektörün güçlü olduğu düşünülebilir.

Türkiye'deki GSYO'ların piyasa performans oranlarının, sektör bazında incelenen 2012-2017 dönemi için düşük olduğu görülmektedir. Bu durum, yatırımcıların yüksek risk almak istemediklerini ve dolayısı ile bu sektördeki şirketlerin hisse senetlerine yeterli talebin olmadığını gösteriyor olabilir. Buna karşın, piyasa performans oranlarının düşüklüğü, bu sektördeki hisse senetlerinin yatırımcılar için cazip olabileceğini ima etmektedir.

## **KAYNAKÇA**

- Akca, N. ve Somuncuoğlu İkinci, S. (2014). Ankara’da Yer Alan Özel Bir Sağlık İşletmesinin Finansal Tablolarının Oran Analizi Yöntemi İle Değerlendirilmesi. İşletme Bilimi Dergisi, C.2, S.1, 111-126.
- Akgüç, Ö. (2008). *Mali Tablolar Analizi*. (13. baskı). İstanbul: Avcıol Basım ve Yayıncılık.
- Beyazıtılı, E. Özdemir, S. F. ve Çolak, A. (2015). Risk Sermayesi Yatırımı ve Rüzgâr Enerji Sektöründe Örnek Olay İncelemesi. Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, C. 8, S. 3, 83-100.
- Bülüç, F., Özkan, O. ve Ağırbaş, İ. (2017).Oran Analizi Yöntemiyle Özel Hastane Finansal Performansının Değerlendirilmesi. International Journal of Academic Value Studies ISSN:2149-8598 C. 3, S. 11, 64-72.
- Civil, B. (2008). Kobi’lerin Finansal Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesi Finansman Modeli ve Trabzon İlinde Bir Uygulama. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon.
- Çabuk A. ve Lazol, İ. (2014). Mali Tablolar Analizi. (11. baskı). Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Çelik, T. (2017). Sigorta Şirketlerinde Finansal Analiz ve Bir Uygulama. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul
- Çonkar, K. (2007). Risk Sermayesi Finansman Yöntemi. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları.
- İpekten, B. (2006). Risk Sermayesi Finansman Modeli. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, C. 7, S. 1; 385-408.
- Kildokum, H. (2012). Girişim Sermayesi’nin Türkiye Serüveni-Bir Modele Yönelik Fırsat Arayışı. Namık Kemal Üniversitesi Dergileri, Balkan Sosyal Bilimler Dergileri, C.1, S. 1, 1-18.
- Okka, O. (2009). Finansal Yönetim Teori ve Çözümlü Problemler (3. baskı). Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Özolgün, H. (2017). Karşılaştırmalı Mali Tablolar Analizi. Journal Of Emerging Economies And Policy, S. 2, (1) Temmuz, 55-62.
- Özyürek, H. ve Erdoğan, E. (2011). Finansal Kurumlarda Mali Analiz Ve Bir Uygulama. Ekonomi Bilimleri Dergisi, Cilt 3, No 2, 229-238.
- Şamiloğlu, F. ve Akgün, A.İ. (2010). Finansal Tablolar Analizi. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Türk, V. E. (2013). Finansal Analiz Oranları ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kahramanmaraş.
- Yılmaz, B. (2010). Dış Ticaretin Finansman Araçları: Dış Ticaret Şirketleri (DTSS ve SDŞ), Risk Sermayesi, Eximbank, Leasing (Finansal Kiralama), Faktoring ve Forfaiting. Denizli: Detkib Yayınları