T.C.
MANİSA CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

YÜKSEK LİSANS TEZİ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE-FİNANSMAN PROGRAMI

TÜRKİYE'DE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARI VE BIST'E KAYITLI GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARININ FİNANSAL PERFORMANSLARININ ANALİZİ

Aykut CANSEVEN

Danışman
Prof. Dr. Sibel KARĞIN

MANİSA–2023

T.C.
MANİSA CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

YÜKSEK LİSANS TEZİ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE-FİNANSMAN PROGRAMI

TÜRKİYE'DE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARI VE BIST'E KAYITLI GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARININ FİNANSAL PERFORMANSLARININ ANALİZİ

Aykut CANSEVEN

Danışman
Prof. Dr. Sibel KARĞIN

MANİSA–2023

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum "Türkiye'de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve BIST'e Kayıtlı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Finansal Performanslarının Analizi" adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilen eserlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

19/01/2023

Aykut CANSEVEN

ÖZET

TÜRKİYE'DE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARI VE BIST'E KAYITLI GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARININ FİNANSAL PERFORMANSLARININ ANALİZİ

Bu çalışmada, Türkiye'de BIST'e kayıtlı girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının finansal performanslarının analizinin hem rasyo analizleri kullanılarak hem de çok kriterli karar verme yöntemlerinden biri olan TOPSIS (Technique for Order Preference by Similarity to Ideal Solution) yöntemi kullanılarak gerçekleştirilmesi hedeflenmiştir.

Çalışmada ilk olarak, girişim sermayesi kavramı, girişim sermayesinin Türkiye'deki gelişimi ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına ilişkin esaslar ile BIST'e kayıtlı girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına ait bilgilere yer verilmiştir.

Ardından, halihazırda Türkiye'de faaliyet göstermekte olan ve BIST'e kayıtlı 6 girişim sermayesi yatırım ortaklığının 2016-2021 yıllarına ait likidite, faaliyet, mali yapı ve kârlılık oranları kullanılarak şirketlerin finansal performansları hem şirket bazında hem de karşılaştırmalı olarak analiz edilmiştir.

Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) sistemindeki analiz edilebilir verilerin toplanmasına 2016 yılında başlandığından, çalışmada yer alan şirketlerin finansal oranları hesaplandığında birbirlerinden ve genel kabul görmüş oranlardan çok farklı sonuçlar elde edildiğinden; girişim sermayesi yatırım ortaklığı sektörünün ortalama finansal oranları analiz açısından büyük önem kazanmıştır.

Bu nedenle; elde edilen verileri anlamlı bir şekilde analiz edebilmek adına, çalışmamıza KAP sisteminin de veri toplama yılı olan 2016 yılından başlanmış olup, şirketlerin yıllık finansal değerleriyle çalışma yapılması amaçlandığından 2016-2021 yılları zaman serisi kullanılması uygun görülmüştür.

Şirketlerin mali tablolarına, işletimi Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. (MKK) tarafından yürütülen Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) "https://www.kap.org.tr/tr/" internet sitesinden ulaşılmıştır.

Şirket performanslarının değerlendirilmesinde işletimi Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. (MKK) tarafından yürütülen Veri Analiz Platformu (VAP) sisteminden elde edilen sektör ortalamaları ile yine aynı sistemden elde edilen dönemsel finansal oranların da kullanılması nedeniyle, hesaplanan verilerin tutarlı olması için oranların hesaplanmasına ilişkin formüllere, "https://www.vap.org.tr/" internet sitesinden ulaşılmış olup, derlenen bu veriler ışığında oranlar hesaplanmış ve şirketlerin performansları analiz edilmiştir.

Son olarak; şirketlerin hesaplanan mali oranları üzerinden TOPSIS yöntemi kullanılarak finansal performansları analiz edilmiştir. Gerçekleştirilen analiz neticesinde 2016-2021 yılları arasında en iyi finansal performansa sahip şirketler; 2016 ve 2017 yıllarında HEDEF, 2018 yılında HUB, 2019 yılında VERUSA, 2020 yılında HEDEF ve 2021 yılında VERUSA olurken, yıllar itibariyle en kötü finansal performansa sahip şirketler; 2016 ve 2017 yıllarında RHEA, 2018 ve 2019 yıllarında GÖZDE, 2020 ve 2021 yıllarında RHEA olmuştur.

6 yıllık dönemi dikkate aldığımızda ise, göreceli olarak en yüksek performansa sahip şirket HEDEF olurken, en düşük performansa sahip şirket ise RHEA olarak görülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Girişim Sermayesi, Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları (GSYO), Oran (Rasyo) Analizi, Finansal Performans Analizi, Çok Kriterli Karar Verme (ÇKKV), TOPSIS Yöntemi

ABSTRACT

THE ANALYSIS OF FINANCIAL PERFORMANCES OF VENTURE CAPITAL INVESTMENT TRUSTS AND VENTURE CAPITAL INVESTMENT TRUSTS LISTED IN BIST IN TURKEY

The purpose of the study is to analyze the financial performance of venture capital investment trusts listed in BIST in Turkey, both by using ratio analyses and using TOPSIS (Technique for Order Preference by Similarity to Ideal Solution) which is one of the multi-criteria decision making methods.

Firstly, the concept of venture capital, the development of venture capital in Turkey, the principles of venture capital investment trusts and the information on venture capital investment trusts listed in BIST are presented in the study.

Subsequently, the financial performances of 6 venture capital investment trusts listed in BIST and currently operating in Turkey are analyzed by using the liquidity, activity, financial structure and profitability ratios from 2016 to 2021, both on a company basis and comparatively.

The average financial ratios of the venture capital investment trust sector have gained great importance in terms of analysis since the collection of analysable data in the Public Disclosure Platform *(in Turkish: Kamuyu Aydınlatma Platformu - KAP)* system started in 2016, and when the financial ratios of the companies included in the study were calculated, the results were very different from each other and from the generally accepted ratios.

Therefore, in order to analyze the data obtained in a significant way, our study started in 2016 which was also the year for data collection of the KAP system and it was considered approriate to use the time series for the years 2016-2021 since it was aimed to work with the annual financial values of the companies.

The financial statements of the companies were accessed from the website of Public Disclosure Platform (KAP) https://www.kap.org.tr/tr/ operated by Central Securities Depository *(in Turkish: Merkezi Kayıt Kuruluşu - MKK).*

Since the sector averages obtained from Data Analysis Platform *(in Turkish: Veri Analiz Platformu - VAP*) system operated by Central Securities Depository (MKK) and the periodic financial ratios obtained from the same system were used in the evaluation of company performances, the formulas for the calculation of the ratios were accessed from the website "https://www.vap.org.tr/" to ensure that the calculated data was consistent. In the light of the obtained data, the ratios were calculated and the performances of the companies were analyzed.

Lastly, the financial performances of the companies were analyzed using TOPSIS method over the calculated financial ratios. As a result of the analysis, the companies with the best financial performance between 2016 and 2021 were HEDEF in 2016 and 2017, HUB in 2018, VERUSA in 2019, HEDEF in 2020 and VERUSA in 2021; while the companies with the worst financial performance by years were RHEA in 2016 and 2017, GÖZDE in 2018 and 2019, and RHEA in 2020 and 2021.

When we consider the 6-year period, the company with the highest performance is HEDEF, while the company with the lowest performance is seen as RHEA.

Keywords: Venture Capital, Venture Capital Investment Trusts (VCT), Ratio Analysis, Financial Performance Analysis, Multi-Criteria Decision Making (MCDM), TOPSIS Method

TEŞEKKÜR

Çalışmamın her aşamasında bana destek olan, bilgi ve deneyimleri ile yol gösteren, kendisini tanımaktan büyük onur duyduğum danışman hocam Sayın Prof. Dr. Sibel KARĞIN'a, öğrenim hayatım boyunca beni maddi ve manevi olarak destekleyen ve hep yanımda olan aileme yürekten teşekkür ederim.

Aykut CANSEVEN
Manisa, 2023

İÇİNDEKİLER

ÖZET i
ABSTRACT iii
TEŞEKKÜR v
İÇİNDEKİLER vi
SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ x
TABLOLAR LİSTESİ xiv
ŞEKİLLER LİSTESİ xvii
GİRİŞ 1

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞİM SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİ

1.1. GİRİŞİM SERMAYESİ KAVRAMININ KURAMSAL ÇERÇEVESİ 4
1.2. GİRİŞİM SERMAYESİ TÜRLERİ 5
1.2.1. Erken Dönem Girişim Sermayesi 6
1.2.1.1. Çekirdek Sermayesi 6
1.2.1.2. Başlangıç Sermayesi 7
1.2.1.3. Erken Aşama Finansmanı 8
1.2.2. Gelişme Dönemi Girişim Sermayesi 8
1.2.2.1. Geçit Finansmanı 8
1.2.2.2. Büyüme-Gelişme Sermayesi 8
1.2.3. Çıkış Dönemi Girişim Sermayesi 9
1.2.3.1. Köprü Finansmanı 9
1.2.3.2. Yerine Koyma Sermayesi 9
1.2.3.3. Şirket Paylarının/Varlıklarının Satın Alınması 9
1.3. TÜRKİYE'DEKİ GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARINA İLİŞKİN ESASLAR 10
1.3.1. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş Şartları 13
1.3.2. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Kurucularında Bulunması Gereken Şartlar 14
1.3.3. Lider Sermayedar ve Lider Sermayedara İlişkin Özel Şartlar 15
1.3.4. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Faaliyet Kapsamı 16
1.4. GİRİŞİM SERMAYESİNİN TÜRKİYE'DEKİ GELİŞİMİ 17
1.4.1. Risk Sermayesi Bilincinin Oluşması ve Bu Amaçla Öncü Uygulamaların Görüldüğü 1993 Yılı Öncesi 17
1.4.2. Sermaye Piyasası Mevzuatına Dayalı Bir Modelin Düzenlendiği 1993-2000 Yılları Arası 18

1.4.3. Türkiye'ye Yönelik Faaliyet Gösteren İlk Yurtdışı Merkezli Özel Sermaye Şirketinin Kurulduğu ve Sektöre Genel Olarak İlginin Geliştiği 2000-2005 Yılları Arası 18

1.4.4. Girişim Sermayesinin Bir Sektör Olarak Türkiye'de Kendisini Kabul Ettirdiği 2005 Yılı Sonrası 18

1.5. TÜRKİYE'DE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARI 19

1.5.1. Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 21

1.5.2. Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 22

1.5.3. Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 23

1.5.4. İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 25

1.5.5. Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 25

1.5.6. Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 27

İKİNCİ BÖLÜM

RASYO ANALİZLERİ İLE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARININ FİNANSAL PERFORMANSLARININ ANALİZİ

2.1. ORAN (RASYO) ANALİZİ HAKKINDA GENEL BİLGİLER 30

2.2. LİKİDİTE ORANLARI 30

2.2.1. Cari Oran 31

2.2.2. Likidite (Asit Test) Oranı 32

2.2.3. Nakit Oranı 32

2.3. FAALİYET ORANLARI 32

2.3.1. Alacak Devir Hızı Oranı 33

2.3.2. Stok Devir Hızı Oranı 34

2.3.3. Dönen Varlık (Çalışma Sermayesi) Devir Hızı Oranı 34

2.3.4. Maddi Duran Varlık Devir Hızı Oranı 34

2.3.5. Aktif Devir Hızı Oranı 35

2.3.6. Özkaynak Devir Hızı Oranı 35

2.4. MALİ YAPI ORANLARI 36

2.4.1. Finansal Kaldıraç Oranı 37

2.4.2. Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Pasif Toplamına Oranı 38

2.4.3. Uzun Vadeli Yabancı Kaynakların Pasif Toplamına Oranı 38

2.4.4. Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı 39

2.4.5. Özkaynakların Yabancı Kaynaklar Toplamına Oranı 39

2.5. KÂRLILIK ORANLARI 40

2.5.1. Kârlılık Oranı (Aktif Kârlılığı) 41

2.5.2. Faaliyet Kâr Marjı Oranı 42

2.5.3. Brüt Kâr Marjı Oranı ... 42
2.5.4. Net Kâr Marjı Oranı ... 42
2.5.5. Faaliyet Giderlerinin Net Satışlara Oranı ... 43
2.6. GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARININ MALİ ORANLARI VE ANALİZİ ... 43
2.6.1. Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. ... 48
2.6.2. Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. ... 57
2.6.3. Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. ... 66
2.6.4. İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. ... 76
2.6.5. Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. ... 84
2.6.6. Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. ... 92
2.7. GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARININ MALİ ORANLARININ KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ ... 100
2.7.1. Cari Oran Karşılaştırmalı Analizi ... 101
2.7.2. Nakit Oranı Karşılaştırmalı Analizi ... 102
2.7.3. Özkaynak Devir Hızı Karşılaştırmalı Analizi ... 103
2.7.4. Aktif Devir Hızı Karşılaştırmalı Analizi ... 105
2.7.5. Finansal Kaldıraç Oranı Karşılaştırmalı Analizi ... 107
2.7.6. Kısa Vadeli Yükümlülükler / Varlıklar Karşılaştırmalı Analizi ... 109
2.7.7. Uzun Vadeli Yükümlülükler / Varlıklar Karşılaştırmalı Analizi ... 109
2.7.8. Aktif Kârlılığı Karşılaştırmalı Analizi ... 110
2.7.9. Brüt Kâr Marjı Karşılaştırmalı Analizi ... 111
2.7.10. Net Kâr Marjı Karşılaştırmalı Analizi ... 113

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TOPSIS ÇOK KRİTERLİ KARAR VERME YÖNTEMİ İLE GSYO'LARIN FİNANSAL PERFORMASLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

3.1. KARAR VERME ... 115
3.2. ÇOK KRİTERLİ KARAR VERME ... 115
3.3. LİTERATÜR İNCELEMESİ ... 117
3.3.1. Girişim Sermayesi ve GSYO'lar Üzerine Yapılan Çalışmalar ... 117
3.3.2. TOPSIS Yöntemini Kullanan Çalışmalar ... 120
3.4. TOPSIS YÖNTEMİ ... 123
3.4.1. TOPSIS Yöntemine İlişkin Genel Bilgiler ... 123
3.5. TOPSIS YÖNTEMİNİN UYGULAMASI ... 127
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME ... 140

KAYNAKÇA 144

SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ

A.Ş.	Anonim Şirket
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ADH	Aktif Devir Hızı
AHP	Analytic Hierarchy Process
AK	Aktif Kârlılığı
ANP	Analytic Network Process
AR-GE	Araştırma-Geliştirme
ARMDA	Armada Bilgisayar Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.
ART.ORT.	Aritmetik Ortalama
ASELS	Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
AYCES	Altınyunus Çeşme Turistik Tesisler A.Ş.
BIST	Borsa İstanbul
BKM	Brüt Kâr Marjı
BSMV	Banka ve Sigorta Muamele Vergisi
CO	Cari Oran
CRITIC	Criteria Importance Through Intercriteria Correlation
ÇKKV	Çok Kriterli Karar Verme
DEG	Alman Kalkınma Bankası-German Development Bank
DGATE	Datagate Bilgisayar Malzemeleri Ticaret A.Ş.
EGCYO	Egeli & Co Tarım Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
EGYLO	Egeli & Co Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
EIB	Avrupa Yatırım Bankası-European Investment Bank
ELECTRE	Elemination and Choice Translating Reality English
FKO	Finansal Kaldıraç Oranı

FMO	Hollanda Kalkınma Bankası-Dutch Development Bank
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kâr
GOZDE	Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
GÖZDE	Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
GÖZDE GSYO	Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
GSYO	Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı
HDFGS	Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
HEDEF GSYO	Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
HEDEF	Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
HUB GSYO	Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
HUB	Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
HUBVC	Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
IFC	Uluslararası Finans Kurumu-International Finance Corporation
IMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
INDES	İndeks Bilgisayar Sistemleri Mühendislik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
ISGSY	İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
İSBAK	İstanbul Bilişim ve Akıllı Kent Teknolojileri A.Ş.
İŞ GSYO	İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
İŞ	İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
K.V.Y.K.	Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KDV	Katma Değer Vergisi
KEMIRA	Kemeny Median Indicator Rank Accordance
KOBİ	Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler
KOSGEB	Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
KVY/V	Kısa Vadeli Yükümlülükler / Varlıklar
LINK	Link Bilgisayar Sistemleri Yazılımı ve Donanımı Sanayi ve Ticaret A.Ş.

MAALT	Marmaris Altınyunus Turistik Tesisler A.Ş.
MACBETH	Measuring Attractiveness by a Categorical Based Evaluation Technique
METUR	Metemtur Otelcilik ve Turizm İşletmeleri A.Ş.
MKK	Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.
MOORA	Multi-Objective Optimization By Ratio Analysis
MOOSRA	Multi-Objective Optimization on the basis of Simple Ratio Analysis
NKM	Net Kâr Marjı
NO	Nakit Oranı
ORESTE	Organisation, rangement et synthèse de données relationnelles
ÖDH	Özkaynak Devir Hızı
PAPRIKA	Potentially All Pairwise Rankings of All Possible Alternatives
PKENT	Petrokent Turizm A.Ş.
PROMETHEE	The Preference Ranking Organization Method for Enrichment Evaluation
RHEA GSYO	Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
RHEA	Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
RHEAG	Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
ROA	Return on Assets-Aktif Kârlılığı
ROE	Return on Equity-Özkaynak Kârlılığı
SAW	Simple Additive Weighting
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
STEM	Science, Technology, Engineering and Mathematics
SWARA	Step-Wise Weight Assessment Ratio Analysis
T. Vakıflar Bankası T.A.O.	Türkiye Vakıflar Bankası Türk Anonim Ortaklığı
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEKTU	Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar A.Ş.
TESK	Türkiye Esnaf ve Sanatkarları Konfederasyonu

TL	Türk Lirası
TOBB	Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TOPSIS	Technique for Order Preference by Similarity to Ideal Solution
TTGV	Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı
U.V.Y.K.	Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar
UTA	Utility Additive
UVY/V	Uzun Vadeli Yükümlülükler / Varlıklar
VAP	Veri Analiz Platformu
vb.	ve benzeri
VERTU	Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
VERUSA GSYO	Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
VERUSA	Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
VERUSATURK	Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
VIKOR	Visekriterijumsa Optimizacija I Kompromisno Resenje

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esasların Tarihsel Akışı 11
Tablo 2. 2016-2021 Yılları Arasında Türkiye'deki GSYO'ların Konsolide Portföy Bilgileri ... 19
Tablo 3. 2021 Yıl Sonu İtibariyle BIST'de işlem gören GSYO'ların Şirket Bazındaki Genel Bilgileri 20
Tablo 4. Gözde GSYO A.Ş. Aktif Yatırım Portföyü 22
Tablo 5. Hedef GSYO A.Ş. Aktif Yatırım Portföyü 23
Tablo 6. Hub GSYO A.Ş. Aktif Yatırım Portföyü 24
Tablo 7. İş GSYO A.Ş. Aktif Yatırım Portföyü 25
Tablo 8. Rhea GSYO A.Ş. Aktif Yatırım Portföyü (Bağlı Ortaklıklar) 27
Tablo 9. Rhea GSYO A.Ş. Aktif Yatırım Portföyü (İştirakler) 27
Tablo 10. Verusaturk GSYO A.Ş. Aktif Yatırım Portföyü (Doğrudan Yatırımlar) 28
Tablo 11. Verusaturk GSYO A.Ş. Aktif Yatırım Portföyü (Dolaylı Yatırımlar) 28
Tablo 12. Likidite Oranlarının Hesaplanma Şekilleri 31
Tablo 13. Faaliyet Oranlarının Hesaplanma Şekilleri 33
Tablo 14. Mali Yapı Oranlarının Hesaplanma Şekilleri 37
Tablo 15. Kârlılık Oranlarının Hesaplanma Şekilleri 41
Tablo 16. GSYO'ların 2016-2021 Yılları Arasındaki Dönemsel Finansal Oranlarına Ait İstatistiki Değerler 47
Tablo 17. GSYO'ların 2016-2021 Yıllarını Kapsayan Altı Yıllık Finansal Oranlarının İstatistiki Değerleri 47
Tablo 18. Gözde GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Kalemler 48
Tablo 19. Gözde GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Oranlar 49
Tablo 20. Gözde GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Oranların İstatistiki Değerleri 49
Tablo 21. Hedef GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Kalemler 57
Tablo 22. Hedef GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Oranlar 58
Tablo 23. Hedef GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Oranların İstatistiki Değerleri 58
Tablo 24. Hub GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Kalemler 67
Tablo 25. Hub GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Oranlar 67
Tablo 26. Hub GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Oranların İstatistiki Değerleri 68
Tablo 27. İş GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Kalemler 76
Tablo 28. İş GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Oranlar 77
Tablo 29. İş GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Oranların İstatistiki Değerleri 77
Tablo 30. Rhea GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Kalemler 85
Tablo 31. Rhea GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Oranlar 86

Tablo 32. Rhea GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Oranların İstatistiki Değerleri 86
Tablo 33. Verusaturk GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Kalemler 92
Tablo 34. Verusaturk GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Oranlar 93
Tablo 35. Verusaturk GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Oranların İstatistiki Değerleri 93
Tablo 36. Şirketlerin 2016-2021 Yıllarına Ait Cari Oran Karşılaştırmalı Analizi 101
Tablo 37. Şirketlerin 2016-2021 Yıllarına Ait Nakit Oranı Karşılaştırmalı Analizi 102
Tablo 38. Şirketlerin 2016-2021 Yıllarına Ait Özkaynak Devir Hızı Karşılaştırmalı Analizi . 103
Tablo 39. Şirketlerin 2016-2021 Yıllarına Ait Aktif Devir Hızı Karşılaştırmalı Analizi 105
Tablo 40. Şirketlerin 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Kaldıraç Oranı Karşılaştırmalı Analizi 107
Tablo 41. Şirketlerin 2016-2021 Yıllarına Ait Kısa Vadeli Yükümlülükler / Varlıklar Karşılaştırmalı Analizi 109
Tablo 42. Şirketlerin 2016-2021 Yıllarına Ait Uzun Vadeli Yükümlülükler / Varlıklar Karşılaştırmalı Analizi 110
Tablo 43. Şirketlerin 2016-2021 Yıllarına Ait Aktif Kârlılığı Karşılaştırmalı Analizi 111
Tablo 44. Şirketlerin 2016-2021 Yıllarına Ait Brüt Kâr Marjı Karşılaştırmalı Analizi 112
Tablo 45. Şirketlerin 2016-2021 Yıllarına Ait Net Kâr Marjı Karşılaştırmalı Analizi 113
Tablo 46. Belirlenen Finansal Oranların Kısaltmaları ve Ağırlık Değerleri 127
Tablo 47. GSYO'ların 2016 Yılı Karar Matrisi (A) 129
Tablo 48. GSYO'ların 2017 Yılı Karar Matrisi (A) 129
Tablo 49. GSYO'ların 2018 Yılı Karar Matrisi (A) 130
Tablo 50. GSYO'ların 2019 Yılı Karar Matrisi (A) 130
Tablo 51. GSYO'ların 2020 Yılı Karar Matrisi (A) 131
Tablo 52. GSYO'ların 2021 Yılı Karar Matrisi (A) 131
Tablo 53. GSYO'ların 2016 Yılı Standart Karar Matrisi (R) 132
Tablo 54. GSYO'ların 2017 Yılı Standart Karar Matrisi (R) 132
Tablo 55. GSYO'ların 2018 Yılı Standart Karar Matrisi (R) 132
Tablo 56. GSYO'ların 2019 Yılı Standart Karar Matrisi (R) 133
Tablo 57. GSYO'ların 2020 Yılı Standart Karar Matrisi (R) 133
Tablo 58. GSYO'ların 2021 Yılı Standart Karar Matrisi (R) 133
Tablo 59. GSYO'ların 2016 Yılı Ağırlıklı Standart Karar Matrisi (V) 134
Tablo 60. GSYO'ların 2017 Yılı Ağırlıklı Standart Karar Matrisi (V) 134
Tablo 61. GSYO'ların 2018 Yılı Ağırlıklı Standart Karar Matrisi (V) 134
Tablo 62. GSYO'ların 2019 Yılı Ağırlıklı Standart Karar Matrisi (V) 135
Tablo 63. GSYO'ların 2020 Yılı Ağırlıklı Standart Karar Matrisi (V) 135

Tablo 64. GSYO'ların 2021 Yılı Ağırlıklı Standart Karar Matrisi (V) 135
Tablo 65. 2016 Yılı İdeal (A^+) ve Negatif İdeal (A^-) Çözümlerin Oluşturulması 136
Tablo 66. 2017 Yılı İdeal (A^+) ve Negatif İdeal (A^-) Çözümlerin Oluşturulması 136
Tablo 67. 2018 Yılı İdeal (A^+) ve Negatif İdeal (A^-) Çözümlerin Oluşturulması 136
Tablo 68. 2019 Yılı İdeal (A^+) ve Negatif İdeal (A^-) Çözümlerin Oluşturulması 136
Tablo 69. 2020 Yılı İdeal (A^+) ve Negatif İdeal (A^-) Çözümlerin Oluşturulması 136
Tablo 70. 2021 Yılı İdeal (A^+) ve Negatif İdeal (A^-) Çözümlerin Oluşturulması 136
Tablo 71. 2016-2021 Yıllarına Ait Ayırım Ölçülerinin Hesaplanması..... 137
Tablo 72. 2016-2021 Yıllarına Ait İdeal Çözüme Göreli Yakınlığın Hesaplanması..... 137
Tablo 73. GSYO'ların 2016-2021 Yılları Arasındaki Puanları ve Sıralamaları..... 138

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Girişim Sermayesi Türleri 6

GİRİŞ

Kavram olarak "girişim sermayesi" deyimi 1940'lı yıllarda ilk kez Amerika'da yer bulmuş, ardından Asya, Avrupa ve Güney Amerika kıtalarına da yayılmıştır. Girişim sermayesi çeşitli kaynaklarda "risk sermayesi", "cesarete dayalı sermaye", "venture capital", "atılım sermayesi" gibi farklı pek çok kavramla ifade edilmektedir.

Aynı zamanda girişim sermayesi, henüz fikir evresinde olan ya da henüz gelir elde etmeyen teşebbüslere yatırım yapmayı amaçlayan, bunun yanı sıra belli bir kuruluş sürecini tamamlayan küçük teşebbüslere de hem üretim ve pazarlama hem de bilgi, deneyim ve tecrübe katarak diğer işletme süreçlerinin gelişimini sağlayan, teşebbüslerin ürünlerini ticarileştirip, büyümeleri ve genişlemeleri için ihtiyaçları olan fonları temin edebildikleri finansal bir sistemdir.

Bu sistemde büyümeyi amaçlayan ve yeni fikirler üreten girişimciler için gerekli fonları sağlayabilen girişim sermayesi şirketleri bulunmaktadır. Bireysel ve kurumsal tasarruf sahipleri ise, girişim sermayesi şirketlerinin ihtiyaç duyduğu finansal kaynağı yatırımlarıyla sağlamaktadırlar. Yapılan yatırımın beklenen getirisi alındıktan sonra da yatırımdan çıkış süreci gerçekleşmektedir. Tüm bu finansal sistemin sağlıklı bir şekilde işleyebilmesi için de etkin bir şekilde işleyen menkul kıymetler borsasının var olması gerekmektedir.

Türkiye'de girişim sermayesi sistemi ilk kez 1980'li yıllarda gündeme gelmiş olup, ülkemiz için henüz gelişmekte olan bir sistem olduğunu söyleyebiliriz.

Türkiye'de girişim sermayesi yatırım ortaklıkları için gerçekleştirilen ilk yasal düzenleme Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından hazırlanıp, 06.07.1993 tarih ve 21629 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Seri:VIII No:21 sayılı "Risk Sermayesi Yatırım Ortaklarına İlişkin Esaslar Tebliği"dir.

1998 yılına kadar tebliğ kapsamında sadece bir Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı (GSYO) kurulması, tebliğin başarısız olduğunu göstermiş ve istenen etkiyi yaratmaması sebebiyle 06.11.1998 tarih ve 23515 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Seri:VI No:10 sayılı "Risk Sermayesi Yatırım Ortaklarına İlişkin Esaslar Tebliği" yürürlüğe girmiştir.

2003 yılına gelindiğinde, tebliğ bir kez daha değişmiştir. 20.03.2003 tarih ve 25054 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Seri:VI No:15 sayılı "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" yürürlüğe girmiş olup, tebliğin çeşitli maddeleri yıllar içerisinde 2003 yılını takiben, 2004, 2009, 2010 ve 2013 yıllarında revize edilmiştir.

2004 yılında çok ciddi bir revize söz konusu değilken, 2009, 2010 ve 2013 yıllarında detaylı değişiklikler gerçekleştirilmiştir.

Özellikle 2000'li yıllardan sonra global ekonomik gelişmelerin de etkisiyle ülkemize büyük miktarlarda yatırımlar gelmeye başlamıştır. Bu sayede girişim sermayesi faaliyetleri Türkiye'de artış göstermiştir.

2021 yıl sonu itibariyle Borsa İstanbul (BIST)'da işlem gören altı adet Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı bulunmaktadır.

Literatür çalışması sonucunda, BIST'e kayıtlı GSYO'ların farklı dönemler için farklı metotlar kullanılarak finansal performanslarının ölçüldüğü ve değerlendirme yapıldığı görülmüştür.

Bununla birlikte; halihazırda Türkiye'de faaliyet göstermekte olan ve BIST'e kayıtlı 6 girişim sermayesi yatırım ortaklığının Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) internet sitesinden elde edilen 2016-2021 yıllarına ait finansal tabloları esas alınarak gerçekleştirilen oran analizlerinin, Veri Analiz Platformu (VAP) sisteminden elde edilen sektör ortalamaları ile karşılaştırılmak suretiyle hem şirket bazında hem de karşılaştırmalı olarak finansal performanslarının değerlendirilmediği görülmüştür.

Ayrıca, halihazırda Türkiye'de faaliyet göstermekte olan ve BIST'e kayıtlı 6 girişim sermayesi yatırım ortaklığının 2016-2021 zaman serisine ait finansal tabloları esas alınarak gerçekleştirilen oran analizlerinden sağlanan verilerin, TOPSIS çok kriterli karar verme yöntemi kullanılarak değerlendirilmediği ve GSYO'ların finansal performans düzeylerinin karşılaştırılmadığı anlaşılmıştır.

Bu nedenle; halihazırda Türkiye'de faaliyet göstermekte olan ve BIST'e kayıtlı 6 girişim sermayesi yatırım ortaklığının 2016-2021 yıllarına ait likidite, faaliyet, mali yapı ve kârlılık oranları kullanılarak finansal performanslarının sektör ortalamaları ile karşılaştırmak suretiyle hem şirket bazında hem de karşılaştırmalı olarak analiz edilmesi

ve şirketlerin hesaplanan mali oranları üzerinden TOPSIS yöntemi kullanılarak finansal performanslarının değerlendirilmesi amaçlanmıştır.

Çalışmanın ilk bölümünde, girişim sermayesi kavramı, girişim sermayesinin Türkiye'deki gelişimi ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına ilişkin esaslar ile BIST'e kayıtlı girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına ait bilgilere yer verilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde oran (rasyo) analizleri ile girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının finansal performanslarının analizine yer verilmiştir.

Çalışmanın üçüncü ve son bölümünde ise TOPSIS çok kriterli karar verme yöntemi ile GSYO'ların finansal performanslarının değerlendirilmesine yer verilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞİM SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİ

1.1. GİRİŞİM SERMAYESİ KAVRAMININ KURAMSAL ÇERÇEVESİ

İşletmelerin planladıkları yeni projelerini hayata geçirebilmeleri ve büyüme isteklerini gerçekleştirebilmeleri için ihtiyaç duydukları sermayeye ulaşmaları her zaman mümkün olmamaktadır.

Kamu kurum ve kuruluşlarının hibe destek programlarından ihtiyaç duydukları sermayenin kısıtlı bir kısmını karşılayan işletmeler için farklı finansman kaynaklarına yönelme ihtiyacı doğmaktadır. Ülkemizde ve tüm dünyada oldukça sık kullanılan finansman kaynaklarının başında da "Girişim Sermayesi Finansman Modeli" gelmektedir.

Girişim sermayesi finansman modeli, işletmenin yenilik içeren özellikle de henüz fikir halindeki projelerinin desteklenmesini amaçlamaktadır.

Yatırımcısının, işletmenin hem kârına hem de zararına ortaklığını içerdiğinden yüksek riskin yanında, yüksek getiri fırsatı da sunan uzun vadeli bir finansman modeli olduğundan; gelişmekte olan ülkelerin kalkınmasını sağlayacak uzun vadeli fonların girişi bu model ile mümkün olmaktadır.

Girişim sermayesi çeşitli kaynaklarda "risk sermayesi", "cesarete dayalı sermaye", "venture capital", "atılım sermayesi" gibi farklı pek çok kavramla ifade edilmektedir. 06.12.2012 tarihli ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 48'inci ve 49'uncu maddelerine dayanılarak hazırlanan ve amacı girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına ilişkin esasları düzenlemek olan 09.10.2013 tarih ve 28790 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde de kullanıldığı üzere bu çalışmada da "girişim sermayesi" kavramı kullanılacaktır.

Girişim sermayesi kavramı literatürde farklı şekillerde tanımlanmaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu tarafından, fon fazlasına sahip yatırımcıların, gelişme

potansiyeli yüksek olan küçük ve orta ölçekli işletmelerin oluşumu ve faaliyete geçmesi için yaptıkları uzun vadeli bir yatırım olarak (Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Tanıtım Rehberi, https://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/206, 11.09.2022); İnce tarafından, girişimcinin fikrini, yatırımcının ise sermayesini ortaya koyarak özellikle içerdiği yüksek risk nedeniyle klasik finansman yöntemleri ile finanse edilemeyen yatırımların ortaklık bağlamında gerçekleştirilmesi olarak (İnce, 2018: 11); Uygurtürk ve Soylu tarafından, sermaye sahibi bir kişi ile ekonomik anlamda gelir sağlayabilecek ölçüde önemli bir bilimsel/teknik buluş, yenilik sahibi ancak yeterli sermayesi bulunmayan, temelde iki kişinin bu buluşu değerlendirmek üzere üretim yapmak için kurulan şirketler için kullanılan bir finansal teknik olarak (Uygurtürk ve Soylu, 2016: 639); Rençber ve Akbulut tarafından, dinamik, üretken ancak finansal gücü yeterli olmayan girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmeye olanak tanıyan bir yatırım finansman biçimi olarak (Rençber ve Akbulut, 2018: 668); Apan ve Öztel tarafından, yeni kurulan veya başlangıç aşamasındaki yüksek riskli yatırımlara odaklanan finansman modeli olarak (Apan ve Öztel, 2020: 55) tanımlanmaktadır.

Girişim sermayesi temel olarak yenilikçi projelere aktarıldığından, bu süreçte gerçekleştirilen araştırma geliştirme giderleri vergiden düşülmektedir. Böylece hem yatırımcı şirketin hem de girişimci şirketin maliyetlerinde düşüş sağlanmaktadır. Gerçekleştirilen yatırımlar ile hem ülke sanayisinin gelişmesi sağlanmakta hem de ülkedeki işsizlik oranları azaltılarak istihdama katkıda bulunulmaktadır (İpekten, 2006: 395-396).

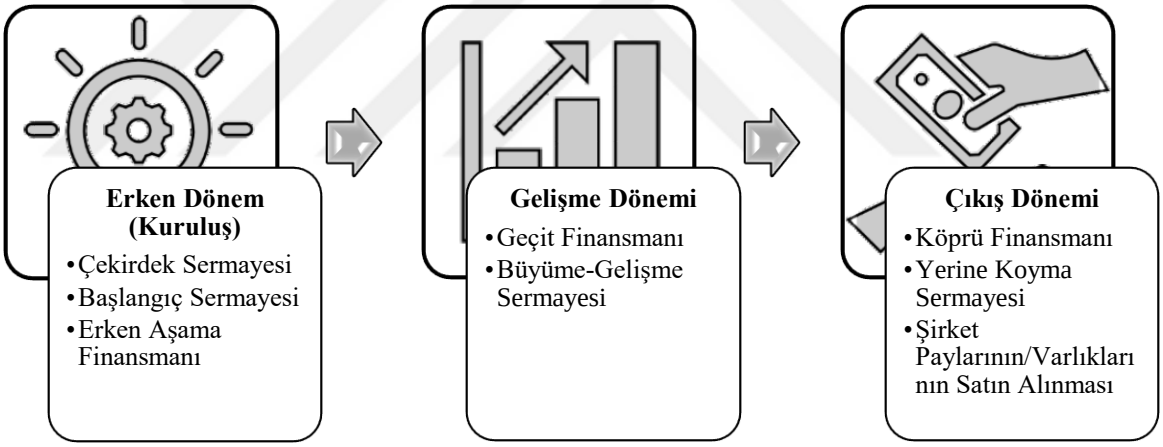
Girişim sermayesinin ana hedefi yeni teknolojinin hayata geçirilmesi olduğundan, bu finansman modeliyle uzun vadede yüksek getiriye ulaşmak hedeflenmektedir. Teknolojik yeniliğin neticesinde meydana gelen verimlilik artışı sayesinde girişim sermayesinin elde edeceği kâr oluşmaktadır (İştar, 2013: 189).

1.2. GİRİŞİM SERMAYESİ TÜRLERİ

Girişim sermayesi türlerini işletmenin gelişim sürecini baz alırsak üç kısımda incelemek mümkündür (Yatmaz, 2012: 16):

1. Erken dönem girişim sermayesi
    a. Çekirdek sermayesi
    b. Başlangıç sermayesi
    c. Erken aşama finansmanı
2. Gelişme dönemi girişim sermayesi
    a. Geçit finansmanı
    b. Büyüme-gelişme sermayesi
3. Çıkış dönemi girişim sermayesi
    a. Köprü finansmanı
    b. Yerine koyma sermayesi
    c. Şirket paylarının/varlıklarının satın alınması

Şekil 1. Girişim Sermayesi Türleri



Kaynak: Yatmaz, 2012: 17'den uyarlanmıştır.

1.2.1. Erken Dönem Girişim Sermayesi

1.2.1.1. Çekirdek Sermayesi

Bir başka deyişle fikir aşaması finansmanı olarak da nitelendirilen çekirdek-tohum yatırımları; yeni bir ürün veya hizmetin gerçekleştirilmesi için gerekli olan

sermayenin sağlanması olarak tanımlanmaktadır. Girişim sermayesi yatırımının ilk basamağı olan bu aşamada yeni bir fikir geliştirilmiştir, ancak fikrin pazarlanabilir bir ürüne dönüştürülmesi için teknik bir çalışma veya planlama yapılmadığı bilinmektedir. Girişimci tarafından oluşturulan bu fikrin durumu bir yıllık süre içerisinde ortaya çıkmaktadır. Bu süre zarfında girişim sermayedarından beklenen girişimciyi finanse etmesidir (Yılmaz, 2014: 26-27).

Bu basamakta girişim sermayesi şirketlerinden elde edinilen fonlar, yeni iş fikrinin uygulanabilir olduğunu yatırımcıya kanıtlayabilmek amacıyla küçük bir model geliştirilmesi için kullanılmaktadır. Hayata geçirilmesi düşünülen yeni proje henüz fikir aşamasında olduğundan uygulanabilir ve başarılı olması hakkındaki belirsizlikler risk düzeyini oldukça artırmakta ve girişimcilerin finansal olarak destek bulmalarını zora sokmaktadır (Külahcı, 2015: 19-20).

Bu aşamada girişimci yeni bir fikir geliştirmiş ancak henüz bir işletme kurulmamıştır. Bu nedenle piyasaya sürülecek hazır bir ürün bulunmamaktadır. Girişimcinin elinde yeni iş fikrinin dışında hiçbir şey olmadığından risk sermayedarı için en riskli yatırım biçimidir (İştar, 2013: 193).

1.2.1.2. Başlangıç Sermayesi

Bu aşamadaki yatırımlar, sabit yatırımlar gerektirmektedirler. Bu nedenle de yüksek tutarlarda gerçekleştirilmektedirler. Bu yatırım tarzı girişimci için yüksek risk içermekte olup bununla beraber risk sermayedarı için yüksek getiri beklentisi yaratmaktadır. Bu sebeple girişim sermayedarlarının en çok ilgilendiği yatırım tipini oluşturmaktadırlar (Külahcı, 2015: 20).

Bu aşamada işletme kuruluş süreci içindedir veya yeni kurulmuştur. Ancak ürün henüz ticari bir marka olarak piyasaya sürülmediğinden ürünün geleceği ile ilgili en yoğun araştırmaların ve tahminlerin yapıldığı bir dönemi kapsamaktadır. Risk sermayedarı işletmeye sunduğu maddi desteğin yanında, tüm bilgi ve deneyimini bu dönemde yoğun bir şekilde şirkete aktarmaktadır. Başlangıç finansmanı ortalama üç ile beş yıl arasında sürmektedir (Kuğu, 2004: 148).

1.2.1.3. Erken Aşama Finansmanı

Bu aşamada işletme hali hazırda kurulmuş olup, üretim başlamıştır. İşletmenin özellikle pazarlama kısmında önemli eksiklikleri bulunur. İşletme, ürünün imajının geliştirilmesi, pazarda tutunmasının sağlanması ve pazarlama konusunda alınan diğer tüm kararların hayata geçirilebilmesi için finansman gereksinimi duyar (Yatmaz, 2012: 18-19).

Genel itibariyle 4 ile 6 yıl arası bir süre alan bu yatırım aşamasında risk yapısı çok değişkendir. Satış hasılatı çok düşük seyretmekte olup sıfır satış hasılatı da gerçekleşebilmektedir ve bunun sonucunda negatif nakit akışı meydana gelmektedir. Bu sebeple fon ihtiyacı artmaktadır (Polat, 1995: 71).

1.2.2. Gelişme Dönemi Girişim Sermayesi

1.2.2.1. Geçit Finansmanı

Bazı kaynaklarda erken aşama finansmanı yerine kullanılmakta olan geçit finansmanı, ikinci aşama finansmanının diğer bir adıdır. Bunun temel sebebi geçit finansmanı ile işletme sadece üretim yapıp satış yapmayı değil, bunun yanında tam kapasite ile üretim yapıp pazarlama payını da büyütmeyi hedeflemektedir. Bu süreçte işletme kendisini kârlı bir işletmeye dönüştürme sürecini yaşamakta ve kendisini ispatlamayı amaçlamaktadır. Bu dönem genellikle kısa sürmekte olup, bu dönemde duyulan sermaye ihtiyacını geçit finansmanı olarak nitelendirebiliriz (Yatmaz, 2012: 19).

1.2.2.2. Büyüme-Gelişme Sermayesi

Firmanın başlangıçta yaşadığı sıkıntılardan kurtulduğu bu aşamada ürettiği mal veya hizmet pazarda kendine bir yer bulmuş durumdadır. Firma artık başabaş noktasında veya kârlı çalışmaktadır. Büyüme potansiyeli gösteren firma bunu gerçekleştirebilmek için ek sermayeye ihtiyacı olduğundan risk sermayedarından fon sağlamaktadır. Böylece firma sağladığı ek fonlarla üretim kapasitesini artırıp pazar payını güçlendirebilecektir. Ayrıca, firma piyasada belli bir büyüklüğe ulaşsa da yeterli güvenilirliğe sahip olmadığından klasik finansman kaynakları yerine risk sermayesi şirketine başvurmaktadır (Esmeray, 1996: 26).

Bu aşamada yapılan yatırım tutarı önceki aşamalara göre daha fazla olmasına rağmen beklenen getirisi ve riski daha azdır. Firmaların genişlemesinin iki temel yolu bulunmaktadır. Bunlar, organik büyüme ve ele geçirme yolu ile büyümedir. Organik büyüme; yeni ürünler ve yeni pazarlara açılmak amacıyla işletmenin yeni yatırımlarla genişlemesidir. Ele geçirme ile büyüme ise; çalışır durumdaki işletmelerin satın alınmasıdır (Atilla, 2006: 70).

1.2.3. Çıkış Dönemi Girişim Sermayesi

1.2.3.1. Köprü Finansmanı

Bu aşamadaki işletmeler piyasada tutunmuş olup değerleri artmakta olan şirketlerdir. Şirketin daha fazla risk sermayesi sağlayana kadar veya borsada satış yapılıncaya kadar finanse edilmesine köprü finansmanı yardımcı olmaktadır (Atilla, 2006: 70).

Köprü finansmanı, 6 ay ile 1 yıl içerisinde halka açılmayı planlayan şirketlere sağlanmaktadır. Hisse senetlerinin arzını planlayan şirketin yapısı güçlü bir durumdaysa, halka açılma süreci boyunca faaliyetlerini sürdürebilmesi için ihtiyacı olan finansmana ulaşmasını sağlayan bir metottur (Çoban ve Saban, 2006: 134).

1.2.3.2. Yerine Koyma Sermayesi

Şirketin acil nakde ihtiyaç duyması veya kurucuların arasındaki anlaşmazlıklardan dolayı hissedarların ellerinde tuttukları paylarının bir kısmını veya tamamını satmaları için fon temin edilmesi yöntemidir. Bu aşamadaki yatırımcı, işletmenin paylarını satın almasının ardından işletmenin gelişmesini sağlamak için de finansman desteği vermektedir. Bu tarz yatırım türlerini gerçekleştiren risk sermayesi şirketleri oldukça azdır (Can, 2012: 58-59).

1.2.3.3. Şirket Paylarının/Varlıklarının Satın Alınması

Hisse sahipleri çeşitli sebeplerden dolayı ellerinde bulundurdukları hisseleri ya da işletme varlıklarını satıp işletmeden çıkış yapmak isteyebilirler. Bu aşamada kilit kısım satılan hisseleri kimlerin satın aldığıdır. Satın alınan hisselere göre işletme yönetiminin

kim veya kimlerin himayesine geçeceği belirlenmiş olur. Tüm bu bilgiler ışığında şirket hisseleri;

- Şirketin yöneticileri tarafından (Management buy-out),
- Üçüncü kişiler tarafından (Leveraged buy-out),
- Başka şirketlerin yöneticileri tarafından (Management buy-in) veya
- Şirket çalışanları tarafından (Employee stock ownership plan)

satın alınabilir (Zaimoğlu, 1995: 83'den akt., Hocaoğlu Yıldız, 2019: 19-20).

1.3. TÜRKİYE'DEKİ GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARINA İLİŞKİN ESASLAR

Türkiye'de girişim sermayesi yatırım ortaklıkları için gerçekleştirilen ilk yasal düzenleme SPK tarafından hazırlanıp, 06.07.1993 tarih ve 21629 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Seri:VIII No:21 sayılı "Risk Sermayesi Yatırım Ortaklarına İlişkin Esaslar Tebliği"dir.

1998 yılına kadar tebliğ kapsamında sadece bir GSYO kurulması, tebliğin başarısız olduğunu göstermiş ve istenen etkiyi yaratmaması sebebiyle 06.11.1998 tarih ve 23515 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Seri:VI No:10 sayılı "Risk Sermayesi Yatırım Ortaklarına İlişkin Esaslar Tebliği" yürürlüğe girmiştir.

2003 yılına gelindiğinde, tebliğ bir kez daha değişmiştir. 20.03.2003 tarih ve 25054 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Seri:VI No:15 sayılı "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" yürürlüğe girmiş olup, tebliğin çeşitli maddeleri yıllar içerisinde 2003 yılını takiben, 2004, 2009, 2010 ve 2013 yıllarında revize edilmiştir.

2004 yılında çok ciddi bir revize söz konusu değilken, 2009, 2010 ve 2013 yıllarında detaylı değişiklikler gerçekleştirilmiştir. Söz konusu değişiklikler Tablo 1'de özetlenmiştir.

Tablo 1. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esasların Tarihsel Akışı

Tarih	Sayı	Değişiklikler
1993	Seri:VIII No:21	* İlk yasal düzenlemedir.
1998	Seri:VI No:10	* Portföy işletmeciliği kavramı getirilmiş olup ilgili düzenlemeler eklenmiştir. * Girişim sermayesine ek olarak, diğer sermaye piyasası araçlarına da yatırım yapma olanağı verilmiştir. * Diğer risk sermayesi yatırım ortaklarına yatırım yapabilme imkânı verilmiştir. * Ortaklık süresi uzatılmıştır. * Halka arz sürecinin yıllara yayılarak yapılmasının önü açılmıştır. * Çıkarılmış sermayenin en fazla yüzde 49'unun halka arz edilmesi zorunlu kılınmıştır. * Borçlanabilme imkânı sağlanmıştır. * Yatırım sözleşmesine ait olan içerik konusunda ortaklar serbest bırakılmış olup, sadece çerçeve bir hüküm konulmuştur.
2003	Seri:VI No:15	* "Risk sermayesi" tabiri yerini "girişim sermayesi" ne bırakmıştır. * Lider sermayedar kavramı eklenmiş olup, tanımlaması yapılmıştır. * Nitelikli yatırımcı ayrımına gidilmiş olup, nitelikli yatırımcılar için istisnalar tanınmıştır. * Ortaklık süre sınırı kaldırılmıştır. * Hisse senetlerinin kayda alınmasına yönelik başvuru süreci bir yıldan üç yıla çıkarılmıştır. * Çıkarılmış sermayenin en fazla yüzde 49'unun halka arz edilmesi zorunluluğu kaldırılmıştır. * Ortaklığın kuruluşu esnasında detaylı planlarının yer aldığı fizibilite etüdü sunması zorunlu kılınmıştır. * Girişim sermayesi dışında kalan diğer sermaye araçlarına yatırım sınırı yüzde 35 seviyesinden yüzde 50 seviyesine yükseltilmiştir. * Yatırıma getirilen sınırlamaların azaltılmasıyla buna bağlı olarak vadeli işlem sözleşmesi gibi finansal araçların kullanımı da serbest bırakılmıştır. * Girişim sermayesi yatırımlarının kapsamı genişletilmiş olup, girişim şirketleriyle alakalı opsiyon ve vadeli işlem sözleşmeleri eklenmiştir.
2004	Seri:VI No:16	* Kamuya ait olan kurumlar ile kamu kurumu vasfında bulunan tüzel kişiler, ortakların taşıması gereken bazı şartlar için serbest bırakılmışlardır.

2009	Seri:VI No:23	* Nitelikli yatırımcıya hisse senedi arzı sırasında tahsisli satış yöntemi uygulaması getirilmiştir. * Yurtiçinde kurulmuş olan portföy yönetim şirketlerine ve yurtdışında kurulmuş olsalar bile faaliyet alanları sadece yurtiçinde kurulmuş girişim şirketleri olan portföy yönetim şirketlerine ortak olabilme imkânı getirilmiştir. * Ortakların uyması gereken yatırım sınırlamaları arttırılmıştır. * Halka arzın nitelikli yatırımcıya yapılmasında yeni maddeler eklenmiş olup, ek muafiyetler de getirilmiştir.
2010	Seri:VI No:28	* Lider sermayedarın ve ortakların sahip olması gereken niteliklerin kapsamı genişletilmiştir. * Hisse senedi devir işlemlerinde imtiyazlı paylar için ilave düzenlemeler getirilmiştir. * Genel müdür, denetçiler ve yönetim kurulu üyelerine ilişkin olarak sahip olmaları gereken şartların kapsamı genişletilmiştir. * Piyasa danışmanlığı hizmeti verecek şekilde faaliyet kapsamları genişletilmiştir. * Girişim sermayesi dışında gerçekleştirilmesi planlanan yatırımlar için sınırlama getirilmiştir. * Portföy yönetimi hizmeti alabilme imkânı sağlanmıştır.
2013	Seri:III No:48.3	* Portföy sınırlamalarıyla ilgili esaslar belirlenmiş olup, yatırımdan çıkış sebebiyle oluşması muhtemel portföy sınırlamalarına aykırılıklarda geçerli olacak esaslar yeniden düzenlenmiştir. * Eğer yetkilendirilmiş ise ilgili murahhas üyenin veya yönetim kurulunun tebliğdeki yükümlülüklere karşı sorumluluklarına ait düzenlemeler yapılmış ve böylece yöneticiler ile tüzel kişiliğin sorumlulukları açıkça belirtilmiştir. * Asgari halka açıklık oranı ve asgari sermaye şartıyla ilgili esaslar belirlenmiştir. * Nitelikli yatırımcılara yapılan satışlar ile ilgili esaslar belirlenmiştir. * Girişim sermayesi yatırımlarına aktarılacak potansiyel kaynağın artırılması amaçlanarak “ara finansman” sağlayabilmelerinin önü açılmıştır. * Sadece nitelikli yatırımcılara satış yapan GSYO’lar için detaylı düzenlemeler yapılmış olup, yatırım sınırlamalarında da mühim esneklikler getirilmiştir. Böylece uluslararası literatürde yer alan “private equity” kavramına eş bir yapı ülkemizde de meydana getirilmiştir. * KOBİ’ler için belli şartlar kapsamında ve belli oranlarda teminat ve rehin verilmesi ve ipotek tesis edilmesinin önü açılarak KOBİ’lere gerçekleştirilecek yatırımların kolaylaştırılması amaçlanmıştır. Böylece GSYO’ların KOBİ’lere direkt finansman sağlamanın yanında, KOBİ’lerin dış finansmana ulaşmalarındaki problemler giderilmiştir.

Kaynak**:** Yatmaz, 2012: 106; https://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20131009/0, 20.09.2022’den derlenmiştir.

Türkiye'de faaliyet gösteren girişim sermayesi yatırım ortaklıkları 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında III-48.3 Sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'ne tabidirler.

İlgili tebliğin 4. maddesinde ortalık tanımı aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir.

"Girişim sermayesi yatırım ortaklığı, bu Tebliğ ile belirlenmiş usul ve esaslar dahilinde, girişim sermayesi yatırımları, sermaye piyasası araçları ve Kurulca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan veya esas sözleşme değişikliği yolu ile dönüşen, Kanunun 48 inci maddesinde sınırı çizilen faaliyetler çerçevesinde olmak kaydı ile bu Tebliğde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen ve kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklık olan sermaye piyasası kurumudur."

Yukarıdaki tanıma göre girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının faaliyet alanları kanun ile belirlenerek sınırlandırılmıştır. Esas sözleşmesini değiştirerek şartların sağlanması durumunda herhangi bir şirket GSYO'ya dönüşebileceği gibi, direkt GSYO şirketi de kurulabilmektedir. Şirketlerin paylarını ihraç etmek üzere kurulması gerektiği açıkça belirlenmiş olup, kayıtlı sermayeli olarak kurulan anonim ortaklıklardan çıkarılmış sermayelerini temelde girişim sermayesi yatırımlarına yöneltmeleri şart koşulmuştur.

1.3.1. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş Şartları

Ortaklıklar doğrudan GSYO olarak kurulabilirler veya anonim ortaklıklar da esas sözleşmelerini Kanun ve Tebliğ hükümleri doğrultusunda yenileyerek GSYO'ya dönüşebilmektedirler.

Yeni kurulan veya dönüşen Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının aşağıdaki şartları Tebliğ'in 5. maddesine göre yerine getirmeleri gerekmektedir:

- Kayıtlı sermayeli anonim ortaklık olarak kurulması,
- Kayıtlı sermayeli anonim ortaklık olması ya da esas sermaye sistemine tabi bir anonim ortaklık ise kayıtlı sermaye sistemine geçiş için Kurula başvurması,
- Yeni kurulan ortaklıklarda başlangıç sermayesinin, dönüşüm gerçekleştiren ortaklıklar da ise ödenmiş veya çıkarılmış sermayesi ile özsermayesinin her birinin en az 20.000.000 TL olması,

- Payların nakit karşılığı çıkarılarak, pay bedellerinin tam ve nakden ödenmesi,
- Ticaret unvanında "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı" ibaresinin bulunması,
- Kurucu ya da mevcut ortaklardan en az bir kişinin lider sermayedar olması,
- Kurucu ya da mevcut ortakların, yönetim kurulu üyelerinin ve genel müdürün Tebliğ'de öngörülen şartları taşıması,
- Esas sözleşmesinin mevzuat hükümlerine uygun olması ya da var olan esas sözleşmesini mevzuat hükümleri uyarınca değiştirmek için Kurula başvurmuş olması,
- Başlangıç/Çıkarılmış sermayesinin %25'i oranındaki payların, Tebliğ'de belirtilen süre ve esaslara uygun şekilde halka arz edileceğinin ya da nitelikli yatırımcılara satılacağının Kurula karşı taahhüt edilmesi zorunludur.

1.3.2. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Kurucularında Bulunması Gereken Şartlar

Tebliğin 6. maddesi ortaklığın gerçek ve/veya tüzel kişi kurucularında bulunması gereken şartları aşağıdaki şekilde belirtmektedir:

- Kanunda yazılı herhangi bir suçtan kesinleşmiş mahkûmiyet kararının bulunmaması,
- Faaliyette bulunduğu iş çevresinde gerekli olan dürüstlük ve saygınlığa sahip olması,
- Müflis olmaması,
- Konkordato ilan etmiş olmaması,
- Hakkında iflasın ertelenmesi kararı verilmiş olmaması,
- Kurulca faaliyet izinlerinden biri iptal edilmiş herhangi bir kuruluşta, bu yaptırımı doğuran olayda sorumluluğu bulunan şahıslardan olmaması,
- Vadesi gelmiş vergi borcunun bulunmaması,
- Mülga 14/1/1982 tarihli ve 35 sayılı Ödeme Güçlüğü İçinde Bulunan Bankerlerin İşlemleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararnameye göre kendileri veya ortağı olduğu kuruluşlar hakkında tasfiye kararı verilmemiş olması,

- 26/9/2004 tarihli ve 5237 Sayılı Türk Ceza Kanununun 53'üncü maddesinde belirtilen süreler geçmiş olsa bile; kasten işlenen bir suçtan dolayı beş yıl veya daha fazla süreyle hapis cezasına ya da devletin güvenliğine karşı suçlar, anayasal düzene ve bu düzenin işleyişine karşı suçlar, zimmet, irtikâp, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, güveni kötüye kullanma, hileli iflas, ihaleye fesat karıştırma, edimin ifasına fesat karıştırma, bilişim sistemini engelleme, bozma, verileri yok etme veya değiştirme, banka veya kredi kartlarının kötüye kullanılması, suçtan kaynaklanan malvarlığı değerlerini aklama, kaçakçılık, vergi kaçakçılığı veya haksız mal edinme suçlarından mahkûm olmaması,
- Taahhüt edilen sermaye tutarını karşılayabilecek finansal güce sahip olması,
- Kurulan ortaklık için lüzumlu kaynağı danışıklı olmayan bir şekilde kendi yasal ticari faaliyetlerinden sağlaması,
- 7/2/2013 tarihli ve 6415 Sayılı Terörizmin Finansmanının Önlenmesi Hakkında Kanun'da düzenlenen suçlardan mahkûm olmaması şarttır.

1.3.3. Lider Sermayedar ve Lider Sermayedara İlişkin Özel Şartlar

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları için en önemli kavramlardan biri lider sermayedar kavramıdır. Tebliğin 7. maddesinde lider sermayedar, "halka arz sonrasındaki pay edinimleri hariç olmak üzere, ortaklıkta imtiyazlı pay bulunmaması halinde tek başına veya bir araya gelmek suretiyle yönetim kontrolünü sağlayan paylara sahip olan, ortaklıkta imtiyazlı pay bulunması halinde ise, tek başına veya bir araya gelmek suretiyle yönetim kontrolü sağlayan imtiyazlı payların çoğunluğu dahil olmak üzere, sermayenin asgari %25'i oranındaki paylara sahip olan ortak ya da ortaklardır" şeklinde tanımlanmakta olup, tebliğin 6. maddesinde gereken şartlara ek olarak;

Gerçek kişinin lider sermayedar olması durumunda;

- Ortaklığın iştigal konusunu çevreleyen hukuk, bankacılık, girişimcilik, finans, işletmecilik, sanayi ve ticaret gibi alanlarda en az beş yıllık deneyime sahip olması,
- Menkul ve gayrimenkul olmak üzere varlıklarının rayiç bedelinin toplamının 10 milyon TL ve üzerinde olması, birden fazla gerçek kişinin lider sermayedar

olduğu durumlarda ise gerçek kişi lider sermayedarların menkul ve gayrimenkul varlıklarının rayiç bedelinin toplamının 20 milyon TL ve üzerinde olması gereklidir.

Tüzel kişinin lider sermayedar olması durumunda;

- Üç yıl ve üzerinde bir faaliyet geçmişinin olması,
- Kurula başvuru tarihinden önceki son hesap dönemine ait konsolide ve bireysel finansal tablolarının bağımsız denetimden geçmiş olması ve bu finansal tablolarında yer alan özsermayesinin en az kurulacak veya dönüşecek ortaklığın çıkarılmış sermayesinin iki katı ve aktif toplamının kurulacak veya dönüşecek ortaklığın çıkarılmış sermayesinin en az üç katı olması gereklidir. Bu fıkra kapsamında yapılacak hesaplamalarda özsermaye şartı için 100 milyon TL, aktif toplamı şartı için ise 200 milyon TL tavan olarak uygulanır. Birden fazla kişinin lider sermayedar olarak belirlenmesi halinde yukarıdaki şartlar her bir tüzel kişi için ayrı ayrı aranmakta olup, bu madde uyarınca hazırlanacak olan finansal tabloların da Kurul düzenlemelerine uygun olarak düzenlenmiş olması zorunludur.

1.3.4. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Faaliyet Kapsamı

Tebliğin 20. maddesinde girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının faaliyet kapsamı şu şekilde belirlenmiştir:

Ortaklıklar;

- İlgili tebliğde belirtilen esaslara göre girişim sermayesi yatırımları yapabilirler.
- Ellerinde bulundurdukları portföylerini çeşitlendirmek arzusuyla yapmış oldukları girişim sermayesi yatırımlarından farklı olarak, borsada işlem görmekte olan veya görmek üzere ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarına, borsadaki ters repo işlemlerine, Takasbank Para Piyasası işlemleri ve yatırım fonu katılma payları ile TL ve döviz olmak üzere vadeli-vadesiz mevduat ve katılma hesabına yatırım yapabilirler. Burada dikkat edilmesi gereken konu, yatırım fonu katılma payları dışındaki sermaye piyasası araçlarının alım satım işlemlerinin borsa kanalıyla yapılması zorunluğudur.

- Portföylerindeki girişim şirketlerinin hem yönetimine katılabilirler hem de danışmanlık hizmeti verebilirler.
- Türkiye'deki girişim sermayesi faaliyetlerine danışmanlık hizmeti vermek için kurulan yurtiçinde ve yurtdışında bulunan danışmanlık şirketlerine ortak olabilirler.
- Yurtiçinde kurulu portföy yönetim şirketleri ile yurtdışında kurulan ancak faaliyet alanı sadece yurtiçinde kurulu girişim şirketleri olan portföy yönetim şirketlerine ortak olabilirler.
- Borsa İstanbul A.Ş. Gelişen İşletmeler Piyasasında piyasa danışmanlığı hizmeti verebilirler.

1.4. GİRİŞİM SERMAYESİNİN TÜRKİYE'DEKİ GELİŞİMİ

Girişim sermayesinin ülkemizdeki gelişim sürecini dört dönemde inceleyebiliriz (Kildokum, 2011: 3).

1.4.1. Risk Sermayesi Bilincinin Oluşması ve Bu Amaçla Öncü Uygulamaların Görüldüğü 1993 Yılı Öncesi

Girişim sermayesi sektöründeki risk sermayesine yönelik bilinen ilk uygulama Teşebbüs Destekleme Ajansı'nın kurulmasıdır. 1988 yılında kurulan ajansın amacı girişimcileri bilgilendirmek ve desteklemektir.

Bu dönemde gerçekleştirilen bir diğer girişim ise 1991 yılında, Türkiye Cumhuriyeti ile Dünya Bankası arasında imzalanmış olan uluslararası borç anlaşması kapsamında kurulan Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV)'dır. Vakfın kurucuları arasında kamu kurumları, şahıslar, şemsiye örgütler ve özel kuruluşlar yer almaktadır.

TTGV'nin girişimleri arasında, doğrudan kurucusu ve ana sermayedarı olduğu Teknoloji Yatırım A.Ş. ile kurucuları arasında yer aldığı İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve TURKVEN sayılabilir (Kildokum, 2011: 3-4).

1.4.2. Sermaye Piyasası Mevzuatına Dayalı Bir Modelin Düzenlendiği 1993-2000 Yılları Arası

1981 yılında kurulmuş olan Sermaye Piyasası Kurulu'nun 06.07.1993 tarih ve 21169 sayılı Resmî Gazete'de yayınlanan Seri:VIII, No:21, Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği ile birlikte devletin girişim sermayesini destekleme dönemi başlamıştır.

SPK mevzuatına uygun olarak 1996 yılında T. Vakıflar Bankası T.A.O. öncülüğünde Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. kurulmuştur. Ardından ikinci olarak 2000 yılında İş Bankası Grubu ve Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV)'nın ortaklığında İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. kurulmuştur.

1999 yılında SPK mevzuatı dışında TOBB, Halk Bankası, KOSGEB, TESK ve 16 Sanayi ve Ticaret Odası'nın ortaklığında kurulan KOBİ Yatırımlarına Ortaklık A.Ş. ise başarılı olamamış ve 2004 yılında SPK mevzuatına uygun olarak KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı adıyla yeniden hayata geçirilmiştir (Kildokum, 2011: 4).

1.4.3. Türkiye'ye Yönelik Faaliyet Gösteren İlk Yurtdışı Merkezli Özel Sermaye Şirketinin Kurulduğu ve Sektöre Genel Olarak İlginin Geliştiği 2000-2005 Yılları Arası

İlk kez bu dönemde; Uluslararası Finans Kurumu-International Finance Corporation (IFC), Avrupa Yatırım Bankası-European Investment Bank (EIB), Hollanda Kalkınma Bankası-Dutch Development Bank (FMO) ve Alman Kalkınma Bankası-German Development Bank (DEG)'nın finansman sağlayan yatırımcı ortaklar olduğu yurtdışı mevzuata dayalı olarak ülkemizde faaliyet göstermek üzere kurulan özel sermaye fonu TURKVEN sektöre giriş yapmıştır (Kildokum, 2011: 4).

1.4.4. Girişim Sermayesinin Bir Sektör Olarak Türkiye'de Kendisini Kabul Ettirdiği 2005 Yılı Sonrası

2005 yılı sonrasında uluslararası fonlar kalıcı yatırımlar yapmak üzere ülkemize giriş yapmaya başlamış ve ülkemizde bir sektör olarak girişim sermayesi varlığını kabul ettirmiş olup yatırım tutarları önemli düzeylere ulaşmıştır.

Bu dönemde Migros, Digitürk gibi büyük yatırımlar gerçekleşmiş ve uluslararası mevzuata dayalı olarak yerel yatırım odaklı bir yatırım fonu olan ACTERA kurulmuştur (Kildokum, 2011: 5).

1.5. TÜRKİYE'DE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARI

Özellikle 2000'li yıllardan sonra global ekonomik gelişmelerin de etkisiyle ülkemize büyük miktarlarda yatırımlar gelmeye başlamıştır. Bu sayede girişim sermayesi faaliyetleri Türkiye'de artış göstermiştir.

2016-2021 yılları arasında faaliyet gösteren GSYO'ların sayıları ve piyasa değerleri aşağıda Tablo 2'de sunulmaktadır.

Tablo 2. 2016-2021 Yılları Arasında Türkiye'deki GSYO'ların Konsolide Portföy Bilgileri

Yıl	Ay	Ortaklık Sayısı	Piyasa Değeri (TL)
2016	12	8	1.086.433.720
2017	12	8	2.594.951.315
2018	12	7	1.494.484.059
2019	12	7	3.043.983.924
2020	12	6	7.619.090.496
2021	12	6	6.469.141.658

Kaynak: SPK Aylık İstatistik Bülteni 2021 – Aralık (https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylikIstatistikBultenleri, 23.09.2022)

Tablo incelendiğinde; 2016 yılından 2017 yılına kadar Borsa İstanbul (BIST)'da işlem gören GSYO sayısının sekiz adet olduğu görülmektedir. Yıllar içinde BIST'de işlem gören GSYO'lar 2018 ve 2019 yıllarında yediye, 2020 ve 2021 yıllarında da altıya düşmüştür.

Her ne kadar BIST'de işlem gören GSYO'ların sayıları azalsa da 2018 yılından itibaren toplam piyasa değerleri 2020 yılı sonuna kadar sürekli artış göstermiştir.

Yedi adet GSYO'nun 2018 yıl sonunda toplam piyasa değeri 1.494.484.059 TL iken 2019 yıl sonunda 2018 yılına göre iki kat artarak 3.043.983.924 TL'ye ulaşmıştır.

2020 yıl sonunda ise toplam GSYO sayısı altıya düşmesine rağmen toplam piyasa değerleri 2019 yılına göre iki buçuk kat artarak 7.619.090.496 TL'ye ulaşmıştır.

2021 yıl sonunda ise altı adet GSYO'nun toplam piyasa değerinin 6.469.141.658 TL olduğu görülmektedir. 2021 yılı toplam piyasa değeri 2020 yılına göre düşük kalsa da 2016 yılına göre yaklaşık olarak altı kat artış göstermiştir.

2021 yıl sonu itibariyle Borsa İstanbul'da işlem gören altı adet Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı'nın şirket bazındaki genel bilgileri aşağıdaki Tablo 3'te detaylı olarak sunulmaktadır.

Tablo 3. 2021 Yıl Sonu İtibariyle BIST'de İşlem Gören GSYO'ların Şirket Bazındaki Genel Bilgileri

				Portföy Dağılımı				
Ortaklığın Unvanı	**Kayıtlı Sermaye Tavanı**	**Çıkarılmış Sermaye**	**Hisse Sayısı**	**Girişim Sermayesi Yatırımları**	**Para ve Sermaye Piyasası Araçları**	**Diğer**	**Hisse Fiyatı**	**Piyasa Değeri**
	(TL)	**(TL)**	**(pay)**	**(%)**	**(%)**	**(%)**	**(TL)**	**(TL)**
GÖZDE GSYO A.Ş.	2.000.000.000	385.000.000	385.000.000	81,82	17,78	0,40	9,05	3.484.250.000
HEDEF GSYO A.Ş.	300.000.000	285.000.000	285.000.000	63,03	33,21	3,76	2,56	729.600.000
HUB GSYO A.Ş.	70.000.000	30.000.000	30.000.000	89,85	1,86	8,29	9,10	273.000.000
İŞ GSYO A.Ş.	250.000.000	74.652.480	74.652.480	74,99	23,82	1,19	8,33	621.855.158
RHEA GSYO A.Ş.	207.750.000	41.550.000	41.550.000	59,00	28,00	13,00	1,83	76.036.500
VERUSATURK GSYO A.Ş.	250.000.000	52.000.000	52.000.000	99,89	0,06	0,05	24,70	1.284.400.000

Kaynak: SPK Aylık İstatistik Bülteni 2021 – Aralık (https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylikIstatistikBultenleri, 23.09.2022)

Tablo incelendiğinde;

- Sermaye artırımına gidildiği zaman yönetim kurulunun sahip olduğu yetkinin tavanı olarak nitelendirilen kayıtlı sermaye tavanının en yüksek olduğu şirket 2.000.000.000 TL ile Gözde GSYO A.Ş.'dir. Gözde GSYO'yu 300.000.000 TL ile Hedef GSYO takip ederken, üçüncü sırada 250.000.000 TL ile İş

GSYO ve Verusaturk GSYO, dördüncü sırada 207.750.000 TL ile Rhea GSYO ve beşinci sırada 70.000.000 TL ile Hub GSYO bulunmaktadır.

- Piyasaya sürülen hisse senetlerinin toplam değerini oluşturan çıkarılmış sermayelerine göre; birinci sırada 385.000.000 TL ile Gözde GSYO A.Ş. bulunmaktadır. Gözde GSYO'yu 285.000.000 TL ile Hedef GSYO takip ederken, üçüncü sırada 74.652.480 TL ile İş GSYO, dördüncü sırada 52.000.000 TL ile Verusaturk GSYO, beşinci sırada 41.550.000 TL ile Rhea GSYO ve altıncı sırada 30.000.000 TL ile Hub GSYO'nun olduğu görülmektedir.
- Şirketlerin piyasa değerlerine göre; birinci sırada 3.484.250.000 TL ile Gözde GSYO A.Ş. bulunmaktadır. Gözde GSYO'yu 1.284.400.000 TL ile Verusaturk GSYO takip ederken, üçüncü sırada 729.600.000 TL ile Hedef GSYO, dördüncü sırada 621.855.158 TL ile İş GSYO, beşinci sırada 273.000.000 TL ile Hub GSYO ve altıncı sırada 76.036.500 TL ile Rhea GSYO gelmektedir.
- Şirketlerin portföy dağılımlarında girişim sermayesi yatırımlarının yüzdesel olarak en yüksek olduğu şirket %99,89 ile Verusaturk GSYO'dur. Verusaturk GSYO'yu %89,85 ile Hub GSYO takip ederken, üçüncü sırada %81,82 ile Gözde GSYO, dördüncü sırada %74,99 ile İş GSYO, beşinci sırada %63,03 ile Hedef GSYO ve altıncı sırada %59,00 ile Rhea GSYO bulunmaktadır.

1.5.1. Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş., kaynağa ihtiyaç duyan, yapılandırma gereksinimi olan ve gelişime açık şirketlere ve onların projelerine, yatırım yapma maksadıyla kurulmuş halka açık bir şirkettir. BIST'de GOZDE işlem koduyla yer almaktadır (Gözde Girişim Hakkımızda, https://www.gozdegirisim.com.tr/tr/hakkimizda, 25.09.2022).

Şirket ilk olarak 22 Ocak 2010 yılında Gözde Finansal Hizmetler A.Ş. unvanıyla kurulmuş olup, 2011 yılının Temmuz Ayında Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. unvanını almıştır (Gözde Girişim Hakkımızda, https://www.gozdegirisim.com.tr/tr/hakkimizda, 25.09.2022).

Şirket, finansal ve operasyonel anlamda yapılandırma gereksinimi bulunan, piyasadaki diğer şirketlere ve projelerine göre daha hızlı geri dönüş ve yüksek seviyede finansal kazanç gösterebilecek, gıda dışı şirketlere yatırım yapmayı amaçlamaktadır. Yıldız Holding'e bağlı şirketlerden biri olan Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş., Yıldız Holding'in uzun seneler boyunca geliştirdiği bilgi, deneyim ve uzmanlığı kendi bünyesinde harmanlayarak tüm kaynakları en verimli şekilde kullanmayı hedeflemektedir (Gözde Girişim Hakkımızda, https://www.gozdegirisim.com.tr/tr/hakkimizda, 25.09.2022).

Şirketin aktif yatırım portföyü aşağıdaki Tablo 4'te detaylı bir şekilde sunulmaktadır.

Tablo 4. Gözde GSYO A.Ş. Aktif Yatırım Portföyü

Portföy Şirketi	Pay Oranı (%)	Sektör	Faaliyet Konusu
Türkiye Finans Katılım Bankası A.Ş.	10,57	Finans	Katılım Bankacılığı
Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş.	<1	Finans	Katılım Bankacılığı
Şok Marketler Ticaret A.Ş.	23,66	Perakende	İndirim Marketleri
Flo Mağazacılık ve Pazarlama A.Ş.	11,50	Perakende	Ayakkabı Perakendeciliği
Makina Takım Endüstrisi A.Ş.	14,60	İmalat Sanayi	Sanayi Ürünleri
Azmüsebat Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	97,61	Hızlı Tüketim	Hızlı Tüketim
Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret A.Ş.	32,21	Toptan Ticaret	Teknolojik Ürünler Dağıtımı
Polinas Plastik Sanayii ve Ticareti A.Ş.	99,00	Ambalaj	Ambalaj
Gözde Tech Ventures Teknoloji Yatırımları A.Ş.	100,00	Teknoloji Yatırımları	Teknoloji Yatırımları

Kaynak: Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 01.01.2022-30.06.2022 Dönemi Faaliyet Raporu, https://www.gozdegirisim.com.tr/documents/gozdefr30062022.pdf, 25.09.2022.

1.5.2. Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 2012 yılında kurulmuştur. Şirket sektör ayrımı yapmadan, yüksek rekabet avantajı ve büyüme potansiyeline sahip her türlü

projeyi değerlendirme kapsamına almaktadır. Şirket Hedef Holding'e bağlı olup, BIST'de HDFGS işlem koduyla yer almaktadır (Hedef Girişim Hakkımızda, https://hedefgirisim.com.tr/hakkimizda, 25.09.2022).

Şirketin aktif yatırım portföyü aşağıdaki Tablo 5'te detaylı bir şekilde sunulmaktadır.

Tablo 5. Hedef GSYO A.Ş. Aktif Yatırım Portföyü

Portföy Şirketi	Pay Oranı (%)	Faaliyet Konusu
İdeal Finansal Teknolojiler ve Danışmanlık A.Ş.	11,23	Teknoloji Yatırımları
Seyitler Kimya Sanayi A.Ş.	15,24	Tıbbi amaçlı sağlık malzemeleri
Hedef Projelendirme ve Gayrimenkul Geliştirme A.Ş.	100,00	Gayrimenkul Yatırımları
Sporttz Spor Yatırımları A.Ş.	13,61	Basın ve Yayıncılık
Motilet İletim Çözümleri Gıda Lojistik A.Ş.	0,97	Lojistik Hizmetleri
Rainbow Polikarbonat San. ve Tic. A.Ş.	3,33	Polikarbon, polimer, plastik ve benzeri ürünlerin imalat ve ticareti
Hedef Yatırım Bankası A.Ş.	30,00	Yatırım Bankacılığı
GRN Lojistik Teknolojileri A.Ş.	3,75	Lojistik

Kaynak: Hedef Girişim Mevcut Yatırımlarımız, https://hedefgirisim.com.tr/mevcutyatirimlar/, 25.09.2022.

1.5.3. Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş., gelişme potansiyeline sahip olan erken aşamadaki teknoloji girişimlerine hem finansman hem de geniş kapsamlı destek sunarak, desteklediği girişimlerin küresel düzeyde başarılı olmalarını amaçlamaktadır (Hub GSYO Hakkımızda, https://hubgsyo.com/hakkimizda/, 25.09.2022).

Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş., 25.09.2006 tarihinde ilk olarak "Marbaş B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş." unvanı ile İstanbul'da kurulmuş olup, 2012 yılında unvanı "Gedik Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş." olarak değiştirilmiştir. Son olarak 21.05.2018 tarihinde unvanı "Hub Girişim Sermayesi

Yatırım Ortaklığı A.Ş." olarak değiştirilen şirket BIST'de HUBVC işlem koduyla yer almaktadır (Hub GSYO Hakkımızda, https://hubgsyo.com/hakkimizda/, 25.09.2022).

Şirketin aktif yatırım portföyü aşağıdaki Tablo 6'da detaylı bir şekilde sunulmaktadır.

Tablo 6. Hub GSYO A.Ş. Aktif Yatırım Portföyü

Portföy Şirketi	Pay Oranı (%)	Faaliyet Konusu
The Meditation Company GBMH	2,80	Teknoloji
Segmentify UK Holding Company Limited	7,86	Yazılım
PM Holding Investments Limited	3,85	Yazılım
Tim Akıllı Kıyafetleri Bilişim A.Ş.	10,01	Teknoloji ve Tekstil
Wisboo Holding Inc	0,32	-
Enko Teknoloji A.Ş. (KolayBi)	3,41	Yazılım
Pulpoar Bilişim A.Ş.	8,65	Teknoloji ve Yazılım
Firstbase.io Inc	0,06	Yazılım
Biftek Inc.	0,50	Gıda Teknolojileri
GenzBiyo Teknoloji A.Ş.	16,35	Biyo Teknoloji
Cognitiwe Bilişim Ticaret A.Ş.	3,33	Teknoloji ve Yazılım
Lumnion Bilişim Teknolojileri Danışmanlık Sanayi Ticaret A.Ş.	3,00	Teknoloji ve Yazılım
Houston Bionics Inc	2,00	Ev Tipi Tıbbi Cihaz Teknolojileri
Tridi Teknoloji A.Ş.	5,25	Teknoloji
Workiom Teknoloji A.Ş.	10,00	Teknoloji ve Yazılım
Livad Medya Teknoloji A.Ş.	5,00	Dijital Medya Teknolojileri
Kimola Veri Teknolojileri A.Ş.	5,80	Teknoloji
Eyedius Teknoloji A.Ş.	11,40	Teknoloji
Digit Bilişim A.Ş.	4,50	Teknoloji ve Yazılım
Quantco Enerji Yazılım ve Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.	5,00	Yazılım
DeliversAi Robotik Otonom Sürüş Bilgi Teknolojileri A.Ş.	1,07	Otonom Sürüş Teknolojileri
Earnado Yazılım A.Ş.	1,82	Yazılım
Kassa Mobil Bilgi Teknolojiler A.Ş.	3,22	Mobil Bilgi Teknolojileri
Quin AI Limited	2,36	Teknoloji ve Yazılım
STRS Teknoloji Yatırım A.Ş.	100,00	Erken Aşama Teknoloji Yatırımları

Kaynak: Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 01.01.2022-30.06.2022 Faaliyet Raporu, https://hubgsyo.com/wp-content/uploads/2022/08/FAALİYET-SON-KÜÇÜK-İMZALI.pdf, 25.09.2022.

1.5.4. İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

2000 yılında Dünya Bankası'ndan da destek alarak kuruluşunu tamamlayan şirket büyüme potansiyeli yüksek olan KOBİ'lerin sermaye gereksinimlerini karşılamak suretiyle gelişim süreçlerine destek olmaktadır (İş Girişim Sermayesi Hakkımızda, https://www.isgirisim.com.tr/hakkimizda/, 26.09.2022).

Şirketin amacı; ortak olduğu şirketlerin operasyonel performanslarını ve rekabetçi duruşlarını daha ileri taşıyarak piyasa değerlerini artırmaktır. 2004 yılından beri borsada işlem gören şirketin borsa işlem kodu ISGSY'dir (İş Girişim Sermayesi Hakkımızda, https://www.isgirisim.com.tr/hakkimizda/, 26.09.2022).

Şirketin aktif yatırım portföyü aşağıdaki Tablo 7'de detaylı bir şekilde sunulmaktadır.

Tablo 7. İş GSYO A.Ş. Aktif Yatırım Portföyü

Portföy Şirketi	Pay Oranı (%)	Faaliyet Konusu
Nevotek Bilişim Ses ve İletişim Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	95,37	Yüksek Teknoloji Çözümleri
Ortopro Tıbbi Aletler Sanayi ve Ticaret A.Ş.	97,22	Sağlık - Ortopedik Cerrahi
Toksöz Spor Malzemeleri Ticaret A.Ş. (Sportive)	90,63	Spor Giyim ve Aksesuarların Satışı
Mikla Yiyecek ve İçecek A.Ş. (Numnum)	83,57	Yiyecek - Fine Dining
Radore Veri Merkezi Hizmetleri A.Ş.	25,50	Bilişim Teknolojisi
Tatilbudur Seyahat Acenteliği ve Turizm A.Ş.	40,00	Turizm

Kaynak: İş Girişim Sermayesi 30.06.2022 Finansal Raporlar, https://www.isgirisim.com.tr/yatirimci-iliskileri/finansal-bilgiler/finansal-raporlar/, 26.09.2022.

1.5.5. Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Sektöründe ilk olarak 1996 senesinde T. Vakıflar Bankası T.A.O. öncülüğünde Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.; Türkiye'de ilgili alanda faaliyet göstermek, gelişme ve büyüme potansiyeline sahip olan sektörlerde rekabet avantajına

sahip olan şirketlere ve girişimlere, ülke ekonomisinin gelişimine katkısı olacak projelerini hayata geçirebilmeleri adına hem yönetim bilgisi hem de sermaye katkısı sağlayabilmek, elindeki kolektif kaynakları kullanarak; girişimcilerin bu bilgi, deneyim ve tecrübelerinden en sağlıklı şekilde faydalanmalarını sağlamak, buna ek olarak portföy yönetimini etkin bir şekilde kullanıp, güçlü kurumsal yapısıyla da hissedarlarına diğer alternatif yatırım araçlarından daha yüksek getiri sağlamayı hedefleyerek "Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş." unvanı ile kurulmuştur (Rhea Girişim Tarihçe, http://www.rheagirisim.com/tr/tarihce, 26.09.2022).

Sermaye Piyasası Mevzuatında gerçekleştirilen değişikliğe uygun olarak unvanını 05.07.2004 tarihinde Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. olarak değiştirmiştir (Rhea Girişim Tarihçe, http://www.rheagirisim.com/tr/tarihce, 26.09.2022).

Vakıf Bank'ın 2009 senesinde satışa çıkarttığı imtiyazlı hisseler, gerçekleştirilen ihale sürecinin sonunda Rhea Grubu tarafından 18.08.2009 yılında imzalanan hisse satış anlaşmasına SPK'nın da gerekli onaylarından geçmesi akabinde 11.12.2009 tarihinde devredilmiştir. 2010 yılının ilk ayında da Vakıf Girişim'in unvanı Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı olarak değiştirilmiştir (Rhea Girişim Tarihçe, http://www.rheagirisim.com/tr/tarihce, 26.09.2022).

BIST'de işlem görmekte olan şirketin borsa işlem kodu RHEAG'dir.

Şirketin aktif yatırım portföyü aşağıdaki Tablo 8 ve Tablo 9'da detaylı bir şekilde sunulmaktadır.

Tablo 8. Rhea GSYO A.Ş. Aktif Yatırım Portföyü (Bağlı Ortaklıklar)

Portföy Şirketi	Pay Oranı (%)	Faaliyet Konusu
Seta Tıbbi Cihazlar İthalat İhracat Pazarlama Ticaret ve Sanayi A.Ş. ("Seta")	95,59	Sağlık
NetSafe Bilgi Teknolojileri Güvenliği A.Ş.("Netsafe")	100,00	Teknoloji
Tasf. Hal.Rhea Dijital Yatırım ve Ticaret A.Ş. ("Rhea Dijital") (tasfiye süreci 01.07.2022'de sonuçlanmıştır.)	100,00	Teknoloji
RML International Shipping Enterprises SingleMembered Limited Liability Company ("RML International") (Dolaylı İştirak)	100,00	Taşımacılık
RML Lojistik ve Denizcilik Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("RML")	100,00	Taşımacılık

Kaynak: Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 01.01.2022-30.06.2022 dönemine ilişkin Faaliyet Raporu, http://www.rheagirisim.com/files/rhea/PDF/faaliyet-raporlari/RHEAG_30062022__Yonetim_Kurulu_Faaliyet_Raporu.pdf, 26.09.2022.

Tablo 9. Rhea GSYO A.Ş. Aktif Yatırım Portföyü (İştirakler)

Portföy Şirketi	Pay Oranı (%)	Faaliyet Konusu
OEP Turkey Tech BV	19,79	Yatırım
Batkon Batarya Kontrol Teknoloji A.Ş.	25,00	Batarya yönetim teknolojileri ve enerji depolama sistemi
Laska Teknoloji A.Ş.	7,50	Atık lastiklerin ileri teknoloji dönüşüm ile çevre dostu katma değeri yüksek ürünler elde edilmesi
ERİH Enerji Üretim Ticaret A.Ş.	25,00	Elektrik üretim ve satışı

Kaynak: Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 01.01.2022-30.06.2022 dönemine ilişkin Faaliyet Raporu, http://www.rheagirisim.com/files/rhea/PDF/faaliyet-raporlari/RHEAG_30062022__Yonetim_Kurulu_Faaliyet_Raporu.pdf, 26.09.2022.

1.5.6. Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Şirket 09.01.2012 senesinde Verusa Holding tarafından "Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş." unvanı ile kurulmuş olup, yüksek büyüme potansiyeline ve rekabet avantajına sahip olan şirketlerin projelerini destekleyerek Türkiye ekonomisine katkı sağlamalarını amaçlamaktadır (Verusaturk Kurumsal Hakkımızda, https://www.verusaturk.com.tr/tr/kurumsal/hakkimizda/1, 26.09.2022).

Verusaturk şirket paylarının %42,30'u 2015 senesinde Borsa İstanbul'da (BIST) halka arz edilmiştir. Şirket BIST'de VERTU borsa işlem koduyla yer almaktadır (Verusaturk Kurumsal Hakkımızda, https://www.verusaturk.com.tr/tr/kurumsal/hakkimizda/1, 26.09.2022).

Şirketin aktif yatırım portföyü aşağıdaki Tablo 10 ve Tablo 11'de detaylı bir şekilde sunulmaktadır.

Tablo 10. Verusaturk GSYO A.Ş. Aktif Yatırım Portföyü (Doğrudan Yatırımlar)

Portföy Şirketi	Pay Oranı (%)	Faaliyet Konusu
Pamukova Elektrik Üretim A.Ş.	51,00	Yenilenebilir Enerji
Vektora Yazılım Teknolojileri A.Ş.	60,00	Teknoloji-Yazılım
GoLive Yazılım Hizmetleri A.Ş.	25,00	Teknoloji-Yazılım
Probel Yazılım ve Bilişim Sistemleri A.Ş.	10,00	Teknoloji-Yazılım
Core Engage Yazılım A.Ş.	50,00	Teknoloji-Yazılım
Kahve Diyarı Pazarlama Sanayi ve Tic. A.Ş.	50,00	Gıda
Mavi Hospital Sağlık Hizmetleri A.Ş.	50,00	Sağlık

Kaynak: Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 30 Haziran 2022 Faaliyet Raporu, https://www.verusaturk.com.tr/Content/dosya/467/verusaturk-faaliyet-raporu-30062022-32710-4419972.pdf, 27.09.2022.

Tablo 11. Verusaturk GSYO A.Ş. Aktif Yatırım Portföyü (Dolaylı Yatırımlar)

Portföy Şirketi	Pay Oranı (%)	Faaliyet Konusu
Enda Enerji Holding A.Ş. (Pamukova Elektrik üzerinden)	9,95	Yenilenebilir Enerji
Pamel Yenilenebilir Elektrik Üretim A.Ş. (Pamukova Elektrik üzerinden)	40,32	Yenilenebilir Enerji
Sun Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. (Pamel Yenilenebilir Elektrik üzerinden)	40,32	Yenilenebilir Enerji
Zeroone Intaractive Yazılım A.Ş. (Core Engage Yazılım üzerinden)	50,00	Teknoloji-Yazılım

Kaynak: Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 30 Haziran 2022 Faaliyet Raporu, https://www.verusaturk.com.tr/Content/dosya/467/verusaturk-faaliyet-raporu-30062022-32710-4419972.pdf, 27.09.2022.

Bu bölümde; girişim sermayesi kavramı, girişim sermayesinin Türkiye'deki gelişimi ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına ilişkin esaslar ile BIST'e kayıtlı girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına ait bilgiler verilmiştir.

Bir sonraki bölümde ilgili şirketlere ait finansal oranlar hesaplanacak olup, hesaplanan oranlar üzerinden değerlendirmeler yapılacaktır.

İKİNCİ BÖLÜM

RASYO ANALİZLERİ İLE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARININ FİNANSAL PERFORMANSLARININ ANALİZİ

2.1. ORAN (RASYO) ANALİZİ HAKKINDA GENEL BİLGİLER

Bilanço ve gelir tablosundaki kalemlerin birbirleriyle oranlanmasıyla ulaşılan bulguların değerlendirilerek bir sonuca varılması süreci "oran (rasyo) analizi" kavramı ile ifade edilmektedir. Oran analizi çalışması yapılırken tüm kalemler birbiriyle oranlanmamalıdır, sadece birbirleriyle oranlandığı zaman bir anlam ifade edecek kalemler birbiriyle oranlanmalıdır ki ulaşılan sonuç yapılan araştırma için bir değer ifade edebilsin (Gümüş ve Bolel, 2017: 89).

Oran analizi yöntemiyle hesap veya hesap grupları arasında sayısal ilişkiler oluşturularak, işletmenin; finansal yapısı, kârlılığı ve faaliyet etkinliği gibi konularda yargıya varılması sağlanmaktadır (Balcı, 2012: 4689).

Oranlar; daha önce tecrübe edilmiş oranlarla, birbirleriyle ilişkili olarak, işletmenin geçmiş yıllardaki oranlarıyla ve işletmenin faaliyet gösterdiği sektördeki diğer işletmelerin benzer oranlarıyla veya sektörün standart oranlarıyla karşılaştırılarak yorumlanmalıdır (Yenisu, 2019: 24).

Oranlar aşağıdaki şekilde sınıflandırılmaktadır:

1. Likidite Oranları
2. Faaliyet Oranları
3. Mali Yapı Oranları
4. Kârlılık Oranları

2.2. LİKİDİTE ORANLARI

Bir işletmenin sermayesinin yeterliliği, borçlarını ödeme gücü ve nakit akışında sıkıntı yaşama olasılığı hakkında bilgi alınabilen en önemli veriler likidite oranları sayesinde elde edilmektedir (Gümüş ve Bolel, 2017: 89).

İş dünyasında yöneticiler ve işletmelerin alacaklıları için en büyük endişe kaynağı işletmenin likiditesidir. Bu nedenle; işletmenin alacaklılarına olan borcunu geri ödeme yapabilmesi için nakit elde etme potansiyelini ya da diğer bir ifadeyle işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünü gösteren likidite oranları çok büyük önem arz etmektedir (Bülüç, Özkan ve Ağırbaş, 2017: 67).

Likidite Oranlarını aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür:

- Cari Oran
- Likidite (Asit Test) Oranı
- Nakit Oranı

Oranların hesaplanma şekilleri aşağıdaki Tablo 12'de gösterilmektedir:

Tablo 12. Likidite Oranlarının Hesaplanma Şekilleri

Oran	Hesaplanma Şekli
Cari Oran	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
Likidite (Asit Test) Oranı	Dönen Var.- (Stoklar + Gelecek Aylara Ait Giderler + Diğer Dönen Varlıklar) / K.V.Y.K.
Nakit Oranı	(Hazır Değerler + Menkul Kıymetler) / K.V.Y.K.

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Oran Formülleri https://www3.tcmb.gov.tr/sektor/dosyalar/menu/ratios_tr.pdf, 02.10.2022.

2.2.1. Cari Oran

Bir işletmenin kısa vadeli yükümlülüklerini ödeyebilme potansiyelini ve buna bağlı olarak net işletme sermayesinin yeterliliğini gösteren orandır.

Cari oranın genel itibariyle 2 olması beklenmektedir. Ancak bu oranın gelişmekte olan ülkelerde 1,5 olması yeterli olarak değerlendirilmektedir. İlgili oran ne kadar yüksekse işletmenin de borç ödeme potansiyelinin o kadar yüksek olduğundan bahsedilir. Ancak cari oranın gereğinden fazla yüksek çıkması işletmenin atıl kaynak bulundurduğunu, yani elindeki kaynaklarını aktif bir şekilde kullanamadığını göstermektedir (Çabuk ve Lazol'dan akt., Yenisu, 2019: 25).

2.2.2. Likidite (Asit Test) Oranı

İşletmenin likiditesinin hesaplanması açısından cari orana kıyasla daha hassas sonuç veren bir orandır. Dönen varlıklarda bulunan bazı hesap kalemlerinin paraya çevrilebilme yeteneği daha zayıf olduğundan; asit test oranı zayıf olan ilgili kalemleri işlem dışı bırakmakta ve gerçeğe daha yakın sonuçlar elde edilebilmektedir. Bu oranın 1 civarında olması arzu edilmekte ve yeterli görülmektedir (Aksoy'dan akt. Mazman İtik, 2021: 80).

2.2.3. Nakit Oranı

Nakit oranı, asit test oranına kıyasla likiditeye daha duyarlı olup, en hassas sonucun elde edilebileceği bir rasyo türüdür. Gerçekleştirilen hesaplamada alacaklar kalemi çıkartılmakta olup, sadece nakit ve nakit benzerleriyle birlikte finansal araçlar kullanıldığından; elde edilen oranla işletmenin sahip olduğu ödeme potansiyeli incelenirken, alacaklarının tahsilinde yaşayabileceği gecikme ve tahsil edememe riski hesaplamaya dahil edilmemektedir (Sümer ve Perek, 2013: 52).

Nakit oranının 0,20'nin altında kalmaması beklenmektedir. İlgili oran 0,20'nin altında kalırsa; işletme nakit akışını sağlayamaz ve kredi kullanma gereksinimi ortaya çıkar. Oranın yüksek çıkması durumunda, işletmede nakit fazlalığı olduğu ve elde edilen nakdin etkin bir şekilde kullanılmayıp, atıl olarak tutulduğu anlaşılmaktadır (Akdoğan ve Tenker'den akt., Yenisu, 2019: 26).

2.3. FAALİYET ORANLARI

İşletme faaliyetlerinin ne kadar etkin ve verimli bir şekilde sürdürüldüğünü göstermek üzere kullanılan rasyolardır. Rakip işletmeler ile karşılaştırma yapabilmek için genellikle faaliyet oranları kullanılmaktadır (Gümüş ve Bolel, 2017: 90).

Faaliyet Oranlarını aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür:

- Alacak Devir Hızı Oranı
- Stok Devir Hızı Oranı
- Dönen Varlık (Çalışma Sermayesi) Devir Hızı Oranı
- Maddi Duran Varlık Devir Hızı Oranı

- Aktif Devir Hızı Oranı
- Özkaynak Devir Hızı Oranı

Oranların hesaplanma şekilleri aşağıdaki Tablo 13'te gösterilmektedir:

Tablo 13. Faaliyet Oranlarının Hesaplanma Şekilleri

Oran	Hesaplanma Şekli
Alacak Devir Hızı Oranı	Net Satışlar / Kısa Vadeli Ticari Alacaklar + Uzun Vadeli Ticari Alacaklar
Stok Devir Hızı Oranı	Satışların Maliyeti (Cari Yıl)/ (Önceki Yıl Stok. + Cari Yıl Stok.) /2
Dönen Varlık (Çalışma Sermayesi) Devir Hızı Oranı	Net Satışlar / Dönen Varlıklar
Mad.Duran Varlık Devir Hızı Oranı	Net Satışlar / Maddi Duran Varlıklar (Net)
Aktif Devir Hızı Oranı	Net Satışlar / Varlık (Aktif) Toplamı
Özkaynak Devir Hızı Oranı	Net Satışlar / Ortalama Özkaynaklar

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Oran Formülleri https://www3.tcmb.gov.tr/sektor/dosyalar/menu/ratios_tr.pdf, 02.10.2022 ile Çabuk vd., 2019: 80.

2.3.1. Alacak Devir Hızı Oranı

İşletmelerin gerçekleştirdiği peşin satışlar en önemli para giriş kaynakları olurken, bir diğeri de alacaklar kalemidir. Bu yüzden işletmelerin mali tablolarını inceleyenler için alacakların tahsil yeteneği ile likiditesi büyük önem arz etmektedir. Bir işletmenin alacaklarını tahsil edebilme yeteneğini ve alacaklarının likiditesini ifade eden en iyi kriter; alacak devir hızı ya da alacakların paraya dönüşme hızıdır (Akgüç'den akt., Yenisu, 2019: 28).

Bir işletmenin alacak devir hızı ne kadar yüksekse alacaklarını tahsil etme becerisinin de o kadar iyi olduğundan bahsedilmektedir.

Bir hesap dönemi içinde işletmenin kaç kez tahsilat yaptığını ifade eden rasyo alacak devir hızıdır. Eğer ki bu oran yüksekse işletme alacak kalemine düşük oranda yatırım yapmış demektir. Düşük çıkması ise şüpheli alacak kaleminin yükselmesine neden olabilir (Akıncı ve Erdoğan'dan akt., Mazman İtik, 2021: 81).

2.3.2. Stok Devir Hızı Oranı

İşletme stoklarının belirli bir hesap dönemi içinde kaç kere yenilendiğini ifade eden rasyodur. İşletme stoklarının ne kadarlık bir süre zarfında üretimde kullanılarak tüketildiğini ya da satış gelirine dönüştürüldüğünü hesaplamada kullanılmaktadır (Akdoğan ve Tenker'den akt., Yenisu, 2019: 28-29).

Bu oranın yüksek çıkması işletmenin stoklara daha az sermaye bağladığını gösterirken, bu sayede işletme piyasadaki fiyat dalgalanmalarından, moda ve müşteri taleplerindeki değişim sürecinden etkilenme riskini düşürdüğünden rakipleriyle rekabet etme fırsatı daha yüksektir. Tam tersi durumda ise, düşük stok devir hızına sahip bir işletmenin nakit girişleri azalacaktır. Ayrıca ürünlerini depolamak ve sigorta ettirmek için daha fazla maliyet yüküne katlanmak zorunda kalacaktır (Gücenme'den akt., Mazman İtik, 2021: 81).

2.3.3. Dönen Varlık (Çalışma Sermayesi) Devir Hızı Oranı

İşletmenin bir hesap döneminde dönen varlıklarını kaç defa yenilediğini ortaya koyan rasyodur.

Bu oran yavaşlarsa, işletmenin kârlılığı düşer ve akabinde finansman ihtiyacı doğar. Devir hızının yavaşlaması; işletmenin ürününe olan rağbetin azalmasının veya işletmenin tahsilat konusunda sıkıntı yaşadığının belirtisi olabilir. Tam tersi olarak; oranın fazla yüksek olması işletmenin elinde bulundurduğu likit değerler ya da stoklarının yetersizliğinden kaynaklanabilmektedir (Akgüç'den akt., Yenisu, 2019: 29).

2.3.4. Maddi Duran Varlık Devir Hızı Oranı

Maddi duran varlıkların işletme tarafından etkin kullanılıp kullanılmadığını gösteren bir rasyodur.

Eğer ki işletme duran varlıklarını verimli kullanıyorsa bu oran artış eğiliminde olacaktır, tam tersi durumda işletme duran varlıklarını ya da kapasitesini verimli kullanmıyorsa oran azalış eğilimi gösterecektir (Yenisu, 2019: 30).

2.3.5. Aktif Devir Hızı Oranı

Bir işletmenin hangi ölçüde etkin çalıştığını gösteren parametrelerin başında gelmektedir. İşletmenin toplam varlıklarının bir hesap döneminde kaç kez döndürüldüğünü ifade eder. İşletmenin net satışlarını artırması ya da diğer bir açıdan bilançosunu küçültmesi aktif devir hızını artıracaktır. Sektörler itibariyle oranın değiştiği görülse de, oranının 1,5 olduğu bir işletme için yeterli düzeyde iş yaptığından bahsedilebilir. 2 veya üzerinde bir orana sahip olan işletmeler için durumlarının oldukça iyi olduğundan bahsedilebilir (İktisat Sözlüğü, https://www.iktisatsozlugu.com/tr/nedir/aktif-devir-hizi/392, 02.10.2022).

Aktif devir hızının yüksek çıktığı işletmeler genellikle üretim gerçekleştirmeyen, kazancını sürümden sağlayan, satmakta olduğu ürüne pek fazla katma değer katmayan ve düşük kâr marjı ile faaliyetlerini sürdüren sektörlerdedir. Uzun vadeli bir yatırımcı için en önemli iki kriter şirketin aktif devir hızının yüksek olması ve yüksek kâr marjıyla çalışan bir şirket olmasıdır (İktisat Sözlüğü, https://www.iktisatsozlugu.com/tr/nedir/aktif-devir-hizi/392, 02.10.2022).

Aktif devir hızının düşük çıktığı işletmelerde ise net satışlar toplam varlıklara göre düşük kalmaktadır. Bu durumda uzun vadeli yatırımcıların arzulamadığı bir şekilde, işletme varlıklarının atıl kaldığından ve etkin bir şekilde yönetilmediğinden bahsedilebilir (İktisat Sözlüğü, https://www.iktisatsozlugu.com/tr/nedir/aktif-devir-hizi/392, 02.10.2022).

2.3.6. Özkaynak Devir Hızı Oranı

Bu oran ile özkaynakların verimli kullanılıp kullanılmadığının tespitiyle beraber hangi derecede verimli kullanıldığının hesaplaması yapılabilmektedir. Oranın yüksek çıkması şirketin sahip olduğu özkaynaklarını hem ekonomik hem de verimli bir şekilde kullandığını ifade etmekle birlikte oran normalin üstünde yüksek çıkarsa da şirketin özkaynak büyüklüğünün yeterli olmadığını ve varlıkların finansmanı aşamasında büyük bir kısmın yabancı kaynaklarda olduğunu ifade etmektedir. İşletmenin varlıklarının finansmanında çok büyük bir oranda özkaynak kullanması durumunda ilgili oran normalin çok altında çıkacaktır. Şirketin iş hacmi göz önünde bulundurulduğunda

özkaynağının fazla olması özkaynakların verimli bir şekilde kullanılmadığının göstergesi olarak kabul edilmektedir (Çabuk vd., 2019: 80).

2.4. MALİ YAPI ORANLARI

İşletmenin mali yapısının doğru yönetilip yönetilmediğini ölçmek için kullanılan, işletmenin özsermayesinin yeterliliğini, sermaye yapısı içindeki borç ve özsermayenin dengesini gösteren rasyolardır (Gümüş ve Bolel, 2017: 89).

İşletmeler finansman gereksinimi duyduğunda, bu gereksinimi özkaynaklar ve yabancı kaynaklar ile sağladığından, varlıkların hangi kaynaklardan sağlandığını ifade eden oranlardır (Sertakan ve Topaçlar, 2021: 13).

Şirketlerin değerlendirilmesi aşamasında; şirketin normal faaliyetleri neticesinde zarar etmesi, gelecek yıllara göre planladığı nakit akışını sağlayamaması ve varlık değerlerinin düşmesi gibi olumsuz durumlarda, şirketin yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceği hususunda mali yapı oranları mühim bilgiler vermektedir (Akgüç'den akt., Yenisu, 2019: 26).

Mali Yapı Oranlarını aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür:

- Finansal Kaldıraç Oranı
- Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Pasif Toplamına Oranı
- Uzun Vadeli Yabancı Kaynakların Pasif Toplamına Oranı
- Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı
- Özkaynakların Yabancı Kaynaklar Toplamına Oranı

Oranların hesaplanma şekilleri aşağıdaki Tablo 14'te gösterilmektedir:

Tablo 14. Mali Yapı Oranlarının Hesaplanma Şekilleri

Oran	Hesaplanma Şekli
Yabancı Kay.Toplamı / Varlık (Aktif) Top.Oranı (Finansal Kaldıraç Oranı)	K.V.Y.K.+ U.V.Y.K. / Varlık (Aktif) Toplamı
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar / Kaynak (Pasif) Toplamı Oranı	K.V.Y.K. / Kaynak (Pasif) Toplamı
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar / Kaynak (Pasif) Toplamı Oranı	U.V.Y.K./ Kaynak (Pasif) Toplamı
Özkaynak. / Varlık (Aktif) Top.Oranı	Özkaynaklar / Varlık (Aktif) Toplamı
Özkaynak. / Yabancı Kay.Top.Oranı	Özkaynaklar / K.V.Y.K.+ U.V.Y.K.

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Oran Formülleri https://www3.tcmb.gov.tr/sektor/dosyalar/menu/ratios_tr.pdf, 02.10.2022.

2.4.1. Finansal Kaldıraç Oranı

İşletme varlıklarının yüzde kaçının yabancı kaynaklar ile finanse edildiğini gösteren rasyodur. Bu durumda; işletmeye kredi sağlayanlar bu oranın küçük olmasını beklerlerken, ortaklar da oranın belli bir yere kadar büyük olmasını beklerler (Akdoğan ve Tenker'den akt., Mazman İtik, 2021: 80).

Oranın yüksek çıkması işletmeye kredi tahsis edenler bakımından değerlendirilecek olursa, emniyet sınırının yetersiz olduğunu ve işletmenin borçları ile kredi faizlerini ödeyebilme ihtimalinin düşük olduğunu ifade eder (Ercan ve Ban'dan akt., Yenisu, 2019: 26).

Oranın artış eğilimi göstermesi olumsuz karşılanmakla birlikte giderek yükselmesi işletmenin iflas etme riskini de o kadar artırır. Çünkü işletme kullandığı borç için de bir maliyete katlanmaktadır ve bu durumda şirket anapara ve faizin ödenmesi için büyük bir yükümlülük altına girmektedir. Eğer işletmenin kârlılık durumu da dengesiz ya da düşüş eğilimindeyse, yüksek finansal kaldıraç oranı işletmenin iflas etmesine neden olabilir (Tekbaş vd., 2015: 151).

Batılı ülkelerde bu oran %50'nin üstünde çıkarsa genel itibariyle tehlikeli bir durum olarak ifade edilir. Ülkemizin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ekonomilerde ise işletmelerin emek yoğun bir teknoloji kullanıyor olması, özsermaye sağlarken yaşadıkları kurumsal zorluklar ile dönen varlıkların oranının varlık yapıları içindeki yüksekliği oranın %50'nin üzerinde çıkmasını doğal kılmaktadır. Genel itibariyle

ülkemizde bu oran %60 ve üzerinde bir yerde ifade edilmektedir (Akgüç'den akt., Yenisu, 2019: 26).

2.4.2. Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Pasif Toplamına Oranı

İşletmenin varlıklarının ne kadarını kısa vadeli yabancı kaynaklar ile finanse ettiğini gösteren bir rasyodur.

Bu oranın 1/3'ü geçmemesi genel kabul görmüş bir standarttır. Ancak sermaye piyasalarının yetersiz kalması, uzun vadeli kredi sağlayan kuruluşların gelişmiş yapılarının bulunmaması, enflasyonun yüksek seyretmesi ve işletme varlıkları içindeki dönen varlık oranının yüksek olması gibi nedenlerle ilgili oran ülkemizde daha yüksek çıkmaktadır (Akgüç'den akt., Yenisu, 2019: 28).

Borçların vadeleri de sektöre göre değişkenlik göstermektedir. Teknoloji ağırlıklı çalışan şirketlerde duran varlık yapısı ve beraberinde getirdiği uzun süreli yabancı kaynakların yüksek olması normal olarak değerlendirilir. İşletme eğer ki uzun vadeli borç bulma şansının az ve maliyetli olduğu bir ülkede faaliyet gösteriyorsa bu durumda işletme kaynaklarının içinde kısa vadeli borçlar mühim bir yer tutacaktır (Elmas'dan akt., Mazman İtik, 2021: 80).

2.4.3. Uzun Vadeli Yabancı Kaynakların Pasif Toplamına Oranı

İşletmenin varlıklarının ne kadarını uzun vadeli yabancı kaynaklar ile finanse ettiğini gösteren bir rasyodur.

Ülkemizde sermaye piyasasının istenilen düzeyde gelişme gösterememesi ve şirketlerin uzun vadeli yabancı kaynaklara erişiminin kısıtlı olması nedeniyle uzun vadeli yabancı kaynak kullanım oranı düşük seyretmekte olup oranın 1/6 olması normaldir (Aydoğdu, 2010: 66).

Uzun vadeli borç yükü arttıkça, işletmenin ödemekle yükümlü olduğu faiz yükü her sene artış gösterecek ve sonuç olarak; ortaklara dağıtılacak kâr payı tutarı düşüş eğilimine girecektir. İşletmeler resesyon dönemlerinde borçlarının taksitlerini öderken zorluk yaşayabilirler. Elde ettikleri gelirleri dengeli olan ve satışlarını sözleşme ile garanti

altına alan işletmeler için uzun vadeli yabancı kaynak kullanımı daha az risk teşkil etmektedir (Aydoğdu, 2010: 66).

2.4.4. Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı

Toplam kaynaklar içindeki özkaynakların oranını ifade eden, işletme varlıklarının ne kadarının şirket sahipleri ve ortakları kanalıyla finanse edildiğini gösteren rasyodur. Şirketin uzun süreli borç ödeme potansiyelini ortaya koyduğundan, oranın yüksek çıkması şirketin uzun süreli kredi borçları ile bu borçlara ait faizlerini ödemede sıkıntı yaşamayacağını gösterir. Şirkete kredi tahsis eden kuruluşların emniyet sınırının yeterli olduğunu ifade eder. Oranın zaman içinde yükselme trendine girmesi, genel olarak yönetsel başarı olarak lanse edilir (Akdoğan ve Tenker'den akt., Yenisu, 2019: 27).

Oranın düşük çıkması işletmeye tahsis edilen kredi faizlerinin ve anapara taksitlerinin ödenememesine yol açarken devamında da şirket iflas etme durumuna gelebilir (Gücenme'den akt., Mazman İtik, 2021: 80-81).

2.4.5. Özkaynakların Yabancı Kaynaklar Toplamına Oranı

Finansman oranı, ödeme gücü katsayısı ya da borçlanma katsayısı olarak ifade edilen bu oran; işletmenin sahip olduğu finansal bağımsızlık derecesini göstermektedir. (Yenisu, 2019: 27).

Oranın en az 1/1 olması beklenmektedir. Ülkemiz şartlarında bu oranın 40/60 veya 2/3 olması yeterli görülmektedir. İşletme faaliyetlerinde kullanılan varlıkların çoğunluğunun özkaynak ile finanse edilmesi oranın 1'den büyük olmasını sağlayacaktır (Aydoğdu, 2010: 65).

Şirkete kredi tahsis edenlerin, şirket sahipleri ve ortaklarından daha fazla bir miktarda şirkete yatırımda bulunmuş olmaları durumunda oran 1'den küçük bir değerde ifade edilecektir. Bu durumda alacaklıların güveni sarsılacak, resesyon dönemlerinde ise yüksek faiz yükü ile şirket finansal kaynaklarını tüketecek ve şirket borçlarını kapatamama riskiyle karşı karşıya kalacaktır (Akdoğan ve Tenker'den akt., Yenisu, 2019: 27).

2.5. KÂRLILIK ORANLARI

Yukarıda bahsedilen oranları kullanarak; işletmelerin likiditelerini, sahip oldukları varlıkları etkin kullanıp kullanmadıklarını ve mali yapılarının durumunu ifade eden verilere ulaşılır. Kârlılık oranları ise işletmelerin uyguladıkları finansman politikalarının ve sürdürdükleri faaliyetlerinin net sonucunu sunarak, şirketlerin bu faaliyetleri neticesinde ne derece kârlı olduklarını göstermektedir (Tekbaş vd., 2015: 157).

Bir işletmenin kârlılığının ana göstergesi, kuruluş amacı olan faaliyetten elde ettiği kârdır. Bu nedenle işletmelerin temel hedefi ana faaliyet konularında kârlılık elde etmektir. İşletmelerin gerçekleştirdikleri yan faaliyetlerinden elde ettikleri kârlar ise sadece ana faaliyet kârını destekleyip, işletmelerin toplam kârlılığını yükseltmesine destek olmalıdır. Bu nedenle; işletmelerin ana faaliyet konularından elde ettikleri kâr büyüklüğünün, toplam kârlılığının içinde en büyük paya sahip olması gerekmektedir (Çabuk vd., 2019: 80-81).

İşletmelerin ifade ettikleri kâr büyüklerinin yeterliliğinin belirlenmesi kârlılık oranları ile mümkündür. Bu yüzden kârlılık oranları; işletme yönetimi, işletmenin sahip ve ortakları ile işletmenin yatırımcıları için büyük önem arz etmektedir (Çabuk vd., 2019: 80-81).

Kârlılık Oranlarını aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür:

- Kârlılık Oranı (Aktif Kârlılığı)
- Faaliyet Kâr Marjı Oranı
- Brüt Kâr Marjı Oranı
- Net Kâr Marjı Oranı
- Faaliyet Giderlerinin Net Satışlara Oranı

Oranların hesaplanma şekilleri aşağıdaki Tablo 15'te gösterilmektedir:

Tablo 15. Kârlılık Oranlarının Hesaplanma Şekilleri

Oran	Hesaplanma Şekli
Net Kâr/Varlık (Aktif) Top.Oranı (Kârlılık Oranı)	Net Kâr (Vergi Sonrası Kâr) / Varlık (Aktif) Toplamı
Faaliyet Kârı / Net Satışlar Oranı (Faaliyet Kâr Marjı Oranı)	Faaliyet Kârı / Net Satış Tutarı
Brüt Satış Kârı / Net Sat.Oranı (Brüt Kâr Marjı Oranı)	Brüt Satış Kârı / Net Satışlar
Net Kâr / Net Satışlar Oranı (Net Kâr Marjı Oranı)	Net Kâr / Net Satışlar
Faaliyet Gid. / Net Satış.Oranı (Faaliyet Giderlerinin Net Satışlara Oranı)	Faaliyet Giderleri / Net Satışlar

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Oran Formülleri https://www3.tcmb.gov.tr/sektor/dosyalar/menu/ratios_tr.pdf, 02.10.2022.

2.5.1. Kârlılık Oranı (Aktif Kârlılığı)

Net kârın aktif toplamına oranlanması ile elde edilen ve varlıkların kârlılığı ya da aktif kârlılığı olarak da bilinen bu orana, işletmelerin kârlılığını ölçmek için çok sık başvurulmakta olup, bu yöntem ile işletmenin zaman içindeki kârlılığının artışını veya azalışını genel anlamda belirlemek mümkündür. İşletme aktiflerinin ne derece etkin kullanıldığını gösteren, bir başka bakış açısıyla işletmenin elinde bulundurduğu aktiflerinin kâr üretme potansiyelini ifade etmesinden dolayı bu oranın işletme yönetimi tarafından yüksek çıkması istenmektedir (Yenisu, 2019: 31-32).

Varlıkların kârlılığının yükseliş eğiliminde olması, işletme varlıklarının toplam devir hızının ya da satış kârlılığının veyahut her ikisinin de iyiye gittiğinin habercisidir (Tekbaş vd., 2015: 160).

İşletmenin elinde fazla varlık bulundurması ya da düşük kâr elde etmesinin sonucu olarak aktif kârlılığı da düşük çıkacaktır. Finans teorisyenlerine göre aktif kârlılığı oranının %5'in altına düşmemesi gerekmektedir. İşletme, piyasa koşullarının izin verdiği derecede az bir miktardaki aktif yatırımıyla aynı satış hacmini yakaladığı müddetçe aktif kârlılığını artırabilecektir. Aktif kârlılığının yükselmesi, işletmenin elinde atıl varlık bulundurmamasına ve aktif yatırımlarının dönen ve duran varlıklar itibariyle dengelenmesine bağlıdır (Karadeniz vd., 2016: 47).

Bu oranı hesaplarken; Faiz ve Vergi Öncesi Kâr (FVÖK) veya vergi sonrası net kâr rakamı kullanılabilmektedir. İşletmelerin her birinin vergi yükü bir diğer işletmeden farklı olabileceği için, hesaplama yapılırken Faiz ve Vergi Öncesi Kâr rakamının dikkate alınması işletmeleri birbirleriyle karşılaştırırken daha doğru bir analiz yapılabilmesini sağlayacaktır (Mazman İtik, 2021: 81).

2.5.2. Faaliyet Kâr Marjı Oranı

İşletmenin gerçekleştirmekte olduğu ana faaliyetlerine ilişkin kârlılığının hangi derecede olduğunu bulmaya yarayan orandır (Yenisu, 2019: 32).

İşletmenin ana faaliyet konusunda kârlı ve verimli olması bu oranın yüksek çıkmasını sağlarken; işletmenin ana faaliyetlerinde istenilen düzeyi yakalayamaması ve buna bağlı olarak da kârlılığının ve verimliliğinin düşmesi bu oranın düşük çıkmasına neden olmaktadır (Çabuk ve Lazol'dan akt., Mazman İtik, 2021: 82).

2.5.3. Brüt Kâr Marjı Oranı

Brüt satış kârı (gayri safi kâr), işletmenin net satışlarından satılan malın maliyetinin düşülmesi ile ortaya çıkan pozitif farkı ifade etmektedir. Brüt satış kârının net satışlara oranlanmasıyla da brüt kâr marjı oranına ulaşılmaktadır.

Bu oran yüksek çıktığı takdirde, elde edilen brüt satış kârından işletmenin faaliyet giderleri de düşüldükten sonra işletme için tatmin edici bir faaliyet kârı oluşacağı düşünülmektedir. Bu sebeple brüt kâr marjı oranının işletme yönetimi tarafından yüksek çıkması veya yükselme trendi göstermesi arzu edilmektedir (Mazman İtik, 2021: 82).

2.5.4. Net Kâr Marjı Oranı

İşletmenin gerçekleştirmiş olduğu net satışlarından ne kadar kâr sağladığını belirlemek için kullanılmaktadır. İşletmenin net kârının net satışlarına oranlanmasıyla net kâr marjı oranına ulaşılmaktadır. Bu oranın yüksek çıkması arzu edilmektedir.

İşletmenin ürün karmasını ve fiyatlamasını doğru bir şekilde yapması brüt satışlarını artıracaktır. Bunun yanında; doğru bir şekilde yürütülen satış iskontosu ve iade politikasıyla da işletmenin net satışları artacaktır. Net satışların yükseltilmesi ya da işletme maliyetleri ile faaliyet giderlerinin satışlara göre piyasa koşullarının izin verdiği

ölçüde azaltılması, net kâr marjını olumlu yönde etkileyecek ve oranın yükselme trendine girmesini sağlayacaktır (Karadeniz vd., 2016: 48).

2.5.5. Faaliyet Giderlerinin Net Satışlara Oranı

İşletmenin yüklendiği faaliyet giderlerinin net satışlara oranlanmasıyla, ilgili giderlerin net satışlar içindeki yüzdesine ulaşılmaktadır.

Şirketin yürütmekte olduğu asıl etkinlikleri sonucu ortaya çıkan faaliyet giderleri; araştırma-geliştirme giderleri, pazarlama, satış ve dağıtım giderleri ile genel yönetim giderlerinden meydana gelmektedir. Ar-ge giderleri, işletmenin yeni buluşlar yapmasına ve teknolojisini geliştirerek üretim biçimini şekillendirmesine ve dolayısıyla satışlarını artırmasına olanak tanır. Aynı şekilde; pazarlama, satış ve dağıtım giderleri ise işletmenin ürettiği mal ve hizmetlerin nihai tüketiciye hem doğru hem de etkileyici bir biçimde ulaşmasını sağlayarak satışların artmasına yardımcı olur. Bu sebeple; uzun vadede pazarlama ile araştırma-geliştirme giderlerinin artış göstermesi işletme yönetimi tarafından kabul edilebilir durumdadır. Ancak temsil ve ağırlama giderlerinin, danışmanlık giderlerinin, ofis ve kırtasiye malzemelerine ait giderler ile yönetici maaşlarının oluşturduğu genel yönetim giderlerinin satışların artış oranından fazla artması istenilen bir durum değildir. Bu nedenle genel yönetim giderlerinin satışlara oranının azalma trendinde olması beklenmektedir. İşletmeler büyüdükçe, gerçekleştirdikleri birim satış başına genel yönetim giderleri azalmaktadır (Sakınç, 2020: 39 ve https://fintables.com/akademi/temel-analiz-101/gelir-tablosu-analizi).

2.6. GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARININ MALİ ORANLARI VE ANALİZİ

Bu çalışmada, halihazırda Türkiye'de faaliyet göstermekte olan ve BIST'e kayıtlı 6 girişim sermayesi yatırım ortaklığının 2016-2021 yıllarına ait likidite, faaliyet, mali yapı ve kârlılık oranları kullanılacak olup, analiz aşamasında faydalanılan veriler girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının mali tablolarından derlenmiştir.

Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) sistemindeki analiz edilebilir verilerin toplanmasına 2016 yılında başlandığından, çalışmada yer alan şirketlerin finansal oranları hesaplandığında birbirlerinden ve genel kabul görmüş oranlardan çok farklı sonuçlar elde

edildiğinden; girişim sermayesi yatırım ortaklığı sektörünün ortalama finansal oranları analiz açısından büyük önem kazanmıştır.

Bu nedenle; elde edilen verileri anlamlı bir şekilde analiz edebilmek adına, çalışmamıza KAP sisteminin de veri toplama yılı olan 2016 yılından başlanmış olup, şirketlerin yıllık finansal değerleriyle çalışma yapılması amaçlandığından 2016-2021 yılları zaman serisi kullanılması uygun görülmüştür.

Şirketlerin mali tablolarına, işletimi Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. (MKK) tarafından yürütülen Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) "https://www.kap.org.tr/tr/" internet sitesinden ulaşılmıştır.

Şirket performanslarının değerlendirilmesinde işletimi Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. (MKK) tarafından yürütülen Veri Analiz Platformu (VAP) sisteminden elde edilen sektör ortalamaları ile yine aynı sistemden elde edilen dönemsel finansal oranların da kullanılması nedeniyle, hesaplanan verilerin tutarlı olması için oranların hesaplanmasına ilişkin formüllere, "https://www.vap.org.tr/" internet sitesinden ulaşılmış olup, derlenen bu veriler ışığında oranlar hesaplanmıştır.

Veri Analiz Platformu (VAP) sisteminden elde edilen sektör ortalamaları ile yine aynı sistemden elde edilen dönemsel finansal oranlar, mali kuruluşlar sektörünün girişim sermayesi yatırım ortaklıkları alt sektörüne ait verilerdir.

Veri Analiz Platformu (VAP) sisteminde finansal oranlar hesaplanırken pay veya paydası sıfır olan şirketlerin hesaplamalara dahil edilmediği belirtildiğinden; çalışmamızda da finansal oranların ve finansal oranların istatistiki değerlerinin hesaplanması sırasında pay veya paydası sıfır olan şirketler hesaplamalara dahil edilmemiştir. Payı sıfıra eşit olan denklemlerde sonuç "0" (sıfır) olarak belirtilmiştir. Paydası sıfıra eşit olan denklemler tanımsız olarak, payı ve paydası sıfır olan denklemler ise belirsiz olarak tanımlandığından tablolarda "-" işaretiyle belirtilmişlerdir.

Hesaplanan mali oranlar sektör ortalamaları da dikkate alınarak hem şirket bazında değerlendirilecek hem de GSYO'ların karşılaştırmalı mali analizi yapılacaktır.

Analizde kullanılan oranlar ve hesaplanma şekilleri aşağıda belirtilmektedir. (Merkez Kayıt İstanbul KAP Finansal Oran Hesaplama Kuralları, https://www.vap.org.tr/sites/default/files/2022-01/finansal_oran_hesaplama_kurallari_ocak_2022.pdf, 10.10.2022).

Likidite Oranları:

$$\text{Cari Oran (CO)} = \frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Kısa Vadeli Yükümlülükler}}$$

$$\text{Nakit Oranı (NO)} = \frac{\begin{array}{c}\text{Nakit ve Nakit Benzerleri} \\ + \\ \text{Gayrimenkul Projeleri Kapsamında Açılan Nakit Hesapları} \\ + \\ \text{Finansal Yatırımlar}\end{array}}{\text{Kısa Vadeli Yükümlülükler}}$$

Faaliyet Oranları:

$$\text{Özkaynak Devir Hızı (ÖDH)} = \frac{\text{(Hasılat + Finans Sektörü Faaliyeti Hasılatı)}}{\begin{array}{c}\text{(Toplam Özkaynaklar (Dönem başı)} \\ + \\ \text{Toplam Özkaynaklar (Dönem sonu))} /2\end{array}}$$

$$\text{Aktif Devir Hızı (ADH)} = \frac{\text{(Hasılat + Finans Sektörü Faaliyeti Hasılatı)}}{\text{(Toplam Varlıklar(Dönem başı) + Toplam Varlıklar (Dönem sonu))} /2}$$

Mali Yapı Oranları:

$$\text{Yükümlülükler/Varlıklar (Finansal Kaldıraç Oranı) (FKO) (\%)} = \frac{\begin{array}{c}\text{Toplam} \\ \text{Yükümlülükler} \\ \text{Toplam} \\ \text{Varlıklar}\end{array}}{} * 100$$

$$\text{Kısa Vadeli Yükümlülükler / Varlıklar (KVY/V) (\%)} = \frac{\text{Kısa Vadeli Yükümlülükler}}{\text{Toplam Varlıklar}} * 100$$

$$\text{Uzun Vadeli Yükümlülükler / Varlıklar (UVY/V) (\%)} = \frac{\text{Uzun Vadeli Yükümlülükler}}{\text{Toplam Varlıklar}} * 100$$

Kârlılık Oranları:

$$\text{Aktif Kârlılığı (AK) (\%)} = \frac{\text{Dönem Kârı (Zararı)}}{\text{(Toplam Varlıklar (Dönem başı)} + \text{Toplam Varlıklar (Dönem sonu))} /2} * 100$$

$$\text{Brüt Kâr Marjı (BKM) (\%)} = \frac{\text{Brüt Kâr (Zarar)}}{\text{(Hasılat + Finans Sektörü Faaliyeti Hasılatı)}} * 100$$

$$\text{Net Kâr Marjı (NKM) (\%)} = \frac{\text{Dönem Kârı (Zararı)}}{\text{(Hasılat + Finans Sektörü Faaliyeti Hasılatı)}} * 100$$

Analiz aşamasında kullanılacak olan ve işletimi Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. (MKK) tarafından yürütülen Veri Analiz Platformu (VAP) sisteminden elde edilen girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına ait 2016-2021 yılları arasındaki finansal oranların yıllık aritmetik ortalamaları ve medyan değerleri aşağıdaki Tablo 16'da gösterilmektedir:

Tablo 16. GSYO'ların 2016-2021 Yılları Arasındaki Dönemsel Finansal Oranlarına Ait İstatistiki Değerler

	2021 (Yıllık)		2020 (Yıllık)		2019 (Yıllık)		2018 (Yıllık)		2017 (Yıllık)		2016 (Yıllık)	
	Art.Ort.	Medyan	Art.Ort.	Medyan	Art.Ort.	Medyan	Art.Ort.	Medyan	Art.Ort.	Medyan	Art.Ort.	Medyan
CO	61,43	7,16	14,34	10,20	25,98	2,87	318,45	35,66	52,66	1,88	108,96	8,77
NO	55,75	5,94	13,90	9,89	24,75	0,50	79,47	18,09	48,36	1,22	106,71	7,73
ÖDH	0,09	0,06	0,30	0,09	0,10	0,08	0,28	0,25	0,34	0,03	0,13	0,08
ADH	0,08	0,06	0,30	0,09	0,09	0,05	0,28	0,24	0,33	0,02	0,12	0,04
FKO (%)	2,97	1,25	11,00	2,38	16,69	3,45	15,20	0,86	13,73	2,81	16,03	4,21
KVY/V (%)	2,16	0,31	8,11	2,09	13,34	3,45	12,86	0,75	4,16	1,98	13,30	4,01
UVY/V (%)	0,72	0,28	0,20	0,13	0,30	0,08	0,11	0,09	1,72	0,09	0,39	0,05
AK (%)	45,82	39,70	38,81	35,89	9,03	3,17	-4,93	1,56	13,55	9,64	-7,11	2,58
BKM (%)	-4,73	50,44	68,14	69,48	59,65	87,51	48,06	40,62	73,55	74,28	24,12	12,32
NKM (%)	4.290,71	271,72	847,47	543,37	47,63	47,70	43,44	35,57	3.213,95	70,44	-227,37	9,34

Kaynak: Merkezi Kayıt Kuruluşu Veri Analiz Platformu (VAP) Dönemsel Finansal Oranlar, https://www.vap.org.tr/donemsel-finansal-oranlar, 22.10.2022.

Yine analiz aşamasında kullanılacak olan, Veri Analiz Platformu (VAP) sisteminden elde edilen girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına ait 2016-2021 yıllarını kapsayan altı yılın (dönemin) finansal oranlarının aritmetik ortalama değerleri aşağıdaki Tablo 17'de gösterilmektedir:

Tablo 17. GSYO'ların 2016-2021 Yıllarını Kapsayan Altı Yıllık Finansal Oranlarının İstatistiki Değerleri

	Ortalama Şirket Sayısı	Dönem Sayısı	Aritmetik Ortalama
CO	8	6	105,37
NO	8	6	58,53
ÖDH	8	6	0,19
ADH	8	6	0,19
FKO (%)	8	6	13,22
KVY/V (%)	8	6	9,46
UVY/V (%)	8	6	0,63
AK (%)	8	6	14,46
BKM (%)	8	6	43,19
NKM (%)	7	6	1.151,03

Kaynak: Merkezi Kayıt Kuruluşu Veri Analiz Platformu (VAP) 2016-2022 Ortalama Finansal Oranlar, https://www.vap.org.tr/2016-2021-ortalama-finansal-oranlar, 22.10.2022.

2.6.1. Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Çalışmamızdaki mali oranların hesaplanması için esas teşkil eden GÖZDE GSYO şirketine ait 2016-2021 yıllarına ait finansal kalemler aşağıdaki Tablo 18'de sunulmaktadır.

Tablo 18. Gözde GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Kalemler

(GÖZDE) FİNANSAL KALEMLER	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Toplam Dönen Varlıklar	46.259.244	101.736.578	101.429.509	102.278.974	349.762	130.557
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	430.801.906	749.219.921	918.992.169	974.136.953	1.084.708.699	1.213.603.455
Nakit ve Nakit Benzerleri	527.736	2.419.785	3.009.682	1.846.632	50.703	60.887
Gayrimenkul Projeleri Kapsamında Açılan Nakit Hesapları	0	0	0	0	0	0
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0	0
Hasılat	71.319.545	15.661.744	20.134.271	34.728.516	74.616.212	1.695.682.802
Finans Sektörü Faaliyetleri Hasılatı	0	0	0	0	0	0
Toplam Özkaynaklar	951.252.563	2.941.324.436	2.258.412.898	2.249.506.981	3.963.806.884	11.417.897.895
Toplam Varlıklar	1.709.484.119	4.102.128.059	3.775.290.164	4.132.812.303	6.033.066.823	12.881.703.968
Toplam Yükümlülükler	758.231.556	1.160.803.623	1.516.877.266	1.883.305.322	2.069.259.939	1.463.806.073
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	327.429.650	411.583.702	597.885.097	909.168.369	984.551.240	250.202.618
Dönem Kârı (Zararı)	116.824.041	1.990.071.873	-682.911.538	-8.905.917	1.714.299.903	7.454.091.011
Brüt Kâr (Zarar)	12.506.184	7.145.114	8.178.433	26.050.440	29.077.285	14.877.319

Gözde GSYO şirketinin 2016-2021 yıllarına ait finansal kalemleri temel alınarak 10 adet finansal oran hesaplanmış olup, aşağıdaki Tablo 19'da sunulmaktadır.

Tablo 19. Gözde GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Oranlar

(GÖZDE)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CO	0,1074	0,1358	0,1104	0,1050	0,0003	0,0001
NO	0,0012	0,0032	0,0033	0,0019	0,00005	0,0001
ÖDH	0,0799	0,0080	0,0077	0,0154	0,0240	0,2205
ADH	0,0427	0,0054	0,0051	0,0088	0,0147	0,1793
FKO (%)	44,35	28,30	40,18	45,57	34,30	11,36
KVY/V (%)	25,20	18,26	24,34	23,57	17,98	9,42
UVY/V (%)	19,15	10,03	15,84	22,00	16,32	1,94
AK (%)	6,99	68,49	-17,34	-0,23	33,73	78,82
BKM (%)	17,54	45,62	40,62	75,01	38,97	0,88
NKM (%)	163,80	12.706,58	-3.391,79	-25,64	2.297,49	439,59

Tablo 20. Gözde GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Oranların İstatistiki Değerleri

(GÖZDE)	Minimum Değer	Maksimum Değer	Ortalama Değer	Medyan (Ortanca)	Standart Sapma
CO	0,0001	0,1358	0,0765	0,1062	0,0601
NO	0,00005	0,0033	0,0016	0,0016	0,0014
ÖDH	0,0077	0,2205	0,0593	0,0197	0,0835
ADH	0,0051	0,1793	0,0427	0,0117	0,0684
FKO (%)	11,36	45,57	34,01	37,24	12,84
KVY/V (%)	9,42	25,20	19,80	20,92	5,96
UVY/V (%)	1,94	22,00	14,21	16,08	7,21
AK (%)	-17,34	78,82	28,41	20,36	38,85
BKM (%)	0,88	75,01	36,44	39,79	25,37
NKM (%)	-3.391,79	12.706,58	2.031,67	301,70	5.544,27

Şirketin cari oranları incelendiğinde; minimum değerinin 2021 yılındaki 0,0001 (2021 yılı sektör ortalaması: 61,43) ve maksimum değerinin 2017 yılında gerçekleşen 0,1358 (2017 yılı sektör ortalaması: 52,66) olduğu görülmektedir. Cari oran medyan değerinin 0,1062 olduğu ve ortalama değerinin ise 0,0765 olduğu görülmektedir.

Bu oranın genel itibariyle 2 olması, gelişmekte olan ülkelerde ise 1,5 olması yeterli iken ve aynı zamanda 2016-2021 yılları sektör ortalaması değeri 105,37 iken, Gözde şirketinin cari oranlarının 1'in bile çok altında kalmış olduğu görülmektedir. Bu durum şirketin borç ödeme potansiyelinin çok düşük olduğunu göstermekle birlikte, sadece bu veriye bakarak bir değerlendirme yapmak doğru olmayacaktır.

Cari oran değerinin en düşük olduğu 2021 yılındaki, şirketin bağımsız denetimden geçmiş faaliyet raporunda toplam özkaynaklarının 11.417.897.895 TL olduğu görülmektedir. Bu durumda şirketin kısa vadeli finansman ihtiyacını özkaynaklardan karşıladığı söylenebilir.

Ayrıca, holdinglerin kendilerine bağlı bulunan şirketlerin banka hesaplarındaki nakitleri gün sonunda çekip, daha iyi nakit yatırım araçlarında ve daha yüksek getiri sağlayan tek bir merkezde toplayarak değerlendirmeleri söz konusudur. Buradan hareketle Gözde şirketinin bağlı bulunduğu Yıldız Holding Anonim Şirketi'ne gün sonunda ihtiyaç fazlası nakit varlıklarını şirket politikası gereği gönderdiğinden bahsedilebilir.

Nakit oranı yönünden incelendiğinde ise; Gözde'nin minimum değerinin 2020 yılındaki 0,00005 (2020 yılı sektör ortalaması: 13,90) ve maksimum değerinin 2018 yılında gerçekleşen 0,0033 (2018 yılı sektör ortalaması: 79,47) olduğu görülmektedir. Nakit oranı ortanca değerinin 0,0016 olduğu ve ortalama değerinin de 0,0016 olduğu görülmektedir.

Bu oranın genel itibariyle 0,20'nin altında kalmaması beklenmekteyken ve aynı zamanda 2016-2021 yılları sektör ortalaması değeri 58,53 iken, Gözde şirketinin yıllar itibariyle nakit oranlarının 0,20'nin çok altında kalmış olduğu görülmektedir. Bu durum şirketin nakit akışını sağlayamadığını ve kredi kullanma gereksinimi yaşadığını göstermekle beraber, sadece bu veriye bakarak bir değerlendirme yapmak doğru olmayacaktır.

Nakit oranı değerinin en düşük olduğu 2020 yılındaki, şirketin bağımsız denetimden geçmiş faaliyet raporunda toplam özkaynaklarının 3.963.806.884 TL olduğu görülmektedir. Bu tutar 2020 yılı toplam kısa vadeli yükümlülükler tutarı olan 1.084.708.699 TL'nin yaklaşık dört katı olup, şirketin kısa vadeli finansman ihtiyacını özkaynaklardan karşıladığından bahsedilebilir.

Ayrıca, yukarıda cari oran için yapılan değerlendirmede olduğu gibi Gözde'nin şirket politikası olarak gün sonunda nakit varlıklarını bağlı olduğu Yıldız Holding A.Ş.'ye transfer ettiğinden bahsedilebilir.

Özkaynak devir hızı yönünden incelendiğinde; şirketin minimum değerinin 0,0077 ile 2018 yılında (2018 yılı sektör ortalaması: 0,28) ve maksimum değerinin 0,2205 ile 2021 yılında (2021 yılı sektör ortalaması: 0,09) olduğu görülmektedir. Özkaynak devir hızı ortanca değerinin 0,0197 olduğu ve ortalama değerinin de 0,0593 olduğu görülmektedir.

Bu oran için genel anlamda kabul edilen belli bir değer olmadığından, ilgili oranın sektör ortalamaları ile karşılaştırılıp bir sonuca bağlanması gerekmektedir. Bu bağlamda GSYO sektörü 2016-2021 yılları ortalaması 0,19 baz alındığında, Gözde şirketinin 2016-2020 yılları arasındaki tüm değerleri sektör ortalamasının çok altında kalırken, sadece 2021 yılında sektör ortalamasının biraz üstünde bir değer elde edildiği görülmektedir. Bu durum; Gözde'nin varlık finansmanında çok büyük bir oranda özkaynak kullandığını ifade etmekte olup, cari oran ve nakit oranı için yapılan yorumları da doğrular niteliktedir.

Özkaynak devir hızı değerinin sektör ortalamasının üstüne çıktığı 2021 yılındaki, şirketin bağımsız denetimden geçmiş faaliyet raporunda; Gözde'nin özkaynaklarını oluşturan kalemleri incelendiğinde en büyük artışın net dönem kârında yaşandığı görülmektedir. Şirket; 2020 yılında 1.714.299.903 TL olan net dönem kârını dört katın üzerinde artırarak 2021 yılında 7.454.091.011 TL net dönem kârı elde etmiştir. Buna bağlı olarak toplam özkaynakları da 2020 yılı toplam özkaynaklar tutarı olan 3.963.806.884 TL'nin yaklaşık üç katı artarak 11.417.897.895 TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirketin 2020 yılında portföy şirket satış hasılatı 74.616.212 TL iken, 2021 yılında portföy şirket satışından 1.677.427.334 TL ve 18.255.468 TL temettü geliri olmak üzere toplam 1.695.682.802 TL hasılat elde etmiş olduğu görülmekte olup, 2020 yılının yaklaşık olarak 23 katı hasılat elde etmiştir.

Buna göre; şirketin 2021 yılındaki hasılat ve özkaynaklar kalemlerinde gerçekleştirdiği büyük değer artışlarıyla özkaynak devir hızının 2021 yılında ilk kez sektör ortalaması değeri olan 0,19'un üzerine çıkarak 0,2205 olarak gerçekleştiği görülmektedir.

Aktif devir hızı yönünden incelenecek olursa; şirketin minimum değerinin 0,0051 ile 2018 yılında (2018 yılı sektör ortalaması: 0,28) ve maksimum değerinin 0,1793 ile

2021 yılında (2021 yılı sektör ortalaması: 0,08) olduğu görülmektedir. Aktif devir hızı ortanca değerinin 0,0117 olduğu ve ortalama değerinin de 0,0427 olduğu görülmektedir.

Bu oranın genel itibariyle 1,5 olması işletme için yeterli düzeyde iş yaptığı anlamına gelirken, 2 veya üzerinde olması işletme için durumlarının oldukça iyi olduğu anlamına gelir. Ancak bu oranın sektörler itibariyle değiştiği görülmektedir. GSYO'lar üretim ya da ticaret işletmeleri gibi düzenli bir gelire sahip değillerdir. Yapıları gereği henüz fikir evresinde olan ya da henüz gelir elde etmeyen teşebbüslere yatırım yapmayı amaçladıkları için portföylerindeki şirketlerden gelir elde edebilmeleri ya da girişimden çıkış yaparak getiri elde etmeleri uzun bir süreç gerektirmektedir. Bu bağlamda GSYO sektörü 2016-2021 yılları ortalaması 0,19 baz alındığında, Gözde şirketinin incelenen tüm yıllar itibariyle sektör ortalamasının altında kaldığı, sadece 2021 yılında 0,1793 oran ile sektör ortalamasına en yakın değerin elde edildiği görülmektedir.

Buna göre; şirketin yıllar itibariyle hasılat rakamının toplam varlıklarına kıyasla düşük kaldığından bahsedilebilir. Bu oranın sürekli düşük gelmesi ve sektör ortalamasının altında çıkması işletme varlıklarının atıl kaldığına, etkin bir şekilde yönetilmediğine işaret etmekte olup, uzun vadeli yatırımcıların arzu etmediği bir riskin söz konusu olduğunu ifade etmektedir.

Finansal kaldıraç oranı yönünden incelendiğinde; şirketin minimum değerinin %11,36 ile 2021 yılında (2021 yılı sektör ortalaması: %2,97) ve maksimum değerinin %45,57 ile 2019 yılında (2019 yılı sektör ortalaması: %16,69) olduğu görülmektedir. Finansal kaldıraç oranı ortanca değerinin %37,24 olduğu ve ortalama değerinin de %34,01 olduğu görülmektedir.

Bu oranın genel itibariyle batılı ülkelerde %50'nin altında çıkması istenirken, ülkemizin de bulunduğu gelişmekte olan ekonomilerde %60 ve biraz üzerinde olması olumlu karşılanmaktadır. Gözde şirketinin finansal kaldıraç oranları 2016-2021 yılları arasında %50'nin altında bir seyir yakalamış olup, son üç yılda da şirket özkaynakları artış gösterirken, yükümlülüklerinin azalması ilgili oranın düşüş eğilimi göstermesini sağlamaktadır. Bu durum hem şirket için hem de şirkete kredi tahsis edenler için olumlu olup, işletmenin borçları ile kredi faizlerini ödeyebileceğini ifade etmektedir.

Kısa vadeli yükümlülüklerin varlıklara oranı incelendiğinde, şirketin minimum değerinin %9,42 ile 2021 yılında (2021 yılı sektör ortalaması: %2,16) ve maksimum değerinin %25,20 ile 2016 yılında (2016 yılı sektör ortalaması: %13,30) olduğu görülmektedir. Kısa vadeli yükümlülüklerin varlıklara oranı ortanca değerinin %20,92 olduğu ve ortalama değerinin de %19,80 olduğu görülmektedir.

Bu oranın 1/3'ü (%33) geçmemesi genel kabul görmüş bir standart iken ilgili oran ülkemizde daha yüksek çıkmaktadır. Gözde şirketinde ilgili oran 2016-2021 yılları arasında %33'ün altında kalmış olup, son dört yılda da düşüş trendine girmiştir. İlgili oranın %9,42 ile en düşük gerçekleştiği 2021 yılı değeri, GSYO sektörü 2016-2021 yılları ortalaması olan %9,46'ya çok yakın gerçekleşmiştir. Buna göre; şirketin kısa vadeli borçlarını ve kredi yükümlülüklerini çok rahat bir şekilde karşılayabileceğinden söz edilebilir.

Uzun vadeli yükümlülüklerin varlıklara oranı incelendiğinde, şirketin minimum değerinin %1,94 ile 2021 yılında (2021 yılı sektör ortalaması: %0,72) ve maksimum değerinin %22,00 ile 2019 yılında (2019 yılı sektör ortalaması: %0,30) olduğu görülmektedir. Uzun vadeli yükümlülüklerin varlıklara oranı ortanca değerinin %16,08 olduğu ve ortalama değerinin de %14,21 olduğu görülmektedir.

Bu oranın ülkemizde 1/6 (%17) olması normal olarak değerlendirilmektedir. Gözde şirketinde ilgili oran 2016-2021 yılları arasında dalgalı bir seyir izlemesine rağmen riskli seviyelere ulaşmamıştır. İlgili oranın %22,00 ile en yüksek gerçekleştiği 2019 yılından itibaren sırasıyla 2020 yılında %16,32'ye ve ardından %1,94'e gerilemiştir. Buna göre; şirketin uzun vadeli borçlarını ve kredi yükümlülüklerini ödemede herhangi bir sıkıntı yaşamayacağından bahsedilebilir. Uzun vadeli borç yükünün her geçen yıl azalması, Gözde'nin ödemekle yükümlü olduğu faiz yükünü de azaltmakta ve bunun sonucunda da ortaklara dağıtılacak kâr payı tutarı da yükselmektedir.

Aktif kârlılığı yönünden incelendiğinde, şirketin minimum değerinin %-17,34 ile 2018 yılında (2018 yılı sektör ortalaması: %-4,93) ve maksimum değerinin %78,82 ile 2021 yılında (2021 yılı sektör ortalaması: %45,82) olduğu görülmektedir. Aktif kârlılığı ortanca değerinin %20,36 olduğu ve ortalama değerinin de %28,41 olduğu görülmektedir.

Finans teorisyenlerine göre aktif kârlılığı oranının %5'in altına düşmemesi gerekmektedir. Gözde şirketinde ilgili oran 2016-2021 yılları arasında dalgalı bir seyir izlemiştir. İlgili oranın %-17,34 ile en düşük gerçekleştiği 2018 yılındaki sektör ortalaması da negatif yönlü olmasına rağmen Gözde'nin oranı 2018 yılı sektör ortalamasının da çok altında kalmaktadır.

Şirketin 2018 yılında 8.178.433 TL brüt kâr elde etmesine rağmen, bağımsız denetimden geçmiş 2018 yılı faaliyet raporu incelendiğinde; 2017 yılında 121.532.925 TL olan esas faaliyetlerden diğer giderler kaleminin, finansal yatırımların değer düşüşünün etkisiyle yaklaşık sekiz kat artarak 974.790.403 TL'ye ulaştığı, 2017 yılında 11.192.980 TL olan genel yönetim giderleri kaleminin de danışmanlık, müşavirlik ve denetim giderleri kaleminin etkisiyle yaklaşık 3 kat artarak 34.477.702 TL'ye ulaştığı görülmektedir. Bu bilgiler ışığında negatife dönen ve 358.236.646 TL olarak gerçekleşen esas faaliyet zararına, 2017 yılında 197.401.953 TL olan finansman giderleri kaleminin yaklaşık 2,5 kat artarak 492.789.731 TL olarak eklenmesi, şirketin 682.911.538 TL dönem zararı açıklamasına yol açmış ve Gözde'nin aktif kârlılığını olumsuz yönde etkilemiştir.

Ancak 2018 yılındaki bu sert düşüşün ardından 2019, 2020 ve 2021 yıllarında şirketin aktif kârlılığı oranı yükseliş trendine girmiştir. Nitekim, ilgili oranın %78,82 ile en yüksek olduğu 2021 yılındaki sektör ortalaması %45,82 iken Gözde'nin oranı 2021 yılı sektör ortalamasının da çok üzerinde gerçekleşmiştir.

Şirketin bağımsız denetimden geçmiş 2021 yılı faaliyet raporu incelendiğinde; 14.877.319 TL brüt kâr elde etmesinin yanında; 2020 yılında 2.050.314.663 TL olarak gerçekleşen esas faaliyetlerden diğer gelirler kaleminin, 2021 yılında finansal yatırımların değer artışından kaynaklı olarak yaklaşık 4 kat artması sonucunda 7.794.287.906 TL'ye ulaşması, şirketin 2021 yılında 7.454.091.011 TL dönem kârı açıklamasına yol açmış ve Gözde'nin aktif kârlılığını olumlu yönde etkilemiştir.

Brüt kâr marjı yönünden incelendiğinde; şirketin minimum değerinin %0,88 ile 2021 yılında (2021 yılı sektör ortalaması: %-4,73) ve maksimum değerinin %75,01 ile 2019 yılında (2019 yılı sektör ortalaması: %59,65) olduğu görülmektedir. Brüt kâr marjı ortanca değerinin %39,79 olduğu ve ortalama değerinin de %36,44 olduğu görülmektedir.

Bu oranın yüksek çıkması ya da yükselme eğilimi göstermesi arzu edilir ki oluşan brüt satış kârından faaliyet giderleri düşüldüğünde yeterli bir faaliyet kârı oluşturabilsin. Ancak Gözde'nin değerleri incelendiğinde bu durumun tam tersi olarak, ilgili oranın 2019, 2020 ve 2021 yıllarında düşüş trendine girdiği görülmektedir.

Şirketin 2019 yılı satış hasılatı 34.728.516 TL iken satışların maliyeti 8.678.076 TL olarak gerçekleşmiştir. Buna göre; satışların maliyetinin satış hasılatına oranı %24,99 olarak gerçekleşmiş olup brüt kâr marjı da %75,01 olarak gerçekleşmiştir.

Şirketin 2020 yılı satış hasılatı 74.616.212 TL iken satışların maliyeti 45.538.927 TL olarak gerçekleşmiştir. Buna göre; satışların maliyetinin satış hasılatına oranı %61,03 olarak gerçekleşmiş olup brüt kâr marjı da %38,97 olarak gerçekleşmiştir.

Şirketin 2021 yılı satış hasılatı 1.695.682.802 TL iken satışların maliyeti 1.680.805.483 TL olarak gerçekleşmiştir. Buna göre; satışların maliyetinin satış hasılatına oranı %99,12 olarak gerçekleşmiş olup brüt kâr marjı da %0,88 olarak gerçekleşmiştir.

Bu bilgiler ışığında, şirketin brüt kâr marjını olumsuz etkileyen faktörün satışların maliyeti kalemi olduğunu söylenebilir. Şirket her ne kadar hasılat rakamını yıllar itibariyle artırmış olsa da gerçekleştirdiği satışların içindeki maliyet tutarı da arttığından brüt kâr marjı düşüş eğilimine girmiştir. Ancak şirketin yukarıda bahsedilen yıllarda faaliyet kârının bu durumdan olumsuz etkilenmediği görülmektedir. Bu durumun temel sebebi, şirketin finansal yatırımlarının değer artışından kaynaklı gelirlerinin faaliyet giderlerinin çok üzerinde gerçekleşmesidir.

Net kâr marjı yönünden bakıldığında; şirketin minimum değerinin %-3.391,79 ile 2018 yılında (2018 yılı sektör ortalaması: %43,44) ve maksimum değerinin %12.706,58 ile 2017 yılında (2017 yılı sektör ortalaması: %3.213,95) olduğu görülmektedir. Net kâr marjı ortanca değerinin %301,70 olduğu ve ortalama değerinin de %2.031,67 olduğu görülmektedir.

Bu oranın yüksek çıkması arzu edilmektedir. Ancak GSYO'ların yapıları itibariyle üretim ve ticaret şirketleri gibi satışlarının istikrarlı olmaması, bunun yanında mali kuruluş olmaları ve finansal yatırım amaçlı kurulmaları nedeniyle, finansal yatırımlarının değer artışından kaynaklı gelirlerinin ya da finansal yatırımlarının değer

düşüşünden kaynaklı giderlerinin yıllara göre çok değişken olması, şirketlerin esas faaliyetlerinden diğer gelirler veya esas faaliyetlerden diğer giderler kalemlerinin yıllara göre büyük değişiklikler göstermesine neden olmaktadır. Bunun yanı sıra finansman gelirleri ile finansman giderlerinin de aynı şekilde yıllar içinde büyük farklılıklar göstermesi sebebiyle dönem kârı veya zararı kalemi de bu durumdan etkilenmekte ve ilgili oranda aşağı ve yukarı yönlü yüksek dalgalanmalar oluşabilmektedir. Nitekim, Gözde'nin de hasılat ve dönem kârı (zararı) kalemlerindeki rakamların dalgalanmaları sonucunda aşağı ve yukarı yönlü yüksek oranlar meydana gelmiştir.

Şirketin %-3.391,79 ile en düşük net kâr marjını elde ettiği 2018 yılı ele alındığında ve şirketin bağımsız denetimden geçmiş 2018 yılı faaliyet raporu incelendiğinde; portföy şirketlerinden Makina Takım Endüstrisi A.Ş.'ye ait elinde bulundurduğu paylardan bir kısmını likidite sağlayıcılık kapsamında Borsa İstanbul'da sattığı, ayrıca bağlı menkul kıymetlerinden Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.'de elinde bulundurduğu payların tamamını sattığı görülmektedir. Bunun yanında, şirketin yatırımlarından olan Penta Teknolojik Ürünleri Dağ. Tic. A.Ş.'den ve Flo Mağazacılık ve Paz. A.Ş.'den temettü geliri elde ettiği görülmektedir. Yani, şirket portföy şirket satışı ve temettü gelirlerinden 20.134.271 TL hasılat elde etmesine rağmen, bu dönemde finansal yatırımlarının değer düşüşünden kaynaklı giderlerinin ve finansman giderlerinin çok yüksek oluşması neticesinde 682.911.538 TL tutarında ve hasılatının çok üzerinde bir dönem zararı açıklamış ve bu durum şirketin net kâr marjını olumsuz yönde etkilemiştir.

Şirketin %12.706,58 ile en yüksek net kâr marjını elde ettiği 2017 yılı ele alındığında ve şirketin bağımsız denetimden geçmiş 2017 yılı faaliyet raporu incelendiğinde; portföy şirketlerinden Makina Takım Endüstrisi A.Ş.'ye ait elinde bulundurduğu paylardan bir kısmını likidite sağlayıcılık kapsamında Borsa İstanbul'da sattığı ve şirketin yatırımlarından olan Penta Teknolojik Ürünleri Dağ. Tic. A.Ş.'den temettü geliri elde ettiği görülmektedir. Yani, şirket portföy şirket satışı ve temettü gelirlerinden 15.661.744 TL hasılat elde etmiştir. Ayrıca bu dönemde finansal yatırımlarının değer artışından kaynaklı gelirlerinin yüksek oluşması neticesinde 1.990.071.873 TL tutarında ve elde ettiği hasılatın çok üzerinde bir dönem kârı açıklayan şirketin net kâr marjı oranı da olumlu yönde etkilenmiştir.

2.6.2. Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Çalışmamızdaki mali oranların hesaplanması için esas teşkil eden HEDEF GSYO şirketine ait 2016-2021 yıllarına ait finansal kalemler aşağıdaki Tablo 21'de sunulmaktadır.

Tablo 21. Hedef GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Kalemler

(HEDEF) FİNANSAL KALEMLER	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Toplam Dönen Varlıklar	22.970.368	16.183.336	32.326.407	55.057.755	139.792.849	188.581.021
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	54.529	54.295	139.172	464.703	656.188	695.149
Nakit ve Nakit Benzerleri	5.665.393	3.371.097	26.458.988	21.441.192	24.944.289	13.131.634
Gayrimenkul Projeleri Kapsamında Açılan Nakit Hesapları	0	0	0	0	0	0
Finansal Yatırımlar	17.171.527	11.340.060	5.085.103	32.862.461	110.610.666	157.341.428
Hasılat	35.766.721	81.074.552	25.063.533	30.117.344	263.115.970	18.980.722
Finans Sektörü Faaliyetleri Hasılatı	0	0	0	0	0	0
Toplam Özkaynaklar	32.564.965	70.215.869	103.522.981	134.089.943	393.648.702	511.778.259
Toplam Varlıklar	32.636.765	70.331.335	103.758.573	135.541.896	395.211.734	513.292.076
Toplam Yükümlülükler	71.800	115.466	235.592	1.451.953	1.563.032	1.513.817
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	17.271	61.171	96.420	987.250	906.844	818.668
Dönem Kârı (Zararı)	1.523.933	37.978.632	1.695.895	30.573.186	259.549.347	19.712.820
Brüt Kâr (Zarar)	2.539.209	39.376.280	2.704.747	30.117.344	263.115.970	18.980.722

Hedef GSYO şirketinin 2016-2021 yıllarına ait finansal kalemleri temel alınarak 10 adet finansal oran hesaplanmış olup, aşağıdaki Tablo 22'de sunulmaktadır.

Tablo 22. Hedef GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Oranlar

(HEDEF)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CO	421,2505	298,0631	232,2767	118,4794	213,0378	271,2814
NO	418,8032	270,9487	226,6554	116,8567	206,5794	245,2324
ÖDH	1,1176	1,5776	0,2885	0,2535	0,9971	0,0419
ADH	1,1154	1,5748	0,2879	0,2517	0,9915	0,0418
FKO (%)	0,22	0,16	0,23	1,07	0,40	0,29
KVY/V (%)	0,17	0,08	0,13	0,34	0,17	0,14
UVY/V (%)	0,05	0,09	0,09	0,73	0,23	0,16
AK (%)	4,75	73,77	1,95	25,55	97,80	4,34
BKM (%)	7,10	48,57	10,79	100,00	100,00	100,00
NKM (%)	4,26	46,84	6,77	101,51	98,64	103,86

Tablo 23. Hedef GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Oranların İstatistiki Değerleri

(HEDEF)	Minimum Değer	Maksimum Değer	Ortalama Değer	Medyan (Ortanca)	Standart Sapma
CO	118,4794	421,2505	259,0648	251,7790	100,5730
NO	116,8567	418,8032	247,5126	235,9439	99,0721
ÖDH	0,0419	1,5776	0,7127	0,6428	0,6056
ADH	0,0418	1,5748	0,7105	0,6397	0,6043
FKO (%)	0,16	1,07	0,40	0,26	0,34
KVY/V (%)	0,08	0,34	0,17	0,15	0,09
UVY/V (%)	0,05	0,73	0,23	0,13	0,25
AK (%)	1,95	97,80	34,69	15,15	41,19
BKM (%)	7,10	100,00	61,08	74,28	45,04
NKM (%)	4,26	103,86	60,31	72,74	47,44

Şirketin cari oranları incelenecek olursa; minimum değerinin 2019 yılındaki 118,4794 (2019 yılı sektör ortalaması: 25,98) ve maksimum değerinin 2016 yılında gerçekleşen 421,2505 (2016 yılı sektör ortalaması: 108,96) olduğu görülmektedir. Cari oran medyan değerinin 251,7790 olduğu ve ortalama değerinin ise 259,0648 olduğu görülmektedir.

Bu oranın genel itibariyle 2 olması, gelişmekte olan ülkelerde ise 1,5 olması yeterli iken ve aynı zamanda 2016-2021 yılları sektör ortalaması değeri 105,37 iken, Hedef şirketinin cari oranlarının yukarıda bahsedilen değerlerin çok üstüne çıktığı görülmektedir. Bu durum şirketin borç ödeme potansiyelinin çok yüksek olduğunu göstermekle birlikte, oranın gereğinden fazla yüksek olması Hedef şirketinin atıl kaynak

bulundurduğunu, kaynaklarını aktif ve verimli bir şekilde yönetemediğini göstermektedir.

Şirketin kısa vadeli finansal yatırım kalemlerinin hisse senetleri, kamu ve özel kesim tahvilleri ile serbest fonlardan oluştuğu ve bu kalemlerin yıllar itibariyle çok iyi yönetilmesi sonucunda şirketin çok büyük gelir elde ettiği görülmektedir. Hedef şirketinin özellikle finansal yatırımlarının etkisiyle 2016-2021 yılları arasındaki dönen varlıklar kaleminin çok yüksek bir değere ulaştığı, buna karşılık ilgili yıllar arasındaki kısa vadeli yükümlülükler kaleminin çok düşük kaldığı görülmektedir. Bu durum şirketin cari oranının çok yüksek çıkmasına neden olmaktadır. Buna göre; şirketin kısa vadeli finansmanını dönen varlıkları ile karşıladığı söylenebilir.

Örneğin; cari oran değerinin en yüksek olduğu 2016 yılındaki, şirketin bağımsız denetimden geçmiş faaliyet raporunda, kısa vadeli finansal yatırımlarından elde ettiği 17.171.527 TL gelirin de etkisiyle dönen varlıklar toplamının 22.970.368 TL olduğu görülmektedir. Buna karşılık kısa vadeli yükümlüklerinin toplam değeri ise sadece 54.529 TL'dir.

Nakit oranı yönünden incelendiğinde ise; Hedef'in minimum değerinin 2019 yılındaki 116,8567 (2019 yılı sektör ortalaması: 24,75) ve maksimum değerinin 2016 yılında gerçekleşen 418,8032 (2016 yılı sektör ortalaması: 106,71) olduğu görülmektedir. Nakit oranı ortanca değerinin 235,9439 olduğu ve ortalama değerinin de 247,5126 olduğu görülmektedir.

Bu oranın genel itibariyle 0,20'nin altında kalmaması beklenmekteyken ve aynı zamanda 2016-2021 yılları sektör ortalaması değeri 58,53 iken, Hedef şirketinin yıllar itibariyle nakit oranı değerlerinin tıpkı cari oranda olduğu gibi çok yüksek çıktığı görülmektedir.

Bu durum şirketin nakit akışı konusunda herhangi bir sıkıntı yaşamadığını ve kredi kullanma gereksinimi duymadığını göstermektedir. Hedef şirketinin yıllar itibariyle kısa vadeli yükümlülükleri incelendiğinde de tutarlarının çok az olduğu görülmektedir ki bu da kredi kullanma gereksinimi duymadığını teyit etmektedir.

Ancak oranın çok yüksek çıkması, Hedef şirketinin bankalarda ve nakit olarak elinde bulundurduğu yüksek miktarda tutar ile kısa vadeli finansal yatırım kalemlerinden

elde ettiği gelirin yüksek olması sebebiyle nakit fazlalığının olduğunu ve elde ettiği nakdi etkin bir şekilde kullanamayıp atıl olarak tuttuğunu ifade etmektedir.

Nakit oranı değerinin en yüksek olduğu 2016 yılındaki, şirketin bağımsız denetimden geçmiş faaliyet raporunda nakit ve nakit benzerleri kaleminin 5.665.393 TL, finansal yatırımlar kaleminin ise 17.171.527 TL olduğu görülmektedir. Şirketin dönen varlıklar toplamının 22.970.368 TL olduğu düşünüldüğünde, dönen varlıklarının %99,42'sini bu iki kalemin oluşturduğu görülmektedir. Aynı dönemdeki kısa vadeli yükümlülükler kaleminin de 54.529 TL gibi çok küçük bir değeri ifade etmesi şirketin nakit oranını çok yukarıya taşımaktadır.

Özkaynak devir hızı yönünden incelenecek olursa; şirketin minimum değerinin 0,0419 ile 2021 yılında (2021 yılı sektör ortalaması: 0,09) ve maksimum değerinin 1,5776 ile 2017 yılında (2017 yılı sektör ortalaması: 0,34) olduğu görülmektedir. Özkaynak devir hızı ortanca değerinin 0,6428 olduğu ve ortalama değerinin de 0,7127 olduğu görülmektedir.

Bu oran için genel anlamda kabul edilen belli bir değer olmadığından, ilgili oranın sektör ortalamaları ile karşılaştırılıp bir sonuca bağlanması gerekmektedir. Bu bağlamda GSYO sektörü 2016-2021 yılları ortalaması 0,19 baz alındığında, Hedef şirketinin 2016-2020 yılları arasındaki tüm değerleri sektör ortalamasının üstünde yer alırken, sadece 2021 yılında sektör ortalamasının altında bir değer elde edildiği görülmektedir.

Yıllık özkaynak devir hızı sektör ortalamaları ile Hedef'in özkaynak devir hızı değerleri karşılaştırıldığında;

2016 yılı sektör ortalaması 0,13 iken Hedef'in 1,1176 değere sahip olduğu, 2017 sektör ortalaması 0,34 iken Hedef'in 1,5776 değere sahip olduğu, 2018 yılı sektör ortalaması 0,28 iken Hedef'in 0,2885 değere sahip olduğu, 2019 yılı sektör ortalaması 0,10 iken Hedef'in 0,2535 değere sahip olduğu, 2020 yılı sektör ortalaması 0,30 iken Hedef'in 0,9971 ve 2021 yılı sektör ortalaması 0,09 iken Hedef'in 0,0419 değere sahip olduğu görülmektedir.

Bu durum; Hedef'in sahip olduğu özkaynaklarını sektörel bazda ekonomik ve verimli bir şekilde kullandığını göstermektedir.

Özkaynak devir hızı değerinin en yüksek oluştuğu 2017 yılındaki, şirketin bağımsız denetimden geçmiş faaliyet raporunda; Hedef'in özkaynaklarını oluşturan kalemleri incelendiğinde en büyük artışın net dönem kârında yaşandığı görülmektedir. Şirket; 2016 yılında 1.523.933 TL olan net dönem kârını yaklaşık 25 kat artırarak 2017 yılında 37.978.632 TL net dönem kârı elde etmiştir. Buna bağlı olarak toplam özkaynakları da 2016 yılı toplam özkaynaklar tutarı olan 32.564.965 TL'nin yaklaşık 2,2 katı artarak 2017 yılında 70.215.869 TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirketin 2016 yılı hasılat kalemi 35.766.721 TL iken, şirketin yatırım işletmesi olması nedeniyle, iştirak ettiği şirketlerin, satın almış olduğu hisse senetlerinin, tahvillerinin ve fonlarının gerçeğe uygun değer farklarının da hasılat kaleminin altında gösterilmesinden kaynaklı olarak 2017 yılında; özel kesim ve devlet tahvili ile hisse senetlerinin gerçeğe uygun değerleme geliri ve finansal yatırımlarının değer artış gelirlerinin toplamı olan 34.880.798 TL hasılat kaleminin içinde yer almaktadır. Ayrıca, hisse senetleri satışından 16.929.662 TL, özel kesim ve devlet tahvili satışından 30.026.000 TL, hisse senetleri temettü gelirlerinden 59.522 TL ile yatırım fonları gerçeğe uygun değerleme gideri 821.430 TL olmak üzere; 2017 yılında toplam 81.074.552 TL hasılat elde etmiş olup, 2016 yılının yaklaşık olarak 2,3 katı hasılat elde etmiştir.

Buna göre; şirketin 2017 yılındaki hasılat ve özkaynaklar kalemlerinde gerçekleştirdiği büyük değer artışlarıyla özkaynak devir hızının, incelenen dönemler arasında en yüksek değere ulaştığı görülmektedir. Bu değerin oluşmasında en büyük etken; 2017 yılındaki hasılat kaleminin, 2016 ve 2017 yılları özkaynaklar kalemlerinin ortalamasından da yüksek bir değere ulaşmasıdır.

Şirketin özkaynak devir hızının incelenen yıllar arasında en düşük kaldığı, 2021 yılı sektör ortalaması 0,09 iken 0,0419 değere sahip olduğu 2021 yılındaki, şirketin bağımsız denetimden geçmiş faaliyet raporunda Hedef'in özkaynaklarını oluşturan kalemler incelendiğinde;

Şirket 27.10.2020 tarihli yönetim kararına istinaden tamamı nakden karşılanmak üzere sermayesini %200 oranında 140.000.000 TL artırarak, 2020 yılı sonunda 70.000.000 TL olan ödenmiş sermaye kalemini 2021 yılında 210.000.000 TL'ye çıkarmıştır.

Ardından, 19.04.2021 tarihli yönetim kuruluna istinaden 2020 yılı dönem kârından karşılanmak üzere 75.000.000 TL daha artırarak 2021 yılı ödenmiş sermaye kalemini 285.000.000 TL'ye çıkarmıştır.

Ayrıca, 2020 yılında elde ettiği 259.549.347 TL dönem net kârı, 2021 yılında geçmiş yıllar kârları kalemine 242.992.271 TL olarak yansımıştır. Bunlara ek olarak; 2021 yılında da 19.712.820 TL dönem net kârı açıklayan şirketin toplam özkaynakları 2020 yılına göre %130 artış göstererek 2021 yılında 511.778.259 TL'ye yükselmiştir.

Şirketin özkaynaklarındaki bu büyük artış karşısında, hasılat kalemi 2020 yılındaki 263.115.970 TL'nin sadece %7,21'i kadar gerçekleşerek 18.980.722 TL'de kalmıştır. Bu da 2021 yılında şirketin özkaynak devir hızının sektör ortalamasının altında kalmasına sebep olmuştur.

Aktif devir hızı yönünden inceleyecek olursak; şirketin minimum değerinin 0,0418 ile 2021 yılında (2021 yılı sektör ortalaması: 0,08) ve maksimum değerinin 1,5748 ile 2017 yılında (2017 yılı sektör ortalaması: 0,33) olduğu görülmektedir. Aktif devir hızı ortanca değerinin 0,6397 olduğu ve ortalama değerinin de 0,7105 olduğu görülmektedir.

Şirketin özkaynak devir hızı değerleri ile aktif devir hızı değerlerinin, yıllar itibariyle birbirlerine çok yakın olduğu görülmektedir. Bahsedilen iki devir hızını da hesaplarken kullanılan hasılat kalemi sabit kaldığından, şirketin özkaynak devir hızını hesaplarken kullanılan toplam özkaynaklar kaleminin, aktif devir hızını hesaplarken kullanılan toplam varlıklar kalemine oranının incelenen tüm yıllarda 1 olarak elde edilmesi, şirketin çok risk almadığını ve tutucu bir borçlanma politikası izlediğini ifade etmektedir.

Bu oranın genel itibariyle 1,5 olması işletme için yeterli düzeyde iş yaptığı anlamına gelirken, 2 veya üzerinde olması işletme için durumlarının oldukça iyi olduğu anlamına gelir. Ancak bu oranın sektörler itibariyle değiştiği görülmektedir. Bu bağlamda GSYO sektörü 2016-2021 yılları ortalaması 0,19 baz alındığında, Hedef şirketinin aktif devir hızı değerinin 2016-2020 yılları arasında sektör ortalamasının üstünde olduğu, sadece 2021 yılında 0,0418 oran ile sektör ortalamasının altında bir değer elde ettiği söylenebilir. Buna göre şirketin faaliyet gösterdiği sektör bazında durumunun iyi olduğu yorumu yapılabilir.

Şirketin aktif devir hızının 2016-2021 yılları sektör ortalamasının altında kaldığı 2021 yılındaki, şirketin bağımsız denetimden geçmiş faaliyet raporunda Hedef'in toplam varlıklarını oluşturan kalemleri incelendiğinde;

Şirketin kısa vadeli finansal yatırımlar kaleminin 2020 yılına göre %142 artarak 157.341.428 TL olarak, uzun vadeli finansal yatırımlar kaleminin ise 2020 yılına göre %127 artarak 323.546.830 TL olarak gerçekleşmesi şirketin toplam varlıklarının 2020 yılına göre %130 artarak 513.292.076 TL'ye ulaşmasını sağlamıştır.

Şirketin toplam varlıklarındaki artış karşısında, hasılat kalemi 2020 yılındaki 263.115.970 TL'nin sadece %7,21'i kadar gerçekleşerek 18.980.722 TL'de kalmıştır. Bu durum şirketin 2021 yılı aktif devir hızının 2016-2021 yılları sektör ortalamasının altında kalmasına sebep olmuştur.

Finansal kaldıraç oranı yönünden incelendiğinde; şirketin minimum değerinin %0,16 ile 2017 yılında (2017 yılı sektör ortalaması: %13,73) ve maksimum değerinin %1,07 ile 2019 yılında (2019 yılı sektör ortalaması: %16,69) olduğu görülmektedir. Finansal kaldıraç oranı ortanca değerinin %0,26 olduğu ve ortalama değerinin de %0,40 olduğu görülmektedir.

Bu oranın genel itibariyle batılı ülkelerde %50'nin altında çıkması istenirken, ülkemizin de bulunduğu gelişmekte olan ekonomilerde %60 ve biraz üzerinde olması olumlu karşılanmaktadır. Hedef şirketinin finansal kaldıraç oranları 2016-2021 yılları arasında %50'nin çok altında bir seyir göstermektedir. Bu durumu sektör ortalamalarına göre değerlendirmek daha doğru olacağından, finansal kaldıraç oranının yıl bazında sektör ortalamaları ile Hedef'in finansal kaldıraç oranları karşılaştırıldığında;

2016 yılı sektör ortalaması %16,03 iken Hedef'in %0,22 orana sahip olduğu, 2017 sektör ortalaması %13,73 iken Hedef'in %0,16 orana sahip olduğu, 2018 yılı sektör ortalaması %15,20 iken Hedef'in %0,23 orana sahip olduğu, 2019 yılı sektör ortalaması %16,69 iken Hedef'in %1,07 orana sahip olduğu, 2020 yılı sektör ortalaması %11,00 iken Hedef'in %0,40 ve 2021 yılı sektör ortalaması %2,97 iken Hedef'in %0,29 orana sahip olduğu görülmektedir. Bu durumda, şirketin finansal kaldıraç oranlarının yıllar itibariyle de sektör bazında ortalamanın altında kaldığı ifade edilebilir. Bu durumun temel sebebi şirketin hem kısa hem de uzun vadeli olmak üzere; toplam yükümlülüklerinin toplam

varlıklarının çok altında kalmasıdır. Şirketin çok az risk aldığı ve borçlanma politikasının çok muhafazakâr olduğundan bahsedilebilir. Bu durum hem şirket için hem de şirkete kredi tahsis edenler için olumlu olup, işletmenin borçları ile kredi faizlerini çok rahat bir şekilde ödeyebileceğini ifade etmektedir.

Kısa vadeli yükümlülüklerin varlıklara oranını incelendiğinde, şirketin minimum değerinin %0,08 ile 2017 yılında (2017 yılı sektör ortalaması: %4,16) ve maksimum değerinin %0,34 ile 2019 yılında (2019 yılı sektör ortalaması: %13,34) olduğu görülmektedir. Kısa vadeli yükümlülüklerin varlıklara oranı ortanca değerinin %0,15 olduğu ve ortalama değerinin de %0,17 olduğu görülmektedir.

Bu oranın 1/3'ü (%33) geçmemesi genel kabul görmüş bir standart iken ilgili oran ülkemizde daha yüksek çıkmaktadır. Hedef şirketinde ilgili oran 2016-2021 yılları arasında %33'ün çok altında kalmış olup, incelenen yıllar itibariyle sektör ortalamalarının da çok altında seyretmektedir. Yukarıda, finansal kaldıraç oranı ile ilgili yapılan yorumlardan hareketle, şirketin kısa vadeli borçlarını ve kredi yükümlülüklerini çok rahat bir şekilde karşılayabileceğinden söz edilebilir.

Uzun vadeli yükümlülüklerin varlıklara oranı incelendiğinde, şirketin minimum değerinin %0,05 ile 2016 yılında (2016 yılı sektör ortalaması: %0,39) ve maksimum değerinin %0,73 ile 2019 yılında (2019 yılı sektör ortalaması: %0,30) olduğu görülmektedir. Uzun vadeli yükümlülüklerin varlıklara oranı ortanca değerinin %0,13 olduğu ve ortalama değerinin de %0,23 olduğu görülmektedir.

Bu oranın ülkemizde 1/6 (%17) olması normal olarak değerlendirilmektedir. Hedef şirketinde ilgili oran 2016-2021 yılları arasında %17'nin çok altında kalmıştır. İncelenen yıllar itibariyle de sektör ortalamalarına yakın değerler elde edilmiş olup, şirketin uzun vadeli borçlarını ve kredi yükümlülüklerini ödemede herhangi bir sıkıntı yaşamayacağından bahsedilebilir.

Aktif kârlılığı yönünden incelendiğinde, şirketin minimum değerinin %1,95 ile 2018 yılında (2018 yılı sektör ortalaması: %-4,93) ve maksimum değerinin %97,80 ile 2020 yılında (2020 yılı sektör ortalaması: %38,81) olduğu görülmektedir. Aktif kârlılığı ortanca değerinin %15,15 olduğu ve ortalama değerinin de %34,69 olduğu görülmektedir.

Finans teorisyenlerine göre aktif kârlılığı oranının %5'in altına düşmemesi gerekmektedir. Hedef şirketinde ilgili oran 2016-2021 yılları arasında dalgalı bir seyir izlemiştir. Şirket %1,95 ile en düşük aktif kârlılığı oranına sahip olduğu 2018 yılında bile sektör ortalaması olan %-4,93'ten daha iyi bir orana sahiptir.

Şirketin 2018 yılı hasılat rakamı 25.063.533 TL olmasına rağmen, bağımsız denetimden geçmiş 2018 yılı faaliyet raporu incelendiğinde; satışların maliyetinin hasılata oranının %89,21 olması brüt kâr rakamının çok düşük kalmasına ve buna bağlı olarak da dönem net kârının 1.695.895 TL ile şirketin toplam varlıklarına kıyasla çok düşük oluşmasına sebep olduğu görülmektedir. Bu da şirketin 2018 yılı aktif kârlılığını olumsuz yönde etkilemiştir.

Şirketin bağımsız denetimden geçmiş 2020 yılı faaliyet raporu incelendiğinde; şirketin hasılat rakamını 2019 yılına göre %873,64 artırarak 263.115.970 TL hasılat elde ettiği ve buna bağlı olarak da dönem net kârını 259.549.347 TL açıkladığı görülmektedir. Yaşanan bu durumun Hedef'in aktif kârlılığını olumlu yönde etkilediği ve %97,80 oranıyla incelenen yıllar itibariyle en yüksek aktif kârlılığına ulaştığı izlenmektedir.

Brüt kâr marjı yönünden incelendiğinde; şirketin minimum değerinin %7,10 ile 2016 yılında (2016 yılı sektör ortalaması: %24,12) ve maksimum değerinin %100,00 ile 2019, 2020 ve 2021 yıllarında yaşandığı görülmektedir. Brüt kâr marjı ortanca değerinin %74,28 olduğu ve ortalama değerinin de %61,08 olduğu görülmektedir.

Bu oranın yüksek çıkması ya da yükselme eğilimi göstermesi arzu edilir ki oluşan brüt satış kârından faaliyet giderleri düşüldüğünde yeterli bir faaliyet kârı oluşturabilsin. Hedef'in brüt kâr marjının da 2018 yılından itibaren yükseliş trendine girdiği görülmektedir. 2018 yılında %10,79 olarak gerçekleşen brüt kâr marjı; 2019, 2020 ve 2021 yıllarında %100 olarak gerçekleşmiştir. Son üç yıldaki oranın %100 gerçekleşmesinin altında yatan sebep; şirketin bu yıllarda gerçekleştirdiği hasılata karşılık, satışların maliyeti kaleminin sıfır olmasıdır. Bu durumda şirketin hasılat tutarı kadar brüt kâr tutarı oluşmaktadır.

İncelenen yıllar arasında brüt kâr marjının %7,10 ile en düşük olduğu 2016 senesindeki bağımsız denetimden geçmiş faaliyet raporunda, şirketin hasılat tutarının 35.766.721 TL olarak gerçekleştiği, buna karşılık satışların maliyetinin, hasılatın

%92,90'ı olarak 33.227.512 TL gerçekleştiği görülmektedir. Sonuç olarak; şirketin brüt kârı 2.539.209 TL ile çok düşük gerçekleşmekte ve brüt kâr marjını olumsuz etkilemektedir.

Net kâr marjı yönünden bakılacak olursa, şirketin minimum değerinin %4,26 ile 2016 yılında (2016 yılı sektör ortalaması: %-227,37) ve maksimum değerinin %103,86 ile 2021 yılında (2021 yılı sektör ortalaması: %4.290,71) olduğu görülmektedir. Net kâr marjı ortanca değerinin %72,74 olduğu ve ortalama değerinin de %60,31 olduğu görülmektedir.

Bu oranın yüksek çıkması arzu edilmektedir. Hedef'in de hasılat ve dönem kârı kalemlerindeki rakamların dalgalanmaları sonucunda 2016-2018 yılları arasında pozitif olmasına rağmen dalgalı bir seyir halinde olan net kâr marjı oranı, 2019-2021 yılları arasında yine pozitif ve yüksek oranlı olarak istikrarlı bir seyir yakalamıştır. Bu istikrarda, yukarıda brüt kâr marjında da bahsettiğimiz üzere 2019-2021 yılları arasında satışların maliyeti kaleminin sıfır olmasının büyük etkisi bulunmaktadır.

Şöyle ki; 2019-2021 yılları arasındaki hasılat rakamı brüt kâr rakamına eşit olduğundan sadece faaliyet giderlerindeki ufak değişimler dışında değişikliğe neden olacak başka bir kalem olmadığından, bu durumun da dönem kârına etkisi sınırlı kalmakta ve net kâr marjını stabil kılmaktadır.

2.6.3. Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Çalışmamızdaki mali oranların hesaplanması için esas teşkil eden HUB GSYO şirketine ait 2016-2021 yıllarına ait finansal kalemler aşağıdaki Tablo 24'te sunulmaktadır.

Tablo 24. Hub GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Kalemler

(HUB) FİNANSAL KALEMLER	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Toplam Dönen Varlıklar	12.157.667	9.844.311	9.750.481	2.204.290	5.209.925	4.503.021
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	31.591	22.356	15.722	1.802.086	510.739	629.268
Nakit ve Nakit Benzerleri	9.792.794	8.596.935	3.364.263	424.453	5.052.172	3.738.961
Gayrimenkul Projeleri Kapsamında Açılan Nakit Hesapları	0	0	0	0	0	0
Finansal Yatırımlar	1.977.218	0	0	0	0	0
Hasılat	1.088.635	-492.827	118.251	96.625	2.655.265	649.861
Finans Sektörü Faaliyetleri Hasılatı	0	0	0	0	0	0
Toplam Özkaynaklar	23.856.572	18.165.049	41.890.832	50.436.848	85.036.836	200.713.857
Toplam Varlıklar	23.899.342	18.201.188	41.906.554	52.240.540	85.618.006	201.418.371
Toplam Yükümlülükler	42.770	36.139	15.722	1.803.692	581.170	704.514
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	11.179	13.783	0	1.606	70.431	75.246
Dönem Kârı (Zararı)	1.105.136	-5.699.003	23.725.783	6.796.667	26.236.358	107.665.759
Brüt Kâr (Zarar)	1.088.635	-6.059.811	118.251	96.625	2.655.265	-1.428.389

HUB GSYO şirketinin 2016-2021 yıllarına ait finansal kalemleri temel alınarak 10 adet finansal oran hesaplanmış olup, aşağıdaki Tablo 25'te sunulmaktadır.

Tablo 25. Hub GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Oranlar

(HUB)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CO	384,8459	440,3431	620,1807	1,2232	10,2008	7,1560
NO	372,5748	384,5471	213,9844	0,2355	9,8919	5,9418
ÖDH	0,0469	-0,0235	0,0039	0,0021	0,0392	0,0045
ADH	0,0467	-0,0234	0,0039	0,0021	0,0385	0,0045
FKO (%)	0,18	0,20	0,04	3,45	0,68	0,35
KVY/V (%)	0,13	0,12	0,04	3,45	0,60	0,31
UVY/V (%)	0,047	0,076	0,00	0,003	0,082	0,037
AK (%)	4,75	-27,07	78,94	14,44	38,06	75,02
BKM (%)	100,00	-	100,00	100,00	100,00	-219,80
NKM (%)	101,52	-	20.063,92	7.034,07	988,09	16.567,51

Tablo 26. Hub GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Oranların İstatistiki Değerleri

(HUB)	Minimum Değer	Maksimum Değer	Ortalama Değer	Medyan (Ortanca)	Standart Sapma
CO	1,2232	620,1807	243,9916	197,5233	271,8815
NO	0,2355	384,5471	164,5293	111,9382	184,4949
ÖDH	-0,0235	0,0469	0,0122	0,0042	0,0262
ADH	-0,0234	0,0467	0,0121	0,0042	0,0260
FKO (%)	0,04	3,45	0,82	0,27	1,31
KVY/V (%)	0,04	3,45	0,78	0,22	1,33
UVY/V (%)	0,003	0,082	0,05	0,05	0,03
AK (%)	-27,07	78,94	30,69	26,25	41,53
BKM (%)	-219,80	100,00	36,04	100,00	143,02
NKM (%)	101,52	20.063,92	8.951,02	7.034,07	9.040,24

Şirketin cari oranları incelendiğinde; minimum değerinin 2019 yılındaki 1,2232 (2019 yılı sektör ortalaması: 25,98) ve maksimum değerinin 2018 yılında gerçekleşen 620,1807 (2018 yılı sektör ortalaması: 318,45) olduğu görülmektedir. Cari oran medyan değerinin 197,5233 olduğu ve ortalama değerinin ise 243,9916 olduğu görülmektedir.

Bu oranın genel itibariyle 2 olması, gelişmekte olan ülkelerde ise 1,5 olması yeterli iken ve aynı zamanda 2016-2021 yılları sektör ortalaması değeri 105,37 iken, Hub şirketinin cari oranlarının 2016-2018 yılları arasında yukarıda bahsedilen değerlerin çok üstüne çıktığı görülmektedir. Bu durumun ana sebebi olarak şirketin ilgili yıllarda kısa vadeli yükümlülüklerinin yok denecek kadar az olması, buna karşılık dönen varlıklarının ise nakit ve nakit benzerleri, ilişkili taraflardan diğer alacaklar ve finansal yatırımlar kalemlerinin etkisiyle yüksek değerlere ulaşması olarak değerlendirilebilir. Bu durum 2016-2018 yılları arasında şirketin borç ödeme potansiyelinin çok yüksek olduğunu göstermekle birlikte, oranın gereğinden fazla yüksek olması Hub şirketinin atıl kaynak bulundurduğunu, kaynaklarını aktif ve verimli bir şekilde yönetemediğini göstermektedir.

2019-2021 yılları arasında ise şirketin kısa vadeli yükümlüklerinin önceki üç yıla göre arttığı izlenmektedir, buna karşılık şirketin dönen varlıklar kalemindeki değerlerin önceki üç yıla göre azaldığı görülmektedir. Şirketin duran varlıklar kaleminde bulunan uzun vadeli finansal yatırımlar kaleminin ise büyük artış gösterdiği göz önünde bulundurulduğunda; Hub şirketinin 2019-2021 yılları arasında yine borç ödeme

potansiyelinin yüksek olduğu söylenebilir. Buna karşılık cari oran değerlerinin olumlu ve pozitif olmasının yanında aşırı yüksek olmaması da kaynaklarını aktif ve verimli bir şekilde kullanmaya başladığını ifade etmektedir. Uzun vadeli finansal yatırımlar kaleminin de bahsedilen üç yıllık süreçte büyük artış göstermesi bu durumu kanıtlar niteliktedir.

Şirketin bağımsız denetimden geçmiş faaliyet raporlarına bakıldığında, bu durum net bir şekilde görülmektedir. Şirketin %100 sahiplik ile elinde bulundurduğu şirketin gerçeğe uygun değeri her sene artmakla birlikte, farklı oranlarda azınlık paylarına sahip olduğu erken aşama girişim şirketlerinin de hem sayıları hem de gerçeğe uygun değerleri her geçen sene artış göstermektedir. Buna göre; uzun vadeli finansal yatırımları yıllar itibariyle aşağıdaki şekilde gerçekleşmiştir.

- 2016 yılında 11.149.628 TL
- 2017 yılında 8.355.917 TL
- 2018 yılında 32.156.000 TL
- 2019 yılında 50.036.250 TL
- 2020 yılında 80.161.000 TL
- 2021 yılında 196.653.789 TL

Nakit oranı yönünden incelendiğinde ise; Hub şirketinin minimum değerinin 2019 yılındaki 0,2355 (2019 yılı sektör ortalaması: 24,75) ve maksimum değerinin 2017 yılında gerçekleşen 384,5471 (2017 yılı sektör ortalaması: 48,36) olduğu görülmektedir. Nakit oranı medyan değerinin 111,9382 olduğu ve ortalama değerinin de 164,5293 olduğu görülmektedir.

Bu oranın genel itibariyle 0,20'nin altında kalmaması beklenmekteyken ve aynı zamanda 2016-2021 yılları sektör ortalaması değeri 58,53 iken, Hub şirketinin 2016-2018 yılları arasındaki nakit oranlarının tıpkı cari oranda olduğu gibi çok yüksek çıktığı görülmektedir. Buna göre; şirketin nakit akışı konusunda problemi olmadığını ve kredi kullanma ihtiyacı duymadığı söylenebilir. Zaten bahsedilen üç yıllık süreçte kısa vadeli yükümlükleri çok düşük seviyelerdedir.

Ayrıca, 2016-2018 yılları arasında oranın gereğinden fazla yüksek olması şirketin elindeki nakit fazlasını doğru yönetemediğini ifade etmektedir.

2019-2021 yılları arasında ise; 2019 yılında elde edilen 0,2355 nakit oranının, kabul edilen sınıra çok yakın olduğundan bahsedilebilir.

Nakit oranı değerinin en düşük olduğu 2019 yılındaki, şirketin bağımsız denetimden geçmiş faaliyet raporunda nakit ve nakit benzerleri kaleminin incelenen tüm yıllar içindeki en düşük değer olan 424.453 TL olduğu görülmektedir. Şirket sermaye artırımına istinaden 13.09.2019 tarihinde ilgili tarihteki ana ortakları olan M.V. Holding A.Ş.'den 1.750.000 TL ve Gedik Yatırım Holding A.Ş.'den 1.750.000 TL olmak üzere toplam 3.500.000 TL sermaye avansı almıştır. Ancak takip eden dönemde Gedik Yatırım Holding A.Ş.'nin paylarını dönem içerisinde satmış olmasından dolayı ilgili tutar diğer borçlar hesabına sınıflandırıldığından, aynı dönemdeki kısa vadeli yükümlülükler kaleminin de yine incelenen tüm yıllar içindeki en yüksek değer olan 1.802.086 TL olduğu görülmektedir. Bu durum nakit oranını olumsuz etkilemekte ve sınıra çok yakın gerçekleşmesine neden olmaktadır.

Özkaynak devir hızı yönünden incelenecek olursa; şirketin minimum değerinin -0,0235 ile 2017 yılında (2017 yılı sektör ortalaması: 0,34) ve maksimum değerinin 0,0469 ile 2016 yılında (2016 yılı sektör ortalaması: 0,13) olduğu görülmektedir. Özkaynak devir hızı medyan değerinin 0,0042 olduğu ve ortalama değerinin de 0,0122 olduğu görülmektedir.

Bu oran için genel anlamda kabul edilen belli bir değer olmadığından, ilgili oranın sektör ortalamaları ile karşılaştırılıp bir sonuca bağlanması gerekmektedir. Bu bağlamda GSYO sektörü 2016-2021 yılları ortalaması 0,19 baz alındığında, Hub şirketinin 2016-2021 yılları arasındaki tüm değerleri sektör ortalamasının altında kalmaktadır.

Yıllık özkaynak devir hızı sektör ortalamaları ile Hub'un özkaynak devir hızı değerleri karşılaştırıldığında;

2016 yılı sektör ortalaması 0,13 iken Hub'un 0,0469 değere sahip olduğu, 2017 sektör ortalaması 0,34 iken Hub'un -0,0235 değere sahip olduğu, 2018 yılı sektör ortalaması 0,28 iken Hub'un 0,0039 değere sahip olduğu, 2019 yılı sektör ortalaması 0,10 iken Hub'un 0,0021 değere sahip olduğu, 2020 yılı sektör ortalaması 0,30 iken Hub'un 0,0392 ve 2021 yılı sektör ortalaması 0,09 iken Hub'un 0,0045 değere sahip olduğu

görülmektedir. Bu durum, şirketin özkaynak devir hızının her yıl sektör ortalamasının altında kaldığını göstermektedir.

Şirketin özkaynakları 2017 yılında açıklanan 5.699.003 TL net dönem zararının etkisiyle azalmış olup, 2017 yılından 2021 yılına kadar sürekli yükselmiştir. Ancak şirketin hasılat kalemi ilgili yıllarda aynı performansı göstermediğinden özkaynak devir hızı düşük kalmış ve sektörün gerisine düşmüştür.

Özkaynak devir hızı değerinin en düşük oluştuğu 2017 yılındaki, şirketin bağımsız denetimden geçmiş faaliyet raporunda; Hub'un özkaynaklarını oluşturan kalemler incelendiğinde en büyük düşüşün net dönem zararından dolayı yaşandığı görülmektedir. Şirket; 2017 yılında 5.699.003 TL net dönem zararı açıklamıştır. Buna bağlı olarak 2017 yılı toplam özkaynakları 2016 yılının %76,14'ü olarak gerçekleşmiş ve 2016 yılında 23.856.572 TL tutarındaki özkaynak tutarı 2017 yılında 18.165.049 TL'ye gerilemiştir.

Şirketin 2017 yılı hasılat kalemi incelendiğinde ise özel kesim tahvil ve bonoları satışından 5.606.935 TL satış geliri elde ettiği görülmektedir. Ancak, şirketin yatırım işletmesi olması nedeniyle, iştirak ettiği şirketlerin, satın almış olduğu hisse senetlerinin, tahvillerinin ve fonlarının gerçeğe uygun değer farklarının da hasılat kaleminin altında gösterilmesinden kaynaklı olarak 2017 yılında; girişim sermayesi yatırımlarının gerçeğe uygun değerinde yaşanan 6.801.732 TL tutarındaki düşüş başta olmak üzere yaşanan diğer değer azalışlarına paralel olarak hasılat kalemi olumsuz etkilenmiş ve negatif oluşmuştur.

Buna göre; şirketin 2017 yılındaki hasılat ve özkaynaklar kalemlerinde yaşanan büyük değer azalışları, özkaynak devir hızının, incelenen dönemler arasında en düşük değere ulaşmasına neden olmuştur.

Aktif devir hızı yönünden incelendiğinde; şirketin minimum değerinin -0,0234 ile 2017 yılında (2017 yılı sektör ortalaması: 0,33) ve maksimum değerinin 0,0467 ile 2016 yılında (2016 yılı sektör ortalaması: 0,12) olduğu görülmektedir. Aktif devir hızı medyan değerinin 0,0042 olduğu ve ortalama değerinin de 0,0121 olduğu görülmektedir.

Şirketin özkaynak devir hızı değerleri ile aktif devir hızı değerlerinin, yıllar itibariyle birbirlerine çok yakın seyrettiği görülmektedir. Bahsedilen iki devir hızını da hesaplarken kullanılan hasılat kalemi sabit kaldığından, şirketin özkaynak devir hızını

hesaplarken kullanılan toplam özkaynaklar kaleminin, aktif devir hızını hesaplarken kullanılan toplam varlıklar kalemine oranının incelenen tüm yıllarda 1 olarak elde edilmesi, şirketin çok risk almadığını ve tutucu bir borçlanma politikası izlediğini ifade etmektedir. Yıllar itibariyle kısa ve uzun vadeli olmak üzere toplam yükümlülüklerinin de yüksek olmaması bu durumu doğrular niteliktedir.

Bu oranın genel itibariyle 1,5 olması işletme için yeterli düzeyde iş yaptığı anlamına gelirken, 2 veya üzerinde olması işletme için durumlarının oldukça iyi olduğu anlamına gelir. Ancak bu oranın sektörler itibariyle değiştiği görülmektedir. Bu bağlamda GSYO sektörü 2016-2021 yılları ortalaması 0,19 baz alındığında, Hub şirketinin aktif devir hızı değerinin incelenen tüm yıllarda sektör ortalamasının altında kaldığı görülmektedir. Buna göre şirketin faaliyet gösterdiği sektör bazında durumunun iyi olmadığı söylenebilir.

Şirketin toplam varlıklarının değeri 2017 yılından 2021 yılına kadar sürekli yükselmiştir. Ancak şirketin hasılat kalemi ilgili yıllarda aynı performansı göstermediğinden aktif devir hızı düşük kalmış ve sektörün gerisine düşmüştür.

Finansal kaldıraç oranı yönünden incelendiğinde; şirketin minimum değerinin %0,04 ile 2018 yılında (2018 yılı sektör ortalaması: %15,20) ve maksimum değerinin %3,45 ile 2019 yılında (2019 yılı sektör ortalaması: %16,69) olduğu görülmektedir. Finansal kaldıraç oranı ortanca değerinin %0,27 olduğu ve ortalama değerinin de %0,82 olduğu görülmektedir.

Bu oranın genel itibariyle batılı ülkelerde %50'nin altında çıkması istenirken, ülkemizin de bulunduğu gelişmekte olan ekonomilerde %60 ve biraz üzerinde olması olumlu karşılanmaktadır. Hub şirketinin finansal kaldıraç oranları 2016-2021 yılları arasında %50'nin çok altında bir seyir göstermektedir. Bu durumu sektör ortalamalarına göre değerlendirmek daha doğru olacağından, finansal kaldıraç oranının yıl bazında sektör ortalamaları ile Hub şirketinin finansal kaldıraç oranları karşılaştırıldığında;

2016 yılı sektör ortalaması %16,03 iken Hub'un %0,18 orana sahip olduğu, 2017 sektör ortalaması %13,73 iken Hub'un %0,20 orana sahip olduğu, 2018 yılı sektör ortalaması %15,20 iken Hub'un %0,04 orana sahip olduğu, 2019 yılı sektör ortalaması %16,69 iken Hub'un %3,45 orana sahip olduğu, 2020 yılı sektör ortalaması %11,00 iken

Hub'un %0,68 ve 2021 yılı sektör ortalaması %2,97 iken Hub'un %0,35 orana sahip olduğu görülmektedir. Bu durumda, şirketin finansal kaldıraç oranlarının yıllar itibariyle de sektör bazında ortalamanın altında kaldığı ifade edilebilir. Bu durumun temel sebebi şirketin hem kısa hem de uzun vadeli olmak üzere; toplam yükümlülüklerinin toplam varlıklarının çok altında kalmasıdır. Şirketin çok az risk aldığı ve borçlanma politikasının çok muhafazakâr olduğundan bahsedilebilir. Bu durum hem şirket için hem de şirkete kredi tahsis edenler için olumlu olup, işletmenin borçları ile kredi faizlerini çok rahat bir şekilde ödeyebileceğini ifade etmektedir.

Kısa vadeli yükümlülüklerin varlıklara oranı incelendiğinde, şirketin minimum değerinin %0,04 ile 2018 yılında (2018 yılı sektör ortalaması: %12,86) ve maksimum değerinin %3,45 ile 2019 yılında (2019 yılı sektör ortalaması: %13,34) olduğu görülmektedir. Kısa vadeli yükümlülüklerin varlıklara oranı medyan değerinin %0,22 olduğu ve ortalama değerinin de %0,78 olduğu görülmektedir.

Bu oranın 1/3'ü (%33) geçmemesi genel kabul görmüş bir standart iken ilgili oran ülkemizde daha yüksek çıkmaktadır. Hub şirketinde ilgili oran 2016-2021 yılları arasında %33'ün çok altında kalmış olup, incelenen yıllar itibariyle sektör ortalamalarının da çok altında seyretmektedir. Yukarıda, finansal kaldıraç oranında yaptığımız yorumlardan hareketle, şirketin kısa vadeli borçlarını ve kredi yükümlülüklerini çok rahat bir şekilde karşılayabileceğinden söz edilebilir.

Uzun vadeli yükümlülüklerin varlıklara oranı incelendiğinde, şirketin 2018 yılında uzun vadeli yükümlülüklerinin bulunmaması nedeniyle; 2018 yılındaki uzun vadeli yükümlülüklerin varlıklara oranı sıfır çıkmış olup, finansal oranların istatistiki değerleri tablosundaki hesaplamalara dahil edilmemiştir. Buna göre; şirketin minimum değerinin %0,003 ile 2019 yılında (2019 yılı sektör ortalaması: %0,30) ve maksimum değerinin %0,082 ile 2020 yılında (2020 yılı sektör ortalaması: %0,20) olduğu görülmektedir. Uzun vadeli yükümlülüklerin varlıklara oranı medyan değerinin %0,05 olduğu ve ortalama değerinin de %0,05 olduğu görülmektedir.

Bu oranın ülkemizde 1/6 (%17) olması normal olarak değerlendirilmektedir. Hub şirketinde ilgili oran 2016-2021 yılları arasında %17'nin çok altında kalmıştır. İncelenen yıllar itibariyle de sektör ortalamalarının altında değerler elde edilmiş olup, şirketin uzun

vadeli borçlarını ve kredi yükümlülüklerini ödemede herhangi bir sıkıntı yaşamayacağından bahsedilebilir.

Aktif kârlılığı yönünden incelendiğinde, şirketin minimum değerinin %-27,07 ile 2017 yılında (2017 yılı sektör ortalaması: %13,55) ve maksimum değerinin %78,94 ile 2018 yılında (2018 yılı sektör ortalaması: %-4,93) olduğu görülmektedir. Aktif kârlılığı ortanca değerinin %26,25 olduğu ve ortalama değerinin de %30,69 olduğu görülmektedir.

Finans teorisyenlerine göre aktif kârlılığı oranının %5'in altına düşmemesi gerekmektedir. Hub şirketinde ilgili oran 2016 yılında %4,75 ile %5'lik sınıra çok yakın gerçekleşmiş olup, 2017 yılında ise %-27,07 ile en düşük seviyesine gerilemiştir. 2018-2021 yılları arasında ise %5'lik sınırın hep üstünde gerçekleşmiş olup, en yüksek oranı %78,94 ile 2018 yılında yakalamıştır.

Şirketin 2017 yılında 5.699.003 TL net dönem zararı açıklaması, aktif kârlılığına olumsuz etki yaratmış ve oranın negatife dönerek, incelenen yıllar arasında en kötü değere ulaşmasına sebep olmuştur.

Şirketin bağımsız denetimden geçmiş faaliyet raporu incelendiğinde; şirketin toplam varlıklar kaleminin 2017 yılına göre %230,24 artarak 2018 yılında 41.906.554 TL elde edildiği görülmektedir. Buna ek olarak, şirketin 2017 yılında negatif olan dönem kârını, 2018 yılında 23.725.783 TL olarak açıklaması, Hub'un aktif kârlılığını olumlu yönde etkilemiş ve %78,94 oranıyla incelenen yıllar itibariyle en yüksek aktif kârlılığına ulaşmıştır.

Brüt kâr marjı yönünden incelendiğinde; şirketin 2017 yılında hem hasılat kaleminin hem de brüt kâr (zarar) kaleminin negatif olması brüt kâr marjı oranının pozitif hesaplanmasına ve analiz aşamasında yanıltıcı bilgiye neden olmaktadır. Bu nedenle; 2017 yılı için brüt kâr marjı oranı hesaplanmamış ve finansal oranların istatistiki değerleri tablosundaki hesaplamalara 2017 yılı dahil edilmemiştir. Buna göre, şirketin minimum değerinin %-219,80 ile 2021 yılında (2021 yılı sektör ortalaması: %-4,73) ve maksimum değerinin %100 ile 2016, 2018, 2019 ve 2020 yıllarında yaşandığı görülmektedir. Brüt kâr marjı ortanca değerinin %100,00 olduğu ve ortalama değerinin de %36,04 olduğu görülmektedir.

Bu oranın yüksek çıkması ya da yükselme eğilimi göstermesi arzu edilir ki oluşan brüt satış kârından faaliyet giderleri düşüldüğünde yeterli bir faaliyet kârı oluşturabilsin. Hub'un brüt kâr marjının 2016, 2018, 2019 ve 2020 yıllarında %100 olarak gerçekleşmesinin altında yatan sebep; şirketin bu yıllarda gerçekleştirdiği hasılata karşılık, satışların maliyeti kaleminin sıfır olmasıdır. Bu durumda şirketin hasılat tutarı kadar brüt kâr tutarı oluşmaktadır.

İncelenen yıllar arasında brüt kâr marjının negatif gerçekleştiği ve %-219,80 ile en düşük olduğu 2021 senesindeki bağımsız denetimden geçmiş faaliyet raporunda, şirketin hasılat tutarının 649.861 TL olarak gerçekleştiği, buna karşılık satışların maliyetinin, hasılatın 3,2 katı olarak 2.078.250 TL gerçekleştiği görülmektedir. Sonuç olarak; şirket 1.428.389 TL brüt zarar açıklamış olup, bu durum şirketin brüt kâr marjını olumsuz etkilemiş ve negatif oluşmasına neden olmuştur.

Net kâr marjı yönünden bakılacak olursa, şirketin 2017 yılında hem hasılat kaleminin hem de dönem kârı (zararı) kaleminin negatif olması net kâr marjı oranının pozitif hesaplanmasına ve analiz aşamasında yanıltıcı bilgiye neden olmaktadır. Bu nedenle; 2017 yılı için net kâr marjı oranı hesaplanmamış ve finansal oranların istatistiki değerleri tablosundaki hesaplamalara 2017 yılı dahil edilmemiştir. Buna göre, şirketin minimum değerinin %101,52 ile 2016 yılında (2016 yılı sektör ortalaması: %-227,37) ve maksimum değerinin %20.063,92 ile 2018 yılında (2018 yılı sektör ortalaması: %43,44) olduğu görülmektedir. Net kâr marjı medyan değerinin %7.034,07 olduğu ve ortalama değerinin de %8.951,02 olduğu görülmektedir.

Bu oranın yüksek çıkması arzu edilmektedir. Ancak Hub'un özellikle 2018, 2019 ve 2021 yılı değerleri çok yüksek çıkmaktadır. Örneğin; yukarıda şirketin brüt kâr marjını analiz ederken 2021 yılında 1.428.389 TL brüt zarar açıkladığından bahsedilmişti. Ancak aynı yıl içinde şirket esas faaliyetlerinden diğer gelirler kaleminde; girişim sermayesi yatırımlarının gerçeğe uygun değer artışından, kur farkı gelirlerinden, kira ve diğer gelirlerinden olmak üzere toplam 112.941.197 TL gelir açıklamıştır. Sonuç olarak şirketin dönem kârı 107.665.759 TL olarak elde edilmiş olup, hasılat rakamının çok üzerinde elde edildiğinden net kâr marjı oranı çok yüksek hesaplanmaktadır. 2018 ve 2019 yıllarında da 2021 yılına benzer nedenlerden dolayı net kâr marjı oranı çok yüksek hesaplanmaktadır.

2.6.4. İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Çalışmamızdaki mali oranların hesaplanması için esas teşkil eden İŞ GSYO şirketine ait 2016-2021 yıllarına ait finansal kalemler aşağıdaki Tablo 27'de sunulmaktadır.

Tablo 27. İş GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Kalemler

(İŞ) FİNANSAL KALEMLER	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Toplam Dönen Varlıklar	119.404.622	76.752.124	70.008.709	72.522.198	69.221.102	68.870.723
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.530.174	2.209.972	1.963.165	2.314.705	2.590.353	2.515.700
Nakit ve Nakit Benzerleri	45.734.742	29.373.223	40.551.133	44.963.534	47.577.063	56.203.611
Gayrimenkul Projeleri Kapsamında Açılan Nakit Hesapları	0	0	0	0	0	0
Finansal Yatırımlar	72.854.247	46.433.800	28.400.775	25.937.130	18.109.746	10.260.129
Hasılat	11.348.450	11.346.515	10.122.539	10.893.833	36.179.737	23.077.339
Finans Sektörü Faaliyetleri Hasılatı	0	0	0	0	0	0
Toplam Özkaynaklar	256.160.998	256.922.955	259.965.382	261.773.565	263.813.880	275.530.489
Toplam Varlıklar	258.805.403	259.379.251	262.226.043	265.801.018	267.841.022	279.025.245
Toplam Yükümlülükler	2.644.405	2.456.296	2.260.661	4.027.453	4.027.142	3.494.756
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	114.231	246.324	297.496	1.712.748	1.436.789	979.056
Dönem Kârı (Zararı)	1.060.292	946.084	3.073.702	1.736.098	2.050.307	11.976.347
Brüt Kâr (Zarar)	11.348.450	11.346.515	10.122.539	10.893.833	12.154.737	23.077.339

İŞ GSYO şirketinin 2016-2021 yıllarına ait finansal kalemleri temel alınarak 10 adet finansal oran hesaplanmış olup, aşağıdaki Tablo 28'de sunulmaktadır.

Tablo 28. İş GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Oranlar

(İŞ)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CO	47,1923	34,7299	35,6611	31,3311	26,7227	27,3764
NO	46,8699	34,3023	35,1228	30,6305	25,3582	26,4196
ÖDH	0,0444	0,0442	0,0392	0,0418	0,1377	0,0856
ADH	0,0438	0,0438	0,0388	0,0413	0,1356	0,0844
FKO (%)	1,02	0,95	0,86	1,52	1,50	1,25
KVY/V (%)	0,98	0,85	0,75	0,87	0,97	0,90
UVY/V (%)	0,04	0,09	0,11	0,64	0,54	0,35
AK (%)	0,41	0,37	1,18	0,66	0,77	4,38
BKM (%)	100,00	100,00	100,00	100,00	33,60	100,00
NKM (%)	9,34	8,34	30,36	15,94	5,67	51,90

Tablo 29. İş GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Oranların İstatistiki Değerleri

(İŞ)	Minimum Değer	Maksimum Değer	Ortalama Değer	Medyan (Ortanca)	Standart Sapma
CO	26,7227	47,1923	33,8356	33,0305	7,4983
NO	25,3582	46,8699	33,1172	32,4664	7,8206
ÖDH	0,0392	0,1377	0,0655	0,0443	0,0394
ADH	0,0388	0,1356	0,0646	0,0438	0,0387
FKO (%)	0,86	1,52	1,18	1,14	0,28
KVY/V (%)	0,75	0,98	0,89	0,89	0,08
UVY/V (%)	0,04	0,64	0,30	0,23	0,25
AK (%)	0,37	4,38	1,29	0,71	1,54
BKM (%)	33,60	100,00	88,93	100,00	27,11
NKM (%)	5,67	51,90	20,26	12,64	17,87

Şirketin cari oranları incelendiğinde; minimum değerinin 2020 yılındaki 26,7227 (2020 yılı sektör ortalaması: 14,34) ve maksimum değerinin 2016 yılında gerçekleşen 47,1923 (2016 yılı sektör ortalaması: 108,96) olduğu görülmektedir. Cari oran medyan değerinin 33,0305 olduğu ve ortalama değerinin ise 33,8356 olduğu görülmektedir.

Bu oranın genel itibariyle 2 olması, gelişmekte olan ülkelerde ise 1,5 olması yeterli iken ve aynı zamanda 2016-2021 yılları sektör ortalaması değeri 105,37 iken, İş GSYO'nun cari oranları genel kabul görmüş değerlerin çok üzerinde gerçekleşirken, 2016-2021 yılları sektör ortalaması olan 105,37 değerinin altında kalmaktadır. Şirketin kısa vadeli yükümlülüklerinin yıllar itibariyle stabil bir çizgide devam ettiği görülmektedir. Bu nedenle şirketin toplam dönen varlıklarında gerçekleşen ufak değişimler şirketin cari oranını farklılaştırmakla beraber, İş GSYO'nun borç ödeme

gücünün yüksek olduğu ve kısa vadeli finansmanının dönen varlıkları ile karşılandığı rahatlıkla söylenebilir.

Nakit oranı yönünden incelendiğinde ise; İş GSYO'nun minimum değerinin 2020 yılındaki 25,3582 (2020 yılı sektör ortalaması: 13,90) ve maksimum değerinin 2016 yılında gerçekleşen 46,8699 (2016 yılı sektör ortalaması: 106,71) olduğu görülmektedir. Nakit oranı medyan değerinin 32,4664 olduğu ve ortalama değerinin de 33,1172 olduğu görülmektedir.

Bu oranın genel itibariyle 0,20'nin altında kalmaması beklenmekteyken ve aynı zamanda 2016-2021 yılları sektör ortalaması değeri 58,53 iken, İş GSYO'nun nakit oranı değerleri tıpkı cari oranda olduğu gibi genel kabul görmüş değerin çok üzerinde gerçekleşirken, 2016-2021 yılları sektör ortalaması değerinin biraz altında kalmıştır.

Nakit oran hesaplamasında alacaklar kalemi çıkarılmakta olup, sadece nakit ve nakit benzerleriyle birlikte finansal araçlar kullanılmaktadır. İş GSYO'nun nakit oran değerleri ile cari oran değerlerinin birbirine çok yakın olmasının altında yatan neden, şirketin nakit ve nakit benzerleri kalemi ile finansal yatırımlar kaleminin toplamının, toplam dönen varlıklarına oranının yıllar itibariyle %95 ile %99 arasında gerçekleşmesidir. Buradan hareketle şirketin dönen varlıklarında yer alan diğer alacaklar, peşin ödenen giderler ve diğer dönen varlıklar kalemlerindeki değerlerin düşük tutulduğu söylenebilir.

Buna göre; şirketin nakit akışı konusunda herhangi bir sıkıntı yaşamadığı ve fazla kredi kullanma gereksinimi duymadığı ifade edilebilir. İş GSYO'nun yıllar itibariyle kısa vadeli yükümlülükleri incelendiğinde tutarların çok kararlı bir şekilde sabit tutulduğu görülmektedir ki bu da fazla kredi kullanma gereksinimi duymadığını teyit etmektedir.

Ancak yıllar itibariyle şirketin dönen varlıklarında bulunan finansal yatırımlar kaleminin azalırken, nakit ve nakit benzerleri kaleminin artış göstermesi göze çarpmaktadır. Nakit ve nakit benzerleri kaleminin yüksek likiditeye sahip olması, her ne kadar şirketin likiditesini artırsa da, nakit fazlalığının olduğunu ve elde ettiği nakdi etkin bir şekilde kullanamayıp atıl olarak tuttuğunu ifade etmektedir.

Özkaynak devir hızı yönünden incelendiğinde; şirketin minimum değerinin 0,0392 ile 2018 yılında (2018 yılı sektör ortalaması: 0,28) ve maksimum değerinin 0,1377

ile 2020 yılında (2020 yılı sektör ortalaması: 0,30) olduğu görülmektedir. Özkaynak devir hızı ortanca değerinin 0,0443 olduğu ve ortalama değerinin de 0,0655 olduğu görülmektedir.

Bu oran için genel anlamda kabul edilen belli bir değer olmadığından, ilgili oranın sektör ortalamaları ile karşılaştırılıp bir sonuca bağlanması gerekmektedir. Bu bağlamda GSYO sektörü 2016-2021 yılları ortalaması 0,19 baz alındığında, İş GSYO'nun 2016-2021 yılları arasındaki tüm değerleri sektör ortalamasının altında yer almıştır.

Yıllık özkaynak devir hızı sektör ortalamaları ile İş GSYO'nun özkaynak devir hızı değerleri karşılaştırıldığında;

2016 yılı sektör ortalaması 0,13 iken İş'in 0,0444 değere sahip olduğu, 2017 yılı sektör ortalaması 0,34 iken İş'in 0,0442 değere sahip olduğu, 2018 yılı sektör ortalaması 0,28 iken İş'in 0,0392 değere sahip olduğu, 2019 yılı sektör ortalaması 0,10 iken İş'in 0,0418 değere sahip olduğu, 2020 yılı sektör ortalaması 0,30 iken İş'in 0,1377 ve 2021 yılı sektör ortalaması 0,09 iken İş'in 0,0856 değere sahip olduğu görülmektedir.

Buna göre; yıllık sektör ortalamalarına bakıldığında, İş GSYO'nun 2021 senesinde özkaynak devir hızı değerinde sektör ortalamasını yakaladığı söylenebilir. Bu durumda, şirketin 2021 yılında özkaynaklarını sektörel bazda ekonomik ve verimli bir şekilde kullandığından bahsedilebilir.

Şirketin toplam özkaynaklar kalemini 2016-2021 yılları arasında istikrarlı bir şekilde artırdığı görülmektedir. Ancak şirketin hasılat kaleminin aynı performansı gösterememesi özkaynak devir hızını olumsuz şekilde etkilemektedir.

Özkaynak devir hızı değerinin yıllık sektör ortalamasını yakaladığı 2021 yılındaki, şirketin bağımsız denetimden geçmiş faaliyet raporunda; İş'in özkaynaklarını oluşturan kalemler incelendiğinde en büyük artışın net dönem kârında yaşandığı görülmektedir. Şirket; 2020 yılında 2.050.307 TL olan net dönem kârını yaklaşık 5,8 kat artırarak 2021 yılında 11.976.347 TL net dönem kârı elde etmiştir. Buna bağlı olarak 2021 yılı toplam özkaynakları da 275.530.489 TL'ye yükselmiştir. Ayrıca özkaynak kalemlerinin yarısını 139.093.528 TL değerle geçmiş yıllar kârlarının oluşturduğu görülmektedir. Şirket geçmiş yıllar kârlarını ortaklara dağıtması durumunda vergiye tabi olacağından, ortaklara dağıtmayarak özkaynaklarında tutmayı tercih etmektedir. Bu

durum özkaynaklarının toplam değerinin yükselmesine ve özkaynak devir hızının düşmesine sebebiyet vermektedir.

Aktif devir hızı yönünden incelenecek olursa; şirketin minimum değerinin 0,0388 ile 2018 yılında (2018 yılı sektör ortalaması: 0,28) ve maksimum değerinin 0,1356 ile 2020 yılında (2020 yılı sektör ortalaması: 0,30) olduğu görülmektedir. Aktif devir hızı ortanca değerinin 0,0438 olduğu ve ortalama değerinin de 0,0646 olduğu görülmektedir.

Şirketin özkaynak devir hızı değerleri ile aktif devir hızı değerlerinin, yıllar itibariyle birbirlerine çok yakın olduğu izlenmektedir. Bahsedilen iki devir hızını da hesaplarken kullanılan hasılat kalemi sabit kaldığından, şirketin özkaynak devir hızını hesaplarken kullanılan toplam özkaynaklar kaleminin, aktif devir hızını hesaplarken kullanılan toplam varlıklar kalemine oranının incelenen tüm yıllarda 1 olarak elde edilmesi, şirketin çok risk almaktan kaçındığını ve borçlanma politikasında ihtiyatlı davrandığını ifade etmektedir.

Bu oranın genel itibariyle 1,5 olması işletme için yeterli düzeyde iş yaptığı anlamına gelirken, 2 veya üzerinde olması işletme için durumlarının oldukça iyi olduğu anlamına gelir. Ancak bu oranın sektörler itibariyle değiştiği görülmektedir. Bu bağlamda GSYO sektörü 2016-2021 yılları ortalaması 0,19 baz alındığında, şirketin aktif devir hızı değerinin tıpkı özkaynak devir hızında olduğu gibi; 2016-2021 yılları arasındaki tüm değerleri sektör ortalamasının altında kalmaktadır.

İş GSYO, sadece 2021 yılında sektör ortalaması olan 0,08'i yakalamayı başarmış olup, şirketin faaliyet gösterdiği sektör için 2021 yılında durumunun iyi olduğu yorumu yapılabilir.

Aktif devir hızı değerinin yıllık sektör ortalamasını yakaladığı 2021 yılındaki, şirketin bağımsız denetimden geçmiş faaliyet raporunda; İş GSYO'nun toplam varlıklarını oluşturan kalemler incelendiğinde;

Şirketin toplam varlıklarının %75'ini duran varlıklar kalemi içinde 209.232.576 TL değere sahip uzun vadeli finansal yatırımların oluşturduğu görülmektedir. Bu durum, girişim sermayesi yatırım şirketi olduğu için kabul edilebilir bir durumdur. Şirketin 2021 yılı hasılat kalemine bakıldığında ise, 2020 yılının %63,79'u seviyesinde gerçekleşen

23.077.339 TL bir değer elde ettiği görülmektedir. Hasılat kaleminin yeterli düzeyde oluşmaması neticesinde; şirket 2021 yılında sektör ortalamasına kıl payı yetişmiştir.

Finansal kaldıraç oranı yönünden incelenecek olursa; şirketin minimum değerinin %0,86 ile 2018 yılında (2018 yılı sektör ortalaması: %15,20) ve maksimum değerinin %1,52 ile 2019 yılında (2019 yılı sektör ortalaması: %16,69) olduğu görülmektedir. Finansal kaldıraç oranı medyan değerinin %1,14 olduğu ve ortalama değerinin de %1,18 olduğu görülmektedir.

Bu oranın genel itibariyle batılı ülkelerde %50'nin altında çıkması istenirken, ülkemizin de bulunduğu gelişmekte olan ekonomilerde %60 ve biraz üzerinde olması olumlu karşılanmaktadır. İş GSYO'nun finansal kaldıraç oranları 2016-2021 yılları arasında %50'nin çok altında bir seyir göstermektedir. Bu durumu sektör ortalamalarına göre değerlendirmek daha doğru olacağından, finansal kaldıraç oranının yıl bazında sektör ortalamaları ile İş'in finansal kaldıraç oranları karşılaştırıldığında;

2016 yılı sektör ortalaması %16,03 iken İş'in %1,02 orana sahip olduğu, 2017 yılı sektör ortalaması %13,73 iken İş'in %0,95 orana sahip olduğu, 2018 yılı sektör ortalaması %15,20 iken İş'in %0,86 orana sahip olduğu, 2019 yılı sektör ortalaması %16,69 iken İş'in %1,52 orana sahip olduğu, 2020 yılı sektör ortalaması %11,00 iken İş'in %1,50 ve 2021 yılı sektör ortalaması %2,97 iken İş'in %1,25 orana sahip olduğu görülmektedir.

Bu durumda, şirketin finansal kaldıraç oranlarının yıllar itibariyle de sektör bazında ortalamanın altında kaldığı ifade edilebilir. Bu durumun ana sebebi şirketin hem kısa hem de uzun vadeli olmak üzere; toplam yükümlülüklerinin toplam varlıklarının çok altında kalmasıdır. Şirketin fazla risk almaktan kaçınarak, çok az bir riskle borçlandığını ve ihtiyatlı bir borçlanma politikası izlediği ifade edilebilir. Bu durum hem şirket için hem de şirkete kredi tahsis edenler için olumlu olup, işletmenin borçları ile kredi faizlerini çok rahat bir şekilde ödeyebileceğini ifade etmektedir.

Kısa vadeli yükümlülüklerin varlıklara oranı değerlendirildiğinde, şirketin minimum değerinin %0,75 ile 2018 yılında (2018 yılı sektör ortalaması: %12,86) ve maksimum değerinin %0,98 ile 2016 yılında (2016 yılı sektör ortalaması: %13,30) olduğu görülmektedir. Kısa vadeli yükümlülüklerin varlıklara oranı medyan değerinin %0,89 olduğu ve ortalama değerinin de %0,89 olduğu görülmektedir.

Bu oranın 1/3'ü (%33) geçmemesi genel kabul görmüş bir standart iken ilgili oran ülkemizde daha yüksek çıkmaktadır. İş GSYO'nun ilgili oranı 2016-2021 yılları arasında %33'ün çok altında kalmış olup, incelenen yıllar itibariyle sektör ortalamalarının da çok altında seyretmektedir. Bu durumda, şirketin kısa vadeli borçlarını ve kredi yükümlülüklerini çok rahat bir şekilde karşılayabileceğinden söz edilebilir.

Uzun vadeli yükümlülüklerin varlıklara oranı incelendiğinde, şirketin minimum değerinin %0,04 ile 2016 yılında (2016 yılı sektör ortalaması: %0,39) ve maksimum değerinin %0,64 ile 2019 yılında (2019 yılı sektör ortalaması: %0,30) olduğu görülmektedir. Uzun vadeli yükümlülüklerin varlıklara oranı ortanca değerinin %0,23 olduğu ve ortalama değerinin de %0,30 olduğu görülmektedir.

Bu oranın ülkemizde 1/6 (%17) olması normal olarak değerlendirilmektedir. İş GSYO'da ilgili oran 2016-2021 yılları arasında %17'nin çok altında kalmıştır. İncelenen yıllar itibariyle de sektör ortalamalarına yakın değerler elde edilmiş olup, şirketin uzun vadeli borçlarını ve kredi yükümlülüklerini ödemede herhangi bir problem yaşamayacağından bahsedilebilir.

Aktif kârlılığı açısından, şirketin minimum değerinin %0,37 ile 2017 yılında (2017 yılı sektör ortalaması: %13,55) ve maksimum değerinin %4,38 ile 2021 yılında (2021 yılı sektör ortalaması: %45,82) olduğu görülmektedir. Aktif kârlılığı medyan değerinin %0,71 olduğu ve ortalama değerinin de %1,29 olduğu görülmektedir.

Finans teorisyenlerine göre aktif kârlılığı oranının %5'in altına düşmemesi gerekmektedir. İş GSYO şirketinde ilgili oran 2016-2021 yılları arasında %5'in hep altında kalmış olup, sadece 2021 yılında %4,38 ile sınıra yaklaşmıştır. 2016-2021 yılları sektör ortalaması %14,46 iken şirketin ilgili yıllara ait ortalama değeri %1,29 olarak çok düşük gerçekleşmiştir.

İncelenen yıllar içinde şirketin personel giderleri, yönetim kurulu ücret giderleri, denetim ve danışmanlık giderleri vb. kalemlerin oluşturduğu genel yönetim giderlerinin çok yüksek olduğu göze çarpmaktadır.

Şöyle ki;

- 2016 yılında gerçekleşen brüt kâr 11.348.450 TL iken gerçekleşen brüt kârın %91'i kadar 10.343.935 TL,

- 2017 yılında gerçekleşen brüt kâr 11.346.515 TL iken gerçekleşen brüt kârın %91'i kadar 10.366.583 TL,
- 2018 yılında gerçekleşen brüt kâr 10.122.539 TL iken gerçekleşen brüt kârın %88'i kadar 8.945.867 TL,
- 2019 yılında gerçekleşen brüt kâr 10.893.833 TL iken gerçekleşen brüt kârın %86'sı kadar 9.321.431 TL,
- 2020 yılında gerçekleşen brüt kâr 12.154.737 TL iken gerçekleşen brüt kârın %83'ü kadar 10.048.471 TL,
- 2021 yılında gerçekleşen brüt kâr 23.077.339 TL iken gerçekleşen brüt kârın %42'si kadar 9.732.663 TL genel yönetim gideri oluşmuştur.

Genel yönetim giderlerine, esas faaliyetlerden diğer giderlerin de eklenmesiyle dönem net kârı olumsuz yönde etkilenmekte ve şirketin toplam varlıklarına kıyasla çok düşük kalmaktadır. Bu da şirketin aktif kârlılığını olumsuz yönde etkilemektedir.

Brüt kâr marjı yönünden ele alındığında; şirketin minimum değerinin %33,60 ile 2020 yılında (2020 yılı sektör ortalaması: %68,14) ve maksimum değerinin %100,00 ile 2016, 2017, 2018, 2019 ve 2021 yıllarında yaşandığı görülmektedir. Brüt kâr marjı ortanca değerinin %100,00 olduğu ve ortalama değerinin de %88,93 olduğu görülmektedir.

Bu oranın yüksek çıkması ya da yükselme eğilimi göstermesi arzu edilir ki oluşan brüt satış kârından faaliyet giderleri düşüldüğünde yeterli bir faaliyet kârı oluşturabilsin. 2020 yılında %33,60 olarak gerçekleşen brüt kâr marjı; incelenen diğer yıllarda %100 olarak gerçekleşmiştir. Oranın %100 gerçekleşmesinin altında yatan sebep; şirketin bu yıllarda gerçekleştirdiği hasılata karşılık, satışların maliyeti kaleminin sıfır olmasıdır. Bu durumda şirketin hasılat tutarı kadar brüt kâr tutarı oluşmaktadır.

İncelenen yıllar arasında brüt kâr marjının %33,60 ile en düşük olduğu 2020 senesindeki bağımsız denetimden geçmiş faaliyet raporunda, şirketin hasılat tutarının 36.179.737 TL olarak gerçekleştiği, buna karşılık 2020 yılı içerisinde gerçekleşen bağlı ortaklık kısmi satışı sebebiyle satışların maliyetinin, hasılatın %66,40'ı olarak 24.025.000 TL gerçekleştiği görülmektedir. Sonuç olarak; şirketin brüt kârı 12.154.737 TL seviyesine gerilemekte ve brüt kâr marjını olumsuz yönde etkilemektedir.

Net kâr marjı yönünden bakılacak olursa, şirketin minimum değerinin %5,67 ile 2020 yılında (2020 yılı sektör ortalaması: %847,47) ve maksimum değerinin %51,90 ile 2021 yılında (2021 yılı sektör ortalaması: %4.290,71) olduğu görülmektedir. Net kâr marjı medyan değerinin %12,64 olduğu ve ortalama değerinin de %20,26 olduğu görülmektedir.

Bu oranın yüksek çıkması arzu edilmektedir. İş GSYO şirketinin de net kâr marjı rakamları pozitif çıkmasına rağmen, sektör ortalamalarının çok altında kaldığı görülmektedir. Şirketin aktif kârlılığını incelerken, yukarıda değinilen genel yönetim giderlerinin çok yüksek paya sahip olması faaliyet giderlerini yükseltmektedir. Bu durum şirketin dönem kârı rakamını aşağı yönlü olarak olumsuz etkilemektedir.

Şirketin net kâr marjı oranının, incelenen yıllar içerisinde %51,90 ile en yüksek seviyede çıktığı 2021 yılındaki bağımsız denetimden geçmiş faaliyet raporu incelendiğinde; hasılat kaleminin 23.077.339 TL oluştuğu, satışların maliyeti kaleminin sıfır olması nedeniyle brüt kâr rakamının da 23.077.339 TL açıklandığı görülmektedir.

Ayrıca, genel yönetim giderlerinin de incelenen yıllar arasında ilk kez daha düşük gerçekleşerek brüt kârın %42'si seviyesinde kalmasıyla elde edilen 11.976.347 TL dönem kârı, şirketin net kâr marjını olumlu yönde etkilemiş ve İş GSYO incelenen yıllar arasındaki en yüksek net kâr marjına ulaşmayı başarmıştır.

Şirketin net kâr marjını daha yüksek seviyelere taşıması için, hasılat kalemini yükseltmesi veya genel yönetim giderlerinin de içinde bulunduğu faaliyet giderlerini satışlarına göre, piyasa şartları izin verdiği kadarıyla azaltması, İş GSYO'nun net kâr marjını olumlu yönde etkileyecek ve oranın yükselmesine katkı sağlayacaktır.

2.6.5. Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Çalışmamızdaki mali oranların hesaplanması için esas teşkil eden RHEA GSYO şirketine ait 2016-2021 yıllarına ait finansal kalemler aşağıdaki Tablo 30'da sunulmaktadır.

Tablo 30. Rhea GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Kalemler

(RHEA) FİNANSAL KALEMLER	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Toplam Dönen Varlıklar	29.612.690	46.267.173	33.250.856	31.853.003	32.386.875	25.604.244
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	23.955.120	24.654.346	8.901.076	7.050.855	8.651.395	19.244.483
Nakit ve Nakit Benzerleri	74.460	29.985.059	9.339.539	5.392.143	28.357.449	22.254.934
Gayrimenkul Projeleri Kapsamında Açılan Nakit Hesapları	0	0	0	0	0	0
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0	0
Hasılat	42.710	0	0	0	0	0
Finans Sektörü Faaliyetleri Hasılatı	0	0	0	0	0	0
Toplam Özkaynaklar	17.035.208	24.261.668	25.286.257	25.794.111	24.911.864	21.921.440
Toplam Varlıklar	41.742.923	49.540.472	34.189.561	32.869.847	33.605.666	41.252.444
Toplam Yükümlülükler	24.707.715	25.278.804	8.903.304	7.075.736	8.693.802	19.331.004
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	752.595	624.458	2.228	24.881	42.407	86.521
Dönem Kârı (Zararı)	-8.863.815	8.355.293	1.024.589	507.854	-882.247	-2.990.424
Brüt Kâr (Zarar)	42.710	0	0	0	0	0

RHEA GSYO şirketinin 2016-2021 yıllarına ait finansal kalemleri temel alınarak 10 adet finansal oran hesaplanmış olup, aşağıdaki Tablo 31'de sunulmaktadır.

Tablo 31. Rhea GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Oranlar

(RHEA)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CO	1,2362	1,8766	3,7356	4,5176	3,7435	1,3305
NO	0,0031	1,2162	1,0493	0,7648	3,2778	1,1564
ÖDH	0,0020	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
ADH	0,0010	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
FKO (%)	59,19	51,03	26,04	21,53	25,87	46,86
KVY/V (%)	57,39	49,77	26,03	21,45	25,74	46,65
UVY/V (%)	1,80	1,26	0,01	0,08	0,13	0,21
AK (%)	-20,51	18,31	2,45	1,51	-2,65	-7,99
BKM (%)	100,00	-	-	-	-	-
NKM (%)	-20.753,49	-	-	-	-	-

Tablo 32. Rhea GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Oranların İstatistiki Değerleri

(RHEA)	Minimum Değer	Maksimum Değer	Ortalama Değer	Medyan (Ortanca)	Standart Sapma
CO	1,2362	4,5176	2,7400	2,8061	1,4249
NO	0,0031	3,2778	1,2446	1,1028	1,0911
ÖDH	0,0020	0,0020	0,0020	0,0020	-
ADH	0,0010	0,0010	0,0010	0,0010	-
FKO (%)	21,53	59,19	38,42	36,45	15,86
KVY/V (%)	21,45	57,39	37,84	36,34	15,21
UVY/V (%)	0,01	1,80	0,58	0,17	0,76
AK (%)	-20,51	18,31	-1,48	-0,57	12,82
BKM (%)	100,00	100,00	100,00	100,00	-
NKM (%)	-20.753,49	-20.753,49	-20.753,49	-20.753,49	-

Şirketin cari oranları incelendiğinde; minimum değerinin 2016 yılındaki 1,2362 (2016 yılı sektör ortalaması: 108,96) ve maksimum değerinin 2019 yılında gerçekleşen 4,5176 (2019 yılı sektör ortalaması: 25,98) olduğu görülmektedir. Cari oran medyan değerinin 2,8061 olduğu ve ortalama değerinin ise 2,7400 olduğu görülmektedir.

Bu oranın genel itibariyle 2 olması, gelişmekte olan ülkelerde ise 1,5 olması yeterliyken, Rhea'nın cari oranları genel kabul görmüş değerlere yakın veya biraz üzerinde oluşmuştur. Şirketin cari oranı, 2016-2021 yılları sektör ortalaması olan 105,37 değerinin ise çok altında kalmaktadır.

Şirketin cari oran değerinin en düşük çıktığı 2016 yılı bağımsız denetimden geçmiş faaliyet raporu incelendiğinde; şirketin toplam dönen varlıkları kalemini 29.612.690 TL olarak açıkladığı ancak şirketin dönen varlıklar kaleminin %88,27'sini

satış amaçlı sınıflandırılan duran varlıklar kaleminin oluşturduğu görülmektedir. Şirket, 08 Temmuz 2013 tarihinde iştiraki olan OEP Turkey Tech B.V.'deki %19,79 oranındaki hisselerin satışına yönelik karar almış olsa da 2016 yılındaki mali tablolarda henüz satışı yapılmamış olarak görülmektedir.

Bu nedenle; 26.137.697 TL tutarındaki satış amaçlı sınıflandırılan duran varlıklar kalemini, dönen varlıklar kaleminden düştüğümüzde kalan 3.474.993 TL üzerinden hesaplanan cari oran 0,1451 çıkmaktadır.

Buna göre; Rhea'nın 2016 yılındaki borç ödeme gücünün çok düşük olduğu ve kısa vadeli finansmanını sağlamakta güçlük çekeceği rahatlıkla söylenebilir.

Şirket, 2017 yılında yayınlanan bağımsız denetim raporunda ise bahsi geçen iştirakin satışa konu olmayacağından dolayı, 2017 yılı bilançosunda özkaynak değeri ile değerlenen finansal yatırımlar kaleminde sınıflandırıldığını belirtmiştir.

Rhea, 2017-2020 yılları arasında kısa vadeli yükümlülüklerini azaltırken, dönen varlıklarını artırmış ve buna bağlı olarak da cari oran değeri yükselme trendine girmiştir. İlgili yıllar arasındaki borç ödeme gücünün yüksek olduğu ve kısa vadeli finansmanını sağlamakta problem yaşamayacağı ifade edilebilir.

2021 yılına gelindiğinde ise şirketin bağımsız denetim raporunda, finansman ihtiyacı nedeniyle önceki dönemlerde finansman sözleşmesi imzalanarak borç alındığı ve bakiye tutarı olan 1.126.527 ABD dolarının Hollanda mahkemeleri nezdinde süreci devam eden uyuşmazlık konusu tahmini borç tutarından oluştuğu belirtilmektedir. Ayrıca, Hollanda'da devam eden hukuki ihtilaf nedeniyle finansman sözleşmesi kaynaklı ödemenin fiilen yapılamadığından bahsedilmektedir.

2021 yılının son çeyreğinde, ülkemizde döviz kurlarının hızlı yükselişi nedeniyle firmanın yukarıda bahsedilen 1.126.527 ABD doları döviz borcu 31.12.2021 tarihli TCMB döviz alış kuru 12,9775 ile değerlendiğinde 14.619.514 TL'ye yükselmiştir. Buna bağlı olarak; 2020 yılında toplam kısa vadeli yükümlükleri 8.651.395 TL iken, 2021 yılında toplam kısa vadeli yükümlülükleri %222,44 artarak 19.244.483 TL'ye çıkmıştır. Bu durum, şirketin cari oran değerini de olumsuz etkilemiş ve yükseliş trendinin kırılmasına yol açmıştır.

Nakit oranı yönünden incelendiğinde ise; Rhea'nın minimum değerinin 2016 yılındaki 0,0031 (2016 yılı sektör ortalaması: 106,71) ve maksimum değerinin 2020 yılında gerçekleşen 3,2778 (2020 yılı sektör ortalaması: 13,90) olduğu görülmektedir. Nakit oranı medyan değerinin 1,1028 olduğu ve ortalama değerinin de 1,2446 olduğu görülmektedir.

Bu oranın genel itibariyle 0,20'nin altında kalmaması beklenmektedir. Rhea'nın nakit oranı değerleri sadece 2016 yılında genel kabul görmüş değerin altında kalmıştır. Ancak 2016-2021 yılları sektör ortalaması değeri olan 58,53 baz alındığında şirketin nakit oranı değerleri çok düşük kalmaktadır.

Şirketin 2016 yılındaki nakit ve nakit benzerleri kalemi tutarının çok düşük olması, buna karşılık kısa vadeli yükümlülüklerinin çok yüksek olması nedeniyle şirketin nakit oranı çok düşük kalmıştır. 2016 yılı için Rhea'nın nakit akışı konusunda büyük problem yaşadığından ve finansmanını kısa vadeli borçlanmalar ile sağladığından bahsedilebilir.

Sonraki yıllarda nakit oranı değerinin daha iyi sonuçlar verdiği görülmekle birlikte, 2021 yılındaki sert düşüşün, cari oran analizinde de bahsedildiği üzere, döviz tutarlı borcunun kur etkisiyle yükselerek kısa vadeli yükümlüklerini artırmasından kaynaklandığı ifade edilebilir.

Özkaynak devir hızı yönünden incelenecek olursa; şirketin 2017-2021 yılları arasında hasılat kaleminde değer olmaması nedeniyle, özkaynak devir hızı değerleri sıfır çıkmış olup, finansal oranların istatistiki değerleri tablosundaki hesaplamalara dahil edilmemişlerdir. 2016 yılı özkaynak devir hızı ise 0,0020 olarak hesaplanmıştır.

Bu oran için genel anlamda kabul edilen belli bir değer olmadığından, ilgili oranın sektör ortalamaları ile karşılaştırılıp bir sonuca bağlanması gerekmektedir. Bu bağlamda GSYO sektörü 2016 yılı ortalaması 0,13 baz alındığında, Rhea'nın özkaynak devir hızı değerinin çok düşük kaldığı görülmektedir.

Şirketin 2016 yılı hasılat kalemi, isim hakkı gelirlerinden elde ettiği 42.710 TL'den oluşmaktadır. 17.035.208 TL tutarındaki özkaynak kalemine karşılık, hasılat kaleminin çok düşük kalması özkaynak devir hızını olumsuz etkilemektedir.

Aktif devir hızı yönünden incelendiğinde; şirketin 2017-2021 yılları arasında hasılat kaleminde değer olmaması nedeniyle, aktif devir hızı değerleri sıfır çıkmış olup, finansal oranların istatistiki değerleri tablosundaki hesaplamalara dahil edilmemişlerdir. 2016 yılı aktif devir hızı ise 0,0010 olarak hesaplanmıştır.

Bu oranın genel itibariyle 1,5 olması işletme için yeterli düzeyde iş yaptığı anlamına gelirken, 2 veya üzerinde olması işletme için durumlarının oldukça iyi olduğu anlamına gelir. Ancak bu oranın sektörler itibariyle değiştiği görülmektedir. Bu bağlamda GSYO sektörü 2016 yılı ortalaması 0,12 baz alındığında, şirketin aktif devir hızı değerinin tıpkı özkaynak devir hızında olduğu gibi sektör ortalamasının altında kaldığı görülmektedir.

Finansal kaldıraç oranı yönünden incelenecek olursa; şirketin minimum değerinin %21,53 ile 2019 yılında (2019 yılı sektör ortalaması: %16,69) ve maksimum değerinin %59,19 ile 2016 yılında (2016 yılı sektör ortalaması: %16,03) olduğu görülmektedir. Finansal kaldıraç oranı medyan değerinin %36,45 olduğu ve ortalama değerinin de %38,42 olduğu görülmektedir.

Bu oranın genel itibariyle batılı ülkelerde %50'nin altında çıkması istenirken, ülkemizin de bulunduğu gelişmekte olan ekonomilerde %60 ve biraz üzerinde olması olumlu karşılanmaktadır. Bu durumu sektör ortalamalarına göre değerlendirmek daha doğru olacağından, finansal kaldıraç oranının yıl bazında sektör ortalamaları ile Rhea'nın finansal kaldıraç oranları karşılaştırıldığında;

2016 yılı sektör ortalaması %16,03 iken Rhea'nın %59,19 orana sahip olduğu, 2017 yılı sektör ortalaması %13,73 iken Rhea'nın %51,03 orana sahip olduğu, 2018 yılı sektör ortalaması %15,20 iken Rhea'nın %26,04 orana sahip olduğu, 2019 yılı sektör ortalaması %16,69 iken Rhea'nın %21,53 orana sahip olduğu, 2020 yılı sektör ortalaması %11,00 iken Rhea'nın %25,87 ve 2021 yılı sektör ortalaması %2,97 iken Rhea'nın %46,86 orana sahip olduğu görülmektedir.

Buna göre, şirketin finansal kaldıraç oranlarının yıllar itibariyle sektör bazında ortalamanın çok üstünde kaldığı ifade edilebilir. Şirketin borçlanma stratejisinin doğru olmadığından, bu strateji ile risk aldığından ve borçlanma konusunda ihtiyatlı davranmadığından söz edilebilir. Cari oran değerlendirmesinde de bahsedildiği üzere;

Rhea'nın finansman ihtiyacı nedeniyle 2021 yılı öncesinde kullandığı ABD doları para birimindeki kredi nedeniyle taşıdığı kur riski gerçekleşmiş ve ülkemizde kurların ani yükselişiyle beraber kredi borcu TL bazında çok artmıştır. Buna bağlı olarak da 2020 yılında %25,87 seviyesinde olan finansal kaldıraç oranı, 2021 yılında %46,86 seviyesine yükselmiştir. Bu durum hem şirket için hem de şirkete kredi tahsis edenler için olumsuz olup, işletmenin borç ve kredi faizlerini öderken problem yaşayabileceği görülmektedir.

Kısa vadeli yükümlülüklerin varlıklara oranı incelendiğinde, şirketin minimum değerinin %21,45 ile 2019 yılında (2019 yılı sektör ortalaması: %13,34) ve maksimum değerinin %57,39 ile 2016 yılında (2016 yılı sektör ortalaması: %13,30) olduğu görülmektedir. Kısa vadeli yükümlülüklerin varlıklara oranı medyan değerinin %36,34 olduğu ve ortalama değerinin de %37,84 olduğu görülmektedir.

Bu oranın 1/3'ü (%33) geçmemesi genel kabul görmüş bir standart iken ilgili oran ülkemizde daha yüksek çıkmaktadır. 2016-2021 yılı sektör ortalaması %9,46 iken, Rhea'nın aynı yıllar itibariyle ortalama değeri %37,84'tür. Bu oran, sektör ortalamasının çok üzerinde olup, genel kabul görmüş oran olan %33'ü de aşmaktadır. Bu durumda, şirketin kısa vadeli borçlarını ve kredi yükümlülüklerini ödemede sıkıntı yaşayabileceği görülmektedir.

Uzun vadeli yükümlülüklerin varlıklara oranı incelendiğinde, şirketin minimum değerinin %0,01 ile 2018 yılında (2018 yılı sektör ortalaması: %0,11) ve maksimum değerinin %1,80 ile 2016 yılında (2016 yılı sektör ortalaması: %0,39) olduğu görülmektedir. Uzun vadeli yükümlülüklerin varlıklara oranı ortanca değerinin %0,17 olduğu ve ortalama değerinin de %0,58 olduğu görülmektedir.

Bu oranın ülkemizde 1/6 (%17) olması normal olarak değerlendirilmektedir. Rhea'da ilgili oran 2016-2021 yılları arasında %17'nin çok altında kalmıştır. Şirketin uzun vadeli borçlanmayı tercih etmemesi nedeniyle, ilgili borçlarını ödemede herhangi bir problem yaşamayacağından bahsedilebilir.

Aktif kârlılığı yönünden incelendiğinde, şirketin minimum değerinin %-20,51 ile 2016 yılında (2016 yılı sektör ortalaması: %-7,11) ve maksimum değerinin %18,31 ile 2017 yılında (2017 yılı sektör ortalaması: %13,55) olduğu görülmektedir. Aktif kârlılığı medyan değerinin %-0,57 olduğu ve ortalama değerinin de %-1,48 olduğu görülmektedir.

Finans teorisyenlerine göre aktif kârlılığı oranının %5'in altına düşmemesi gerekmektedir. Rhea GSYO şirketinde ilgili oran sadece 2017 senesinde %5'in üzerine çıkmayı başarmıştır. Diğer tüm senelerde %5'in altında kalmıştır.

Aktif kârlılığının incelenen yıllar itibariyle hem en düşük seviyede hem de negatif gerçekleşmesine neden olan 2016 yılı dönem zararının, finansal yatırımların değer düşüşü ve şüpheli alacak giderinin yer aldığı esas faaliyetlerinden diğer giderler kalemi ve kredi faiz giderinin yer aldığı finansman giderleri kaleminden kaynaklandığı şirketin bağımsız denetim raporlarında izlenmektedir.

Buna karşılık, aktif kârlılığının en yüksek gerçekleştiği 2017 senesi incelendiğinde; Rhea'nın genel yönetim giderlerinin bir önceki yıla göre %230,75 artarak 6.911.308 TL, esas faaliyetlerinden diğer giderlerinin bir önceki yıla göre %318,46 artarak 21.161.650 TL ve finansman giderlerinin de %272,50 artarak 6.714.965 TL gerçekleştiği görülmektedir. Şirketin 2017 yılında 2016 yılına göre daha kötü bir performans gösterip dönem kârı açıklamasının altında yatan nedenin 41.415.781 TL'sini temettü gelirinin oluşturduğu ve toplam 42.342.048 TL tutarındaki yatırım faaliyetlerinden elde ettiği gelir olduğu ifade edilebilir.

Brüt kâr marjı yönünden incelendiğinde; şirketin 2017-2021 yılları arasında hasılat kaleminde ve buna bağlı olarak da brüt kâr kaleminde değer olmamasından kaynaklı, brüt kâr marjı değerleri hesaplanamamış olup, finansal oranların istatistiki değerleri tablosundaki hesaplamalara dahil edilmemişlerdir.

2016 yılı brüt kâr marjı ise; 42.710 TL hasılata karşılık, satışların maliyeti kaleminin sıfır olması nedeniyle brüt kâr rakamının da 42.710 TL gerçekleşmesiyle %100 olarak elde edilmiştir.

Net kâr marjı yönünden incelendiğinde; şirketin 2017-2021 yılları arasında hasılat kaleminde değer olmamasından kaynaklı, net kâr marjı değerleri hesaplanamamış olup, finansal oranların istatistiki değerleri tablosundaki hesaplamalara dahil edilmemişlerdir.

2016 yılı net kâr marjı ise; 42.710 TL hasılata karşılık, 8.863.815 TL dönem zararı gerçekleşmesinden dolayı %-20.753,49 olarak elde edilmiştir.

2.6.6. Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Çalışmamızdaki mali oranların hesaplanması için esas teşkil eden VERUSATURK GSYO şirketine ait 2016-2021 yıllarına ait finansal kalemler aşağıdaki Tablo 33'te sunulmaktadır.

Tablo 33. Verusaturk GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Kalemler

(VERUSA) FİNANSAL KALEMLER	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Toplam Dönen Varlıklar	139.738.927	151.942.138	162.837.336	181.834.515	376.211.637	1.538.623.330
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	8.571.232	4.749.538	121.803	93.596	12.118.919	140.634
Nakit ve Nakit Benzerleri	15.103	2.498	28.860	34.113.859	3.344.460	873.521
Gayrimenkul Projeleri Kapsamında Açılan Nakit Hesapları	0	0	0	0	0	0
Finansal Yatırımlar	130.192.718	149.970.304	127.190.993	135.729.817	372.027.011	1.536.928.921
Hasılat	13.500.000	0	37.965.579	31.606.665	0	0
Finans Sektörü Faaliyetleri Hasılatı	0	0	0	0	0	0
Toplam Özkaynaklar	131.303.061	147.200.104	162.683.540	181.645.624	363.991.354	1.513.928.759
Toplam Varlıklar	139.929.552	151.992.288	162.866.294	181.843.763	376.213.008	1.538.645.436
Toplam Yükümlülükler	8.626.491	4.792.184	182.754	198.139	12.221.654	24.716.677
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	55.259	42.646	60.951	104.543	102.735	24.576.043
Dönem Kârı (Zararı)	22.623.917	20.837.043	15.483.436	31.182.084	181.739.390	1.152.537.405
Brüt Kâr (Zarar)	300.000	0	653.861	1.748.265	0	0

VERUSATURK GSYO şirketinin 2016-2021 yıllarına ait finansal kalemleri temel alınarak 10 adet finansal oran hesaplanmış olup, aşağıdaki Tablo 34'te sunulmaktadır.

Tablo 34. Verusaturk GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Oranlar

(VERUSA)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CO	16,3032	31,9909	1.336,8910	1.942,7595	31,0433	10.940,6213
NO	15,1913	31,5763	1.044,4722	1.814,6467	30,9740	10.934,7842
ÖDH	0,1056	0,0000	0,2450	0,1836	0,0000	0,0000
ADH	0,0941	0,0000	0,2412	0,1834	0,0000	0,0000
FKO (%)	6,16	3,15	0,1122	0,1090	3,25	1,61
KVY/V (%)	6,13	3,12	0,07	0,05	3,22	0,01
UVY/V (%)	0,04	0,0281	0,04	0,06	0,0273	1,60
AK (%)	15,77	14,28	9,84	18,09	65,13	120,38
BKM (%)	2,22	-	1,72	5,53	-	-
NKM (%)	167,58	-	40,78	98,66	-	-

Tablo 35. Verusaturk GSYO 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Oranların İstatistiki Değerleri

(VERUSA)	Minimum Değer	Maksimum Değer	Ortalama Değer	Medyan (Ortanca)	Standart Sapma
CO	16,3032	10.940,6213	2.383,2682	684,4410	4.270,3919
NO	15,1913	10.934,7842	2.311,9408	538,0243	4.286,8435
ÖDH	0,1056	0,2450	0,1781	0,1836	0,0699
ADH	0,0941	0,2412	0,1729	0,1834	0,0741
FKO (%)	0,1090	6,16	2,40	2,38	2,31
KVY/V (%)	0,01	6,13	2,10	1,60	2,50
UVY/V (%)	0,0273	1,60	0,30	0,04	0,64
AK (%)	9,84	120,38	40,58	16,93	44,11
BKM (%)	1,72	5,53	3,16	2,22	2,07
NKM (%)	40,78	167,58	102,34	98,66	63,48

Şirketin cari oranları incelendiğinde; minimum değerinin 2016 yılındaki 16,3032 (2016 yılı sektör ortalaması: 108,96) ve maksimum değerinin 2021 yılında gerçekleşen 10.940,6213 (2021 yılı sektör ortalaması: 61,43) olduğu görülmektedir. Cari oran medyan değerinin 684,4410 olduğu ve ortalama değerinin ise 2.383,2682 olduğu görülmektedir.

Bu oranın genel itibariyle 2 olması, gelişmekte olan ülkelerde ise 1,5 olması yeterliyken, Verusa'nın cari oranları incelenen yıllar itibariyle genel kabul görmüş oranların çok üzerinde oluşmuştur. Şirketin 2.383,2682 olarak gerçekleşen ortalama cari oran değeri, 2016-2021 yılları sektör ortalaması olan 105,37 değerinin çok üzerindedir.

Şirketin cari oran değerinin en yüksek çıktığı 2021 yılı bağımsız denetimden geçmiş faaliyet raporu incelendiğinde; şirketin toplam dönen varlıklar kaleminin 1.538.623.330 TL olduğunu ve bu değerin %99,89'unu 1.536.928.921 TL tutarındaki kısa vadeli finansal yatırımlarının gerçeğe uygun değer farkının oluşturduğu görülmektedir. 2020 yılı sonunda 372.027.011 TL olan kısa vadeli finansal yatırımlar kalemi 2021 yılında 4,13 kat artarak 1.536.928.921 TL seviyesine ulaşmıştır.

Şirketin 2021 yılında toplam dönen varlıkları artarken, kısa vadeli yükümlükleri ise 2020 yılına göre yaklaşık 86 kat düşürülmüş olup, 2020 yılında 12.118.919 TL olan kısa vadeli yükümlükleri 2021 yılında 140.634 TL'ye düşürülmüştür. Bu düşüşün altında yatan neden, şirketin 2020 yılında Verusa Holding'den kısa vadeli olarak sağladığı 12.028.512 TL tutarındaki finansmanı, 2021 yılında yine Verusa Holding A.Ş.'den bu sefer 24.404.907 TL tutarında uzun vadeli finansman sağlayarak kapatmış olmasıdır.

Verusa'nın bir yandan dönen varlıklarındaki büyük artış bir yandan da kısa vadeli yükümlüklerindeki büyük azalış, şirketin cari oran değerinin bu kadar yüksek çıkmasına neden olmuştur.

Nakit oranı yönünden incelendiğinde ise; Verusa'nın minimum değerinin 2016 yılındaki 15,1913 (2016 yılı sektör ortalaması: 106,71) ve maksimum değerinin 2021 yılında gerçekleşen 10.934,7842 (2021 yılı sektör ortalaması: 55,75) olduğu görülmektedir. Nakit oranı medyan değerinin 538,0243 olduğu ve ortalama değerinin de 2.311,9408 olduğu görülmektedir.

Bu oranın genel itibariyle 0,20'nin altında kalmaması beklenmektedir. Verusa'nın nakit oranı değerleri de tıpkı cari oran değerlerinde olduğu gibi genel kabul görmüş değerlerin çok üzerinde çıkmaktadır.

Buna göre, şirketin 2016 yılından 2019 yılına kadar kısa vadeli yükümlülüklerini azaltması ve yukarıda bahsedilen 2020 yılındaki kısa vadeli yükümlülüğünü de 2021 yılında uzun vadeli borca çevirmiş olması nedeniyle, kısa vadeli yükümlülüklerini yıllar itibariyle azaltmayı başardığı ifade edilebilir. Kısa vadeli yükümlülüklerini azaltırken, finansal yatırımlar kalemi ile nakit ve nakit benzerleri kaleminin etkisiyle toplam dönen varlıklarını da yıllar itibariyle artırıyor olması, şirketin hem cari oran hem de nakit oran yönünden yüksek oranlara sahip olmasını sağlamaktadır.

Buna göre; şirketin borç ödeme potansiyelinin yüksek olduğundan bahsedilebilir. Ayrıca, şirketin nakit ve nakit benzerleri kalemine kıyasla finansal yatırımlar kaleminin yüksek değerlere sahip olması ve finansal yatırımlar kalemini de 2021 yıl sonu itibariyle 1.536.928.921 TL değerindeki yedi adet şirkete ait borsada işlem görmeyen pay senetlerinden oluşturması, Verusa'nın elindeki kaynakları atıl olarak tutmadığını ve aktif bir şekilde yönettiğini göstermektedir.

Özkaynak devir hızı yönünden incelenecek olursa; şirketin 2017, 2020 ve 2021 yıllarında hasılat kaleminde değer olmaması nedeniyle, özkaynak devir hızı değerleri sıfır çıkmış olup, finansal oranların istatistiki değerleri tablosundaki hesaplamalara dahil edilmemişlerdir. 2016, 2018 ve 2019 yıllarına ait yapılan değerlendirme neticesinde; Verusa'nın minimum değerinin 0,1056 ile 2016 yılında (2016 yılı sektör ortalaması: 0,13) ve maksimum değerinin 0,2450 ile 2018 yılında (2018 yılı sektör ortalaması: 0,28) olduğu görülmektedir. Özkaynak devir hızı ortanca değerinin 0,1836 olduğu ve ortalama değerinin de 0,1781 olduğu görülmektedir.

Bu oran için genel anlamda kabul edilen belli bir değer olmadığından, ilgili oranın sektör ortalamaları ile karşılaştırılıp bir sonuca bağlanması gerekmektedir. Bu bağlamda GSYO sektörü 2016-2021 yılları ortalaması 0,19 baz alındığında, Verusa'nın ortalama değerinin 0,1781 ile 2016-2021 yılları arası sektör ortalamasının altında kaldığı görülmektedir.

Yıllık özkaynak devir hızı sektör ortalamaları ile Verusa'nın özkaynak devir hızı değerleri karşılaştırıldığında;

2016 yılı sektör ortalaması 0,13 iken Verusa'nın 0,1056 değere sahip olduğu, 2018 yılı sektör ortalaması 0,28 iken Verusa'nın 0,2450 değere sahip olduğu, 2019 yılı sektör ortalaması 0,10 iken Verusa'nın 0,1836 değere sahip olduğu görülmektedir.

Buna göre; yıllık sektör ortalamalarına bakıldığında, Verusa'nın 2016 ve 2018 yıllarında sektör ortalamasının altında kaldığı, 2019 yılında ise sektör ortalamasının üstüne çıkmayı başardığı görülmektedir. Bu durumda, şirketin 2019 yılında özkaynaklarını sektörel bazda ekonomik ve verimli bir şekilde kullandığından bahsedilebilir.

Aktif devir hızı yönünden incelenecek olursa; şirketin 2017, 2020 ve 2021 yıllarında hasılat kaleminde değer olmaması nedeniyle, aktif devir hızı değerleri sıfır çıkmış olup, finansal oranların istatistiki değerleri tablosundaki hesaplamalara dahil edilmemişlerdir. 2016, 2018 ve 2019 yıllarına ait yapılan değerlendirme neticesinde; Verusa'nın minimum değerinin 0,0941 ile 2016 yılında (2016 yılı sektör ortalaması: 0,12) ve maksimum değerinin 0,2412 ile 2018 yılında (2018 yılı sektör ortalaması: 0,28) olduğu görülmektedir. Özkaynak devir hızı ortanca değerinin 0,1834 olduğu ve ortalama değerinin de 0,1729 olduğu görülmektedir.

Bu oranın genel itibariyle 1,5 olması işletme için yeterli düzeyde iş yaptığı anlamına gelirken, 2 veya üzerinde olması işletme için durumlarının oldukça iyi olduğu anlamına gelir. Ancak bu oranın sektörler itibariyle değiştiği görülmektedir. Bu bağlamda GSYO sektörü 2016-2021 yılları ortalaması 0,19 baz alındığında, Verusa'nın ortalama değerinin 0,1729 ile 2016-2021 yılları arası sektör ortalamasının altında kaldığı görülmektedir.

Yıllık aktif devir hızı sektör ortalamaları ile Verusa'nın aktif devir hızı değerleri karşılaştırıldığında;

2016 yılı sektör ortalaması 0,12 iken Verusa'nın 0,0941 değere sahip olduğu, 2018 yılı sektör ortalaması 0,28 iken Verusa'nın 0,2412 değere sahip olduğu, 2019 yılı sektör ortalaması 0,09 iken Verusa'nın 0,1834 değere sahip olduğu görülmektedir.

Buna göre; yıllık sektör ortalamalarına bakıldığında, Verusa'nın 2016 ve 2018 yıllarında sektör ortalamasının altında kaldığı, 2019 yılında ise sektör ortalamasının üstüne çıkmayı başardığı görülmektedir. Bu durumda, şirketin 2019 yılında faaliyet gösterdiği sektör için durumunun iyi olduğundan bahsedilebilir.

Finansal kaldıraç oranı yönünden incelendiğinde; şirketin minimum değerinin %0,1090 ile 2019 yılında (2019 yılı sektör ortalaması: %16,69) ve maksimum değerinin %6,16 ile 2016 yılında (2016 yılı sektör ortalaması: %16,03) olduğu görülmektedir. Finansal kaldıraç oranı medyan değerinin %2,38 olduğu ve ortalama değerinin de %2,40 olduğu görülmektedir.

Bu oranın genel itibariyle batılı ülkelerde %50'nin altında çıkması istenirken, ülkemizin de bulunduğu gelişmekte olan ekonomilerde %60 ve biraz üzerinde olması

olumlu karşılanmaktadır. Bu durumu sektör ortalamalarına göre değerlendirmek daha doğru olacağından, finansal kaldıraç oranının yıl bazında sektör ortalamaları ile Verusa'nın finansal kaldıraç oranları karşılaştırıldığında;

2016 yılı sektör ortalaması %16,03 iken Verusa'nın %6,16 orana sahip olduğu, 2017 yılı sektör ortalaması %13,73 iken Verusa'nın %3,15 orana sahip olduğu, 2018 yılı sektör ortalaması %15,20 iken Verusa'nın %0,1122 orana sahip olduğu, 2019 yılı sektör ortalaması %16,69 iken Verusa'nın %0,1090 orana sahip olduğu, 2020 yılı sektör ortalaması %11,00 iken Verusa'nın %3,25 ve 2021 yılı sektör ortalaması %2,97 iken Verusa'nın %1,61 orana sahip olduğu görülmektedir.

Buna göre, şirketin finansal kaldıraç oranlarının yıllar itibariyle sektör bazında ortalamanın çok altında seyrettiği ifade edilebilir. Şirketin doğru bir borçlanma stratejisi yürüttüğünden ve toplam varlıklarının yükseliş trendini yıllar itibariyle koruyup, borçlanmalarını ise dengeli bir şekilde dağıtarak riski minimize etmeye çalıştığından söz edilebilir.

Kısa vadeli yükümlülüklerin varlıklara oranı incelendiğinde, şirketin minimum değerinin %0,01 ile 2021 yılında (2021 yılı sektör ortalaması: %2,16) ve maksimum değerinin %6,13 ile 2016 yılında (2016 yılı sektör ortalaması: %13,30) olduğu görülmektedir. Kısa vadeli yükümlülüklerin varlıklara oranı medyan değerinin %1,60 olduğu ve ortalama değerinin de %2,10 olduğu görülmektedir.

Bu oranın 1/3'ü (%33) geçmemesi genel kabul görmüş bir standart iken ilgili oran ülkemizde daha yüksek çıkmaktadır. 2016-2021 yılı sektör ortalaması %9,46 iken, Verusa'nın aynı yıllar itibariyle ortalama değeri %2,10'dur. Bu oran, sektör ortalamasının altında olup, genel kabul görmüş oran olan %33'ün de çok altında gerçekleşmiştir. Bu durumda, şirketin kısa vadeli borçlarını ve kredi yükümlülüklerini ödemede sıkıntı yaşamayacağı söylenebilir.

Uzun vadeli yükümlülüklerin varlıklara oranı incelendiğinde, şirketin minimum değerinin %0,0273 ile 2020 yılında (2020 yılı sektör ortalaması: %0,20) ve maksimum değerinin %1,60 ile 2021 yılında (2021 yılı sektör ortalaması: %0,72) olduğu görülmektedir. Uzun vadeli yükümlülüklerin varlıklara oranı ortanca değerinin %0,04 olduğu ve ortalama değerinin de %0,30 olduğu görülmektedir.

Bu oranın ülkemizde 1/6 (%17) olması normal olarak değerlendirilmektedir. Verusa'nın 2016-2020 yılları arasındaki uzun vadeli yükümlülükleri çok düşüktür. Bu da oranın düşük seviyelerde kalmasını sağlamaktadır.

Şirketin 2020 yılında Verusa Holding'den kısa vadeli olarak sağladığı 12.028.512 TL tutarındaki finansmanı, 2021 yılında yine Verusa Holding A.Ş.'den bu sefer 24.404.907 TL tutarında uzun vadeli finansman sağlayarak kapatması neticesinde; şirketin uzun vadeli yükümlülüklerinin varlıklara oranı incelenen yıllar arasındaki en yüksek seviyesi olan %1,60'a çıkmıştır.

Sonuç olarak; Verusa'nın uzun vadeli borçlarını ödemede herhangi bir problem yaşamayacağından söz edilebilir.

Aktif kârlılığı yönünden incelendiğinde, şirketin minimum değerinin %9,84 ile 2018 yılında (2018 yılı sektör ortalaması: %-4,93) ve maksimum değerinin %120,38 ile 2021 yılında (2021 yılı sektör ortalaması: %45,82) olduğu görülmektedir. Aktif kârlılığı medyan değerinin %16,93 olduğu ve ortalama değerinin de %40,58 olduğu görülmektedir.

Finans teorisyenlerine göre aktif kârlılığı oranının %5'in altına düşmemesi gerekmektedir. Verusa'nın incelenen tüm yıllardaki aktif kârlılığı oranları %5'in üzerinde seyretmiş olup, 2016-2021 yılları sektör ortalaması %14,46 iken, Verusa'nın ortalama değeri %40,58 ile sektör ortalamasının çok üzerinde gerçekleşmiştir.

Aktif kârlılığının en yüksek gerçekleştiği 2021 senesi incelendiğinde; Verusa'nın esas faaliyetlerinden diğer gelirler kaleminin 2020 yılına göre %628,54 artış göstererek 1.166.875.882 TL'ye çıktığı görülmektedir. Esas faaliyetlerden diğer gelirler kalemindeki en büyük artışın bir önceki yıla göre %656,01 artış ile 1.136.351.910 TL'ye ulaşan finansal yatırım değerleme kârında ve önceki yıla göre %189,41 artış ile 5.134.435 TL'ye ulaşan finansal yatırım alım-satım net kârında gerçekleştiği görülmektedir. Bu da şirketin kuruluş amacına uygun bir şekilde doğru finansal yatırımlar ile yoluna devam ettiğini ve bu sayede güzel bir büyüme ivmesi yakaladığını ifade etmektedir.

Sonuç olarak; Verusa'nın 2021 yılı dönem kârı bir önceki yıla göre %634,17 artış göstererek 1.152.537.405 TL olarak gerçekleşmiştir. Verusa'nın 2020 yılında altı şirketteki finansal yatırımlarını 2021 yılında yedi şirkete çıkarmasının yanı sıra, finansal

yatırımlarının gerçeğe uygun değer farkının 2020 yılına göre %413,12 artış göstererek 1.536.928.921 TL'ye ulaşmasıyla birlikte 2020-2021 yılları toplam varlıklarının ortalama değeri de yükselmiş ve aktif kârlılığı incelenen yıllar arasındaki en yüksek seviyesi olan %120,38 olarak elde edilmiştir.

Brüt kâr marjı yönünden incelendiğinde; şirketin 2017, 2020 ve 2021 yıllarında hasılat kaleminde ve buna bağlı olarak da brüt kâr kaleminde değer olmamasından kaynaklı, brüt kâr marjı değerleri hesaplanamamış olup, finansal oranların istatistiki değerleri tablosundaki hesaplamalara dahil edilmemişlerdir. 2016, 2018 ve 2019 yıllarına ait yapılan değerlendirme neticesinde; Verusa'nın minimum değerinin %1,72 ile 2018 yılında (2018 yılı sektör ortalaması: %48,06) ve maksimum değerinin %5,53 ile 2019 yılında (2019 yılı sektör ortalaması: %59,65) olduğu görülmektedir. Brüt kâr marjı ortanca değerinin %2,22 olduğu ve ortalama değerinin de %3,16 olduğu görülmektedir.

Verusa'nın en yüksek hasılat rakamına ulaştığı 2018 yılında, en düşük brüt kâr marjına sahip olmasının altında yatan neden incelendiğinde; 2018 yılındaki 37.965.579 TL hasılat rakamına karşılık, satışların maliyetinin hasılata oranının %98,28 ile 37.311.718 TL gerçekleşmesi sonucunda 653.861 TL brüt kâr açıkladığı görülmektedir. Satışların maliyetinin yüksek olması brüt kâr marjını olumsuz etkilemiştir.

2019 yılında satışları 2018 yılının %83,25'i olarak gerçekleşip 31.606.665 TL'ye düşmesine rağmen satışların maliyetinin hasılata oranının %94,47 ile 29.858.400 TL gerçekleşmesi sonucunda 1.748.265 TL brüt kâr açıklayan Verusa'nın brüt kâr marjı da %5,53 ile incelenen yıllar arasındaki en yüksek seviyesine çıkmıştır.

Net kâr marjı yönünden incelendiğinde; Şirketin 2017, 2020 ve 2021 yıllarında hasılat kaleminde değer olmamasından kaynaklı, net kâr marjı değerleri hesaplanamamış olup, finansal oranların istatistiki değerleri tablosundaki hesaplamalara dahil edilmemişlerdir. 2016, 2018 ve 2019 yıllarına ait yapılan değerlendirme neticesinde; Verusa'nın minimum değerinin %40,78 ile 2018 yılında (2018 yılı sektör ortalaması: %43,44) ve maksimum değerinin %167,58 ile 2016 yılında (2016 yılı sektör ortalaması: %-227,37) olduğu görülmektedir. Net kâr marjı ortanca değerinin %98,66 olduğu ve ortalama değerinin de %102,34 olduğu görülmektedir.

Şirketin dönem kârının hasılatını aştığı tek yıl olan 2016 yılı incelendiğinde; Verusa'nın brüt kârının sadece 300.000 TL olduğu görülmektedir. Şirketin dönem kârını artıran asıl etken ise esas faaliyet kârının 23.666.482 TL olarak gerçekleşmesidir. Esas faaliyet kârının yüksek çıkması neticesinde dönem kârı olumlu etkilenmiş ve bunun sonucu olarak da net kâr marjı %167,58 ile incelenen yıllar arasındaki en yüksek seviyesine ulaşmıştır.

2.7. GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARININ MALİ ORANLARININ KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

Yukarıda, şirketlerin mali oranlarının analizi şirket bazında gerçekleştirilmiştir. Bu bölümde ise ele alınan mali oranların her birinin belirlenen yıllar arasında gerçekleşen sektörün yıllık bazdaki ortalaması ile şirketlerin sahip olduğu değerlerin birbirleriyle karşılaştırmalı olarak değerlendirilmesi amaçlanmaktadır.

Bu değerlendirmeyi gerçekleştirirken; incelemeye alınan altı girişim sermayesi yatırım ortaklığı şirketinin 2016-2021 yılları arasındaki zaman serisine ait hesapladığımız mali oranlar ve yine 2016-2021 yıllarına ait işletimi Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. (MKK) tarafından yürütülen Veri Analiz Platformu (VAP) sisteminden elde edilen sektör ortalamaları kullanılmıştır.

Veri Analiz Platformu (VAP) sisteminden elde edilen sektör ortalamaları ile yine aynı sistemden elde edilen dönemsel finansal oranlar, mali kuruluşlar sektörünün girişim sermayesi yatırım ortaklıkları alt sektörüne ait verilerdir.

2.7.1. Cari Oran Karşılaştırmalı Analizi

GSYO'ların 2016-2021 yıllarına ait cari oran değerleri ile yıllık sektör ortalamaları büyükten küçüğe olacak şekilde sıralama yapılmıştır.

Tablo 36. Şirketlerin 2016-2021 Yıllarına Ait Cari Oran Karşılaştırmalı Analizi

CO	2016
HEDEF	421,2505
HUB	384,8459
SEKTÖR ORT.	108,96
İŞ	47,1923
VERUSA	16,3032
RHEA	1,2362
GÖZDE	0,1074

CO	2017
HUB	440,3431
HEDEF	298,0631
SEKTÖR ORT.	52,66
İŞ	34,7299
VERUSA	31,9909
RHEA	1,8766
GÖZDE	0,1358

CO	2018
VERUSA	1.336,8910
HUB	620,1807
SEKTÖR ORT.	318,45
HEDEF	232,2767
İŞ	35,6611
RHEA	3,7356
GÖZDE	0,1104

CO	2019
VERUSA	1.942,7595
HEDEF	118,4794
İŞ	31,3311
SEKTÖR ORT.	25,98
RHEA	4,5176
HUB	1,2232
GÖZDE	0,1050

CO	2020
HEDEF	213,0378
VERUSA	31,0433
İŞ	26,7227
SEKTÖR ORT.	14,34
HUB	10,2008
RHEA	3,7435
GÖZDE	0,0003

CO	2021
VERUSA	10.940,6213
HEDEF	271,2814
SEKTÖR ORT.	61,43
İŞ	27,3764
HUB	7,1560
RHEA	1,3305
GÖZDE	0,0001

Tablo incelendiğinde; Gözde'nin cari oran değerlerinin incelenen tüm yıllarda en düşük değer olduğu görülmektedir. Gözde'nin cari oran değerleri incelenen tüm yıllarda sektör ortalamasının da çok altında kalmaktadır.

Şirketin borç ödeme potansiyelinin çok düşük olduğunu ifade eden bu durumun, şirketin mali oranlarını incelerken de bahsedildiği üzere şirket politikası olarak kullanıldığı düşünülmektedir. Gözde'nin finansal tablolarında özkaynaklarının çok kuvvetli olduğunu ve şirketin kısa vadeli finansman ihtiyacını özkaynaklarından karşıladığından bahsedilebilir.

Cari oran değeri 2018, 2019 ve 2021 yıllarında olmak üzere toplamda üç yıl en yüksek değere sahip olan şirket Verusaturk GSYO'dur.

İncelenen yıllar arasında beş yıl ile sektör ortalamasının üzerinde cari oran değerini en fazla elde eden şirket ise Hedef GSYO'dur.

2.7.2. Nakit Oranı Karşılaştırmalı Analizi

GSYO'ların 2016-2021 yıllarına ait nakit oranı değerleri ile yıllık sektör ortalamaları büyükten küçüğe olacak şekilde sıralama yapılmıştır.

Tablo 37. Şirketlerin 2016-2021 Yıllarına Ait Nakit Oranı Karşılaştırmalı Analizi

NO	2016
HEDEF	418,8032
HUB	372,5748
SEKTÖR ORT.	106,71
İŞ	46,8699
VERUSA	15,1913
RHEA	0,0031
GÖZDE	0,0012

NO	2017
HUB	384,5471
HEDEF	270,9487
SEKTÖR ORT.	48,36
İŞ	34,3023
VERUSA	31,5763
RHEA	1,2162
GÖZDE	0,0032

NO	2018
VERUSA	1.044,4722
HEDEF	226,6554
HUB	213,9844
SEKTÖR ORT.	79,47
İŞ	35,1228
RHEA	1,0493
GÖZDE	0,0033

NO	2019
VERUSA	1.814,6467
HEDEF	116,8567
İŞ	30,6305
SEKTÖR ORT.	24,75
RHEA	0,7648
HUB	0,2355
GÖZDE	0,0019

NO	2020
HEDEF	206,5794
VERUSA	30,9740
İŞ	25,3582
SEKTÖR ORT.	13,90
HUB	9,8919
RHEA	3,2778
GÖZDE	0,00005

NO	2021
VERUSA	10.934,7842
HEDEF	245,2324
SEKTÖR ORT.	55,75
İŞ	26,4196
HUB	5,9418
RHEA	1,1564
GÖZDE	0,0001

Tablo incelendiğinde; Gözde'nin nakit oranı değerlerinin tıpkı cari oran değerlerinde olduğu gibi, incelenen tüm yıllarda en düşük değer olduğu görülmektedir. Gözde'nin nakit oranı değerleri incelenen tüm yıllarda sektör ortalamasının da çok altında kalmaktadır.

Şirketin nakit akışını sağlamakta güçlük çekebileceğini ve kredi kullanma gereksinimi yaşayabileceğini düşündüren bu durum, finansal tablolarındaki özkaynak kaleminin çok kuvvetli olması nedeniyle şirketin kısa vadeli finansman ihtiyacını özkaynaklarından karşıladığını ifade etmektedir.

Nakit oranı değeri 2018, 2019 ve 2021 yıllarında olmak üzere toplamda üç yıl en yüksek değere sahip olan şirket Verusaturk GSYO'dur.

İncelenen tüm yıllarda sektör ortalamasının üzerinde nakit oranı değerine sahip olan şirket ise Hedef GSYO'dur. Buna göre; şirketin nakit akışı hususunda problem yaşamadığı ve kredi kullanma gereksinimi duymadığı ifade edilebilir. Hedef şirketinin finansal tabloları incelendiğinde, yıllar itibariyle kısa vadeli yükümlüklerinin çok az olduğu görülmektedir ki bu da kredi kullanmaya ihtiyaç duymadığını teyit eden bir göstergedir.

2.7.3. Özkaynak Devir Hızı Karşılaştırmalı Analizi

GSYO'ların 2016-2021 yıllarına ait özkaynak devir hızı değerleri ile yıllık sektör ortalamaları büyükten küçüğe olacak şekilde sıralama yapılmıştır.

Tablo 38. Şirketlerin 2016-2021 Yıllarına Ait Özkaynak Devir Hızı Karşılaştırmalı Analizi

ÖDH	2016
HEDEF	1,1176
SEKTÖR ORT.	0,13
VERUSA	0,1056
GÖZDE	0,0799
HUB	0,0469
İŞ	0,0444
RHEA	0,0020

ÖDH	2017
HEDEF	1,5776
SEKTÖR ORT.	0,34
İŞ	0,0442
GÖZDE	0,0080
RHEA	0,0000
VERUSA	0,0000
HUB	- 0,0235

ÖDH	2018
HEDEF	0,2885
SEKTÖR ORT.	0,28
VERUSA	0,2450
İŞ	0,0392
GÖZDE	0,0077
HUB	0,0039
RHEA	0,0000

ÖDH	2019
HEDEF	0,2535
VERUSA	0,1836
SEKTÖR ORT.	0,10
İŞ	0,0418
GÖZDE	0,0154
HUB	0,0021
RHEA	0,0000

ÖDH	2020
HEDEF	0,9971
SEKTÖR ORT.	0,30
İŞ	0,1377
HUB	0,0392
GÖZDE	0,0240
RHEA	0,0000
VERUSA	0,0000

ÖDH	2021
GÖZDE	0,2205
SEKTÖR ORT.	0,09
İŞ	0,0856
HEDEF	0,0419
HUB	0,0045
RHEA	0,0000
VERUSA	0,0000

Tablo incelendiğinde; Hedef GSYO'nun 2016-2020 yılları arasında olmak üzere toplam beş yıl boyunca en yüksek özkaynak devir hızına sahip olduğu görülmektedir. Bu

durum; Hedef'in sahip olduğu özkaynaklarını sektörel bazda ekonomik ve verimli bir şekilde kullandığını göstermektedir.

2021 yılında ise özkaynak devir hızı en yüksek olan şirket Gözde GSYO'dur.

2016, 2017, 2018 ve 2020 yıllarında sektör ortalamasının üzerinde değer elde eden tek şirket Hedef GSYO'dur. 2021 yılında ise sektör ortalamasını geçen tek şirket Gözde GSYO'dur. 2019 yılında sektör ortalamasının üzerinde değere sahip iki şirket bulunmaktadır. Bunlar Hedef GSYO ve Verusaturk GSYO'dur.

2016, 2018 ve 2019 yıllarında olmak üzere toplam üç kez en düşük özkaynak devir hızına sahip olan şirket Rhea GSYO'dur. Rhea'nın ardından 2020 ve 2021 yıllarında olmak üzere toplam iki kez en düşük özkaynak devir hızına sahip şirket olarak Verusaturk GSYO gelmektedir.

GSYO'lar henüz fikir aşamasındaki veya gelir getirmeyen kuruluşlara yatırım yapmak üzere kurulan mali kuruluşlar olduğundan, portföylerinde tuttukları şirketlerden gelir elde etmeleri veya girişimden çıkış yapmak suretiyle getiri kazanmaları uzun bir zaman gerektirmektedir. GSYO'lar üretim veya ticaret kuruluşları gibi düzenli bir gelire sahip değillerdir.

Bu nedenle; yukarıdaki tabloda da görüleceği üzere özkaynak devir hızının sektör ortalaması değeri bile çok düşük gerçekleşmektedir. Bunun temel nedeni; şirketlerin hasılat kaleminin özkaynaklarına oranla düşük kalmasıdır.

Yukarıdaki tabloda, şirketlerin özkaynak devir hızı değerlerinin sıfır çıkmasının nedeni ise ilgili yıllarda şirketlerin hasılat kalemlerinde değer olmamasıdır.

2.7.4. Aktif Devir Hızı Karşılaştırmalı Analizi

GSYO'ların 2016-2021 yıllarına ait aktif devir hızı değerleri ile yıllık sektör ortalamaları büyükten küçüğe olacak şekilde sıralama yapılmıştır.

Tablo 39. Şirketlerin 2016-2021 Yıllarına Ait Aktif Devir Hızı Karşılaştırmalı Analizi

ADH	2016
HEDEF	1,1154
SEKTÖR ORT.	0,12
VERUSA	0,0941
HUB	0,0467
İŞ	0,0438
GÖZDE	0,0427
RHEA	0,0010

ADH	2017
HEDEF	1,5748
SEKTÖR ORT.	0,33
İŞ	0,0438
GÖZDE	0,0054
RHEA	0,0000
VERUSA	0,0000
HUB	- 0,0234

ADH	2018
HEDEF	0,2879
SEKTÖR ORT.	0,28
VERUSA	0,2412
İŞ	0,0388
GÖZDE	0,0051
HUB	0,0039
RHEA	0,0000

ADH	2019
HEDEF	0,2517
VERUSA	0,1834
SEKTÖR ORT.	0,09
İŞ	0,0413
GÖZDE	0,0088
HUB	0,0021
RHEA	0,0000

ADH	2020
HEDEF	0,9915
SEKTÖR ORT.	0,30
İŞ	0,1356
HUB	0,0385
GÖZDE	0,0147
RHEA	0,0000
VERUSA	0,0000

ADH	2021
GÖZDE	0,1793
İŞ	0,0844
SEKTÖR ORT.	0,08
HEDEF	0,0418
HUB	0,0045
RHEA	0,0000
VERUSA	0,0000

Tablo incelendiğinde; Hedef GSYO'nun 2016-2020 yılları arasında olmak üzere toplam beş yıl boyunca en yüksek aktif devir hızına sahip olduğu görülmektedir. Buna göre; Hedef GSYO'nun faaliyet gösterdiği sektörde iyi durumda olduğundan bahsedilebilir.

2021 yılında ise aktif devir hızı en yüksek olan şirket Gözde GSYO'dur.

2016, 2017, 2018 ve 2020 yıllarında sektör ortalamasının üzerinde değer elde eden tek şirket Hedef GSYO'dur.

2019 yılında sektör ortalamasını geçen iki şirketten biri Hedef GSYO diğeri de Verusaturk GSYO iken, 2021 yılında sektör ortalamasını geçen iki şirketten biri Gözde GSYO diğeri de İş GSYO'dur.

2016, 2018 ve 2019 yıllarında olmak üzere toplam üç kez en düşük aktif devir hızına sahip olan şirket Rhea GSYO'dur. Rhea'nın ardından 2020 ve 2021 yıllarında olmak üzere toplam iki kez en düşük aktif devir hızına sahip şirket olarak Verusaturk GSYO gelmektedir.

Özkaynak devir hızı karşılaştırmalı analizinde de bahsedildiği üzere; GSYO'lar henüz fikir aşamasındaki veya gelir getirmeyen kuruluşlara yatırım yapmak üzere kurulan mali kuruluşlar olduğundan, portföylerinde tuttukları şirketlerden gelir elde etmeleri veya girişimden çıkış yapmak suretiyle getiri kazanmaları uzun bir zaman gerektirmektedir. GSYO'lar üretim veya ticaret kuruluşları gibi düzenli bir gelire sahip değillerdir.

Bu nedenle; yukarıdaki tabloda da görüleceği üzere aktif devir hızının sektör ortalaması değeri bile çok düşük gerçekleşmektedir. Bunun temel nedeni; şirketlerin hasılat kaleminin toplam varlıklarına oranla düşük kalmasıdır.

Yukarıdaki tabloda, şirketlerin aktif devir hızı değerlerinin sıfır çıkmasının nedeni ise ilgili yıllarda şirketlerin hasılat kalemlerinde değer olmamasıdır.

2.7.5. Finansal Kaldıraç Oranı Karşılaştırmalı Analizi

GSYO'ların 2016-2021 yıllarına ait finansal kaldıraç oranı değerleri ile yıllık sektör ortalamaları büyükten küçüğe olacak şekilde sıralama yapılmıştır.

Tablo 40. Şirketlerin 2016-2021 Yıllarına Ait Finansal Kaldıraç Oranı Karşılaştırmalı Analizi

FKO (%)	2016
RHEA	59,19
GÖZDE	44,35
SEKTÖR ORT.	16,03
VERUSA	6,16
İŞ	1,02
HEDEF	0,22
HUB	0,18

FKO (%)	2017
RHEA	51,03
GÖZDE	28,30
SEKTÖR ORT.	13,73
VERUSA	3,15
İŞ	0,95
HUB	0,20
HEDEF	0,16

FKO (%)	2018
GÖZDE	40,18
RHEA	26,04
SEKTÖR ORT.	15,20
İŞ	0,86
HEDEF	0,23
VERUSA	0,11
HUB	0,04

FKO (%)	2019
GÖZDE	45,57
RHEA	21,53
SEKTÖR ORT.	16,69
HUB	3,45
İŞ	1,52
HEDEF	1,07
VERUSA	0,11

FKO (%)	2020
GÖZDE	34,30
RHEA	25,87
SEKTÖR ORT.	11,00
VERUSA	3,25
İŞ	1,50
HUB	0,68
HEDEF	0,40

FKO (%)	2021
RHEA	46,86
GÖZDE	11,36
SEKTÖR ORT.	2,97
VERUSA	1,61
İŞ	1,25
HUB	0,35
HEDEF	0,29

Yukarıdaki Tablo 40 incelendiğinde; tüm yıllarda sektör ortalamasının üstünde sadece iki şirketin olduğu görülmektedir. İlk şirket; 2016, 2017 ve 2021 yıllarında en yüksek orana sahip olan Rhea GSYO, ikinci şirket ise 2018, 2019 ve 2020 yıllarında en yüksek orana sahip olan Gözde GSYO'dur.

Diğer şirketlerin finansal kaldıraç oranları sektör ortalamasının altında kalmaktadır. Bu durumda, Rhea GSYO ile Gözde GSYO'nun daha fazla finansal risk ile çalıştığından bahsedilebilir.

Sektör ortalamasının altında orana sahip olan şirketlerin daha ihtiyatlı davrandığından ve riskten kaçındığından bahsedilebilir.

Gözde GSYO'nun 2019, 2020 ve 2021 yıllarındaki finansal tablolarında görüleceği üzere; şirketin özkaynakları artış gösterirken, yükümlülüklerinin azalması son üç yıldaki finansal kaldıraç oranının azalma eğilimi göstermesini sağlamaktadır. Bu durum hem şirket için hem de şirkete kredi tahsis edenler için olumlu olup, işletmenin borçları ile kredi faizlerini ödeyebileceğini ifade etmektedir.

Rhea'nın ise finansman ihtiyacı nedeniyle 2021 yılı öncesinde kullandığı ABD doları para birimindeki kredi nedeniyle taşıdığı kur riski gerçekleşmiş ve ülkemizde kurların ani yükselişiyle beraber kredi borcu TL bazında çok artmıştır. Buna bağlı olarak da 2020 yılında %25,87 seviyesinde olan finansal kaldıraç oranı, 2021 yılında %46,86 seviyesine yükselmiştir. Bu durum hem şirket için hem de şirkete kredi tahsis edenler için olumsuz olup, işletmenin borç ve kredi faizlerini öderken problem yaşayabileceği görülmektedir.

2.7.6. Kısa Vadeli Yükümlülükler / Varlıklar Karşılaştırmalı Analizi

GSYO'ların 2016-2021 yıllarına ait kısa vadeli yükümlükler / varlıklar değerleri ile yıllık sektör ortalamaları büyükten küçüğe olacak şekilde sıralama yapılmıştır.

Tablo 41. Şirketlerin 2016-2021 Yıllarına Ait Kısa Vadeli Yükümlülükler / Varlıklar Karşılaştırmalı Analizi

KVY/V (%)	2016
RHEA	57,39
GÖZDE	25,20
SEKTÖR ORT.	13,30
VERUSA	6,13
İŞ	0,98
HEDEF	0,17
HUB	0,13

KVY/V (%)	2017
RHEA	49,77
GÖZDE	18,26
SEKTÖR ORT.	4,16
VERUSA	3,12
İŞ	0,85
HUB	0,12
HEDEF	0,08

KVY/V (%)	2018
RHEA	26,03
GÖZDE	24,34
SEKTÖR ORT.	12,86
İŞ	0,75
HEDEF	0,13
VERUSA	0,07
HUB	0,04

KVY/V (%)	2019
GÖZDE	23,57
RHEA	21,45
SEKTÖR ORT.	13,34
HUB	3,45
İŞ	0,87
HEDEF	0,34
VERUSA	0,05

KVY/V (%)	2020
RHEA	25,74
GÖZDE	17,98
SEKTÖR ORT.	8,11
VERUSA	3,22
İŞ	0,97
HUB	0,60
HEDEF	0,17

KVY/V (%)	2021
RHEA	46,65
GÖZDE	9,42
SEKTÖR ORT.	2,16
İŞ	0,90
HUB	0,31
HEDEF	0,14
VERUSA	0,01

Yukarıdaki Tablo 41 incelendiğinde; tüm yıllarda sektör ortalamasının üstünde sadece iki şirketin olduğu görülmektedir. İlk şirket; 2016, 2017, 2018, 2020 ve 2021 yıllarında en yüksek orana sahip olan Rhea GSYO, ikinci şirket ise 2019 yılında en yüksek orana sahip olan Gözde GSYO'dur.

Diğer şirketlerin kısa vadeli yükümlükler / varlıklar oranları sektör ortalamasının altında kalmaktadır.

2.7.7. Uzun Vadeli Yükümlülükler / Varlıklar Karşılaştırmalı Analizi

GSYO'ların 2016-2021 yıllarına ait uzun vadeli yükümlükler / varlıklar değerleri ile yıllık sektör ortalamaları büyükten küçüğe olacak şekilde sıralama yapılmıştır.

Tablo 42. Şirketlerin 2016-2021 Yıllarına Ait Uzun Vadeli Yükümlülükler / Varlıklar Karşılaştırmalı Analizi

UVY/V (%)	2016
GÖZDE	19,15
RHEA	1,80
SEKTÖR ORT.	0,39
HEDEF	0,05
HUB	0,047
İŞ	0,04
VERUSA	0,04

UVY/V (%)	2017
GÖZDE	10,03
SEKTÖR ORT.	1,72
RHEA	1,26
İŞ	0,09
HEDEF	0,09
HUB	0,076
VERUSA	0,03

UVY/V (%)	2018
GÖZDE	15,84
İŞ	0,11
SEKTÖR ORT.	0,11
HEDEF	0,09
VERUSA	0,04
RHEA	0,01
HUB	0,00

UVY/V (%)	2019
GÖZDE	22,00
HEDEF	0,73
İŞ	0,64
SEKTÖR ORT.	0,30
RHEA	0,08
VERUSA	0,06
HUB	0,003

UVY/V (%)	2020
GÖZDE	16,32
İŞ	0,54
HEDEF	0,23
SEKTÖR ORT.	0,20
RHEA	0,13
HUB	0,082
VERUSA	0,03

UVY/V (%)	2021
GÖZDE	1,94
VERUSA	1,60
SEKTÖR ORT.	0,72
İŞ	0,35
RHEA	0,21
HEDEF	0,16
HUB	0,037

Yukarıdaki Tablo 42 incelendiğinde; uzun vadeli yükümlülükler / varlıklar oranının sektör ortalamasının çok düşük olduğu görülmektedir. Gözde GSYO'nun oranı incelenen tüm yıllarda hem diğer şirketlerden hem de sektör ortalamasından çok daha yüksek gerçekleşmiş olup, tüm yıllarda en yüksek oranlara sahip şirket konumundadır.

Gözde GSYO şirketi için ilgili oranın %22,00 ile en yüksek gerçekleştiği 2019 yılından itibaren sırasıyla 2020 yılında %16,32'ye ve ardından %1,94'e gerilediği görülmektedir. Buna göre; şirketin uzun vadeli borçlarını ve kredi yükümlülüklerini ödemede herhangi bir sıkıntı yaşamayacağından ve Gözde GSYO'nun da tıpkı diğer şirketler gibi sektör genelindeki uzun vadeli yükümlülükleri tercih etmeme anlayışını benimsediğinden söz edilebilir.

2.7.8. Aktif Kârlılığı Karşılaştırmalı Analizi

GSYO'ların 2016-2021 yıllarına ait aktif kârlılığı değerleri ile yıllık sektör ortalamaları büyükten küçüğe olacak şekilde sıralama yapılmıştır.

Tablo 43. Şirketlerin 2016-2021 Yıllarına Ait Aktif Kârlılığı Karşılaştırmalı Analizi

AK (%)	2016
VERUSA	15,77
GÖZDE	6,99
HEDEF	4,75
HUB	4,75
İŞ	0,41
SEKTÖR ORT.	- 7,11
RHEA	- 20,51

AK (%)	2017
HEDEF	73,77
GÖZDE	68,49
RHEA	18,31
VERUSA	14,28
SEKTÖR ORT.	13,55
İŞ	0,37
HUB	- 27,07

AK (%)	2018
HUB	78,94
VERUSA	9,84
RHEA	2,45
HEDEF	1,95
İŞ	1,18
SEKTÖR ORT.	- 4,93
GÖZDE	- 17,34

AK (%)	2019
HEDEF	25,55
VERUSA	18,09
HUB	14,44
SEKTÖR ORT.	9,03
RHEA	1,51
İŞ	0,66
GÖZDE	- 0,23

AK (%)	2020
HEDEF	97,80
VERUSA	65,13
SEKTÖR ORT.	38,81
HUB	38,06
GÖZDE	33,73
İŞ	0,77
RHEA	- 2,65

AK (%)	2021
VERUSA	120,38
GÖZDE	78,82
HUB	75,02
SEKTÖR ORT.	45,82
İŞ	4,38
HEDEF	4,34
RHEA	- 7,99

Yukarıdaki Tablo 43'e göre; Hedef GSYO'nun aktif kârlılığı 2017, 2019 ve 2020 yıllarında olmak üzere toplam üç yılda en yüksek değere sahiptir ve bu da şirketi incelenen yıllar arasında en fazla birinci sırada yer alan şirket yapmaktadır.

Hedef'i 2016 ve 2021 yıllarında olmak üzere iki yıl birinci olan Verusaturk GSYO takip etmektedir. Hub GSYO ise sadece 2018 yılında birinci sırada yer almıştır.

2016 yılında Rhea'nın, 2018 yılında ise Gözde'nin açıkladığı dönem zararları sektör ortalamasını da olumsuz etkilemiş ve sektör ortalaması değerini negatife döndürmüştür.

2.7.9. Brüt Kâr Marjı Karşılaştırmalı Analizi

GSYO'ların 2016-2021 yıllarına ait brüt kâr marjı değerleri ile yıllık sektör ortalamaları büyükten küçüğe olacak şekilde sıralama yapılmıştır.

Tablo 44. Şirketlerin 2016-2021 Yıllarına Ait Brüt Kâr Marjı Karşılaştırmalı Analizi

BKM (%)	2016
HUB	100,00
İŞ	100,00
RHEA	100,00
SEKTÖR ORT.	24,12
GÖZDE	17,54
HEDEF	7,10
VERUSA	2,22

BKM (%)	2017
İŞ	100,00
SEKTÖR ORT.	73,55
HEDEF	48,57
GÖZDE	45,62
HUB	-
RHEA	-
VERUSA	-

BKM (%)	2018
HUB	100,00
İŞ	100,00
SEKTÖR ORT.	48,06
GÖZDE	40,62
HEDEF	10,79
VERUSA	1,72
RHEA	-

BKM (%)	2019
HEDEF	100,00
HUB	100,00
İŞ	100,00
GÖZDE	75,01
SEKTÖR ORT.	59,65
VERUSA	5,53
RHEA	-

BKM (%)	2020
HEDEF	100,00
HUB	100,00
SEKTÖR ORT.	68,14
GÖZDE	38,97
İŞ	33,60
RHEA	-
VERUSA	-

BKM (%)	2021
HEDEF	100,00
İŞ	100,00
GÖZDE	0,88
RHEA	-
VERUSA	-
SEKTÖR ORT.	- 4,73
HUB	- 219,80

Yukarıdaki Tablo 44'te "-"olarak belirtilen değerler, şirketlerin hasılat kaleminde ve buna bağlı olarak da brüt kâr kaleminde değer olmamasından kaynaklı olup, brüt kâr marjı değerleri hesaplanamamıştır.

Sektör ortalamasının üstünde olan değerlerin çoğunun %100 olmasının nedeni ise; şirketlerin ilgili yıllarda gerçekleştirdiği hasılata karşılık, satışların maliyeti kaleminin sıfır olmasıdır. Bu durumda şirketlerin hasılat tutarı kadar brüt kâr tutarı oluşmaktadır.

İncelenen yıllar arasındaki en düşük brüt kâr marjına sahip olan şirket ise 2021 yılındaki %-219,80 ile Hub GSYO'dur. Şirketin bağımsız denetimden geçmiş faaliyet raporunda, hasılat tutarının 649.861 TL olarak gerçekleştiği, buna karşılık satışların maliyetinin, hasılatın 3,2 katı olarak 2.078.250 TL gerçekleştiği görülmektedir. Sonuç olarak; şirket 1.428.389 TL brüt zarar açıklamış olup, bu durum şirketin brüt kâr marjını olumsuz etkilemiş ve negatif oluşmasına neden olmuştur. Bunun sonucu olarak; sektör ortalaması da olumsuz etkilenmiş ve negatife dönmüştür.

2.7.10. Net Kâr Marjı Karşılaştırmalı Analizi

GSYO'ların 2016-2021 yıllarına ait net kâr marjı değerleri ile yıllık sektör ortalamaları büyükten küçüğe olacak şekilde sıralama yapılmıştır.

Tablo 45. Şirketlerin 2016-2021 Yıllarına Ait Net Kâr Marjı Karşılaştırmalı Analizi

NKM (%)	2016
VERUSA	167,58
GÖZDE	163,80
HUB	101,52
İŞ	9,34
HEDEF	4,26
SEKTÖR ORT.	- 227,37
RHEA	- 20.753,49

NKM (%)	2017
GÖZDE	12.706,58
SEKTÖR ORT.	3.213,95
HEDEF	46,84
İŞ	8,34
HUB	-
RHEA	-
VERUSA	-

NKM (%)	2018
HUB	20.063,92
SEKTÖR ORT.	43,44
VERUSA	40,78
İŞ	30,36
HEDEF	6,77
RHEA	-
GÖZDE	- 3.391,79

NKM (%)	2019
HUB	7.034,07
HEDEF	101,51
VERUSA	98,66
SEKTÖR ORT.	47,63
İŞ	15,94
RHEA	-
GÖZDE	- 25,64

NKM (%)	2020
GÖZDE	2.297,49
HUB	988,09
SEKTÖR ORT.	847,47
HEDEF	98,64
İŞ	5,67
RHEA	-
VERUSA	-

NKM (%)	2021
HUB	16.567,51
SEKTÖR ORT.	4.290,71
GÖZDE	439,59
HEDEF	103,86
İŞ	51,90
RHEA	-
VERUSA	-

Yukarıdaki Tablo 45'te "-"olarak belirtilen değerler, şirketlerin hasılat kaleminde değer olmamasından kaynaklı olup, net kâr marjı değerleri hesaplanamamıştır.

Ayrıca; Hub şirketinin 2017 yılında hem hasılat kaleminin hem de dönem kârı (zararı) kaleminin negatif olması net kâr marjı oranının pozitif hesaplanmasına ve analiz aşamasında yanıltıcı bilgiye neden olmaktadır. Bu nedenle; Hub GSYO için 2017 yılı için net kâr marjı oranı hesaplanmamıştır.

Net kâr marjı 2018, 2019 ve 2021 yıllarında en yüksek olan ve toplamda üç yıl birinci olan şirket Hub GSYO'dur. Hub'u 2017 ve 2020 yıllarında en yüksek net kâr marjı

oranına sahip olan ve toplamda iki kez birinci olan Gözde GSYO izlemektedir. 2016 yılında ise en yüksek net kâr marjı ile birinci olan şirket Verusaturk GSYO'dur.

Hub'un özellikle 2018, 2019 ve 2021 yılı net kâr marjı değerleri çok yüksek çıkmaktadır. Yukarıda brüt kâr marjı karşılaştırmalı analizini gerçekleştirirken, şirketin 2021 yılında 1.428.389 TL brüt zarar açıkladığından bahsedilmişti. Ancak aynı yıl içinde şirket esas faaliyetlerinden diğer gelirler kaleminde; girişim sermayesi yatırımlarının gerçeğe uygun değer artışından, kur farkı gelirlerinden, kira ve diğer gelirlerinden olmak üzere toplam 112.941.197 TL gelir açıklamıştır.

Sonuç olarak şirketin dönem kârı 107.665.759 TL olarak elde edilmiş olup, hasılat rakamının çok üzerinde elde edildiğinden net kâr marjı oranı çok yüksek hesaplanmaktadır.

2018 ve 2019 yıllarında da 2021 yılına benzer nedenlerden dolayı net kâr marjı oranı çok yüksek hesaplanmaktadır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TOPSIS ÇOK KRİTERLİ KARAR VERME YÖNTEMİ İLE GSYO'LARIN FİNANSAL PERFORMASLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

3.1. KARAR VERME

Günümüz dünyasında, teknolojinin değişimi ve gelişimiyle birlikte artan bilgiyle beraber rekabetin de artarak devam etmesi karar verme süreçlerini daha zor ve karmaşık kılmaktadır. Karar vericilerin yaşadığı en büyük problem ise karar vermek değildir. Asıl zor olan eldeki problem için en uygun olan seçeneğin kararını verebilmektir. Bu nedenle; problem için en uygun seçenek belirlenirken, problemi etkileyebilecek tüm kriterlerin dikkate alınması gerekmektedir (Ersöz ve Kabak, 2010: 97-98).

Karar vericilerin karar alma sürecinde, ilgili kararın tüm seçenekler içindeki en iyi karar olması adına ellerinde bulunan bütün kaynakları kullanmaları, tüm seçenekleri teker teker değerlendirmeleri ve bu değerlendirmeyi yaparken de sayısal bir yöntem kullanmaları gerekmektedir (Arslankaya ve Göraltay, 2019: 11).

Karar verme esnasında; nicel ve nitel olmak üzere birden fazla kriterin sürece dahil edildiği gözlemlenmektedir. Ayrıca, karar vericilerin tecrübelerinin, şahsi düşüncelerinin ve stratejik hedeflerinin de süreç içinde dikkate alındığı görülmektedir. Karar vericinin içinde bulunduğu sosyal çevre, gelecekten duyduğu beklenti ve psikolojik durumu alacağı kararı çok yakından etkilemektedir. Bu durumda hem iç çevreden hem de dış çevreden etkilenmeyerek ama bu çevreleri de göz önünde bulundurarak doğru karar vermek karar vericiler ve işletmeler için çok önemlidir (Özbek, 2014: 210).

3.2. ÇOK KRİTERLİ KARAR VERME

Çok kriterli karar verme (ÇKKV), aynı zamanda uygulanan ve birden çok olan kriterlerin içinden en iyi olanının belirlenmesine yarayan yöntemdir. Karar vericiler açısından ele alındığında, çok sayıdaki birbirinden bağımsız faktörün etki derecelerini göz önünde bulundurarak hem soruna hem de etkenlere göre en uygun kararın belirlenmesini sağlayan yöntemdir. Çok kriterli karar verme, sayısal olarak ifade

edilemeyen veya birbirleriyle çelişen kriterlerin bulunduğu durumlarda kullanılan çözümsel bir yöntem olarak ön plana çıkmaktadır (Hamurcu ve Eren, 2015: 5).

Çok kriterli karar verme; teorik olarak büyük bir gelişme göstermesinin yanı sıra sahip olduğu güçlü mantık yapısının sayesinde pratik uygulamalardaki karar belirleme başarılarıyla, karar analizi alanında büyük gelişmeler göstermiş ve hızla yükselen bir trend olarak uygulama alanını genişletmiştir (Karaatlı vd., 2015: 216).

Günümüz çalışma ortamında karşılaştığımız problemlerin giderek daha fazla karmaşıklaşması neticesinde her geçen gün sayıları artan ve geliştirilen çok kriterli karar verme yöntemleriyle karşılaşmak mümkündür. Bu yöntemler; finansal, ekonomik, kültürel, sosyal, politik, sağlık ve mühendislik alanları olmak üzere pek çok alanda ve kurumda kullanılmaktadır. Çok kriterli karar verme sürecinde, birden çok alternatifin olduğu bir ortamda bulunan karar vericinin, birbiriyle çelişmekte olan kriterler arasından seçim yapması beklenmektedir. Karar vericinin bahsedilen seçimi yaparken izleyeceği adımlar aşağıdaki şekilde sıralanabilir (Arslankaya ve Göraltay, 2019: 13-14):

- Konuya ilişkin kriterlerin ve alternatiflerin belirlenmesi,
- Kriterlerin nispi önem derecelerinin belirlenmesi,
- Her bir alternatifin tüm kriterler temel alınarak değerlendirilmesi ve alternatiflerin sıralanması.

Ulusal ve uluslararası literatürde kullanılmakta olan çok kriterli karar verme tekniklerinden bazıları TOPSIS, AHP, ANP, PROMETHEE, ELECTRE, VIKOR, MOORA, STEM, PAPRIKA, MOOSRA, MACBETH, UTA, Veri Zarflama Analizi, Gri İlişkisel Analizdir (Demircioğlu ve Coşkun, 2018: 184-185).

Karar sürecinde bulunan ve değerlendirilen alternatiflerin hepsinin aynı özelliklere sahip olması mümkün değildir. Bu alternatiflerin sahip olduğu ayırıcı özelliklere ise kriter adı verilmektedir. Karar süreci aşamasında bu kriterlerin önceliklendirilmesi, diğer bir ifadeyle ağırlıklandırılması büyük önem arz etmektedir. Subjektif önceliklendirme, alanında uzman olan kişilerin değerlendirilmesiyle yapılırken, objektif önceliklendirme kriterlerin sahip olduğu niceliklerin değerleri üzerinden yapılmaktadır. CRITIC, SAW, ENTROPİ, SWARA, AHP, KEMIRA, ortalama ağırlıklandırma, puanlama, hedef programlama ile ağırlıklandırma ve standart sapma ile

ağırlıklandırma gibi yöntemler karar tekniklerinin farklı aşamalarında kullanılan önceliklendirme yöntemlerinden bazılarıdır (Demircioğlu ve Coşkun, 2018: 184-185).

3.3. LİTERATÜR İNCELEMESİ

Literatür incelemesi sırasında ilk olarak Girişim Sermayesi ve GSYO'lar üzerine gerçekleştirilen çalışmalar özetlenecek olup, ardından araştırmanın konusu olan TOPSIS çok kriterli karar verme yönteminin kullanıldığı çalışmalar özetlenecektir.

3.3.1. Girişim Sermayesi ve GSYO'lar Üzerine Yapılan Çalışmalar

Aytaç (2015) tarafından girişim sermayesi ile Türkiye'de alınan patent sayısı arasındaki ilişki için 2000-2012 dönemine ait veriler regresyon analizi yöntemi ile incelenmiştir. Yapılan ampirik çalışma sonucunda ise patent ve girişim sermayesi arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki olmadığı belirlenmiştir.

Çelikkaya (2007) tarafından GSYO'ların teşvik edilmesine yardımcı olmak için, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına Katma Değer Vergisi (KDV), Damga Vergisi ve BSMV (Banka ve Sigorta Muamele Vergisi) muafiyeti tanınması gerektiği vurgulanmıştır. Ayrıca, bilgi devrinin (know how) gelir vergisinden muaf tutulmasının yerinde olacağı belirtilmiştir.

Chaabouni (2011) tarafından girişim sermayesi faaliyetlerini artıran faktörlerin incelenerek, servet artışı ve ekonomik büyümeye katkısının belirlenmesi amaçlanmıştır. Bu nedenle 1990-2004 zaman aralığı kullanılarak, ABD ve 11 Avrupa ülkesi olmak üzere toplam 12 gelişmiş ekonominin verisi panel veri analiz yöntemiyle incelenmiştir. Çalışmanın sonucu olarak, girişim sermayesi ve Ar-Ge (Araştırma-Geliştirme) faaliyetleri arasında hem pozitif hem de anlamlı bir ilişki olduğu açıklanmış olup, girişim sermayesi finansmanının ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği belirtilmiştir.

Akbulut vd. (2016) tarafından GSYO'ların kârlılıklarına göre performanslarının karşılaştırılması üzerine, 2011-2015 yıllarını kapsayan bir çalışma gerçekleştirilmiştir. Performans değerlemesi PROMETHEE yöntemi kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Analiz sonuçlarına göre; 2011 yılı için İş Girişim GSYO, 2012-2013-2014 yılları için Gözde GSYO ve 2015 yılı için Kobi GSYO şirketleri en yüksek performans gösteren şirketler olarak tespit edilmişlerdir. Ayrıca, kârlılık performansı açısından GSYO'ların her sene

değişkenlik yaşadıkları ve net kâr marjının performans ölçümündeki en önemli değişken olduğu saptanmıştır.

Gün ve Karadağ (2016) tarafından 2006-2015 yıllarına ait çeyrek dönem finansal verileri kullanılarak, örneklem yoluyla belirlenen GSYO'ların likidite, finansal yapı ve kârlılık oranları karşılaştırmalı olarak Kruskal Wallis ve Jonckheere-Terpstra trend test yöntemleri ile analiz edilmiştir. Ampirik analizler sonucunda GSYO'ların likidite, finansal yapı ve kârlılık oranları açısından ortalama olarak birbirlerinden farklı performanslara sahip oldukları görülmüştür.

Pierrakis ve Saridakis (2017) tarafından İngiltere'deki halka açık özel ve kamu destekli girişim sermayesi fonlarının inovasyonu destekleme bakımından aralarındaki bağlantıyı tespit etmek amacıyla, İngiltere'de kurulmuş olan 2359 şirkete yapılan 4113 yatırım anlaşmasının karakteristikleri ampirik olarak analiz edilmiştir. Çalışmanın sonucunda, yenilikçiliği teşvik etmek için kamu ve özel girişim sermayesi fonlarının ortak yatırımlarının önemli olduğunun vurgusu yapılmıştır.

Uygurtürk ve Soylu (2016) tarafından BIST'de işlem gören GSYO'ların 2013-2015 yıllarındaki likidite ve kârlılık oranları bakımından performansları COPRAS yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda RHEAG işletmesinin analiz dönemindeki tüm yıllarda düşük performans sergileyerek son sıralarda yer aldığı tespit edilmiştir. Analiz döneminde EGYLO, EGCYO ve ISGSY'nin performans düşüşü, HDFGS ve VERTU'nun ise önemli bir performans yükselişi sergilediği saptanmıştır. Şirketlerin yıllara göre performanslarındaki sıralamanın farklılık göstermesinin nedeni olarak, elde ettikleri kârların değişkenliğinin yüksek olması gösterilmiştir.

Bağcı ve Kılıçaslan (2020) tarafından Borsa İstanbul'da kayıtlı GSYO'ların finansal performanslarının CRITIC ve ORESTE yöntemleriyle analizi gerçekleştirilmiştir. Çalışmada 2013-2018 dönem aralığındaki BIST'e kayıtlı bulunan 7 işletmenin finansal durumları; cari oran, finansal kaldıraç oranı, aktif devir hızı ve aktif kârlılığı olmak üzere 4 finansal oran yardımıyla incelenmiştir. CRITIC yöntemine göre; GSYO'lar için kârlılık oranı en önemli mali oran iken aktif devir hızı en az öneme sahip mali oran olarak belirlenmiştir. ORESTE yöntemine göre; Hedef GSYO mali durumu en iyi şirket olarak belirlenmiştir.

İştar (2013) tarafından alternatif bir finansman modeli olarak risk sermayesi, özellikle yatırımcılar için uzun vadeli ve faizsiz fon sağlayabilme kolaylığı nedeniyle ele alınmıştır.

(Aktaş ve İlgün, 2019a) tarafından Türkiye'de GSYO'ların piyasa değerleri ile ilişkili olan finansal oranları tahmin etmek amacıyla 7 GSYO'nun 2012-2017 yılları arasındaki verileri, panel veri analizi yöntemi kullanılarak incelenmiştir. Bağımlı değişken olarak piyasa fiyatı, bağımsız değişkenler olarak ise, girişim sermayesi yatırımı, menkul kıymet yatırımı, nakit, özsermaye, uzun vadeli borç, fiyat kazanç, hisse başına kâr ve piyasa değeri / defter değeri oranları kullanılmıştır. Analiz sonucunda; GSYO'ların piyasa fiyatı üzerinde, girişim sermayesi yatırımı, özsermaye, hisse başına kâr ve piyasa değeri/defter değeri oranlarının pozitif yönde anlamlı bir etkiye sahip oldukları, buna karşın, menkul kıymet yatırımı, nakit, uzun vadeli borç ve fiyat/kazanç oranlarının anlamlı bir etkiye sahip olmadıkları tespit edilmiştir.

(Aktaş ve İlgün, 2019b) tarafından Türkiye'de 7 GSYO'nun 2012-2017 yıllarına ait verileri kullanılmak suretiyle şirketlerin; likidite, yatırım, mali yapı, kârlılık ve piyasa performansı bakımından finansal performanslarının karşılaştırmalı analizi yapılmıştır. Analize göre; 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; kârlılık açısından, Verusaturk GSYO'nun en yüksek, RHEA GSYO'nun ise en düşük özsermaye kârlılığına sahip olduğu ve son olarak da piyasa performansı açısından, Gözde GSYO'nun en yüksek, Rhea GSYO'nun ise en düşük hisse başına kâra sahip oldukları belirtilmiştir.

Apan ve Öztel (2020) tarafından BIST'de işlem gören 7 adet GSYO firmasının 2012-2016 dönemi verileri kullanılarak, CRITIC-PROMETHEE bütünleşik karar verme yöntemi ile finansal performansları değerlendirilmiştir. Değerlendirme sonucunda; tüm dönemlerdeki başarı ortalamaları göz önünde bulundurulduğunda GÖZDE GSYO en başarılı firma olurken, VERTU GSYO ise en düşük performansa sahip firma olmuştur.

3.3.2. TOPSIS Yöntemini Kullanan Çalışmalar

Özçelik ve Kandemir (2015) tarafından BIST'de işlem gören yedi turizm şirketinin 2010-2014 yıllarına ait finansal performansları likidite, kârlılık, kaldıraç ve faaliyet göstergeleri olmak üzere toplam sekiz mali orana göre TOPSIS yöntemi ile değerlendirilmiştir. Değerlendirme sonuçlarına göre; 2010 yılında en iyi performans gösteren ilk üç işletme; TEKTU, METUR ve AYCES, 2011 yılı en iyi performans gösteren ilk üç işletme; TEKTU, MAALT ve METUR, 2012 yılı en iyi performans gösteren ilk üç işletme MAALT, METUR, ve TEKTU, 2013 yılı en iyi performans gösteren ilk üç işletme MAALT, METUR ve PKENT ve 2014 yılı en iyi performans gösteren ilk üç işletme MAALT, PKENT ve METUR olarak belirtilmiştir.

Avcı ve Çınaroğlu (2018) tarafından Avrupa'nın önde gelen 5 havayolu şirketi olan Türk Havayolları, Lufthansa Havayolları, Ryanair, Air France-KLM Havayolları ve Easyjet Havayolları'na ait 2012-2016 dönemini kapsayan finansal verilerin 5 yıllık ortalamalarıyla AHP ve TOPSIS yöntemleri kullanılarak şirketlerin finansal performansları değerlendirilmiştir. En iyi finansal performansı gösteren Ryanair'ın birinci sırada, Lufthansa Havayolları'nın ise son sırada yer aldığı belirtilmektedir.

Ak Oğuz ve Köksal (2018) tarafından İstanbul Büyükşehir Belediyesi iştiraki olan İstanbul Bilişim ve Akıllı Kent Teknolojileri A.Ş. (İSBAK) firmasında, uzman görüşlerinin yardımıyla AHP kullanılarak kriterlerin ağırlıkları belirlenmiş ve ardından TOPSIS yöntemiyle beş tedarikçi firmadan en uygun olanı belirlenmiştir. En önemli ilk üç kriter kalite, teknik yeterlilik ve maliyet olarak sıralandığından, elde edilen veriler incelendiğinde en iyi tedarikçi firmanın T1 firması olduğu sonucuna varılmıştır.

Supçiller ve Çapraz (2011) tarafından AHP ve TOPSIS çok kriterli karar verme yöntemleri bir işletmeye en uygun tedarikçinin seçilmesi amacıyla birlikte kullanılmışlardır. Ana kriterler olarak maliyet, kalite, teslimat ve hizmet belirlenmiş olup, bunlara bağlı alt kriterler de tanımlanmıştır. AHP yöntemiyle ana ve alt kriterlerin önem dereceleri belirlenirken, TOPSIS yöntemi ile de tedarikçilerin sıralanması sağlanmıştır. Araştırma sonucu olarak "kalite" en önemli kriter seçilirken, en yüksek puanı alan tedarikçi "A2 tedarikçisi" olmuştur.

Özkan ve Deliktaş (2020) tarafından Türkiye'de faaliyet gösteren Akbank, Garanti Bankası, Türkiye Halk Bankası, Türkiye İş Bankası, Yapı Kredi Bankası, Şeker Bank, Vakıf Bank, Denizbank, QNB Finans ve Albaraka Türk, bankalarının 2014-2018 yıllarına ait mali verileri kullanılarak TOPSIS yöntemi ile finansal performansları ölçülmüştür. Araştırma sonucunda Deniz Bank'ın finansal performansının ortalama olarak diğer bankalara oranla daha iyi olduğu ve Şekerbank'ın daha düşük finansal performansa sahip olduğu belirtilmiştir.

Gül (2021) tarafından Türkiye'de bulunan 20 mevduat bankasının 2009-2019 yıllarına ait performansları Entropi, Geliştirilmiş Entropi ve TOPSIS yöntemleri kullanılarak incelenmiştir. Araştırma sonucunda; Akbank'ın en yüksek performansa sahip olduğu belirtilirken, en düşük performansa Turkish Bank'ın sahip olduğu belirtilmektedir. Ayrıca, özkaynak kârlılığı (ROE) ile aktif kârlılığının (ROA) bankaların performansları üzerinde belirleyici rol oynadıkları ifade edilmektedir.

Akyüz vd. (2011) tarafından İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (IMKB) işlem gören ve seramik sektöründe faaliyette bulunan bir Anonim Şirketin 1999-2008 yıllarına ait 10 yıllık finansal performansı TOPSIS yöntemi kullanılarak değerlendirilmiştir. Araştırmanın sonucunda ise işletmenin en başarılı yılı 2005, başarı düzeyi en düşük yılı ise 2003 yılı olarak tespit edilmiştir. Sonuçların her yıl farklılık göstermesi ve doğrusal bir gelişme göstermemesi, ulusal ve uluslararası ekonomik gelişmeler ile şirketin almış olduğu ekonomik ve mali kararlara bağlanmıştır.

Yükçü ve Atağan (2010) tarafından bir holdinge bağlı olan ve aynı sektörde faaliyet gösteren üç otel işletmesi için TOPSIS yöntemi kullanılarak performans değerlendirmesi gerçekleştirilmiştir. Yapılan değerlendirme neticesinde; en başarılı otel İzmir oteli olurken, en kötü performansa sahip otel İstanbul oteli olarak belirtilmiştir.

Orçun ve Eren (2017) tarafından Borsa İstanbul'da (BIST) işlem gören teknoloji şirketlerinin 2010-2015 dönemine ait finansal performansları TOPSIS yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Gerçekleştirilen analiz sonucunda 2010-2015 yılları arasında performans açısından en başarılı şirketler sırasıyla; ASELS, LINK, ARMDA, LINK, INDES ve DGATE olarak belirtilmiştir. Ayrıca, şirketlerin ilgili dönemlere yönelik finansal performans sıralamaları ile borsa getiri sıralamaları da analiz edilmiş ve herhangi anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Yurdakul ve İç (2003) tarafından Türkiye'de otomotiv sanayiinde faaliyet gösteren ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (IMKB) işlem görmekte olan beş büyük ölçekli otomotiv firmasının 1998-2001 dönemine ait mali verileri kullanılarak finansal oranları hesaplanmış olup, TOPSIS yöntemiyle her yıl için elde edilen performans puanlarıyla şirketlerin o yıllara ait hisse senetleri değerleri karşılaştırılmıştır. Karşılaştırma sonucunda TOPSIS yöntemi sonuçları ile IMKB hisse senedi değerlerinin sıralaması birbiriyle tutarlı çıkmıştır.

Rençber ve Akbulut (2018) tarafından BIST'te işlem görmekte olan 11 GSYO'nun 2011-2016 dönemine ait finansal verileri kullanılarak, etkinlik analizi "Veri Zarflama Analizi" ile yapılırken, performans analizi ise "TOPSIS" yöntemi kullanılarak yapılmıştır. Veri zarflama analizinde kârlılığa dayalı etkinliği ölçebilmek amacıyla borçlanma oranı ve cari oran girdi olarak, net kâr marjı ise çıktı olarak kullanılmıştır. Şirketlerin performans ölçümleri ise likidite oranlarından cari oran ve nakit oranı; faaliyet oranlarından alacak devir hızı; kârlılık oranlarından özsermayenin kârlılığı, net kâr marjı, finansal yapı veya kaldıraç oranlarından borç oranı değişkenleri kullanılarak TOPSIS yöntemi ile yapılmıştır. Analizler sonucu elde edilen istatistiki bulgular, finansal anlamda bir şirketin cari oran ve nakit oranın yüksek; borç oranının düşük olmasının o şirketin kârlılığının yüksek olacağı anlamına gelmediğini göstermektedir.

GSYO'ları araştıran çalışmaların ÇKKV yöntemlerinden, anket yönteminden, fark analiz yönteminden, regresyon analizinden, panel veri analizinden, veri zarflama analizinden yararlandıkları tespit edilmiştir.

Türkiye'de faaliyet gösteren GSYO'ların finansal performanslarının değerlendirilmesine yönelik çalışmalarda; Bağcı ve Kılıçaslan (2020) tarafından CRITIC-ORESTE, Apan ve Öztel (2020) tarafından CRITIC-PROMETHEE, Rençber ve Akbulut (2018) tarafından TOPSIS, Akbulut vd. (2016) tarafından PROMETHEE, Uygurtürk ve Soylu (2016) tarafından COPRAS yönteminden yararlanıldığı tespit edilmiştir.

Literatür çalışması sonucunda, BIST'e kayıtlı GSYO'ların farklı dönemler için farklı metotlar kullanılarak finansal performanslarının ölçüldüğü ve değerlendirme yapıldığı görülmüştür. Bununla birlikte; halihazırda Türkiye'de faaliyet göstermekte olan ve BIST'e kayıtlı 6 girişim sermayesi yatırım ortaklığının 2016-2021 yıllarına ait finansal tabloları esas alınarak gerçekleştirilen oran analizlerinden sağlanan verilerin, TOPSIS çok

kriterli karar verme yöntemi kullanılarak değerlendirilmediği ve GSYO'ların finansal performans düzeylerinin karşılaştırılmadığı görülmüştür. Bu nedenle; belirtilen dönemlere ilişkin TOPSIS uygulaması aşağıda uygulanacaktır.

3.4. TOPSIS YÖNTEMİ

3.4.1. TOPSIS Yöntemine İlişkin Genel Bilgiler

TOPSIS (Technique for Order Preference by Similarity to Ideal Solution) yöntemi çok kriterli karar verme problemlerinin çözümü için Hwang ve Yoon tarafından ilk kez 1981 yılında kullanılmış ve literatüre kazandırılmıştır. Yöntemin temelinde yatan mantık, ideal çözüme en yakın nokta, ideal olmayan çözüme ise en uzak noktanın seçilmesidir. Bu hesaplamaların yapılabilmesi için de Öklid mesafe yaklaşımı kullanılmaktadır (Arslankaya ve Göraltay, 2019: 46).

Yöntem ile birbirine yakın nitelikleri olan kurum veya kuruluşların birbirleriyle karşılaştırılarak, üstünlüklerine göre derecelendirilip, sıralanmaları sağlanmaktadır (Rençber ve Akbulut, 2018: 672).

Yöntem iyi bir hesaplama etkinliğine sahip olup, basit bir matematiksel denklemden hareket ederek her bir alternatifin göreli performansının ölçülmesine olanak sağlamaktadır. Yöntemin bu üstünlüklerinin yanı sıra basit ve anlaşılabilir olması da her sektörde kullanılabilen ve karar vermeyi kolaylaştıran bir yöntem olarak finans literatüründe yerini almasını sağlamıştır (Dumanoğlu ve Ergül, 2010: 102).

TOPSIS yönteminin yedi temel adımdan meydana gelen performans değerleme süreci aşağıda yer almaktadır (Dumanoğlu ve Ergül, 2010: 105-107):

Adım-1: Karar Matrisinin (A) Oluşturulması

Üstünlükleri sıralanmak istenen karar noktaları karar matrisinin satırlarında yer alırken, karar vermede kullanılacak değerlendirme faktörleri ise karar matrisinin sütunlarında yer alır. Karar verici tarafından hazırlanan başlangıç matrisi; A matrisi olarak ifade edilir. Sözü edilen karar matrisi aşağıdaki gibi gösterilmektedir:

$$A_{ij} = \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} & \dots & a_{1n} \\ a_{21} & a_{22} & \dots & a_{2n} \\ \vdots & & & \vdots \\ a_{m1} & a_{m2} & \dots & a_{mn} \end{bmatrix}$$

Yukarıdaki A_{ij} matrisindeki, "m" karar noktası sayısını verirken, "n" değerlendirme faktörü sayısını vermektedir.

Adım-2: Normalize Edilmiş Karar Matrisinin (R) Oluşturulması

Aşağıdaki formül ile A matrisinin elemanlarından yararlanılarak, normalize edilmiş karar matrisi oluşturulur.

$$r_{ij} = \frac{a_{ij}}{\sqrt{\sum_{k=1}^{m} a_{kj}^2}}$$

(i=1, …, m ; j=1, …, n)

Buna göre; R matrisi aşağıdaki şekilde oluşur:

$$R_{ij} = \begin{bmatrix} r_{11} & r_{12} & \dots & r_{1n} \\ r_{21} & r_{22} & \dots & r_{2n} \\ \vdots & & & \vdots \\ r_{m1} & r_{m2} & \dots & r_{mn} \end{bmatrix}$$

Adım-3: Ağırlıklı Standart Karar Matrisinin (V) Oluşturulması

İlk olarak, değerlendirme faktörlerine ilişkin ağırlık değerleri (w_i) belirlenir.

$$\left(\sum_{i=1}^{n} w_i = 1 \right)$$

Ardından, R matrisinin her bir sütununda bulunan elemanlar, ilgili w_i değeri ile çarpılır. Sonucunda, aşağıda gösterildiği şekilde V matrisi meydana gelir.

$$V_{ij} = \begin{bmatrix} w_1\, r_{11} & w_2\, r_{12} & \dots\dots & w_n\, r_{1n} \\ w_1\, r_{21} & w_2\, r_{22} & \dots\dots & w_n\, r_{2n} \\ & & . & \\ & & . & \\ & & . & \\ w_1\, r_{m1} & w_2\, r_{m2} & \dots\dots & w_n\, r_{mn} \end{bmatrix}$$

Değerlendirme faktörlerine ilişkin ağırlıklar w_1, w_2, …. w_n şeklinde belirlenir. Oluşturulmak istenen ağırlıklı normalize edilmiş karar matrisi için, R matrisinin

sütunlarında bulunan değerler, ilgili değerlendirme faktörü ağırlık değerleri ile çarpılır ve V matrisinin sütunları hesaplanır.

Adım-4: İdeal (A^+) ve Negatif İdeal (A^-) Çözümlerin Oluşturulması

TOPSIS yönteminin varsayımına göre; her bir değerlendirme faktörü monoton artan ya da azalan bir eğilime sahiptir. V matrisindeki ağırlıklandırılmış değerlendirme faktörlerinin yani sütun değerlerinin en büyükleri veya ilgili değerlendirme faktörü minimizasyon yönlüyse en küçüğü seçilerek ideal çözüm setinin oluşturulması sağlanır.

İdeal çözüm setinin bulunması için aşağıdaki formül kullanılır.

$$A^+ = \{(\max_i v_{ij} \mid j \in J), (\min_i v_{ij} \mid j \in J')\}$$

Yukarıdaki formülden hesaplanan set $A^+ = \{v_1^+, v_2^+, \ldots, v_n^+\}$ şeklinde ifade edilebilir.

V matrisindeki ağırlıklandırılmış değerlendirme faktörlerinin yani sütun değerlerinin en küçükleri veya ilgili değerlendirme faktörü maksimizasyon yönlüyse en büyüğü seçilerek negatif ideal çözüm setinin oluşturulması sağlanır.

Negatif ideal çözüm setinin bulunması için aşağıdaki formül kullanılır.

$$A^- = \{(\min_i v_{ij} \mid j \in J), (\max_i v_{ij} \mid j \in J')\}$$

Yukarıdaki formülden hesaplanan set $A^- = \{v_1^-, v_2^-, \ldots, v_n^-\}$ şeklinde ifade edilebilir.

Her iki formülde de yer alan *J* fayda yani maksimizasyon değerini, *J '* ise kayıp yani minimizasyon değerini ifade etmektedir. Hem ideal hem de negatif ideal çözüm seti, değerlendirme faktörü sayısı yani m elemandan meydana gelmektedir.

Adım-5: Ayırım Ölçülerinin Hesaplanması

TOPSIS yönteminde her bir karar noktasına ilişkin değerlendirme faktör değerinin ideal ve negatif ideal çözüm setinden sapmalarının bulunabilmesi için Euclidian (Öklid) Uzaklık Yaklaşımından faydalanılmaktadır. Her bir alternatifin pozitif ideal çözüme

uzaklığı; İdeal Ayırım Ölçüsü (S_i^+) ve negatif ideal çözüme mesafesi; Negatif İdeal Ayırım Ölçüsü (S_i^-) olarak ifade edilmekte olup, uzaklıkların hesaplanması aşağıdaki formüller ile mümkündür.

$$S_i^+ = \sqrt{\sum_{j=1}^{n}(v_{ij} - v_j^+)^2}$$

$$S_i^- = \sqrt{\sum_{j=1}^{n}(v_{ij} - v_j^-)^2}$$

Burada hesaplanacak olan S_i^+ ve S_i^- sayısı doğal olarak alternatif sayısı kadar olacaktır.

Adım-6: İdeal Çözüme Göreli Yakınlığın Hesaplanması

İdeal ve negatif ideal ayırım ölçülerinden yararlanılarak, her bir karar noktasının ideal çözüme göreli yakınlığı (C_i^+) hesaplanmaktadır. Burada kullanılan ölçüt, negatif ideal ayırım ölçüsünün toplam ayırım ölçüsü içindeki payıdır. Her bir alternatifin ideal çözüme göreli yakınlığını hesaplamak için aşağıdaki formül kullanılmaktadır.

$$C_i^+ = \frac{S_i^-}{S_i^- + S_i^+}$$

Burada C_i^+ değeri $0 \leq C_i^+ \leq 1$ aralığında değer almaktadır. $C_i^+ = 1$ ilgili karar noktasının ideal çözüme mutlak yakınlığını gösterirken, $C_i^+ = 0$ ilgili karar noktasının negatif ideal çözüme mutlak yakınlığını göstermektedir.

Adım-7: Her Bir Alternatifin Göreceli Sıralamasının ve Puanının Bulunması

Altıncı adımda elde edilen değerler büyüklük sırasına göre dizilir ve karar noktalarının ya da diğer bir ifadeyle alternatiflerin önem sıraları belirlenir.

3.5. TOPSIS YÖNTEMİNİN UYGULAMASI

Uygulamanın amacı, BIST'e kayıtlı 6 girişim sermayesi yatırım ortaklığının 2016-2021 yıllarına ait likidite, faaliyet, mali yapı ve kârlılık oranları dikkate alınarak finansal performanslarının değerlendirilmesidir. Şirketlere ait veri setlerine, işletimi Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. (MKK) tarafından yürütülen Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) "https://www.kap.org.tr/tr/" internet sitesinden ulaşılmıştır.

Şirketlerin finansal performansları, TOPSIS yöntemi aracılığıyla hesaplanmaya çalışılmış ve modelin çözümü aşamasında Microsoft Office Excel paket programı kullanılmıştır.

TOPSIS analizini gerçekleştirebilmek adına belirlenen kriterler, ilgili kriterlere ait kısaltmalar ve ağırlık değerleri aşağıdaki Tablo 46'da gösterilmektedir:

Tablo 46. Belirlenen Finansal Oranların Kısaltmaları ve Ağırlık Değerleri

Kriterler	Kısaltma	Ağırlık
Cari Oran	CO	0,10
Nakit Oranı	NO	0,10
Özkaynak Devir Hızı	ÖDH	0,10
Aktif Devir Hızı	ADH	0,10
Finansal Kaldıraç Oranı	FKO	0,10
Kısa Vadeli Yükümlülükler / Varlıklar	KVY/V	0,10
Uzun Vadeli Yükümlülükler / Varlıklar	UVY/V	0,10
Aktif Kârlılığı	AK	0,10
Brüt Kâr Marjı	BKM	0,10
Net Kâr Marjı	NKM	0,10

Çonkar vd. (2011) tarafından IMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 2007 yılında yedi ve 2008 yılında on halka açık firmanın bilanço ve gelir tablolarından elde edilen verilerle hesaplanan 8 adet finansal oran, eşit ağırlıklı kriterler olarak kullanılmış ve firmaların finansal performansları TOPSIS yöntemi ile sınanmıştır.

Aytekin ve Sakarya (2013) tarafından Borsa İstanbul'da gıda, içki ve tütün sektöründe işlem gören 20 gıda işletmesinin 2009-2012 mali yıllarına ait finansal

tablolarından elde edilen 10 finansal oran, eşit ağırlıklı kriterler olarak kullanılmış ve firmaların finansal performansları TOPSIS yöntemi ile değerlendirilmiştir.

Ege ve Yaman (2018) tarafından BIST çimento-beton sektöründe bulunan 16 firmanın 2010-2016 dönemi 6 aylık verileri üzerinden, toplam 13 yarıyıllık dönemdeki finansal performansları, 10 adet finansal oranın eşit ağırlıklı kriter olarak kullanılması ile TOPSIS ve MOORA yöntemleriyle ölçülmüştür.

Demireli (2010) tarafından TOPSIS yöntemi aracılığıyla Türkiye'de faaliyet gösteren kamu sermayeli bankaların performanslarının yıllar itibariyle karşılaştırmalı olarak incelenmesi amaçlanmıştır. Bu kapsamda 10 adet kriter (oran) seçilmiş olup, her bir kritere eşit düzeyde ağırlık verilmiştir.

Ege vd. (2013) tarafından Borsa İstanbul'da işlem gören ve Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 18 şirketin 2009-2011 dönemine ait verilerinin TOPSIS yöntemi kullanılarak finansal performanslarının ölçülmesi amacıyla 9 kriter belirlenmiş ve her bir kriter eşit şekilde ağırlıklandırılmıştır.

Özkan ve Deliktaş (2020) tarafından Türkiye'de faaliyet gösteren Akbank, Garanti Bankası, Türkiye Halk Bankası, Türkiye İş Bankası, Yapı Kredi Bankası, Şeker Bank, Vakıf Bank, Denizbank, QNB Finans ve Albaraka Türk, bankalarının 2014-2018 yıllarına ait mali verileri kullanılarak TOPSIS yöntemi ile finansal performanslarının ölçülmesi amacıyla 20 kriter belirlenmiş ve her bir kritere eşit ağırlık verilmiştir.

TOPSIS yöntemini uygulayabilmek adına, yukarıda belirlenen her bir kriterin ağırlıklandırma oranı, yapılan literatür taraması sonucunda; ilgili oranların önem derecelerindeki farklılıkların çalışmanın sonucuna etki etmeyecek derecede küçük olduğu tespit edildiğinden, kriterlere genellikle eşit ağırlık verildiği görülmüştür. Buna göre; çalışmada her bir kritere eşit düzeyde ağırlık verilmiş ve 0,10 olarak belirlenmiştir.

Adım-1: Karar Matrisinin (A) Oluşturulması

TOPSIS yönteminin birinci adımı olarak, GSYO'ların 2016-2021 yıllarına ait karar matrisleri (A) oluşturulmuştur.

Tablo 47. GSYO'ların 2016 Yılı Karar Matrisi (A)

ADIM: 1	2016 Yılı Karar Matrisi (A)									
	fayda	fayda	fayda	fayda	maliyet	maliyet	maliyet	fayda	fayda	fayda
	maksimum	maksimum	maksimum	maksimum	minimum	minimum	minimum	maksimum	maksimum	maksimum
ağırlık değerleri:	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**
kriterler:	**CO**	**NO**	**ÖDH**	**ADH**	**FKO**	**KVY/V**	**UVY/V**	**AK**	**BKM**	**NKM**
GÖZDE	0,1074	0,0012	0,0799	0,0427	0,4435	0,2520	0,1915	0,0699	0,1754	1,6380
HEDEF	421,2505	418,8032	1,1176	1,1154	0,0022	0,0017	0,0005	0,0475	0,0710	0,0426
HUB	384,8459	372,5748	0,0469	0,0467	0,0018	0,0013	0,0005	0,0475	1,0000	1,0152
İŞ	47,1923	46,8699	0,0444	0,0438	0,0102	0,0098	0,0004	0,0041	1,0000	0,0934
RHEA	1,2362	0,0031	0,0020	0,0010	0,5919	0,5739	0,0180	-0,2051	1,0000	-207,5349
VERUSA	16,3032	15,1913	0,1056	0,0941	0,0616	0,0613	0,0004	0,1577	0,0222	1,6758

Tablo 48. GSYO'ların 2017 Yılı Karar Matrisi (A)

ADIM: 1	2017 Yılı Karar Matrisi (A)									
	fayda	fayda	fayda	fayda	maliyet	maliyet	maliyet	fayda	fayda	fayda
	maksimum	maksimum	maksimum	maksimum	minimum	minimum	minimum	maksimum	maksimum	maksimum
ağırlık değerleri:	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**
kriterler:	**CO**	**NO**	**ÖDH**	**ADH**	**FKO**	**KVY/V**	**UVY/V**	**AK**	**BKM**	**NKM**
GÖZDE	0,1358	0,0032	0,0080	0,0054	0,2830	0,1826	0,1003	0,6849	0,4562	127,0658
HEDEF	298,0631	270,9487	1,5776	1,5748	0,0016	0,0008	0,0009	0,7377	0,4857	0,4684
HUB	440,3431	384,5471	-0,0235	-0,0234	0,0020	0,0012	0,0008	-0,2707	0,0000	0,0000
İŞ	34,7299	34,3023	0,0442	0,0438	0,0095	0,0085	0,0009	0,0037	1,0000	0,0834
RHEA	1,8766	1,2162	0,0000	0,0000	0,5103	0,4977	0,0126	0,1831	0,0000	0,0000
VERUSA	31,9909	31,5763	0,0000	0,0000	0,0315	0,0312	0,0003	0,1428	0,0000	0,0000

Tablo 49. GSYO'ların 2018 Yılı Karar Matrisi (A)

ADIM: 1	2018 Yılı Karar Matrisi (A)									
	fayda	fayda	fayda	fayda	maliyet	maliyet	maliyet	fayda	fayda	fayda
	maksimum	maksimum	maksimum	maksimum	minimum	minimum	minimum	maksimum	maksimum	maksimum
ağırlık değerleri:	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**
kriterler:	**CO**	**NO**	**ÖDH**	**ADH**	**FKO**	**KVY/V**	**UVY/V**	**AK**	**BKM**	**NKM**
GÖZDE	0,1104	0,0033	0,0077	0,0051	0,4018	0,2434	0,1584	-0,1734	0,4062	-33,9179
HEDEF	232,2767	226,6554	0,2885	0,2879	0,0023	0,0013	0,0009	0,0195	0,1079	0,0677
HUB	620,1807	213,9844	0,0039	0,0039	0,0004	0,0004	0,0000	0,7894	1,0000	200,6392
İŞ	35,6611	35,1228	0,0392	0,0388	0,0086	0,0075	0,0011	0,0118	1,0000	0,3036
RHEA	3,7356	1,0493	0,0000	0,0000	0,2604	0,2603	0,0001	0,0245	0,0000	0,0000
VERUSA	1.336,8910	1.044,4722	0,2450	0,2412	0,0011	0,0007	0,0004	0,0984	0,0172	0,4078

Tablo 50. GSYO'ların 2019 Yılı Karar Matrisi (A)

ADIM: 1	2019 Yılı Karar Matrisi (A)									
	fayda	fayda	fayda	fayda	maliyet	maliyet	maliyet	fayda	fayda	fayda
	maksimum	maksimum	maksimum	maksimum	minimum	minimum	minimum	maksimum	maksimum	maksimum
ağırlık değerleri:	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**
kriterler:	**CO**	**NO**	**ÖDH**	**ADH**	**FKO**	**KVY/V**	**UVY/V**	**AK**	**BKM**	**NKM**
GÖZDE	0,1050	0,0019	0,0154	0,0088	0,4557	0,2357	0,2200	-0,0023	0,7501	-0,2564
HEDEF	118,4794	116,8567	0,2535	0,2517	0,0107	0,0034	0,0073	0,2555	1,0000	1,0151
HUB	1,2232	0,2355	0,0021	0,0021	0,0345	0,0345	0,0000	0,1444	1,0000	70,3407
İŞ	31,3311	30,6305	0,0418	0,0413	0,0152	0,0087	0,0064	0,0066	1,0000	0,1594
RHEA	4,5176	0,7648	0,0000	0,0000	0,2153	0,2145	0,0008	0,0151	0,0000	0,0000
VERUSA	1.942,7595	1.814,6467	0,1836	0,1834	0,0011	0,0005	0,0006	0,1809	0,0553	0,9866

Tablo 51. GSYO'ların 2020 Yılı Karar Matrisi (A)

ADIM: 1	2020 Yılı Karar Matrisi (A)									
	fayda	fayda	fayda	fayda	maliyet	maliyet	maliyet	fayda	fayda	fayda
	maksimum	maksimum	maksimum	maksimum	minimum	minimum	minimum	maksimum	maksimum	maksimum
ağırlık değerleri:	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**
kriterler:	**CO**	**NO**	**ÖDH**	**ADH**	**FKO**	**KVY/V**	**UVY/V**	**AK**	**BKM**	**NKM**
GÖZDE	0,0003	0,0000	0,0240	0,0147	0,3430	0,1798	0,1632	0,3373	0,3897	22,9749
HEDEF	213,0378	206,5794	0,9971	0,9915	0,0040	0,0017	0,0023	0,9780	1,0000	0,9864
HUB	10,2008	9,8919	0,0392	0,0385	0,0068	0,0060	0,0008	0,3806	1,0000	9,8809
İŞ	26,7227	25,3582	0,1377	0,1356	0,0150	0,0097	0,0054	0,0077	0,3360	0,0567
RHEA	3,7435	3,2778	0,0000	0,0000	0,2587	0,2574	0,0013	-0,0265	0,0000	0,0000
VERUSA	31,0433	30,9740	0,0000	0,0000	0,0325	0,0322	0,0003	0,6513	0,0000	0,0000

Tablo 52. GSYO'ların 2021 Yılı Karar Matrisi (A)

ADIM: 1	2021 Yılı Karar Matrisi (A)									
	fayda	fayda	fayda	fayda	maliyet	maliyet	maliyet	fayda	fayda	fayda
	maksimum	maksimum	maksimum	maksimum	minimum	minimum	minimum	maksimum	maksimum	maksimum
ağırlık değerleri:	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**
kriterler:	**CO**	**NO**	**ÖDH**	**ADH**	**FKO**	**KVY/V**	**UVY/V**	**AK**	**BKM**	**NKM**
GÖZDE	0,0001	0,0001	0,2205	0,1793	0,1136	0,0942	0,0194	0,7882	0,0088	4,3959
HEDEF	271,2814	245,2324	0,0419	0,0418	0,0029	0,0014	0,0016	0,0434	1,0000	1,0386
HUB	7,1560	5,9418	0,0045	0,0045	0,0035	0,0031	0,0004	0,7502	-2,1980	165,6751
İŞ	27,3764	26,4196	0,0856	0,0844	0,0125	0,0090	0,0035	0,0438	1,0000	0,5190
RHEA	1,3305	1,1564	0,0000	0,0000	0,4686	0,4665	0,0021	-0,0799	0,0000	0,0000
VERUSA	10.940,6213	10.934,7842	0,0000	0,0000	0,0161	0,0001	0,0160	1,2038	0,0000	0,0000

Adım-2: Normalize Edilmiş Karar Matrisinin (R) Oluşturulması

Karar matrisinde bulunan ilgili sütun değerlerinin kareleri toplamının kareköküne bölünmesiyle karar matrisi standart hale getirilerek, GSYO'ların 2016-2021 yıllarına ait karar matrisleri (R) oluşturulmuştur.

Tablo 53. GSYO'ların 2016 Yılı Standart Karar Matrisi (R)

ADIM: 2	2016 Yılı Standart Karar Matrisi (R)									
	CO	**NO**	**ÖDH**	**ADH**	**FKO**	**KVY/V**	**UVY/V**	**AK**	**BKM**	**NKM**
GÖZDE	0,0002	0,0000	0,0709	0,0380	0,5975	0,4001	0,9956	0,2529	0,1006	0,0079
HEDEF	0,7355	0,7443	0,9914	0,9941	0,0030	0,0027	0,0028	0,1720	0,0407	0,0002
HUB	0,6719	0,6621	0,0416	0,0417	0,0024	0,0021	0,0024	0,1717	0,5739	0,0049
İŞ	0,0824	0,0833	0,0394	0,0391	0,0138	0,0155	0,0023	0,0148	0,5739	0,0005
RHEA	0,0022	0,0000	0,0018	0,0009	0,7974	0,9112	0,0937	-0,7423	0,5739	- 0,9999
VERUSA	0,0285	0,0270	0,0937	0,0839	0,0831	0,0973	0,0021	0,5708	0,0128	0,0081

Tablo 54. GSYO'ların 2017 Yılı Standart Karar Matrisi (R)

ADIM: 2	2017 Yılı Standart Karar Matrisi (R)									
	CO	**NO**	**ÖDH**	**ADH**	**FKO**	**KVY/V**	**UVY/V**	**AK**	**BKM**	**NKM**
GÖZDE	0,0003	0,0000	0,0051	0,0034	0,4842	0,3439	0,9921	0,6413	0,3796	1,0000
HEDEF	0,5583	0,5732	0,9995	0,9995	0,0028	0,0015	0,0086	0,6908	0,4042	0,0037
HUB	0,8249	0,8135	- 0,0149	- 0,0149	0,0034	0,0023	0,0075	- 0,2535	0,0000	0,0000
İŞ	0,0651	0,0726	0,0280	0,0278	0,0162	0,0160	0,0094	0,0034	0,8322	0,0007
RHEA	0,0035	0,0026	0,0000	0,0000	0,8731	0,9370	0,1246	0,1714	0,0000	0,0000
VERUSA	0,0599	0,0668	0,0000	0,0000	0,0540	0,0588	0,0028	0,1337	0,0000	0,0000

Tablo 55. GSYO'ların 2018 Yılı Standart Karar Matrisi (R)

ADIM: 2	2018 Yılı Standart Karar Matrisi (R)									
	CO	**NO**	**ÖDH**	**ADH**	**FKO**	**KVY/V**	**UVY/V**	**AK**	**BKM**	**NKM**
GÖZDE	0,0001	0,0000	0,0203	0,0135	0,8390	0,6828	1,0000	- 0,2128	0,2753	-0,1667
HEDEF	0,1556	0,2078	0,7580	0,7625	0,0047	0,0038	0,0059	0,0239	0,0731	0,0003
HUB	0,4156	0,1962	0,0103	0,0104	0,0008	0,0011	0,0000	0,9688	0,6778	0,9860
İŞ	0,0239	0,0322	0,1029	0,1028	0,0180	0,0210	0,0072	0,0145	0,6778	0,0015
RHEA	0,0025	0,0010	0,0000	0,0000	0,5438	0,7303	0,0004	0,0300	0,0000	0,0000
VERUSA	0,8958	0,9577	0,6437	0,6386	0,0023	0,0021	0,0024	0,1207	0,0117	0,0020

Tablo 56. GSYO'ların 2019 Yılı Standart Karar Matrisi (R)

ADIM: 2	2019 Yılı Standart Karar Matrisi (R)									
	CO	**NO**	**ÖDH**	**ADH**	**FKO**	**KVY/V**	**UVY/V**	**AK**	**BKM**	**NKM**
GÖZDE	0,0001	0,0000	0,0487	0,0279	0,9015	0,7350	0,9990	- 0,0065	0,3972	- 0,0036
HEDEF	0,0609	0,0643	0,8018	0,8009	0,0212	0,0107	0,0331	0,7403	0,5296	0,0144
HUB	0,0006	0,0001	0,0066	0,0065	0,0683	0,1076	0,0001	0,4183	0,5296	0,9998
İŞ	0,0161	0,0168	0,1321	0,1313	0,0300	0,0272	0,0293	0,0191	0,5296	0,0023
RHEA	0,0023	0,0004	0,0000	0,0000	0,4258	0,6689	0,0034	0,0439	0,0000	0,0000
VERUSA	0,9980	0,9978	0,5807	0,5835	0,0022	0,0016	0,0026	0,5241	0,0293	0,0140

Tablo 57. GSYO'ların 2020 Yılı Standart Karar Matrisi (R)

ADIM: 2	2020 Yılı Standart Karar Matrisi (R)									
	CO	**NO**	**ÖDH**	**ADH**	**FKO**	**KVY/V**	**UVY/V**	**AK**	**BKM**	**NKM**
GÖZDE	0,0000	0,0000	0,0238	0,0147	0,7955	0,5692	0,9993	0,2633	0,2589	0,9179
HEDEF	0,9808	0,9805	0,9896	0,9899	0,0092	0,0053	0,0141	0,7637	0,6645	0,0394
HUB	0,0470	0,0470	0,0389	0,0385	0,0157	0,0189	0,0050	0,2972	0,6645	0,3948
İŞ	0,1230	0,1204	0,1366	0,1354	0,0349	0,0306	0,0328	0,0060	0,2232	0,0023
RHEA	0,0172	0,0156	0,0000	0,0000	0,6000	0,8150	0,0077	-0,0207	0,0000	0,0000
VERUSA	0,1429	0,1470	0,0000	0,0000	0,0753	0,1020	0,0017	0,5086	0,0000	0,0000

Tablo 58. GSYO'ların 2021 Yılı Standart Karar Matrisi (R)

ADIM: 2	2021 Yılı Standart Karar Matrisi (R)									
	CO	**NO**	**ÖDH**	**ADH**	**FKO**	**KVY/V**	**UVY/V**	**AK**	**BKM**	**NKM**
GÖZDE	0,0000	0,0000	0,9178	0,8851	0,2354	0,1979	0,7608	0,4848	0,0034	0,0265
HEDEF	0,0248	0,0224	0,1745	0,2063	0,0061	0,0028	0,0625	0,0267	0,3826	0,0063
HUB	0,0007	0,0005	0,0189	0,0224	0,0072	0,0066	0,0146	0,4614	-0,8410	0,9996
İŞ	0,0025	0,0024	0,3562	0,4166	0,0260	0,0189	0,1374	0,0269	0,3826	0,0031
RHEA	0,0001	0,0001	0,0000	0,0000	0,9709	0,9800	0,0822	- 0,0491	0,0000	0,0000
VERUSA	0,9997	0,9997	0,0000	0,0000	0,0333	0,0002	0,6256	0,7404	0,0000	0,0000

Adım-3: Ağırlıklı Standart Karar Matrisinin (V) Oluşturulması

Performans kriterleri için belirlediğimiz ağırlık değerlerini (w_i), bir önceki adımda hesaplanan standart değerler ile çarparak, GSYO'ların 2016-2021 yıllarına ait ağırlıklı standart karar matrisleri (V) oluşturulmuştur.

Tablo 59. GSYO'ların 2016 Yılı Ağırlıklı Standart Karar Matrisi (V)

ADIM: 3	2016 Yılı Ağırlıklı Standart Karar Matrisi (V)									
	CO	**NO**	**ÖDH**	**ADH**	**FKO**	**KVY/V**	**UVY/V**	**AK**	**BKM**	**NKM**
GÖZDE	0,0000	0,0000	0,0071	0,0038	0,0598	0,0400	0,0996	0,0253	0,0101	0,0008
HEDEF	0,0735	0,0744	0,0991	0,0994	0,0003	0,0003	0,0003	0,0172	0,0041	0,0000
HUB	0,0672	0,0662	0,0042	0,0042	0,0002	0,0002	0,0002	0,0172	0,0574	0,0005
İŞ	0,0082	0,0083	0,0039	0,0039	0,0014	0,0016	0,0002	0,0015	0,0574	0,0000
RHEA	0,0002	0,0000	0,0002	0,0001	0,0797	0,0911	0,0094	-0,0742	0,0574	- 0,1000
VERUSA	0,0028	0,0027	0,0094	0,0084	0,0083	0,0097	0,0002	0,0571	0,0013	0,0008

Tablo 60. GSYO'ların 2017 Yılı Ağırlıklı Standart Karar Matrisi (V)

ADIM: 3	2017 Yılı Ağırlıklı Standart Karar Matrisi (V)									
	CO	**NO**	**ÖDH**	**ADH**	**FKO**	**KVY/V**	**UVY/V**	**AK**	**BKM**	**NKM**
GÖZDE	0,0000	0,0000	0,0005	0,0003	0,0484	0,0344	0,0992	0,0641	0,0380	0,1000
HEDEF	0,0558	0,0573	0,0999	0,0999	0,0003	0,0001	0,0009	0,0691	0,0404	0,0004
HUB	0,0825	0,0813	- 0,0015	- 0,0015	0,0003	0,0002	0,0007	- 0,0254	0,0000	0,0000
İŞ	0,0065	0,0073	0,0028	0,0028	0,0016	0,0016	0,0009	0,0003	0,0832	0,0001
RHEA	0,0004	0,0003	0,0000	0,0000	0,0873	0,0937	0,0125	0,0171	0,0000	0,0000
VERUSA	0,0060	0,0067	0,0000	0,0000	0,0054	0,0059	0,0003	0,0134	0,0000	0,0000

Tablo 61. GSYO'ların 2018 Yılı Ağırlıklı Standart Karar Matrisi (V)

ADIM: 3	2018 Yılı Ağırlıklı Standart Karar Matrisi (V)									
	CO	**NO**	**ÖDH**	**ADH**	**FKO**	**KVY/V**	**UVY/V**	**AK**	**BKM**	**NKM**
GÖZDE	0,0000	0,0000	0,0020	0,0014	0,0839	0,0683	0,1000	- 0,0213	0,0275	-0,0167
HEDEF	0,0156	0,0208	0,0758	0,0762	0,0005	0,0004	0,0006	0,0024	0,0073	0,0000
HUB	0,0416	0,0196	0,0010	0,0010	0,0001	0,0001	0,0000	0,0969	0,0678	0,0986
İŞ	0,0024	0,0032	0,0103	0,0103	0,0018	0,0021	0,0007	0,0014	0,0678	0,0001
RHEA	0,0003	0,0001	0,0000	0,0000	0,0544	0,0730	0,0000	0,0030	0,0000	0,0000
VERUSA	0,0896	0,0958	0,0644	0,0639	0,0002	0,0002	0,0002	0,0121	0,0012	0,0002

Tablo 62. GSYO'ların 2019 Yılı Ağırlıklı Standart Karar Matrisi (V)

ADIM: 3	2019 Yılı Ağırlıklı Standart Karar Matrisi (V)									
	CO	**NO**	**ÖDH**	**ADH**	**FKO**	**KVY/V**	**UVY/V**	**AK**	**BKM**	**NKM**
GÖZDE	0,0000	0,0000	0,0049	0,0028	0,0901	0,0735	0,0999	- 0,0007	0,0397	- 0,0004
HEDEF	0,0061	0,0064	0,0802	0,0801	0,0021	0,0011	0,0033	0,0740	0,0530	0,0014
HUB	0,0001	0,0000	0,0007	0,0007	0,0068	0,0108	0,0000	0,0418	0,0530	0,1000
İŞ	0,0016	0,0017	0,0132	0,0131	0,0030	0,0027	0,0029	0,0019	0,0530	0,0002
RHEA	0,0002	0,0000	0,0000	0,0000	0,0426	0,0669	0,0003	0,0044	0,0000	0,0000
VERUSA	0,0998	0,0998	0,0581	0,0583	0,0002	0,0002	0,0003	0,0524	0,0029	0,0014

Tablo 63. GSYO'ların 2020 Yılı Ağırlıklı Standart Karar Matrisi (V)

ADIM: 3	2020 Yılı Ağırlıklı Standart Karar Matrisi (V)									
	CO	**NO**	**ÖDH**	**ADH**	**FKO**	**KVY/V**	**UVY/V**	**AK**	**BKM**	**NKM**
GÖZDE	0,0000	0,0000	0,0024	0,0015	0,0795	0,0569	0,0999	0,0263	0,0259	0,0918
HEDEF	0,0981	0,0981	0,0990	0,0990	0,0009	0,0005	0,0014	0,0764	0,0664	0,0039
HUB	0,0047	0,0047	0,0039	0,0038	0,0016	0,0019	0,0005	0,0297	0,0664	0,0395
İŞ	0,0123	0,0120	0,0137	0,0135	0,0035	0,0031	0,0033	0,0006	0,0223	0,0002
RHEA	0,0017	0,0016	0,0000	0,0000	0,0600	0,0815	0,0008	-0,0021	0,0000	0,0000
VERUSA	0,0143	0,0147	0,0000	0,0000	0,0075	0,0102	0,0002	0,0509	0,0000	0,0000

Tablo 64. GSYO'ların 2021 Yılı Ağırlıklı Standart Karar Matrisi (V)

ADIM: 3	2021 Yılı Ağırlıklı Standart Karar Matrisi (V)									
	CO	**NO**	**ÖDH**	**ADH**	**FKO**	**KVY/V**	**UVY/V**	**AK**	**BKM**	**NKM**
GÖZDE	0,0000	0,0000	0,0918	0,0885	0,0235	0,0198	0,0761	0,0485	0,0003	0,0027
HEDEF	0,0025	0,0022	0,0175	0,0206	0,0006	0,0003	0,0062	0,0027	0,0383	0,0006
HUB	0,0001	0,0001	0,0019	0,0022	0,0007	0,0007	0,0015	0,0461	-0,0841	0,1000
İŞ	0,0003	0,0002	0,0356	0,0417	0,0026	0,0019	0,0137	0,0027	0,0383	0,0003
RHEA	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0971	0,0980	0,0082	- 0,0049	0,0000	0,0000
VERUSA	0,1000	0,1000	0,0000	0,0000	0,0033	0,0000	0,0626	0,0740	0,0000	0,0000

Adım-4: İdeal (A^+) ve Negatif İdeal (A^-) Çözümlerin Oluşturulması

İdeal A^+ çözümünü belirleyebilmek adına V matrisinin her bir sütununda bulunan maksimum değer, İdeal A^- çözümünü belirleyebilmek için de V matrisinin her bir sütununda bulunan minimum değer seçilerek, GSYO'ların 2016-2021 yıllarına ait İdeal A^+ ve İdeal A^- değerlerine ulaşılmıştır.

Tablo 65. 2016 Yılı İdeal (A^+) ve Negatif İdeal (A^-) Çözümlerin Oluşturulması

ADIM: 4	2016 Yılı İdeal (A^+) ve Negatif İdeal (A^-) Çözümlerin Oluşturulması									
A^+	0,0735	0,0744	0,0991	0,0994	0,0002	0,0002	0,0002	0,0571	0,0574	0,0008
A^-	0,0000	0,0000	0,0002	0,0001	0,0797	0,0911	0,0996	-0,0742	0,0013	- 0,1000

Tablo 66. 2017 Yılı İdeal (A^+) ve Negatif İdeal (A^-) Çözümlerin Oluşturulması

ADIM: 4	2017 Yılı İdeal (A^+) ve Negatif İdeal (A^-) Çözümlerin Oluşturulması									
A^+	0,0825	0,0813	0,0999	0,0999	0,0003	0,0001	0,0003	0,0691	0,0832	0,1000
A^-	0,0000	0,0000	- 0,0015	- 0,0015	0,0873	0,0937	0,0992	- 0,0254	0,0000	0,0000

Tablo 67. 2018 Yılı İdeal (A^+) ve Negatif İdeal (A^-) Çözümlerin Oluşturulması

ADIM: 4	2018 Yılı İdeal (A^+) ve Negatif İdeal (A^-) Çözümlerin Oluşturulması									
A^+	0,0896	0,0958	0,0758	0,0762	0,0001	0,0001	0,0000	0,0969	0,0678	0,0986
A^-	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0839	0,0730	0,1000	- 0,0213	0,0000	-0,0167

Tablo 68. 2019 Yılı İdeal (A^+) ve Negatif İdeal (A^-) Çözümlerin Oluşturulması

ADIM: 4	2019 Yılı İdeal (A^+) ve Negatif İdeal (A^-) Çözümlerin Oluşturulması									
A^+	0,0998	0,0998	0,0802	0,0801	0,0002	0,0002	0,0000	0,0740	0,0530	0,1000
A^-	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0901	0,0735	0,0999	- 0,0007	0,0000	- 0,0004

Tablo 69. 2020 Yılı İdeal (A^+) ve Negatif İdeal (A^-) Çözümlerin Oluşturulması

ADIM: 4	2020 Yılı İdeal (A^+) ve Negatif İdeal (A^-) Çözümlerin Oluşturulması									
A^+	0,0981	0,0981	0,0990	0,0990	0,0009	0,0005	0,0002	0,0764	0,0664	0,0918
A^-	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0795	0,0815	0,0999	-0,0021	0,0000	0,0000

Tablo 70. 2021 Yılı İdeal (A^+) ve Negatif İdeal (A^-) Çözümlerin Oluşturulması

ADIM: 4	2021 Yılı İdeal (A^+) ve Negatif İdeal (A^-) Çözümlerin Oluşturulması									
A^+	0,1000	0,1000	0,0918	0,0885	0,0006	0,0000	0,0015	0,0740	0,0383	0,1000
A^-	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0971	0,0980	0,0761	- 0,0049	-0,0841	0,0000

Adım-5: Ayırım Ölçülerinin Hesaplanması

Her karar noktasının pozitif ideal çözümden olan mesafesi S^+ ile, negatif ideal çözümden olan mesafesi S^- olarak ifade edilmiş olup, GSYO'ların 2016-2021 yıllarına ait S^+ ve S^- değerleri aşağıda belirtilmektedir.

Tablo 71. 2016-2021 Yıllarına Ait Ayırım Ölçülerinin Hesaplanması

ADIM: 5	2016		2017		2018		2019		2020		2021	
	Si^+	Si^-	Si^+	Si^-	Si^+	Si^-	Si^+	Si^-	Si^+	Si^-	Si^+	Si^-
GÖZDE	0,2164	0,1523	0,2204	0,1565	0,2807	0,0280	0,2661	0,0401	0,2481	0,1025	0,1950	0,1943
HEDEF	0,0666	0,2709	0,1142	0,2520	0,1828	0,1877	0,1650	0,2089	0,0879	0,2681	0,2102	0,1988
HUB	0,1407	0,2345	0,2155	0,1985	0,1391	0,2373	0,1837	0,1885	0,2011	0,1714	0,2264	0,1922
İŞ	0,1730	0,2076	0,2118	0,1822	0,2089	0,1651	0,2083	0,1587	0,2131	0,1498	0,2010	0,2002
RHEA	0,2695	0,1062	0,2634	0,0966	0,2451	0,1083	0,2379	0,1106	0,2593	0,1011	0,2700	0,1081
VERUSA	0,1726	0,2217	0,2269	0,1606	0,1470	0,2215	0,1168	0,2300	0,2172	0,1531	0,1774	0,2277

Adım-6: İdeal Çözüme Göreli Yakınlığın Hesaplanması

Her bir karar noktasının ideal çözüme olan göreli yakınlığını ifade eden C_i^+ değeri, GSYO'ların 2016-2021 yılları için hesaplanmış olup, aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 72. 2016-2021 Yıllarına Ait İdeal Çözüme Göreli Yakınlığın Hesaplanması

ADIM: 6	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Ci^+	Ci^+	Ci^+	Ci^+	Ci^+	Ci^+
GÖZDE	0,4132	0,4152	0,0908	0,1310	0,2925	0,4991
HEDEF	0,8027	0,6882	0,5067	0,5587	0,7531	0,4860
HUB	0,6250	0,4796	0,6304	0,5065	0,4601	0,4592
İŞ	0,5455	0,4624	0,4415	0,4323	0,4128	0,4990
RHEA	0,2827	0,2683	0,3064	0,3174	0,2805	0,2859
VERUSA	0,5623	0,4144	0,6012	0,6632	0,4134	0,5622

Adım-7: Her Bir Alternatifin Göreceli Sıralamasının ve Puanının Bulunması

Yukarıdaki adımlar neticesinde GSYO'ların 2016-2021 yıllarına ait performans değerleri ve sıralamaları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

2016-2021 yılları arasında en iyi performans gösteren şirketler için sıra numaraları (*) ile ifade edilmiş olup, en kötü performans gösteren şirketler için sıra numaraları (**) ile ifade edilmiştir.

Tablo 73. GSYO'ların 2016-2021 Yılları Arasındaki Puanları ve Sıralamaları

	GSYO'ların 2016-2021 Yılları Arasındaki Puanları ve Sıralamaları											
	2016		2017		2018		2019		2020		2021	
	Puan	Sıra No	Puan	Sıra No	Puan	Sıra No	Puan	Sıra No	Puan	Sıra No	Puan	Sıra No
GÖZDE	0,4132	5	0,4152	4	**0,0908**	**6****	**0,1310**	**6****	0,2925	5	0,4991	2
HEDEF	**0,8027**	**1***	**0,6882**	**1***	0,5067	3	0,5587	2	**0,7531**	**1***	0,4860	4
HUB	0,6250	2	0,4796	2	**0,6304**	**1***	0,5065	3	0,4601	2	0,4592	5
İŞ	0,5455	4	0,4624	3	0,4415	4	0,4323	4	0,4128	4	0,4990	3
RHEA	**0,2827**	**6****	**0,2683**	**6****	0,3064	5	0,3174	5	**0,2805**	**6****	**0,2859**	**6****
VERUSA	0,5623	3	0,4144	5	0,6012	2	**0,6632**	**1***	0,4134	3	**0,5622**	**1***

TOPSIS yöntemine göre elde edilen Tablo 73'te görüleceği üzere; GSYO'ların finansal performansları yıllar itibariyle farklılıklar göstermektedir. Gerçekleştirilen analiz neticesinde 2016-2021 yılları arasında en iyi finansal performansa sahip şirketler; 2016 ve 2017 yıllarında HEDEF, 2018 yılında HUB, 2019 yılında VERUSA, 2020 yılında HEDEF ve 2021 yılında VERUSA olurken, yıllar itibariyle en kötü finansal performansa sahip şirketler; 2016 ve 2017 yıllarında RHEA, 2018 ve 2019 yıllarında GÖZDE, 2020 ve 2021 yıllarında RHEA olmuştur.

TOPSIS yöntemine göre; 2016-2021 yılları arasında en kötü finansal performansa sahip iki şirket olan RHEA ve GÖZDE'nin finansal kaldıraç oranı ile kısa vadeli yükümlülükler/varlıklar oranının incelenen tüm yıllarda sektör ortalamasının çok üstünde oluştuğu ve sektör ortalamasının üzerinde sadece RHEA ve GÖZDE firmalarının olduğu görülmektedir. RHEA ve GÖZDE'nin nakit oranı ve cari oran değerlerinin ise incelenen tüm yıllarda sektör ortalamasının çok altında kaldığı izlenmektedir.

6 yıllık dönemi dikkate aldığımızda ise, göreceli olarak en yüksek performansa sahip şirket HEDEF olurken, en düşük performansa sahip şirket ise RHEA olarak görülmektedir.

TOPSIS yöntemine göre; incelenen 6 yıllık dönemde göreceli olarak en yüksek performansa sahip olan HEDEF'in, incelenen tüm yıllarda nakit oranı değerinin sektör ortalamasının üzerinde gerçekleştiği, cari oran değerinin ise sadece 2018 yılında sektör ortalamasının altında kaldığı ve diğer tüm yıllarda sektör ortalamasının üzerinde gerçekleştiği izlenmektedir. Finansal kaldıraç oranının ise incelenen tüm yıllarda sektör ortalamasının çok altında gerçekleştiği görülmektedir.

Ayrıca; HEDEF'in 2016-2020 yıllarındaki 5 yıllık dönemde özkaynak devir hızı ve aktif devir hızı değerlerinin sektör ortalamasının üzerinde olduğu izlenmektedir.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Alternatif bir finansman metodu olarak, 1940'lı yıllarda ilk defa Amerika'da ortaya çıkan girişim sermayesi kavramı daha sonra Asya, Avrupa ve Güney Amerika kıtalarına yayılmış ve gelişmiştir. Çeşitli kaynaklarda "risk sermayesi", "cesarete dayalı sermaye", "venture capital", "atılım sermayesi" gibi farklı pek çok kavramla ifade edilen girişim sermayesi finansman modeli, henüz fikir evresinde olan ya da henüz gelir elde etmeyen teşebbüslere yatırım yapmayı amaçlayan, bunun yanı sıra belli bir kuruluş sürecini tamamlayan küçük teşebbüslere de hem üretim ve pazarlama hem de bilgi, deneyim ve tecrübe katarak diğer işletme süreçlerinin gelişimini sağlayan, teşebbüslerin ürünlerini ticarileştirip, büyümeleri ve genişlemeleri için ihtiyaçları olan fonları temin edebildikleri finansal bir sistemdir.

Türkiye'de girişim sermayesi sistemi ilk kez 1980'li yıllarda gündeme gelmiş olup, girişim sermayesi sektöründeki risk sermayesine yönelik bilinen ilk uygulama 1988 yılında kurulan ve amacı girişimcileri bilgilendirmek ve desteklemek olan Teşebbüs Destekleme Ajansı'dır.

1991 yılında ise Türkiye Cumhuriyeti ile Dünya Bankası arasında imzalanmış olan uluslararası borç anlaşması kapsamında Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV) kurulmuş olup, Vakfın kurucuları arasında kamu kurumları, şahıslar, şemsiye örgütler ve özel kuruluşlar yer almaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 06.07.1993 tarih ve 21169 sayılı Resmî Gazete'de yayınlanan Seri:VIII, No:21, Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği ile birlikte devletin girişim sermayesini destekleme dönemi başlamıştır.

SPK mevzuatına uygun olarak 1996 yılında T. Vakıflar Bankası T.A.O. öncülüğünde Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş., ikinci olarak da 2000 yılında İş Bankası Grubu ve Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV)'nın ortaklığında İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. kurulmuştur.

Özellikle 2000'li yıllardan sonra global ekonomik gelişmelerin de etkisiyle ülkemize büyük miktarlarda yatırımlar gelmeye başlamıştır. Bu sayede girişim sermayesi faaliyetleri Türkiye'de artış göstermiştir.

2005 yılı sonrasında uluslararası fonlar kalıcı yatırımlar yapmak üzere ülkemize giriş yapmaya başlamış ve ülkemizde bir sektör olarak girişim sermayesi varlığını kabul ettirmiş olup yatırım tutarları önemli düzeylere ulaşmıştır.

2021 yıl sonu itibariyle Borsa İstanbul'da işlem gören ve toplam piyasa değeri 6.469.141.658 TL olan altı adet Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı bulunmaktadır.

Halihazırda, Türkiye'de faaliyet göstermekte olan ve BIST'e kayıtlı 6 girişim sermayesi yatırım ortaklığının Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) internet sitesinden elde edilen 2016-2021 yıllarına ait finansal tabloları esas alınarak hesaplanan mali oranları ile Veri Analiz Platformu (VAP) sisteminden elde edilen sektör ortalamaları kullanılarak gerçekleştirilen finansal performans değerlendirmeleri neticesinde;

Cari oran değeri 2018, 2019 ve 2021 yıllarında olmak üzere toplamda üç yıl en yüksek değere sahip olan şirket Verusaturk GSYO olurken, incelenen yıllar arasında beş yıl ile sektör ortalamasının üzerinde cari oran değerini en fazla elde eden şirket ise Hedef GSYO'dur.

Nakit oranı değeri 2018, 2019 ve 2021 yıllarında olmak üzere toplamda üç yıl en yüksek değere sahip olan şirket Verusaturk GSYO olurken, incelenen tüm yıllarda sektör ortalamasının üzerinde nakit oranı değerine sahip olan şirket ise Hedef GSYO'dur.

Özkaynak devir hızı değeri 2016-2020 yılları arasında olmak üzere toplam beş yıl boyunca en yüksek olan şirket Hedef GSYO olurken, 2021 yılında ise özkaynak devir hızı en yüksek olan şirket Gözde GSYO'dur.

Özkaynak devir hızı değeri olarak; 2016, 2017, 2018 ve 2020 yılları olmak üzere toplamda dört yıl sektör ortalamasının üzerinde değer elde eden tek şirket Hedef GSYO'dur. 2016, 2018 ve 2019 yıllarında olmak üzere toplam üç kez en düşük özkaynak devir hızına sahip olan şirket ise Rhea GSYO'dur.

Aktif devir hızı değeri 2016-2020 yılları arasında olmak üzere toplam beş yıl boyunca en yüksek olan şirket Hedef GSYO olurken, 2021 yılında ise aktif devir hızı en yüksek olan şirket Gözde GSYO'dur.

Aktif devir hızı değeri 2016, 2017, 2018 ve 2020 yıllarında sektör ortalamasının üzerinde değer elde eden tek şirket Hedef GSYO'dur. 2016, 2018 ve 2019 yıllarında

olmak üzere toplam üç kez en düşük aktif devir hızına sahip olan şirket ise Rhea GSYO'dur.

Finansal kaldıraç oranı yönünden, incelenen tüm yıllarda sektör ortalamasının üstünde sadece iki şirketin olduğu görülmektedir. İlk şirket; 2016, 2017 ve 2021 yıllarında en yüksek orana sahip olan Rhea GSYO, ikinci şirket ise 2018, 2019 ve 2020 yıllarında en yüksek orana sahip olan Gözde GSYO'dur. Diğer şirketlerin finansal kaldıraç oranları sektör ortalamasının altında kalmaktadır.

Kısa vadeli yükümlükler / varlıklar oranı yönünden, incelenen tüm yıllarda sektör ortalamasının üstünde sadece iki şirketin olduğu görülmektedir. İlk şirket; 2016, 2017, 2018, 2020 ve 2021 yıllarında en yüksek orana sahip olan Rhea GSYO, ikinci şirket ise 2019 yılında en yüksek orana sahip olan Gözde GSYO'dur. Diğer şirketlerin kısa vadeli yükümlükler / varlıklar oranları sektör ortalamasının altında kalmaktadır.

Uzun vadeli yükümlülükler / varlıklar oranını incelediğimizde, sektör ortalamasının çok düşük olduğu görülmektedir. Gözde GSYO'nun oranı incelenen tüm yıllarda hem diğer şirketlerden hem de sektör ortalamasından çok daha yüksek gerçekleşmiş olup, tüm yıllarda en yüksek oranlara sahip şirket konumundadır.

Aktif Kârlılığı olarak; 2017, 2019 ve 2020 yıllarında olmak üzere toplam üç yılda en yüksek değere sahip olan şirket Hedef GSYO'dur. Bu da şirketi incelenen yıllar arasında en fazla birinci sırada yer alan şirket yapmaktadır. Hedef'i 2016 ve 2021 yıllarında olmak üzere iki yıl birinci olan Verusaturk GSYO takip etmektedir. Hub GSYO ise sadece 2018 yılında birinci sırada yer almıştır.

Net kâr marjı 2018, 2019 ve 2021 yıllarında en yüksek olan ve toplamda üç yıl birinci olan şirket Hub GSYO'dur. Hub'u 2017 ve 2020 yıllarında en yüksek net kâr marjı oranına sahip olan ve toplamda iki kez birinci olan Gözde GSYO izlemektedir. 2016 yılında ise en yüksek net kâr marjı ile birinci olan şirket Verusaturk GSYO'dur.

Son olarak; şirketlerin hesaplanan mali oranları üzerinden TOPSIS yöntemi kullanılarak finansal performansları analiz edilmiştir. Gerçekleştirilen analiz neticesinde 2016-2021 yılları arasında en iyi finansal performansa sahip şirketler; 2016 ve 2017 yıllarında HEDEF, 2018 yılında HUB, 2019 yılında VERUSA, 2020 yılında HEDEF ve 2021 yılında VERUSA olurken, yıllar itibariyle en kötü finansal performansa sahip

şirketler; 2016 ve 2017 yıllarında RHEA, 2018 ve 2019 yıllarında GÖZDE, 2020 ve 2021 yıllarında RHEA olmuştur. 6 yıllık dönemi dikkate aldığımızda ise, göreceli olarak en yüksek performansa sahip şirket HEDEF olurken, en düşük performansa sahip şirket ise RHEA olarak görülmektedir.

Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının finansal performanslarının dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. Üretim ya da ticaret işletmeleri gibi düzenli bir gelire sahip olmamaları ve yapıları gereği henüz fikir evresinde olan ya da henüz gelir elde etmeyen teşebbüslere yatırım yapmayı amaçladıkları için portföylerindeki şirketlerden gelir elde edebilmeleri ya da girişimden çıkış yaparak getiri elde etmeleri uzun bir süreç gerektirmektedir. Bu durumun neticesi olarak da finansal performanslarında istikrar yakalamaları pek mümkün olmamaktadır.

Çalışma farklı analiz yöntemleriyle, farklı zaman aralıkları dikkate alınarak, kullanılan kriterlerin çeşit ve miktarlarında değişiklik yapılarak incelendiğinde şirketlerin finansal performans sıralamalarının değişkenlik gösterebileceği unutulmamalıdır.

KAYNAKÇA

Ak Oğuz, M. ve M. Köksal (2018) "AHP ve TOPSIS Yöntemi ile Tedarikçi Seçimi", Istanbul Commerce University, Journal of Science. Cilt: 17, Sayı: 34, 69-89.

Akbulut, R.; Ö. F. Rençber ve B. Şen (2016) "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Karlılıklarına Göre Performanslarının Analizi", Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi. Cilt: 19, Sayı: 36, 273–290.

Akdoğan, N. ve N. Tenker (1992) "Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri", Genişletilmiş 4. Baskı, Ankara: Gazi Yayınevi, 361-382.

Akdoğan, N. ve N. Tenker (2010) "Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri", Ankara: Gazi Kitapevi.

Akgüç, Ö. (2010) "Finansal Yönetim", İstanbul: Avcıol Basım Yayın.

Akgüç, Ö. (2011) "Mali Tablolar Analizi", İstanbul: Avcıol Basım Yayın.

Akıncı, N. ve N. Erdoğan (1995) "Finansal Tablolar ve Analizi", İzmir: Fakülteler Kitabevi Barış Yayınları.

Aksoy, A. (1993) "İşletme Sermayesi Yönetimi", Ankara: Gazi Büro Kitabevi.

Aktaş, M. ve Y. İlgün (2019a) "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Piyasa Değerleri Üzerinde Etkili Olan Finansal Oranlar Üzerinde Bir Araştırma", İşletme Araştırmaları Dergisi. Cilt: 11, Sayı: 4, 2785–2798.

Aktaş, M. ve Y. İlgün (2019b) "Türkiye'de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Finansal Performanslarının Karşılaştırılması", Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. Cilt: 12, Sayı: 3, 384–398.

Akyüz, Y.; T. Bozdoğan ve E. Hantekin (2011) "TOPSIS Yöntemiyle Finansal Performansın Değerlendirilmesi ve Bir Uygulama", Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi. Cilt: 13, Sayı: 1, 73-92.

Apan, M. ve A. Öztel (2020) "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının CRITIC-PROMETHEE Bütünleşik Karar Verme Yöntemi ile Finansal Performans

Değerlendirmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama", Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi. 63, 54-73.

Arslankaya, S. ve K. Göraltay (2019) "Çok Kriterli Karar Verme Yöntemlerinde Güncel Yaklaşımlar", İKSAD Publishing House.

Atilla, O. (2006) "Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi", Yüksek Lisans Tezi, Ankara, T.C. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Avcı, T. ve E. Çınaroğlu (2018) "AHP Temelli TOPSIS Yaklaşımı ile Havayolu İşletmelerinin Finansal Performans Değerlemesi", C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi. Cilt: 19, Sayı: 1, 316-335.

Aydoğdu, S. (2010) "Altı Sigmayı Kullanan Bir İşletmenin Mali Tablolar Analizi", Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, T.C. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Aytaç, D. (2015) "Yeniliğin Finansmanı: Girişim Sermayesi", Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi. Cilt: 16, Sayı: 1, 59-80.

Aytekin, S. ve Ş. Sakarya (2013) "BIST'de İşlem Gören Gıda İşletmelerinin TOPSIS Yöntemi ile Finansal Performanslarının Değerlendirilmesi", Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi. Cilt: 11, Sayı: 21, 30-47.

Bağcı, H. ve S. Kılıçaslan (2020) "BİST'e Kayıtlı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Finansal Performansının Critic ve Oreste Yöntemleriyle Analizi", Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi. Cilt: 30, Sayı: 1, 223–240.

Balcı, B. R. (2012) "TFRS'lerin Oran Analizine Etkileri", Journal of Yasar University. Cilt: 7, Sayı: 28, 4687-4707.

Bülüç, F.; O. Özkan ve İ. Ağırbaş (2017) "Oran Analizi Yöntemiyle Özel Hastane Finansal Performansının Değerlendirilmesi", International Journal of Academic Value Studies. Cilt: 3, Sayı:11, 64-72.

Can, A. N. (2012) "Girişim Sermayesi ve KOBİ'lerde Uygulanabilirliği", Yüksek Lisans Tezi, Sakarya, T.C. Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Chaabouni, K. (2011) "Determinants and Legitimacy of Venture Capital Financing: An Empirical Verification", Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi. Cilt: 11, Sayı: 1, 27-38.

Çabuk, A. ve İ. Lazol (2010) "Mali Tablolar Analizi", Bursa: Ekin Yayınevi.

Çabuk, A. ve İ. Lazol (2016) "Mali Tablolar Analizi", 16. Baskı, Uludağ Üniversitesi, Bursa: Ekin Yayınevi Dağıtım.

Çabuk, A.; A. B. Başar, Ş. Sevim, A. A. Karagül, Ö. Sayılır ve C. Erol (2019) "Mali Analiz", Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını No: 3013, Açıköğretim Fakültesi Yayını No: 1966.

Çelikkaya, A. (2007) "AB'ye Uyum Sürecinde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına Sağlanan Vergisel Avantajların Değerlendirilmesi", Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi. Cilt: 7, Sayı: 1, 241-259.

Çoban, M. ve M. Saban (2006) "Türkiye'de Risk Sermayesi Uygulaması ve Sorunları", Muhasebe ve Finansman Dergisi. Sayı: 31, 131-140.

Çonkar, K.; C. Elitaş ve G. Atar (2011) "İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki (XKURY) Firmaların Finansal Performanslarının Topsis Yöntemi ile Ölçümü ve Kurumsal Yönetim Notu ile Analizi", İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası. Cilt: 61, Sayı: 1, 81-115.

Demircioğlu, M. ve İ. T. Coşkun (2018) "Critic-Moosra Yöntemi ve UPS Seçimi Üzerine Bir Uygulama", Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi. Cilt: 27, Sayı: 1, 183-195.

Demireli, E. (2010) "Topsis Çok Kriterli Karar Verme Sistemi: Türkiye'deki Kamu Bankaları Üzerine Bir Uygulama", Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi. Cilt: 5, Sayı: 1, 101-112.

Dumanoğlu, S. ve N. Ergül (2010) "İMKB'de İşlem Gören Teknoloji Şirketlerinin Mali Performans Ölçümü", Muhasebe ve Finansman Dergisi. Sayı: 48, 101-111.

Ege, İ. ve S. Yaman (2018) "TOPSIS ve MOORA Yöntemleri ile Ölçülen Finansal Performansın Pay Getirilerine Etkisi: BIST Çimento-Beton İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması", Al Farabi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi. Cilt: 2, Sayı: 1, 75-96.

Ege, İ.; E. E. Topaloğlu ve M. Özyamanoğlu (2013) "Finansal Performans ile Kurumsal Yönetim Notları Arasındaki İlişki: BIST Üzerine Bir Uygulama", Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi. Cilt: 5, Sayı: 9, 100-117.

Elmas, B. (2016) "Finansal Tablolar Analizi", Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık Eğitim Danışmanlık Ltd. Şti.

Ercan, M. K. ve Ü. Ban (2009) "Finansal Yönetim", Ankara: Gazi Kitapevi.

Ersöz, F. ve M. Kabak (2010) "Savunma Sanayi Uygulamalarında Çok Kriterli Karar Verme Yöntemlerinin Literatür Araştırması", Savunma Bilimleri Dergisi. Cilt: 9, Sayı: 1, 97-125.

Esmeray, A. (1996) "Bir Finansman Tekniği Olarak Risk (Girişim) Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama Olanakları", Yüksek Lisans Tezi, Kayseri, T.C. Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Evren Yatmaz, F. (2012) "Girişim Sermayesi: Türkiye için Bölgesel Model Önerisi", Uzmanlık Tezi, Bölgesel Gelişme ve Yapısal Uyum Genel Müdürlüğü, T.C. Kalkınma Bakanlığı, Yayın No: 2833.

Fintables Gelir Tablosu Analizi, https://fintables.com/akademi/temel-analiz-101/gelir-tablosu-analizi, (ET: 08.10.2022)

Gedik Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 31 Aralık 2016 Hesap Dönemine Ait Finansal Tabloları ve Bağımsız Denetim Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 16.10.2022)

Gedik Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 31 Aralık 2017 Hesap Dönemine Ait Finansal Tabloları ve Bağımsız Denetim Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 16.10.2022)

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Tanıtım Rehberi, https://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/206, (ET: 11.09.2022)

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği Basın Duyurusu, https://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20131009/0, (ET: 20.09.2022)

Gözde Girişim Hakkımızda, https://www.gozdegirisim.com.tr/tr/hakkimizda, (ET: 25.09.2022)

Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 01.01.2022-30.06.2022 Dönemi Faaliyet Raporu, https://www.gozdegirisim.com.tr/documents/gozdefr30062022.pdf, (ET: 25.09.2022)

Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 31 Aralık 2016 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 10.10.2022)

Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 31 Aralık 2017 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 10.10.2022)

Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 31 Aralık 2018 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 10.10.2022)

Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 31 Aralık 2019 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 10.10.2022)

Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 31 Aralık 2020 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 10.10.2022)

Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 31 Aralık 2021 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 10.10.2022)

Gücenme, Ü. (1996) "Mali Tablolar Analizi", Marmara Kitabevi, 91-97.

Gül, Y. (2021) "Entropiye Dayalı TOPSIS Yöntemi ile Bankaların Performans Değerlendirmesi", Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi. Cilt: 14, Sayı: 1, 1-26.

Gümüş, U. T. ve N. Bolel (2017) "Rasyo Analizleri ile Finansal Performansın Ölçülmesi: Borsa İstanbul'da Faaliyet Gösteren Havayolu Şirketleri'nde Bir Uygulama", Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi. Cilt: 4, Sayı: 2, 87-96.

Gün, M. ve H. Karadağ (2016) "A Study on Venture Capital: Performance Analysis of Venture Capital Investment Trust Incorporations in Turkey", Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt: 16, Sayı: 1, 57-74.

Hamurcu, M. ve T. Eren (2015) "Ankara Büyükşehir Belediyesi'nde Çok Ölçütlü Karar Verme Yöntemi ile Monoray Güzergah Seçimi", Kırıkkale Üniversitesi Mühendislik Fakültesi Endüstri Mühendisliği Bölümü, Transist 8. Uluslararası Ulaşım Teknolojileri Sempozyumu ve Fuarı, İstanbul.

Hedef Girişim Hakkımızda, https://hedefgirisim.com.tr/hakkimizda, (ET: 25.09.2022)

Hedef Girişim Mevcut Yatırımlarımız, https://hedefgirisim.com.tr/mevcutyatirimlar/, (ET: 25.09.2022)

Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi 01 Ocak-31 Aralık 2016 Hesap Dönemine Ait Hazırlanan Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 16.10.2022)

Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi 01 Ocak-31 Aralık 2017 Hesap Dönemine Ait Hazırlanan Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 16.10.2022)

Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi 01 Ocak-31 Aralık 2018 Hesap Dönemine Ait Hazırlanan Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 16.10.2022)

Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi 01 Ocak-31 Aralık 2019 Hesap Dönemine Ait Hazırlanan Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 16.10.2022)

Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi 01 Ocak-31 Aralık 2020 Hesap Dönemine Ait Hazırlanan Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 16.10.2022)

Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi 01 Ocak-31 Aralık 2021 Hesap Dönemine Ait Hazırlanan Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 16.10.2022)

Hocaoğlu Yıldız, E. S. (2019) “Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Analiz”, Yüksek Lisans Tezi, Sakarya, T.C. Sakarya Üniversitesi İşletme Enstitüsü.

Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Önceki Unvanı: Gedik Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.) 31 Aralık 2018 Tarihinde Sona Eren Hesap Dönemine Ait Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 16.10.2022)

Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 01.01.2022-30.06.2022 Faaliyet Raporu, https://hubgsyo.com/wp-content/uploads/2022/08/FAALİYET-SON-KÜÇÜK-İMZALI.pdf, (ET: 25.09.2022)

Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 31.12.2019 Tarihinde Sona Eren Hesap Dönemine Ait Finansal Tablolar, Dipnotlar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 16.10.2022)

Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 31.12.2020 Tarihinde Sona Eren Hesap Dönemine Ait Finansal Tablolar, Dipnotlar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 16.10.2022)

Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 31.12.2021 Tarihinde Sona Eren Hesap Dönemine Ait Finansal Tablolar, Dipnotlar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 16.10.2022)

Hub GSYO Hakkımızda, https://hubgsyo.com/hakkimizda/, (ET: 25.09.2022)

İktisat Sözlüğü, https://www.iktisatsozlugu.com/tr/nedir/aktif-devir-hizi/392, (ET: 02.10.2022)

İnce, S. T. (2018) “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Paysahipleri Sözleşmesi”, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, T.C. Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

İpekten, O. B. (2006) “Risk Sermayesi Finansman Modeli”, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi. Cilt: 7, Sayı: 1, 385-408.

İş Girişim Sermayesi 30.06.2022 Finansal Raporlar, https://www.isgirisim.com.tr/yatirimci-iliskileri/finansal-bilgiler/finansal-raporlar/, (ET: 26.09.2022)

İş Girişim Sermayesi Hakkımızda, https://www.isgirisim.com.tr/hakkimizda/, (ET: 26.09.2022)

İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 31 Aralık 2016 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 16.10.2022)

İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 31 Aralık 2017 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 16.10.2022)

İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 31 Aralık 2018 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 16.10.2022)

İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 31 Aralık 2019 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 16.10.2022)

İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 31 Aralık 2020 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 16.10.2022)

İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 31 Aralık 2021 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 16.10.2022)

İştar, E. (2013) "Alternatif Bir Finansman Modeli Olarak Risk Sermayesi", Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi. Cilt: 12, Sayı: 46, 183-198.

Karaatlı, M.; N. Ömürbek, İ. Budak ve O. Dağ (2015) "Çok Kriterli Karar Verme Yöntemleri ile Yaşanabilir İllerin Sıralanması", Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi. Sayı: 33, 215-228.

Karadeniz, E.; L. Koşan ve B. D. Uzpak (2016) "Türkiye'de En Yüksek Satış Gelirine Sahip 20 Şirketin Satış Geliri ve Karlılık Performansının Karşılaştırmalı Analizi", Muhasebe ve Denetime Bakış. Cilt: 16, Sayı:48, 45-58.

Kildokum, H. (2011) "Girişim Sermayesinin Türkiye Serüveni-Bir Modele Yönelik Fırsat Arayışı", 3. Trakya Bölgesi Kalkınma ve Girişimcilik Sempozyumu, 1-18. https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/667434, (ET: 13.09.2022)

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

Külahcı, M. H. (2015) "Girişim Sermayesi ve Firma Performansı", Doktora Tezi, İzmir, T.C. Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Mazman İtik, Ü. (2021) "Bir Tekstil Firmasının Finansal Performansının Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektör Ortalamaları ile Karşılaştırılması (2017-2019)", Muhasebe ve Finans İncelemeleri Dergisi (MUFİDER). Cilt: 4, Sayı: 1, 77-90.

Merkezi Kayıt İstanbul KAP Finansal Oran Hesaplama Kuralları, https://www.vap.org.tr/sites/default/files/2022-01/finansal_oran_hesaplama_kurallari_ocak_2022.pdf, (ET: 10.10.2022)

Merkezi Kayıt Kuruluşu Veri Analiz Platformu (VAP) 2016-2022 Ortalama Finansal Oranlar, https://www.vap.org.tr/2016-2021-ortalama-finansal-oranlar, (ET: 22.10.2022)

Merkezi Kayıt Kuruluşu Veri Analiz Platformu (VAP) Dönemsel Finansal Oranlar, https://www.vap.org.tr/donemsel-finansal-oranlar, (ET: 22.10.2022)

Orçun, Ç. ve B. S. Eren (2017) "TOPSIS Yöntemi ile Finansal Performans Değerlendirmesi: XUTEK Üzerinde Bir Uygulama", Muhasebe ve Finansman Dergisi. Sayı: 75, 139-154.

Özbek, A. (2014) "Yöneticilerin Çok Kriterli Karar Verme Yöntemi ile Belirlenmesi", Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi. Cilt: 12, Sayı: 24, 209-225.

Özçelik, H. ve B. Kandemir (2015) "BIST'de İşlem Gören Turizm İşletmelerinin TOPSIS Yöntemi ile Finansal Performanslarının Değerlendirilmesi", Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi. Cilt: 18, Sayı: 33, 97-114.

Özkan, G. ve E. Deliktaş (2020) "Banka Performanslarının TOPSİS Yöntemiyle Analizi", İzmir Kâtip Çelebi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. Cilt: 3, Sayı: 1, 31-40.

Pierrakis, Y. ve G. Saridakis (2017) "Do Publicly Backed Venture Capital Investments Promote Innovation? Differences Between Privately and Publicly Backed Funds in the UK Venture Capital Market", Journal of Business Venturing Insights, Cilt: 7, 55-64.

Polat, E. (1995) "Risk Sermayesi Finansman Modeli", Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Rençber, Ö. F. ve R. Akbulut (2018) "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Finansal Göstergeleri Arasındaki İlişki Üzerine Bir Araştırma", Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi. 18. EYİ Özel Sayısı, 667-680.

Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 01 Ocak-31 Aralık 2017 Hesap Dönemine Ait Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 16.10.2022)

Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 01 Ocak-31 Aralık 2018 Hesap Dönemine Ait Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 16.10.2022)

Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 01 Ocak-31 Aralık 2019 Hesap Dönemine Ait Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 16.10.2022)

Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 01 Ocak-31 Aralık 2020 Hesap Dönemine Ait Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 16.10.2022)

Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 01 Ocak-31 Aralık 2021 Hesap Dönemine Ait Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 16.10.2022)

Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 01.01.2022-30.06.2022 dönemine ilişkin Faaliyet Raporu, http://www.rheagirisim.com/files/rhea/PDF/faaliyet-

raporlari/RHEAG_30062022__Yonetim_Kurulu_Faaliyet_Raporu.pdf, (ET: 26.09.2022)

Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 31 Aralık 2016 Tarihi İtibariyle Hazırlanan Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 16.10.2022)

Rhea Girişim Tarihçe, http://www.rheagirisim.com/tr/tarihce, (ET: 26.09.2022)

Sakınç, S. Ö. (2020) "Faaliyet Giderlerinin Firma Performansına Etkisi: Borsa İstanbul Teknoloji Sektöründe Bir Uygulama", ÇAKÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi. Cilt: 11, Sayı:2, 37-47.

Sertakan, L. ve R. Topaçlar (2021) "Türkiye'deki 2014-2015-2016 Yıllarında Bina İnşaatı Sektörünün Bilanço ve Gelir Tablolarının Finansal Analizlerinin İncelenmesi", Journal of Original Studies. Cilt: 2, Sayı:1, 11-20.

SPK Aylık İstatistik Bülteni - Aralık 2021, (2021), https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylikIstatistikBultenleri, (ET: 23.09.2022)

Supçiller, A. A. ve O. Çapraz (2011) "AHP-TOPSIS Yöntemine Dayalı Tedarikçi Seçimi Uygulaması", İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi. Cilt: 0, Sayı: 13, 1-22.

Sümer, H. ve A. A. Perek (2013) "Bilançolarda Cari Oranın Önemi ve Hesaplanması", Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi. Cilt: 6, Sayı:1, 47-62.

Tekbaş, M. Ş.; B. Seval, A. Köse, M. Kıyılar ve V. Sarıkovanlık (2015) "Finansal Yönetim ve Mali Analiz", Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş., Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Oran Formülleri, https://www3.tcmb.gov.tr/sektor/dosyalar/menu/ratios_tr.pdf, (ET: 02.10.2022)

Uygurtürk, H. ve N. Soylu (2016) "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Likidite ve Karlılık Performanslarının COPRAS Yöntemi ile Analizi, Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi. Cilt: 9, Sayı: 2, 637-650.

Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 30 Haziran 2022 Faaliyet Raporu, https://www.verusaturk.com.tr/Content/dosya/467/verusaturk-faaliyet-raporu-30062022-32710-4419972.pdf, (ET: 27.09.2022)

Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 31 Aralık 2016 Tarihi İtibarıyla Hazırlanan Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 17.10.2022)

Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 31 Aralık 2017 Tarihi İtibarıyla Hazırlanan Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 17.10.2022)

Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 31 Aralık 2018 Tarihi İtibarıyla Hazırlanan Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 17.10.2022)

Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 31 Aralık 2019 Tarihi İtibarıyla Hazırlanan Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 17.10.2022)

Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 31 Aralık 2020 Tarihi İtibarıyla Hazırlanan Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 17.10.2022)

Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 31 Aralık 2021 Tarihi İtibarıyla Hazırlanan Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetçi Raporu, https://www.kap.org.tr/, (ET: 17.10.2022)

Verusaturk Kurumsal Hakkımızda, https://www.verusaturk.com.tr/tr/kurumsal/hakkimizda/1, (ET: 26.09.2022)

Yenisu, E. (2019) "Finansal Tabloların Oran Analizi ile İncelenmesi: Adese Örneği", Aksaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (ASED). Cilt: 3, Sayı: 1, 19-45.

Yılmaz, H. (2014) "Girişim Sermayesi Finansman Modeli: İstanbul İlinde Bir Uygulama", Yüksek Lisans Tezi, Erzurum, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Yurdakul, M. ve Y. T. İç (2003) “Türk Otomotiv Firmalarının Performans Ölçümü ve Analizine Yönelik TOPSIS Yöntemini Kullanan Bir Örnek Çalışma”, Gazi Üniversitesi Mühendislik ve Mimarlık Fakültesi Dergisi. Cilt: 18, Sayı: 1, 1-18.

Yükçü, S. ve G. Atağan (2010) “TOPSIS Yöntemine göre Performans Değerleme”, Muhasebe ve Finansman Dergisi. Sayı: 45, 28-35.

Zaimoğlu, T. (1995) “Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları”, 1. Baskı, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayım No:19, Pelin Ofset.