

PAPER DETAILS

TITLE: Melek Yatirimcilarin Yatirim Kararlarinda Girisimci Odakliligin Rolü : Türkiye'deki Melek Yatirimcilar Üzerine Bir Çalışma

AUTHORS: Mehmet Emin KARABAYIR,Ahmet Zafer GÜLSEN,Sertaç ÇIFCI,Haroon MUZAFFAR

PAGES: 69-93

ORIGINAL PDF URL: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/35828>

MELEK YATIRIMCILARIN YATIRIM KARARLARINDA GİRİŞİMCİ ODAKLILIĞIN ROLÜ: TÜRKİYE'DEKİ MELEK YATIRIMCILAR ÜZERİNE BİR ÇALIŞMA

Mehmet Emin Karabayır
Ankara Üniversitesi
Siyasal Bilgiler Fakültesi

Ahmet Zafer Gülşen
T.C.Ekonomi Bakanlığı
Dış Ticaret Uzmanı

Dr. Sertaç Çifci
Abant İzzet Baysal Üni.
İ.İ.B.F.

Dr. Haroon Muzaffar
Yıldırım Beyazıt Üni.
İşletme Fakültesi

• • •

Özet

“Yeni girişimlere riskli sermaye yatırımı yapan biçimsel olmayan yatırımcılar” şeklinde tanımlanan melek yatırımcılar, günümüzde işletmelere kaynak sağlamada önemli rol oynamaktadır. Bu nedenle, melek yatırımcı davranışının altında yatan nedenlerin anlaşılması oldukça önemlidir.

Bu çalışmada, melek yatırımcıların özellikleri ile yatırım yapmış oldukları işletmelere olan katkılarının belirlenmesi ve girişimci odaklılık ile melek yatırımcı kararları arasındaki ilişkinin ortaya konulması amaçlanmıştır. Bu bağlamda, derinlemesine görüşme tekniği kullanılarak Türkiye’de yerleşik yedi melek yatırımcı ile yüz yüze görüşmeler yapmak suretiyle veriler toplanmıştır. Çalışma sonucunda, melek yatırımcıların yatırım kararı vermelerinde etkili olan tek faktörün yatırımın karlılığı olmadığı, girişimci odaklılığın boyutları (risk alma, yenilikçilik, proaktiflik) ile melek yatırımcıların aldıkları kararlar arasında güçlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, melek yatırımcıların, yapmış oldukları sermaye yatırımı dışında yeni girişimlerin; pazarlama, finansman ve yönetim kararlarında önemli rol oynadıkları görülmüştür.

Anahtar Sözcükler: Melek yatırımcılar, girişimci odaklılık, yenilikçilik, proaktiflik, risk alma

The Role of Entrepreneurial Orientation on Angel Investors’ Investment Decisions: A Study of Turkish Angel Investors

Abstract

Angel investors, defined as “informal investors providing risk capital to new ventures”, play an important role in funding and acquiring resources for firms. They are the primary source of risk capital for new ventures, especially during the initial years. Therefore, it is important to understand the factors affecting angel investors’ investment behavior.

Collecting data from seven Turkish-resident angel investors by in-depth interview method, this study investigates the factors behind investment decisions of angel investors, how they participate in different activities of the firms and the relationship between entrepreneurial orientation and angel investment decisions. Authors find that return on investment is not the only factor behind investment decisions of angel investors. In addition, dimensions of entrepreneurial orientation (risk taking, innovativeness and proactiveness) are found to be important predictors of angel investors’ investment decisions. Angel investors exhibit entrepreneurial-oriented behavior. Moreover, the study provides support for the argument that angel investors participate in the marketing, financial and management decisions of the firms in which they invest.

Keywords: Angel investors, entrepreneurial orientation, innovativeness, proactiveness, risk taking

Melek Yatırımcıların Yatırım Kararlarında Girişimci Odaklılığın Rolü: Türkiye’deki Melek Yatırımcılar Üzerine Bir Çalışma

Giriş

Ülkelerin ekonomik kalkınması için girişimcilik fikirlerinin ve girişimcilerin desteklenmesi oldukça önemlidir. Yeni kurulan girişimlerin finansman gereksinimleri biçimsel ve biçimsel olmayan olmak üzere iki şekilde sağlanmaktadır. Biçimsel kaynaklar; bankalar, devlet, kredi kuruluşları, risk sermayesi fonları vb. iken, biçimsel olmayan kaynaklar ise kişisel tasarruflar, aile ve arkadaşlar ile melek yatırımcılardan oluşur. Yeni kurulan girişimlerin finansmanında biçimsel olmayan kaynaklardan, melek yatırımcıların önemi gün geçtikçe artmakta ve girişimcilik literatüründe her geçen gün daha fazla incelenmektedir. Girişimciler, kendi girişimlerini büyütebilmek için finansal desteğe ihtiyaç duymaktadır. Bu kaynağı da sıklıkla risk sermayedarları, melek yatırımcılar, arkadaşlar ya da aileden sağlamaktadırlar. Özellikle fon gereksinimine çok ihtiyaç duyulan erken dönemlerde, melek yatırımcıların rolü ve girişimcilik süreci üzerindeki etkisi oldukça önemlidir. Melek yatırımcıların içerisinde olan “girişimcilik tutkusu”, yatırım kararlarının şekillenmesinde önemli rol oynamaktadır (Cardon vd., 2009).

Melek yatırımcıların, yönetimde rol alma, satış ve pazarlama desteği, çalışanların işe alınması ve eğitimi, kendi sosyal şebekelerinden girişimciyi de yararlandırma gibi sadece finansman kaynağı yerine sosyal, fiziksel ve insan kaynağının sağlanmasında da aktif rol aldıkları için işletmeye katacakları değer risk sermayedarlarından çoğunlukla daha fazla olmaktadır. Melek yatırımcıların sadece sermaye desteğiyle yetinmeyip, firmaya bu tür katkılar da yapması girişimin başarısı açısından oldukça önemlidir. Melek yatırımcıların iş dünyasında ve girişimcilik literatüründe nasıl bir yeri olduğunu anlamak için

sıklıkla bu kavramla birlikte ele alınan risk sermayesinin açıklanmasında yarar vardır. Risk sermayesi, sıra dışı büyüme potansiyeli olan firmalara özgü bir finansman kaynağıdır. Risk sermayesi fonları “genç, büyüme potansiyeli olan firmalara öz kaynak finansmanı sağlayan, profesyonelce yönetilen fonlardır” şeklinde tanımlanabilir. Risk sermayedarları yeni kurulan firmalara hisse karşılığı finansman sağlarlar. Bunun nedeni, hisselerinin kısa zamanda aşırı değerleneceği beklentisidir. Bazen risk sermayesi fonlarının yöneticileri, “başka işi olmayan maceraperestler” olarak gösterilseler de, aslında birçok yatırımcı adına profesyonelce yatırım yapan bireylerdir (Hellmann, 2000). Risk sermayesi fonları geleneksel olarak sınırlı ortaklıklar şeklinde kurulur ve bu fonu oluşturan risk sermayedarları ortaklar ve yönetim takımı olarak hizmet verirler. Bu fonların arkasında genellikle çok büyük organizasyonlar (bankalar, sigorta firmaları, emeklilik fonları, vakıflar, üniversiteler vs.) vardır (Kirschner vd., 2001).

Risk sermayesi fonları agresif bir şekilde büyümek isteyen ve potansiyeli olan, büyüme odaklı, genellikle büyüme aşamasındaki firmalarla ilgilenirler. (Kirschner vd, 2001). Branscomb ve Auerswald (2002)’a göre risk sermayesi fonları büyüdükçe büyüme aşamasındaki firmalara, yeni kurulmuş firmalara yaptıklarından daha fazla yatırım yapmaktadırlar. Cerullo ve Sommer (2002)’de risk sermayesi fonlarının gittikçe azalan oranda yeni kurulmuş firmalara yatırım yapmakta olduklarını belirtmişlerdir. Mason ve Harrison (1997), kurumsal risk sermayesi sektörünün genişlemesinin son on yılda birçok gelişmiş ülkede yeni bir sermaye kaynağı sunmasına rağmen, bu sektörün girişimcilik sürecindeki rolünün üç faktör tarafından gittikçe kısıtlandığını söylemektedir: Birincisi, risk sermayesi sektörünün ilgisi yeni kurulan firmalardan daha ileri aşamalarda firmalara kaymasıdır. İkincisi, bu kaymadan dolayı yapılan ortalama yatırımların artması sonucu sermaye boşluğunda bir genişleme yaşanmasıdır. Üçüncüsü, risk sermayesi faaliyetleri merkezi bölgelerde yoğunlaşmış ve ekonomik olarak yetersiz bölgelere ulaşmamasıdır. Bu noktada, melek yatırımcılar devreye girmekte ve risk sermayedarlarının yeni kurulan firmaların finansman gereksinimleri için bıraktığı büyük boşluğu doldurmaktadır. Ayrıca, Harrison ve Mason’a (2000) göre risk sermayesi sektörünün gelişmesi ve gelişmekte olan firmalara olan katkısının daha fazla olması ve dolayısıyla bu firmalara ekonomik olarak rekabet edebilme yeteneği sağlanması için sağlıklı bir biçimsel olmayan risk sermayesi (melek yatırımcı) sektörü gereklidir.

Melek kavramı, ilk olarak Broadway’deki borsa tüccarlarının, Broadway gösterilerinin devam etmesi için riskli yatırım yapan zenginleri anlatmak için kullandıkları bir terimdir (Branscomb ve Auerswald, 2002; Margulis vd, 2000; Mayfield, 2000). Bu yatırımcılar, gösterilerde rol alan ve hayranlık duydukları tiyatro oyuncularını ile tanışma fırsatı yakalamak için yatırım yapmaktaydılar.

Günümüzdeki melekler de ilk örnekleriyle benzer özelliklere sahiptirler (Margulis vd, 2000). Mayfield (2000)'e göre melek yatırımcılar; "yeni kurulmuş firmalara sermaye yatırımı yapan biçimsel olmayan risk sermayedarlarıdır". Vance (2005)'e göre ise "kendi paralarını başkasının işine yatıran bireylerdir. Onlara, melek denmesinin sebebi ise yatırım yaptıkları firmaların diğer yatırımcılar tarafından yeterli görülmemeleridir". Osnabrugge (2000), melek yatırımcıları "birçoğu daha önceden kendi işini kurmuş, servetlerini ve tecrübelerini yeni kurulan küçük girişimlere yatırmak isteyen bireysel yatırımcılar" olarak, Hindle ve Lee (2002) ise, "yatırım yapılan firmanın yönetim takımında yer almayan ve bu yöneticilerin herhangi biriyle ilişkisi olmayan kurumsallaşmamış özkaynak yatırımcıları" olarak tanımlamışlardır. Melek yatırımcılar, özellikle yeni başlayan işletmelere yatırım desteğinde bulunmaktadır. Yeni girişimlere, risk sermayedarlarına kıyasla 16 kat daha fazla yatırım yapmaktadırlar. 2008 yılında, melek yatırımcılar, ABD'de % 45'i yeni işe başlama aşamasında olan girişimlere 19,2 milyar dolar yatırım yapmışlardır (Sohl, 2009). Melek yatırımcıların kendi başarıları ve yatırım yaptıkları firmaların başarıları göstermiş oldukları girişimcilik özelliklerine bağlıdır (Lindsay, 2004). Bu nedenle girişimcilik ve melek yatırımcı ilişkisinin girişimci odaklılık boyutları açısından değerlendirilmesi oldukça önemlidir.

Yapılan bu çalışmada, melek yatırımcı özelliklerinin ortaya konulması, melek yatırımcıların yatırımın yanı sıra firmaya olan diğer katkılarının belirlenmesi ve girişimci odaklılık boyutları olan; yenilikçilik, risk alma ve proaktiflik ile olan ilişkisinin ortaya çıkarılması amaçlanmıştır. Bunun için de ileride yapılacak çalışmalarda kullanılabilecek, örnek olay çalışması sonuçlarıyla araştırma önermeleri sunulmuştur. Bir sonraki bölümde, melek yatırım kararlarını etkileyen faktörler ve melek yatırımcıların firmalara olan katkıları incelenecek, daha sonra girişimci odaklılık ve melek yatırımcı ilişkisi ve ilgili literatür ortaya konulacaktır. Örnek olay çalışmasında ise, melek yatırımcıların özellikleri, firmaya olan katkıları, girişimci odaklılık boyutlarında yenilikçilik, risk alma ve proaktiflik ile olan ilişkisi açıklanmaya çalışılacaktır.

1.Melek Yatırım Kararlarını Etkileyen Faktörler ve Melek Yatırımcıların Firmaya Olan Katkıları

Melek yatırımcılar, yatırım kararları verirken finansal faktörlerin yanı sıra, finansal olmayan yatırım teşvik edici faktörleri de düşünmektedirler. Yatırım kararı, ekonomik, sosyal veya kişisel sebeplerden etkilenmektedir. Bu konuyla ilgili çalışmalara bakıldığında, Wetzel (1982; 1983), finansal olmayan faktörlerin melek yatırımcıların kararlarında önemli bir etkiye sahip olduğunu

bulmuştur. Yatırım kararlarında girişimcilik süreci içerisinde ve bu sürecin parçası olma ihtiyacı da melek yatırımcıları motive eden önemli bir unsurdur. Benzer bir sonuca, Van Onasbrugge ve Robinson (2000) çalışmalarında ulaşmışlardır. Yazarlar, melek yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen faktörleri üç kategori içerisinde değerlendirmişlerdir. Yazarlar bu faktörleri; ekonomik, girişim sürecinde rol oynama ve finansal olmayan nedenler (sosyal sorumluluk) olarak ifade etmişlerdir. Bu da göstermektedir ki, girişimci niyeti veya girişim sürecinin bir parçası olmak, melek yatırımcı kararlarını etkileyen finansal olmayan önemli faktörlerdir.

Melek yatırımcı, her zaman yatırımın karlılığına odaklanmaz (Benjamin ve Margulis, 2000; Van Onasbrugge ve Robinson, 2000). Sullivan ve Miller (1996), çalışmalarında biçimsel olmayan yatırımcıların ekonomik, alturistik ve hedonistik motivasyonlardan etkilendiğini ifade etmişlerdir. Erzioini (1988)'ye göre melek yatırımcılar sadece hırslı bir şekilde refahlarını yükseltmek için firmalara yatırım yapmamakta, aynı zamanda, yatırım kararlarında bulunurken, kendi çıkarlarını bir kenara bırakıp başkalarının acılarını düşünerek de yatırım yapmaktadırlar. Holaday vd. (2003) benzer şekilde yaptıkları çalışmada, melek yatırımcıların bazen tedavisi mümkün olmayan bir hastalıktan dolayı yakınlarını kaybeden çok zengin kişiler oldukları ve bu hastalıkların önlenmesine destek için biyo-teknoloji firmalarına yatırım yaptıkları belirtilmektedir. Bu da göstermektedir ki, melek yatırımcılar yatırım kararı alırken finansal olmayan sebeplerden de etkilenmektedirler.

Melek yatırımcıların yatırım davranışları ve kararlarını etkileyen faktörlerin araştırıldığı diğer bir çalışmada, Smith vd. (2010) girişimcilik öğrenme teorisini kullanarak, melek yatırımcıların yaşadıkları tecrübelerden bir şeyler öğrenip-öğrenmediklerini, neler öğrendiklerini ve nasıl öğrendiklerini ele almışlardır. Çalışma sonucunda, melek yatırımcıların yatırım kararı verirken, dolaylı olarak başkalarının yaşadıkları tecrübelerin çok önemli bir rolü olduğunu saptamışlardır. Yazarlara göre melek yatırımcılar, diğerlerinin yaşadığı olumlu-olumsuz tecrübelerden doğrudan etkilenmektedir.

Melek yatırımcılar, girişimci firmalara yatırım yapmanın yanı sıra, o firmaların yönetim, pazarlama gibi karar alma alanlarında da rol oynamaktadırlar ve kendi tecrübeleri ve bilgileriyle katkıda bulunmaktadır (Wiltbank, vd., 2009). Yatırım yaptıkları firmanın gelecekte gelişimini arzulayan melek yatırımcılar, firmaya çeşitli katkılarda bulunarak firmanın uzun vadedeki başarısı üzerinde etki sahibi olmak isterler (Landström, 1998). Tashiro (1999), çalışmasında melek yatırımcıların firmalara finansal yatırım yapmanın yanı sıra başka şekillerde de katkıda bulunduklarını bulmuştur. Bu katkıları genellikle; yönetim, teknoloji ve insan kaynakları hususlarında yaptıklarını tespit etmiştir. Hindle ve Lee (2003) çalışmalarında, girişimcilerin de melek yatırımcılardan para dışında katkılarının da olması gerektiğini

beklemekte olduklarını ifade etmişlerdir. Prowse (1998) de çalışmasında benzer bir düşüncüyü açıklamıştır. Melek yatırımcılar, yatırım yaptıkları firmalara yarı ya da tam zamanlı olarak danışmanlık hizmetinde ve pazarlama, satış desteğinde de bulunabilmektedirler (Sudek, 2007). Literatür incelemesinde de görülebileceği gibi, melek yatırımcılar, yalnızca sermaye katkısında bulunmamaktadırlar. Çoğu zaman firmaya yönetim, insan kaynakları, finansman ve pazarlama açısından da desteklerde bulunmaktadırlar.

Literatüre bakıldığında değişik melek yatırımcı çeşitleri görülmektedir. Bunlar ilk defa yatırım yapanlar, sık sık yatırım yapanlar, kolektif olarak yatırım yapanlar şeklinde değişik sınıflandırmalara tabi tutulmuşlardır. Melek yatırımcılar birey oldukları için beklentileri de az da olsa değişiklik göstermektedir. Fakat temelde yatırım yapmak için dikkat ettikleri dört nokta vardır: Girişimcinin özellikleri, girişimin özellikleri, yaptıkları anlaşmanın özellikleri ve her melek yatırımcının kendine özgü beklentileri (Vance, 2005). Son zamanlarda sayıları hızla artan yatırımcı melekler de “melek ağları” denen şebekeler kurmak suretiyle organize olmuşlardır. Bu şebekelerin birçoğu internet üzerinden faaliyet göstermekte olup yapılan araştırmalarda kesin bir rakam bulunamamakla beraber 2002 verilerine göre sayılarının 500’den fazla olduğu tahmin edilmektedir (Branscomb ve Auerswald, 2002). Bugün bu rakamın çok daha fazla olduğunda şüphe yoktur. Türkiye’de ise melek yatırımcıların sayılarına ulaşmak oldukça zordur ve melek yatırımcı ağları ise henüz istenilen düzeyde gelişme sağlayamamıştır. Bunun yanı sıra, bu konuda yazılmış akademik çalışmaların sayısı da bir elin parmaklarını geçmemektedir.

2. Girişimci Odaklılık ve Melek Yatırımcı Kararı

Melek yatırımcıların yatırım kararlarında girişimci odaklı hareket edip etmediği konusu oldukça önemlidir. Cardon vd, (2009) yaptıkları çalışmada melek yatırımcıların; heyecan, mücadeleye hazır olma ve bağlılık gibi girişimcilik tutkuları ile hareket ettiklerini ve yatırım kararlarını verdikleri sonucuna ulaşmışlardır. Girişimci odaklılık kavramı, girişimciler tarafından uygulanan ve yeni girişim imkânlarına götüren süreçler, uygulamalar ve karar alma faaliyetleri olarak tanımlanmıştır (Stevenson ve Jarillo, 1990; Lumpkin ve Dess, 1996). Girişimci odaklılığın anlamlı boyutları; strateji oluşturma süreci ve girişimcilik literatürlerinin incelenmesi ve birleştirilmesi sonucunda ortaya çıkmıştır (Covin ve Slevin, 1991; Kanter, 1983; Miller, 1983; Miller ve Friesen, 1978; Venkatraman, 1989). Literatürde girişimci odaklılık Miller (1983)’in çalışmasına dayanılarak üç boyut şeklinde tanımlanmakta ve sıklıkla kullanılmaktadır. Bu boyutlar; yenilikçilik, risk alma ve proaktifliktir (Rauch vd., 2009). Bu çalışmada, girişimci odaklılık, yeni fikirlerin ve uygulamaların cesaretlendirilmesi (yenilikçilik), yeni pazar fırsatlarının yakalanmasında ileri

görüşlü bakış açıları (proaktiflik) ve yeni mal, hizmet ve pazarların keşfedilmesinde riske açık olmak (risk alma) şeklinde tanımlanmaktadır (Lumpkin ve Dess, 1996). Girişimci odaklılığın temel boyutlarının bir arada düşünülmesi oldukça önemlidir. Girişimciliğin boyutlarının birbirlerinden bağımsız olmadıklarının ve birlikte hareket ettiklerinin de dikkate alınması gerekmektedir (Koçak, 2003). Girişimcilik literatürü içerisinde, girişimcilik odaklılığın bu üç boyutu, farklı açılardan çeşitli şekillerde araştırılmaktadır (Smart ve Conant, 1994; Lumpkin ve Dess, 2001; Covin ve Slevin, 1991; Wiklund ve Shepherd, 2005, Avlonitis ve Salavou, 2007, De Clercq vd., 2010). Literatürde çoğu çalışmada girişimci odaklılık, firma düzeyinde araştırılmaktadır. Bununla beraber, girişimci odaklılık, ayrıca girişimci eylemlerde bulunan bireylerin kişisel özellikleri ile de ilişkilidir (Lumpkin ve Erdogan, 1999).

Girişimci finans literatüründe, Wetzel (1982,1983)'in melek yatırımcıların risk sermayesinin önemli bir kaynağı olduğunu göstermesinden beri pek çok çalışmada, melek yatırımcıların özellikleri, rolleri, ilişkileri ve davranışları incelenmiştir (Landström, 1995; Hindle ve Wenban 1999; Lindsay, 2004, Gorman ve Terjesen, 2006). Bazı çalışmalarda ise melek yatırımlar için pazar özellikleri üzerine araştırmalar gerçekleştirilmiştir (Mason ve Harrison, 1995; Mason ve Harrison, 1997). Melek yatırımcıların yatırım kararlarının daha iyi anlaşılması için, melek yatırımcılara birim olarak odaklanmak oldukça önemlidir. Çünkü melek yatırımcıların stratejik odaklılık içerisindeki farklılıkları, yatırım yaptıkları yolu etkilemektedir (Wiltbank vd., 2009).

Wetzel (1983), melek yatırımcıların özelliklerini; demografi, tercih ve beklentiler açısından inceleyen ilk yazar olmuştur. Melek yatırımın belirleyicilerinin keşfedilmesi için yaptıkları çalışmalarında Maula vd., (2005), melek yatırım yapmada, tutumların, tecrübelerin ve yeteneklerin, demografik özelliklere kıyasla daha önemli olduğunu bulmuşlardır. Benzer biçimde, Wong ve Ho (2007), melek yatırımcıların yatırım kararlarında, önceki girişimcilik tecrübelerinin ve yeteneklerin önemli bir etkisinin olduğunu ifade ederlerken, demografik özelliklerin yatırım kararlarında daha az etkiye sahip olduğunu söylemişlerdir. Bygrave ve Hunt (2005) da çalışmalarında benzer sonuçlara ulaşmışlardır ve girişimci tecrübenin, yatırım kararlarında önemli bir belirleyici olduğunu ifade etmişlerdir. Clercq vd., yeni iş fırsatlarının, hukuki korunma ile birlikte, melek yatırımcı aktivitelerinde artışa neden olduğunu çalışmalarında belirlemişlerdir.

Duxbury vd. (1996), melek yatırımcıların psikolojik özellikleri üzerinde durmuşlar ve çalışma sonucunda melek yatırımcıların; iç kontrol odağı, başarıma, otonomi ve bağlanma ihtiyacına yüksek derecede sahip olduklarını bulmuşlardır. Melek yatırımcıların bu psikolojik profili, başarılı girişimcilerin psikolojik özelliklerini yansıtmaktadır. Landström (1993), çalışmasında melek

yatırımcıların finansal olarak iyi durumda olan, yüksek girişimcilik tecrübesine sahip erkek olduğunu saptamıştır. Lindsay (2004), girişimci odaklılığı kullanarak, melek yatırımcıların karar verme eylemlerini ve süreçlerini incelemiştir. Yazar, melek yatırımcıların girişimci odaklılık gösterip bir girişimci olarak davrandıklarını düşünerek çalışmada girişimciliğin üç boyutunu ele almış ve bu boyutların hepsinin (yenilikçilik, risk alma ve proaktiflik) melek yatırımcıların kararlarını etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Sonuç olarak söylenebilir ki, melek yatırımcılar yatırım kararlarında bulunurlarken, girişimci odaklılık boyutlarından etkilenmektedirler. Bununla beraber, son yıllarda yapılan çalışmaların başında gelen Colllewaert'ın (2001) çalışmasında, kimi zaman melek yatırımcılar ile girişimcilerin davranışlarında bazı farklılıkların da söz konusu olabileceği belirtilmiştir. Kurulan girişimden çıkışta girişimcilerin ve melek yatırımcıların farklı güdülerle hareket ettikleri ve girişimcilerin özellikle amaç ve görev çatışması durumunda, melek yatırımcıya göre daha fazla çıkış niyetinde olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yani, girişimci, başlangıçtaki amaca uygun hareket edilmediği durumlarda melek yatırımcıya kıyasla girişimden çıkmaya daha çok eğilimlidir.

3. Yöntem

Yapılan bu araştırmada Türkiye'deki melek yatırımcı özelliklerinin belirlenmesi amacıyla nitel bir çalışma gerçekleştirilmiştir. Araştırma verileri derinlemesine görüşme yöntemi ile toplanmıştır. Literatürde, melek yatırımcılarla ilgili yapılan çalışmalarda nitel araştırma tekniklerinin kullanıldığı görülmektedir. Bunun nedeni ise, melek yatırımcı davranışı içeriğinin anlaşılmasında araştırmanın amacına uygun geniş bilginin toplanması (Neergaard, 2005) ve melek yatırımcıların görülmek, bulunmak istememeleri ve yatırımlarının kayıtlı olmamasıdır (Wetzel, 1983; Mason ve Harrison, 2008). Bu açıklamalar da göstermektedir ki, melek yatırımcıların davranışlarının anlaşılabilmesinde en uygun yöntem nitel araştırmadır. Bu amaçla, görüşmeler 2 Haziran 2011 tarihinde T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı'nda gerçekleştirilen ve melek yatırımcıların bir araya geldiği toplantıya katılan ve görüşmeyi kabul eden yedi kişi ile gerçekleştirilmiştir. Her bir melek yatırımcı ile ortalama 30 dakikalık görüşmeler yapılmış ve yapılan bu görüşmeler iki araştırmacı tarafından not edilmiştir. Katılımcılardan, yarı-yapılandırılmış şekilde hazırlanan görüşme formu ile bilgiler toplanılmıştır.

4. Bulgular

4.1. Yatırım Kararlarını Etkileyen Faktörler

Melek yatırımcıların, yatırım yapmadaki amaçlarından en önemlisi elbette ki getiridir. Ancak, diğer yatırımcılar tarafından yetersiz görülen yatırımlara yönelmelerinin başka nedenleri de vardır. Görüşmeler yoluyla elde edilen bilgiler ışığında, melek yatırımcıların sadece getiri elde etmek için değil, başka nedenler için de yatırım yaptıkları söylenebilir.

Melek yatırımcılardan A konuyla ilgili olarak;

“Getiri elde etmenin yanı sıra; Türkiye’de girişimciliğin gelişimine katkı en az kazanç kadar önemli. Dünya ve ülkemizde artan oranda istihdam ve karlılığın girişimlere artan oranda kayması muhtemeldir ve kendi çocuklarımız dahil gelecek nesillere en önemli miraslardan biri girişimci-yatırım zincirinin çok etkin çalışan bir yapı alabilmesidir”

şeklinde görüş bildirmiştir. Benzer biçimde B firması yetkilisi amaç ve beklentilerini ifade ederken;

“Yenilikçi projelerin desteklenmesi ve sektördeki girişimci sayısının artırılması, getiri elde etme amacının yanı sıra hedeflediğimiz unsurlardır”

demiştir. C ise,

“Getirinin dışındaki esas motivasyonum geliştirmekten heyecan duyacağım fikirlere ve/veya ürünlere sahip şirketlerde bulunmak ve pazara bir yenilik getirmek ve/veya öncü olmaktır. Beni çeken bir başka mevzu ise doğru girişimciyle beraber olmaktır. Doğru girişimci derken kastedilen şey şudur; özellikle doğuştan yetenekli girişimcilerde sıkça rastlanan, enerjiklik, vizyon, azim ve çalışkanlık. Bu özelliklere sahip kişilerle beraber olmak ciddi bir profesyonel haz verdiği gibi, nasıl siz onlara bir şey veriyorsanız, onların bu vizyonlarından siz de bir şeyler öğrenmiş ve kendi hayatınızı zenginleştirmiş olursunuz”

ifadesini kullanmıştır. Bir diğer melek yatırımcı D, özellikle sosyal girişimcilik yönünde de getirisi olan projeleri tercih ettiğini ve örnek olarak da Ayaş Domatesi Tohum üretimi ve ihracatı projesine yatırım yapmayı, tamamen ulusal çıkarları gözeterek onayladığını belirtmiştir. Girişimciler ile melek yatırımcıların bir araya geldiği bir platform niteliği taşıyan ve aynı zamanda kendisinin de melek yatırımları bulunan E girişiminin temsilcisi,

“Hedefimiz hem Türkiye’de hem global arenada fark yaratacak yenilikçi fikirleri ve girişimcileri desteklemektir. Buradaki beklentilerimiz ise maddi olduğu gibi manevi yönden de büyüktür. İnovatif bir projenin hem Türkiye’de hem de dünyada getireceği ses ve beğeni, maddi tatminin önüne geçeceği gibi, aynı zamanda dünya çapında işbirlikleri ve genişleme alanları için fırsatlar doğurabilir”

ifadesini kullanmıştır. Başka bir melek yatırımcı F, özellikle kendi işini daha da büyütebileceği işleri desteklediğini belirtmiştir. Bir diğer melek yatırımcı G,

“Ticari hedefleri olan bir yatırım organizasyonu olarak tabi ki öncelikli hedefimiz kısa vadede yatırımımızın geri dönmesi ve kar sağlamaktır. Bununla birlikte, paranın yanında emek ve zaman harcayacağımız için topluma katkı sağlaması ve değer yaratması da eşit önem taşımaktadır. Türkiye’nin kendi teknolojisini ürettirebilmek misyonumuzdur”

ifadesini kullanmıştır. Melek yatırımcıların yatırım kararında bulunurken, sektör seçimi ve firmanın kuruluş aşamasında olup olmaması da önemlidir. Melek yatırımcıların hepsinin ya kuruluş aşamasındaki firmaları ya da çok genç firmaları seçtikleri görülmektedir. Ayrıca, genellikle de teknolojik ve sosyal amacı olan firmaları seçtikleri örnek olay çalışmasında gözlemlenmiştir (Bilişim, Enerji, Uzay Teknolojileri, Nanoteknoloji, Sağlık/Biyoteknoloji, İnşaat, Teknoloji, İnternet, Reklamcılık, Eğitim, Turizm, Hizmet Sektörü vb.)

4.2. Melek Yatırımcının Firmaya Olan Katkıları

Melek yatırımcılar, yatırım yapmış oldukları firmaları çoğunlukla takip etmekte ve çeşitli şekillerde öneriler sunmakta ve destek vermektedirler. Melek yatırımcılar; finansal, yönetsel, pazarlama, işe alma gibi pek çok açıdan yatırım yapmış oldukları firmalara katkıda bulunmaktadır. Firmaların yönetimi açısından, günlük operasyonel faaliyetlerinden şirket stratejisinin belirlenmesine kadar geniş bir yelpazede çeşitli tavsiyelerde bulunmak suretiyle firmalara destek vermektedirler.

Bugün yirmiye yakın yatırımı bulunan melek yatırımcı A, ilk yıllarında günlük işler dahil her türlü yönetsel katkıda bulunduğunu ancak yatırım sayısı arttıkça sadece yönetim kurullarında görev alabildiğini ve bunun dışında her zaman girişimcilerle görüşüğünü, yeni yatırım konularında birebir işlemlere iştirak ettiğini belirtmiştir.

B temsilcisi ise;

“İş planlarının hazırlanması, süreçlerin takibi, iç denetim ve yönetim kurullarında yer alıyoruz.”

demek suretiyle yönetsel anlamdaki katkılarını belirtmiştir.

Bir diğer melek yatırımcı C ise firmaya yönetsel katkısını,

“...günlük işleyişte her gün olmasa da çoğunlukla bulunmak ve şirket stratejilerine ve yönetimine yön vermek isterim. Yönetimde, girişimcinin isteğine ve tarzına bağlı olarak derin etkili bir “executive” danışmandan, sadece tavsiyelerde bulunan bir danışmana yayılan spektrumda destekte bulunurum. Girişimcinin kabiliyetine göre daha geri

planda kalıp haftalık veya 2 haftalık toplantılarla girişimi izleyen bir rolde de bulunabilirim.”

cümleleri ile ifade etmiştir. Başka bir melek yatırımcı D ise yatırım yapmış olduğu şirketlere yönetsel anlamda yapmış olduğu katkıyı;

“Yönetsel anlamdan ziyade, mentor olarak bizzat rol alıyorum. Özellikle girişimcilerin benim tecrübelerimden ve sosyal şebekelerimden istifade etmelerini yatırımlarımda ilk şart olarak sunuyorum.”

şeklinde ifade etmiştir.

E yöneticisi,

“...bugüne kadar kurduğumuz her şirketin yönetim kurulunda görev aldık ve girişimlerin günlük operasyonlarından, strateji belirleme, satış geliştirme ve işbirliği fırsatlarına kadar yönetimin her kademesinde aktif olarak yer almayı tercih ediyoruz.”

şeklinde açıklamada bulunarak yönetsel olarak çok geniş bir yelpazede katkılarının olduğunu ifade etmiştir. Melek yatırımcı F ise yönetsel anlamda kısmen, kendisinin rol aldığı noktalarda kişisel bilgi ve birikimleri paralelinde katkıda bulunduğunu ifade etmiştir.

Örnek olay içerisindeki melek yatırımcılardan olan G ise;

“Yatırımlarımızda stratejik ve finansal konularda yönetsel kontrolün elimizde olmasını tercih ediyoruz. Fikir sahibi olarak girişimcinin direksiyonda olması kritik önem taşımakla birlikte, stratejik vizyonu oluşturmada, iş fırsatları getirmede ve finansal akışın kontrolünde tecrübe ve yetkinliklerimizi paylaşıyoruz.”

ifadesiyle melek yatırımcıların sadece yatırım yapma fonksiyonunun olmadığını, diğer katkılarının da önemli olduğunu ortaya koymaktadır.

Yatırım yapılan firmaların başarısı için bir diğer önemli konu da pazarlama konusudur. Melek yatırımcıların, firmaların mal veya hizmetlerinin pazarlanmasındaki katkıları ve bu tür mal veya hizmetleri çevrelerindekiilere tavsiyede bulunmaları da oldukça önemlidir. Mesela, melek yatırımcılardan A pazarlama açısından firmaya verdiği desteği şu cümlelerle ifade etmektedir;

“Pazarlamanın birçok yönü stratejik kararlar gerektirmektedir, bu tür kararların oluşumuna katılıyorum”

B temsilcisi ise sahip olduğu tüm bağlantıların kullanılmasına izin verdiğini ve bu yolla pazarlama faaliyetlerine katkıda bulunduğunu ifade etmiştir.

C yatırımcısı ise;

“Pazarlama satış faaliyetlerine genel strateji belirlenmesi ve moral motivasyon açısından destekte bulunurum”,

D ise;

“Özellikle pazarlama planının geliştirilmesi ve plan uygulanırken karşılaşılabilecek aksaklıklara ilişkin ön görüşlerimi paylaşıyorum. Ayrıca, pazarlama yöntemlerinin (gazete-dergi reklamı, TV reklamı, baskı vs.) satın alınmasında en uygun rakamların alınmasına yönelik bizzat destek veririm. Bundan başka, halkla ilişkiler çalışmalarında da kritik noktalarda ekibi desteklerim”

şeklindeki düşüncesi ile firmalara olan pazarlama desteğini ortaya koymuştur.

E temsilcisi de, B yatırımcısı gibi yatırım yapmış olduğu firmaların tüm iş ve kişisel bağlantılarını kullanmalarına olanak sağladığını belirtmiştir.

Bir diğer yatırımcı G;

“Potansiyel müşteri ve iş ortaklarıyla iletişime geçirme, iş ilişkileri ve satış kanalları oluşturma konularında tecrübelerimiz yüksek olduğundan aktif olarak birebir görüşme ve tanıştırmalarla, müşteri oluşturmada ve de pazarlık süreçlerinde yer alarak destek oluyoruz”,

Finansal açıdan, melek yatırımcıların firmalara katkıları oldukça önemlidir. Yatırım yapmanın yanı sıra firmalara finansal olarak da destek olmakta ve çeşitli fonların kullanımı açısından tavsiyelerde bulunmaktadır.

Örneğin ileri aşamalardaki yatırımların ve fonların sermaye katılımlarını organize etmeyi melek yatırımcıların asli ve doğal görevi olarak gören A, destek anlamında KOSGEB, Teknogirişim, TÜBİTAK vs. kurumların girişimciler tarafından takip edildiğini belirtmekte ve melek yatırımcıların dahil olduğu girişimlerde teşvik konusunda verimliliğin artacağını ifade etmektedir.

C ise teşvik imkanlarından yararlandırmaya çalıştıkları firmalara verdikleri tavsiyeleri şu şekilde ifade etmiştir;

“Çoğunlukla kendi girişimlerimiz de bulunduğundan, yatırım ve hibe fırsatlarını dikkatle takip ederiz. Daha önce gözümüze çarpmamış olsa da nerelere bakılması gerektiğini girişimcilerimize olabildiğince aktarmaya çalışırız”

Bir diğer melek yatırımcı D ise;

“Özellikle nakit akış hesaplamalarında, ne zaman nakit ihtiyacı doğacağını hesaplama yöntemlerini paylaşıyorum. Bu durumlarda hangi tip banka ürünlerinden ve nasıl istifade edileceğini aktarmakla kalmıyorum, gerekli irtibatı da sağlıyorum”

şeklinde finansal yönetim anlamında destek verdiğini ifade etmiştir.

Benzer bir şekilde E;

“Kurulan tüm şirketleri hibe ve teşvikler konusunda bilgilendiriyor, uygun projeler olması halinde, bu başvuruların gerçekleştirilmesi için her türlü danışmanlık desteği veriyor ve bu işlemleri yakından takip ediyoruz. Aynı zamanda, şirketlerin uygun projeleri için her türlü ulusal

ve uluslararası teşvik ve hibe programlarına başvurmaları için aktif yönlendirmelerde bulunuyor ve bu programları periyodik olarak takip ediyoruz. Bundan başka, şirketlerin finansal yönetimi haftalık, aylık ve yıllık olarak tarafımızdan inceleniyor ve belirli aralıklarla finansal yönetimin iyileştirilmesi için görüşmeler yapılarak gerekli tavsiyelerde bulunuyoruz”

ifadelerini kullanmıştır.

G ise yatırımlarındaki en kilit ve kontrol edilmesi gereken konunun finansal yapı olduğunu belirtmiştir. Bundan başka, finansal tavsiyelerine ilişkin olarak şunları söylemiştir;

“Yatırım ihtiyacı olduğunda veya çıkış istendiğinde, her fırsatta yeni yatırım fırsatlarının ve teşvik imkanlarının değerlendirilmesi konusunda yardımcı oluyoruz. Ayrıca, tüm işlerin kurumsal bir bütçe disiplini içerisinde realize edilmesi konusunda girişimciyi eğitiyoruz”.

Ayrıca, girişim sayısı ve başarısının artırılabilmesi için kamu ve melek yatırımcıların birlikte çalışma yapması gerektiğini düşündüğünü belirtmiştir. Görüşme yapılan diğer melek yatırımcılar da, yatırım yaptıkları şirketlerin yönetim ve denetim kurullarında yer almaları nedeniyle finansal kararların alınma sürecinde yer aldıklarını ifade etmişlerdir.

Finansal desteğin yanında firmaların eleman ihtiyacının karşılanmasında da melek yatırımcıların rolü oldukça fazladır. Bu durumu melek yatırımcı A;

“Eleman ihtiyacı tespitinde ve bütçelenmesinde görüşüm oluyor. Aday bulunmasında, bildiğim kişiler oldukça referans oluyorum”

şeklinde ifade etmiştir.

Bir diğer melek yatırımcı C aşağıdaki şekilde katkılarını özetlemiştir;

“Şirketlerin özellikle kilit eleman ihtiyacı için yardımcı olurum. Genelde kendi çevremde aranan özelliklere ve tecrübeye sahip, çalışma etiği ve anlayışına güvendiğim kişilerle temasa geçer ve böyle genç bir şirkette geçici veya daha uzun soluklu olabilecek kişileri kendi listemde bulundururum”

Yatırımcıları ve fikir sahiplerini ortak bir platformda bir araya getiren E temsilcisi;

“Şirketlerin başarıya ulaşmalarındaki en önemli faktörlerden biri doğru ekibin oluşturulmasıdır. Bu nedenle girişimcilerimize özellikle yeni eleman istihdamı alanında çok detaylı olarak yardımcı oluyoruz. Özgeçmişlerin değerlendirilmesinden, mülakatların yapılmasına ve oryantasyona kadar her alanda yakın olarak ilgileniyoruz. Aynı zamanda E'ye gelen iş başvurularını da uygun olması halinde portföy şirketlerimize tavsiye ediyor ve uygun eşleştirilmelerin yapılması için çalışıyoruz”

şeklinde firmanın yeni eleman ihtiyacının karşılanmasındaki katkılarını ifade etmiştir.

G ise;

“Şirketlere üst düzey eleman konusunda iş ilişkilerimizi kullanarak katkıda bulunuyoruz. Yönetim Kurulu seviyesinde uzun dönemli stratejilerin oluşturulmasında aktif olarak yer alıyoruz”

ifadeleriyle eleman bulma konusundaki yardımlarını aktarmıştır.

Öte yandan, bazı melek yatırımcılar da eleman ihtiyacında sadece yakın çevrelerindeki kişileri önerdiklerini ve bundan başka eleman seçimini firmaya bıraktıklarını ifade etmişlerdir. Bununla beraber melek yatırımcılar, firma çalışanlarının daha iyi performans göstermeleri için önerilerde bulunup bulunmamaları ile ilgili sorulan soruya ise çalışanların performansının iyileştirilmesine yönelik önerilerde bulundukları ve primlendirme sistemlerine yönelik tecrübelerini aktardıkları şeklinde cevap vermişlerdir.

4.3. Melek Yatırımcılar ve Proaktif Davranış

Literatür incelendiğinde, melek yatırımcıların yeni fırsatları sürekli olarak araştırdıkları gözlemlenmektedir. Melek yatırımcıların genel olarak, bu fırsatlardan nasıl haberdar oldukları ve bu fırsatları öğrenebilmek için ne tür kaynaklardan yararlandıkları konusu oldukça önemlidir. Proaktiflik, yeni malların ve hizmetlerin sunumunda rakiplere kıyasla, gelecekteki taleplere göre tahminde bulunup eyleme geçerek, ileri görüşlü bakış açısıyla fırsatları aramaktır (Lumpkin ve Dess, 1996). Böylece, proaktiflik, yeni ve mevcut fırsatların yakalanması için gelecekteki ihtiyaçların tahmin edilmesi ve ileri görüşlülük yeteneği şeklinde ifade edilebilir. Melek yatırımcıların, fırsatlar bulma ve yakalamada proaktif özellik gösterip göstermedikleri önemli bir konudur. Örnek olay çalışmaları sonucu göstermektedir ki, melek yatırımcılar sürekli olarak bu tür yatırım fırsatlarını araştırmaktadırlar. Bu yatırım fırsatlarına çoğunlukla internet kaynaklı bilgiler sayesinde ulaşmaktadırlar veya çevreden duydukları bu fırsatları yazılı ve görsel kaynaklar aracılığıyla incelemektedirler. Melek yatırımcılardan A, girişimcilik ve iş fırsatlarının takip edilmesine ilişkin olarak kullandığı kaynakları şu şekilde ifade etmiştir;

“Yurtdışında online kaynak ve raporlardan gelişen ülkelerdeki birçok fikir ve uygulama öğrenilebiliyor, yeni trendler belirlenebiliyor. Takip ettiğim diğer önemli bir kaynak ise girişimcilerin hazırladıkları projelerdir. Örneğin, e-tohum platformuna her yıl gelen 1000’in üzerinde başvuru bize birçok konuda Türkiye’deki yeni fırsatları takip imkanı sağlıyor. Yine, daha önce bir girişim gerçekleştirmiş daha tecrübeli girişimciler yeni fikirleri tespit edip uygulamaya koymaktadır.

Bunun dışında melek yatırımcı ve girişim sermayesi fonlarının yatırım yaptığı şirket ve fikirler de bilgi kaynağı olmaktadır”

Benzer biçimde C ise;

“Her türlü yeni girişim fırsatlarını mevcut yurtiçi ve yurtdışı kaynakların elverdiği ölçüde takip etmeye çalışırım. Bu fırsatları Wall Street Journal vs. tarzı ana kaynakların girişimcilik yazılarından takip etmenin yanı sıra, girişimcilik araştırmaları alanında ABD’nin en önde gelen okullarının hareketlerini ve haberlerini izlerim. University of Illinois at Chicago’nun mezunlar derneği üyesi olduğumdan, bu tarz bilgilere ve yeniliklere erişmem diğer kişilere göre daha kolay olabiliyor”

Girişimcilik ve iş fırsatlarını üç farklı kanaldan yararlanmak suretiyle takip ettiklerini ifade eden E temsilcisi;

“İlk olarak, çok yoğun talep ve istekle karşı karşıya olduğumuz için tüm iş fikri başvurularını web sitemiz üzerinden alıyoruz. Sitemizde yer alan başvuru formunu dolduran girişimcilerin iş fikirlerini değerlendiriyor ve kendilerine geri dönüş yapıyoruz. İkinci olarak, biz tarafından düzenlenen “birFİKRİNmiVAR?” Girişimcilik Yarışması’ndan dereceye giren veya girmeyen birçok iş fikri değerlendiriliyor. Üçüncü olarak da, girişimcilik seminerleri, fuarlar, toplantılar ve eğitimler aracılığıyla bu fırsatları takip ediyoruz”

ifadesini kullanmıştır. Bir başka melek yatırımcı olan D;

“Özellikle konuyla ilgili yerli ve yabancı sivil toplum kuruluşları ile hem Türkiye’deki hem de yurtdışındaki gelişmeleri duyuran web sitelerini yakından takip ederim”

açıklamasında bulunmuştur.

iş fırsatlarını ve girişimcilik imkanlarını doğal olarak sürekli araştırdığını belirten G;

“Fırsatlar, ilişki ağlarının yanında şirket kanallarından da gelmektedir. Ayrıca, fırsatları ortaya çıkarabilmek için potansiyel girişimcilerle de sürekli beyin fırtınaları gerçekleştirmekteyiz ve teknolojiyi medya, dergi ve bloglardan güncel olarak takip etmekteyiz.” ifadesini kullanmıştır”

Görüşülen diğer melek yatırımcılar da internet ve medya üzerinden yeni girişimcilik ve iş fırsatlarını takip ettiklerini belirtmişlerdir. Yukarıdaki yanıtlara bakılarak melek yatırımcıların, çevrelerindeki fırsatları, iş ve girişimcilik imkanlarını araştırmaya hevesli oldukları sonucuna ulaşılmaktadır. Ayrıca, internet kaynaklarının yanı sıra piyasadaki gelişmeleri takip ederek, seminer, fuar ve toplantılara katılarak ve arkadaş çevresi aracılığıyla bu bilgilere ulaşmakta oldukları anlaşılmaktadır. Sonuç olarak, melek yatırımcılar fırsatları sürekli araştırmakta ve bu fırsatları yakalamaya çalışmaktadırlar. Bu açıdan melek yatırımcılar reaktif değil proaktif özellik göstermektedir.

4.4. Melek Yatırımcılar ve Yenilikçilik

Girişimci odaklılığın bir diğer boyutu olan yenilikçilik, melek yatırımcıların davranışının açıklanmasında oldukça önemlidir. Yenilikçilik; mevcut uygulamalar ve teknolojilerin dışına çıkarak, yeni fikirlerin, yeniliklerin, tecrübelerin ve yaratıcı süreçlerin desteklenmesi şeklinde tanımlanmaktadır (Lumpkin ve Dess, 1996). Melek yatırımcılar doğası gereği, yatırımlarını yapma ve yönetebilmede yenilikçi olma ihtiyacı içerisinde oldukları ve yenilikçilik melek yatırımcının başarısına katkıda bulunan bir özelliktir (Lindsay, 2004). Yenilikçilik konusunda melek yatırımcı A;

“Sürdürülebilir rekabet avantajı olan bir girişime yatırım yapmak en önemli kriterlerimden birisidir. Uzun vadede rekabet avantajı olmayan projeler her ne kadar cazip olsa da önemli ve kalıcı bir noktaya gelemeyiz, çünkü fikir daha güçlü bir sermaye tarafından eninde sonunda kopyalanır”

B temsilcisi de;

“inovatif fikirleri desteklemek, girişimcilik kültürüne katkı sağlamak, yeni değer yaratmak bizim için çok önemlidir. Sürekli değişen bir çevrede inovasyon yapmadan ayakta kalmak mümkün olamamaktadır. Yeni ürünler, hizmetler veya teknolojiler yaratabilecek fikir ve deneyleri destekleyerek inovatif kültürü benimseyen girişimcilere destek olmuş oluruz”

C ise;

“Teknolojik gelişmelerin önemli bir kısmı büyük firmaların Ar-Ge departmanlarında değil girişimcilerin kurduğu inovatif şirketlerde gerçekleşmektedir. Şahsen teknoloji alanında öncü olmak ve bu tarz fikirlerin ve yönetimlerin ve işletmelerin içerisinde olmak, melek yatırımcılıktan aldığım en büyük hazlardan birisidir”

başka bir melek yatırımcı D;

“Yeni fikir ve ürünler yaratma potansiyeli olan girişimcileri desteklemekteyim... Özellikle yeni ürün ve hizmetleri tercih ederim. Pazarda rekabet ortamına giren değil, rekabet ortamını oluşturabilmek için”

E temsilcisi ise;

“Girişimcilik ile ilgili belli başlı kriterlerimiz var. İş getiren ekibin o işin her alanına hakim olması büyük önem taşıyor. İş fikri sahibi ekibin bulunduğu pazarı tanınması ve iş modeli ile gelir modelinin belli ve işler olması özellikle dikkat ettiğimiz noktalar. İş fikrinin bulunduğu sektörün potansiyelinin olması ve o sektörde fark yaratacak bir fikir olması yatırım önceliğimizi oluşturuyor”

Melek yatırımcı G;

“İnovasyon ve yaratıcılık, değerlendirmelerimizde en öne çıkan yatırım alanlarıdır. Ayrıca, yatırım kriterlerimiz arasında projenin rakip giriş zorluğunun (entry barrier) yüksek olması yer almaktadır. Bu nedenle, özellikle bu tür projeleri desteklemek bizim için kritik önem taşımaktadır. Öte yandan, rakiplere karşı avantaj sağlamanın başlıca yollarından birisi yeni ürün, hizmet veya teknoloji sunmaktır. Yarattığınız farklılık marjlarınızın yüksekliğini de doğrudan belirleyecektir. Bu nedenle bu tür projeleri desteklerim”

şeklindeki açıklamaları ile girişimci odaklılık boyutlarından yenilikçiliğin melek yatırımcı davranışını açıklamadaki önemini ortaya koymuştur.

4.5. Melek Yatırımcılar ve Risk Alma

Risk alma davranışı, yeni ve riskli işlere yatırım yapmadaki isteklilik şeklinde tanımlanabilir (Lumpkin ve Dess, 1996). Melek yatırımcılar, fırsatları değerlendirmek için, başarı olasılığı düşük olsa bile getiri potansiyeli yüksek olan girişimci firmalara yatırım yapmaktadırlar. Melek yatırımcılar, çoğunlukla riskin olduğu dinamik çevre içerisinde faaliyette bulunmaktadırlar. Bu nedenle de yatırımlarının seçiminde ve yönetiminde pek çok riskle karşı karşıya kalmaktadırlar ve melek yatırımcıların risk alma davranışları, başarıları ile doğrudan ilişkilidir (Lindsay, 2004). Örnek olay içerisindeki melek yatırımcılardan A;

“Dünya ölçeğinde denenmiş, fakat Türkiye ölçeğinde ilk olan fikirler en avantajlıları olarak görünmektedir. Ancak, şahsen daha riskli fikirlere açığım. Fikrin kendisi de risk olmakla birlikte, hangi aşamada yatırım yapıldığı da riski çok etkilemektedir. Kuruluş ve erken aşama en riskli alandır ve ben bu alanda odaklanıyorum, çünkü melek yatırımcının tecrübe ve katkısının girişimciye en fazla fayda sağladığı alan bu dönemdedir”

B temsilcisi;

“Emtialaşmanın önemi gereği yeni fikirlere öncelik vermekteyiz. Yola çıkarken temel stratejimiz yeni fikirlere destek olmaktır”,

başka bir melek yatırımcı C;

“Denenmemiş fikirlerin kendince bir cazibesi ve bir “ya tutarsa” heyecanı vardır ve bazen inanılan bir şeyden vazgeçip ona zıt başka bir şeye inanırsınız... Melek yatırımcı doğasına uygun bir biçimde de risk almayı tercih edecektir”,

E temsilcisi;

“Sektör ortalamasından daha fazla risk ve getiri beklentileri barındıran girişimlere yatırım yapılmaktadır. Örneğin 2008 yılında hayata geçen Kobay Deney Hayvanları Laboratuvarı, bir sektörün ve herhangi bir özel

teşebbüsün dahi bulunmadığı ve bu nedenle referans noktası olmayan bir alanda hayata geçti. Kobay Deney Hayvanları Laboratuvarı bugün sadece Türkiye'nin ilk özel deney hayvanı üretim merkezi olmakla kalmıyor aynı zamanda deney hayvanı bilimi üzerine kurulmuş ilk Ar-Ge laboratuvarıdır. Sektör ortalamasından daha fazla risk ve getiri beklentisi olan projeler, sadece fikir olarak tek başlarına değil ancak doğru yatırımcılar ve doğru ekip ile beklenenin üzerinde getiri yaratabilirler”

G ise;

“Erken aşama yatırımcı olarak, denenmiş fikirlerden oluşan projeler bizim için daha büyük risk taşımaktadır. Bu tür projelerde rekabet ve pazar koşulları daha kalabalık, giriş engelleri daha düşük (ya da yok), fiyat rekabeti mevcuttur ve marjlar çok daha dardır. Rakiplerin yeni oyunculara karşı tepkileri daha güçlü olabilmektedir. Bu nedenlere istinaden yeni ve riskli fikirleri desteklemeyi tercih ediyorum”,

ifadesini kullanmıştır. Sonuç itibarıyla, kabul edilebilir ve makul düzeyde risk üstlenmenin, melek yatırımcıların yatırım kararlarında ve başarılarında oldukça önemli olduğu görülmektedir.

4.6. Melek Yatırımcılar ve Girişimci Odaklılık Davranışı ile İlgili Genel Değerlendirme

Melek yatırımcıların, girişimci odaklı davranış gösterdikleri çalışma bulguları sonucunda ortaya koyulmuştur. Stevenson ve Jarillo (1990) ile Lumpkin ve Dess (1996)'ın girişimciler tarafından uygulanan ve yeni girişim imkânlarına götüren süreçler, uygulamalar ve karar alma faaliyetleri olarak tanımladıkları girişimci odaklılık kavramı, melek yatırımcıların davranışlarında oldukça önemli bir yer tuttuğu ve melek yatırımcıların, girişimci odaklı davrandıkları araştırma sonuçlarında belirlenmiştir. Melek yatırımcılar, girişimci odaklılığın proaktiflik boyutu kullanarak ilerici bir bakış açısıyla pazardaki asimetriden doğan yeni iş fırsatlarına destek vermektedirler. Bu şekilde ilerici bir bakış açısı girişimcilerin temel özelliklerinden biridir (Stevenson ve Jarillo 1990). Çalışma bulgularına göre, melek yatırımcılar proaktif bir davranış sergilemekte ve iş/girişim fırsatlarını sürekli olarak takip etmektedirler. Melek yatırımcılar, internet kaynakları, sosyal ilişkiler seminer, fuar ve toplantılara katılarak, çevredeki girişim fırsatlarını sürekli olarak izlemekte ve reaktif değil proaktif davranış göstermektedir. Melek yatırımcılar, sadece yeni ürünleri içeren projelere yatırım yapmakla kalmamakta, bunun yanında proaktif bir bakış açısıyla yeni pazarlara girmeye yönelik projelere de önem vermektedirler. Girişimci eğilime sahip olan kişiler, kendilerine öncülük yapan melek yatırımcıları takip ederek pazardaki fırsatlardan yararlanabilmektedirler (Miller ve Camp, 1985).

Girişimci odaklılığın bir diğer boyutu olan yenilikçilik kavramının da, melek yatırımcıların yatırım davranışlarının açıklanmasında oldukça önemli bir yer tuttuğu görülmektedir. Yenilikçilik, girişimci odaklılığın anahtar boyutudur (Lumpkin ve Dess, 1996; Covin ve Slevin, 1991; Miller, 1983). Yenilikçilik, yeni ürün ve hizmetlerin sunumunda yaratıcılığı ve deneyselliği, yeni ürün çeşitlerini, teknolojide lider olmayı ve yeni süreçlerin geliştirilmesinde araştırma ve geliştirmeyi destekleme konusundaki istekliliği ifade etmektedir (Lumpkin ve Dess, 2001: 431). Yenilikçilik, hem ürün hem de hizmet sektöründe faaliyette bulunan firmalar için üstün performans sağlayarak ekonomik gelişmede önemli rol oynamaktadır (Gupta vd., 2004). Melek yatırımcılar, yeni ve yaratıcı fikirlere odaklanmaktadır. Farklı olan, kolayca taklit edilemeyecek iş fikirleri ve bu fikirlere sahip girişimcilerin üzerinde durmaktadırlar.

Girişimci odaklılığın son boyutu olan risk alma, melek yatırımcıların davranışlarının açıklanmasındaki bir diğer önemli kavramdır. Risk alma eğilimi, başarısızlık ihtimali yüksek olan yatırımlar için kaynak ayrılmasıdır (Miller ve Friesen, 1978). Melek yatırımcılar, genellikle daha önceden denenmemiş, gelir-gider durumunun ve pazarın geleceğinin henüz yeterince tahmin edilemediği işlere yönelmektedirler. Dinamik ve çalkantılı iş koşullarında melek yatırımcılar riskli strateji kararları almaktadırlar. Melek yatırımcılar cesaretle hareket edip risk alarak yeni fırsatlardan yararlanmaktadırlar. Melek yatırımcıların kararları olasılıklarla doludur ama kumar değildir. Belirsizliği azaltmak için, yatırım yapmadan önce projelerini analiz etmektedirler. Çoğu melek yatırımcı “Riskli projelere/yatırımlara girişmekten kaçınmayız. Çünkü risk almak işimizdir” diyerek girişimci odaklılıkta risk alma eğiliminin önemini vurgulamaktadırlar. Bu da onların risk alma güdülerini açıklamaktadır. Bu sonuçlar göstermektedir ki, melek yatırımcılar, girişimci odaklı hareket etmektedir.

Sonuç ve Öneriler

Bu çalışmanın amaçlarından birisi, Türkiye’de melek yatırımcıların özellikleri, yatırım davranışlarını etkileyen faktörler ve girişimci odaklı davranıp-davranmadıklarını incelemektir. Yapılan derinlemesine görüşmeler sonucunda, melek yatırımcı literatürü ile paralel olarak melek yatırımcıların, sadece getiri elde etmek için değil, aynı zamanda sosyal sorumluluk gereği olarak da yatırım kararlarına önem verdikleri bulgularına ulaşılmıştır. Bu sosyal nedenlerin en başında, ülkemizde girişimciliğin ve yenilikçiliğin desteklenmesi olduğu görülmektedir. Bu sonuç ta göstermektedir ki, yenilikçi fikirlerin ürüne dönüşmesinde melek yatırımcıların çok olumlu bir etkisi vardır. Çalışmanın önemli sonuçlarından birisi de, melek yatırımcıların, girişimci

firmalara ya kuruluş aşamasından itibaren ya da erken kuruluş aşamalarda destekte bulunduklarının ortaya çıkarılmasıdır. Ayrıca, bu firmaların ileri teknoloji içeren sektörlerde faaliyette bulundukları görülmektedir.

Çalışmanın diğer amacı ise, melek yatırımcı davranışı ile girişimci odaklılık ve boyutları arasındaki ilişkinin ortaya çıkarılmasıdır. Melek yatırımcılarla yapılan derinlemesine görüşmeler sonucunda, melek yatırımcıların yatırım kararlarında girişimci odaklı davrandıkları sonucu ortaya çıkmıştır. Melek yatırımcılar, fırsatın karşısına çıkmalarını beklemekten çok, o fırsatı bulmak-yakalamak için sürekli olarak araştırma yapmakta ve girişim fırsatları konusunda proaktif davranmaktadırlar. Bu da çevre, teknoloji vb. araçları kullanarak sürekli yeni iş fırsatlarını ve girişimcileri araştırdıklarını göstermektedir. Bunun yanı sıra, melek yatırımcılar, yenilikçilik özelliği göstererek yatırım davranışında bulunmaktadırlar. Genellikle ya hiç denememiş iş fikirlerini ya da mevcut iş fikirlerinin yer ve zamana göre değişik versiyonlarını desteklemeye ve yatırım yapmaya odaklanmaktadırlar. Çalışmadan çıkan bir başka sonuç ise melek yatırımcıların, risk-sever olduklarıdır. Denememiş ve sonucu belli olmayan iş fikirlerine ve girişimlere yatırım yapmayı tercih etmektedirler.

Bu çalışmada, ulusal literatürde şimdiye kadar incelenmeyen, ancak ekonomik kalkınma ve girişimcilik başarısı üzerinde çok büyük bir etkisi olan melek yatırımcıların; özellikleri, yatırım yapma güduları, nedenleri, hangi sektörlerde faaliyet gösteren firmalara yatırım yaptıkları gibi konular aydınlatılmaya ve literatürdeki eksiklik giderilmeye çalışılmıştır. Girişimci firmalara, iş tecrübeleri ve kurdukları sosyal ilişkiler sayesinde, pazarlama, finansman ve yönetim gibi birçok alanda vermiş oldukları desteğin oldukça önemli olduğu görülmektedir. Son olarak, melek yatırımcıların, yatırım davranışında bulunurken girişimci odaklılık boyutlarından yenilikçilik, risk alma ve proaktif davranış özelliklerini sergiledikleri de görülmektedir. Bu çalışma bulguları hem uygulayıcılar hem de araştırmacılar için oldukça önemli sonuçlar ortaya koymaktadır.

Yeni bir iş fikrine sahip olan, bu fikri hayata geçirmek isteyen girişimciler için melek yatırımcılar ve melek yatırımcı ağları çok önemli bir rol oynamaktadır. Ülkemizde bu tür ağların genişlemesi ile birlikte, girişimcilerin cesaretlendirilmesi de sağlanabilecektir. Bu da hızla büyüyen ve rekabetçiliği artan ülke ekonomimizin bir adım daha ilerlemesinde, küçük işletmelerin rolünü artıracaktır. Bu sebeple, ülkemizde melek yatırımcı ağlarının genişletilmesi ve girişimcilik ruhu olan kişilere başta finansal kaynak olmak üzere, pazarlama ve yönetim alanlarında da destek verebilecek organizasyonların kurulması teşvik edilmelidir. Genç ve yaratıcı iş fikrine sahip bireyler, bu organizasyonlara başvurarak, fikirlerini hayata geçirebileceklerdir. Bu organizasyonların bünyesinde; pazarlama, yönetim, finansman, üretim ve

ithalat/ihracat konularında uzman kişiler istihdam edilerek, girişimcilere bu konularda destek sağlanabilir.

Melek yatırımcıların, ekonominin gelişimindeki rolü ve önemine rağmen bu konuyla ilgili akademik çalışmaların yetersizliği çelişki yaratmaktadır. Melek yatırımcı ağlarının artmasına paralel olarak, özellikle ulusal literatür için ileride yapılacak nicel çalışmalarla da bu araştırma bulgularının desteklenmesi oldukça önemlidir. Böylelikle, bu tespitlerin genelleştirilebilmesi de sağlanabilir. Bunun yanı sıra, melek yatırım yapılmış işletmelerin performansı ve bu performans üzerinde melek yatırımcıların etkisi yine nicel çalışmalarla ortaya konulabilir.

Kaynakça

- Acs, Zoltan J. and Fred A Tarpley (1998), "The Angel Capital Electronic Network (ACE-Net)", *Journal of Banking & Finance*, 22(6-8): 793-797.
- Avlonitis, George J. and Helen E Salavou (2007), "Entrepreneurial Orientation of SMEs, Product Innovativeness, and Performance", *Journal of Business Research*, 60(5): 566-575.
- Benjamin, Gerald A. and Joel Margulis (2000), *Angel Financing: How to Find and Invest in Private Equity* (New York: John Wiley and Sons).
- Branscomb, Lewis M. and Philip Auerswald (2002), "Between Invention and Innovation: An Analysis of Funding for Early-Stage Technology Development", Prepared for Economic Assessment Office, Advanced Technology Program, National Institute of Standards and Technology.
- Bygrave, William and Steve Hunt (2005), "Financing Entrepreneurial Ventures: Global Entrepreneurship Monitor Financing Report", Babson College and London Business School.
- Cardon, Melissa S., Richard Sudek and Cheryl Mitteness (2009), "The Impact of Perceived Entrepreneurial Passion on Angel Investing", *Frontiers of Entrepreneurship Research* 29(2): 1-15.
- Cerullo, Bruce and Bruce Sommer (2002), "Helping Healthcare Entrepreneurs: A Case Study of Angel Healthcare Investors, LLC", *Venture Capital*, 4(4): 325-330.

- Collewaert, Veroniek (2011), "Angel Investors' and Entrepreneurs' Intentions to Exit Their Ventures: A Conflict Perspective", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(2): 1-27.
- Covin, Jeffrey G. and Dennis P Slevin (1991), "A Conceptual Model of Entrepreneurship as Firm Behavior", *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 16(1): 7-24.
- De Clercq, Dirk, Miguel Meuleman and Mike Wright (2012), "A Cross-country Investigation of Micro-angel Investment Activity: The Roles of New Business Opportunities and Institutions", *International Business Review*, 21(2): 117-129.
- De Clercq, Dirk, Dimo Dimo and Narongsak Thongpapanl (2010), "The Moderating Impact of Internal Social Exchange Processes on the Entrepreneurial Orientation-Performance Relationship", *Journal of Business Venturing*, 25(1): 87-103.
- Duxbury, Linda, George Haines and Allan Riding (1996), "A Personality Profile of Canadian Informal Investors", *Journal of Small Business Management*, 34(2): 44-55.
- Etzioni, Amitai (1988), *The Moral Dimension: Towards a New Economics* (The Free Press, New York).
- Gorman, Colm, and Siri A Terjesen (2006), "Financing the Celtic Tigress: Venture Financing and Informal Investment in Ireland", *Venture Capital*, 8(1): 69-88.
- Gupta, Vipin, Ian C MacMillan and Gita Surie (2004), 'Entrepreneurial leadership: Developing and measuring a cross-cultural construct', *Journal of Business Venturing*, 19(2): 241-260.
- Harrison, Richard T. and Colin M Mason (2000), "Venture Capital Market Complementarities: The Links between Business Angels and Venture Capital Funds in the United Kingdom", *Venture Capital*, 2(3): 223-242.
- Hellmann, Thomas (2000), "*Venture Capitalists: The Coaches of Silicon Valley*", Working Paper, Graduate School of Business, Stanford University.
- Hindle, Kevin and Robert Wenban (1999), "Australia's Informal Venture Capitalists: An Exploratory Profile", *Venture Capital*, 1(2): 169-186.
- Hindle, Kevin and Leo Lee (2002), "An Exploratory Investigation of Informal Venture Capitalists in Singapore", *Venture Capital*, 4(2):169-181.
- Holaday, John W., Steven L Meltzer and James T McCormick (2003), "Strategies for Attracting Angel Investors", *Journal of Commercial Biotechnology*, 9(2): 129-133.
- Kanter, Rosabeth M. (1983), *The Change Masters: Innovation and Entrepreneurship in the American Corporation* (New York: Simon & Schuster).
- Kirschner, Sam, Stan Richelson, Joel Kirschner, Hildy Richelson and Jason Cardis (2001), *Venture Capital: The Definitive Guide for Entrepreneurs, Investors and Practitioners* (New York: John Wiley and Sons, Inc.).
- Koçak, Akın (2003), "Pazarlama ile Girişimcilik Arasındaki İlişki: Girişimci Pazarlama", *Pazarlama ve İletişim Kültürü Dergisi*, 5 (5): 48-56.

- Landström, Hans (1993), "Informal Risk Capital in Sweden and Some International Comparisons", *Journal of Business Venturing*, 8 (6): 525-540.
- Landström, Hans (1995), "A Pilot Study on the Investment Decision-Making Behavior of Informal Investors in Sweden", *Journal of Small Business Management*, 33 (3): 67-76.
- Landström, Hans (1998), "Informal Investors as Entrepreneurs", *Technovation*, 18 (5): 321-333.
- Lindsay, Noel J. (2004), "Do Business Angels Have an Entrepreneurial Orientation?", *Venture Capital*, 6 (2-3): 197-210.
- Lumpkin, George T. and Gregory G. Dess (1996), "Clarifying The Entrepreneurial Orientation Construct and Linking It to Performance", *Academy of Management Review*, 21 (1): 135-172.
- Lumpkin, George T. and Gregory G. Dess (2001), "Linking Two Dimensions of Entrepreneurial Orientation to Firm Performance: The Moderating Role of Environment and Industry Life Cycle", *Journal of Business Venturing*, 16 (5): 429-451.
- Lumpkin, George T. and Berrin Erdogan (1999), "If Not Entrepreneurship, Can Psychological Characteristics Predict Entrepreneurial Orientation? A Pilot Study". *Proceedings, USA Small Business Enterprise (USASBE) Conference*, San Francisco.
- Lumpkin, George T. and Gregory G., Dess (2001) "Linking two dimensions of entrepreneurial orientation to firm performance: The moderating role of environment and industry life cycle", *Journal of Business Venturing*, 16: 429-451
- Margulis, Joel B. and Gerald A. Benjamin (2000), *Angel Financing: How to Find and Invest Private Equity* (New York: John Wiley & Sons, Inc.).
- Mason, Colin M. and Richard T. Harrison (1995), "Closing the Regional Equity Capital Gap-The Role of Informal Venture Capital", *Small Business Economics*, 7 (2): 153-172.
- Mason, Colin M. and Richard T. Harrison (1997), "Business Angel Networks and the Development of the Informal Venture Capital Market in the UK: Is there still a role for the Public Sector?", *Small Business Economics*, 9 (2): 111-123.
- Mason, Colin M. and Richard T. Harrison (2008), "Measuring Business Angel Investment Activity in the United Kingdom: A Review of Potential Data Sources", *Venture Capital*, 10 (4): 309-330.
- Maxwell, Andrew L., Scott A. Jeffrey and Moren Levesque (2011), "Business Angel Early Stage Decision Making", *Journal of Business Venturing*, 26 (2), 212-225.
- Maula, Markku, Erko Autio and Pia Arenius (2005), "What Drives Micro-Angel Investments? An Examination of Determinants of Family and Non-Family Investments", *Small Business Economics*, 25 (5): 459-475.
- Mayfield, William (2000), "What is Informal Venture Capital and Who are Angels?" *Kansas Economic Report*, Spring 2000, 28, Wichita State University, Wichita, Kansas.

- Miller, Danny and Peter H. Friesen (1978), "Archetypes of Strategy Formulation", *Management Science*, 24 (9): 921-933.
- Miller, Danny (1983), "The Correlates of Entrepreneurship in Three Types of Firms", *Management Science*, 29 (7): 770-791.
- Miller, Alex and Bill Camp (1985), "Exploring Determinants of Success in Corporate Ventures", *Journal of Business Venturing*, 1 (2): 87-105.
- Neergaard, Helle (2005), "Networking Activities in Technology-based Entrepreneurial Teams", *International Small Business Journal*, 23 (3): 257-278.
- Osnabrugge, Mark V. (2000), "A Comparison of Business Angel and Venture Capitalist Investment Procedures: An Agency Theory-Based Analysis", *Venture Capital*, 2 (2): 91-109.
- Osnabrugge, Mark V. and Robert J. Robinson (2000), *Angel Investing: Matching Start-up Funds with Start-up Companies: The Guide for Entrepreneurs Individual Investors and Venture Capitalist* (San Francisco: Jossey-Bass).
- Paul, Stuart, Geoff Whittain and Janette Wyper (2007), "Towards a Model of the Business Angel Investment Process", *Venture Capital*, 9 (2): 107-125.
- Prowse, Stephen (1998), "Angel Investors and the Market for Angel Investments", *Journal of Banking & Finance*, 22 (6-8): 785-792.
- Rauch, Andreas, Johan Wiklund, George T. Lumpkin and Michael Frese (2009), "Entrepreneurial Orientation and Business Performance: An Assessment of Past Research and Suggestions for the Future", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33 (3): 761-787.
- Smart, Denise T. and Jeffery S. Conant (1994), "Entrepreneurial Orientation, Distinctive Marketing Competencies and Organizational Performance", *Journal of Applied Business Research*, 10 (3): 28-38.
- Smith, Donald J., Colin M. Mason and Richard T. Harrison (2010), "Angel Investment Decision Making As a Learning Process", *Research Paper*, Hunter Centre For Entrepreneurship, University of Strathclyde Business School.
- Sohl, Jeffery E. (1999), "The Early Stage Equity Market in The USA", *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1 (2): 101-120.
- Sohl, Jeffery E. (2009), "The Angel Investor Market in 2008: A Down Year in Investment Dollars But Not in Deals", *Center for Venture Research* (from http://wsbe.unh.edu/files/2008_Analysis_Report_Final.pdf).
- Stevenson, Howard H. and Carlos J. Jarillo (1990), "A Paradigm of Entrepreneurship: Entrepreneurial Management", *Strategic Management Journal*, 11: 17-27.
- Sudek, Richard (2007), "Angel Investment Criteria", *Journal of Small Business Strategy*, 17(2): 89-103.

- Sullivan, Mary K. and Alex Miller (1996), "Segmenting the Informal Venture Capital Market: Economic, Hedonistic and Altruistic Investors", *Journal of Business Research*, 36 (1): 25-35.
- Tashiro, Yasuhisa (1999), "Business Angels in Japan", *Venture Capital*, 1 (3): 259-273.
- Vance, David E. (2005), *Raising Capital* (Camden, New Jersey: Springer Press).
- Venkataraman. N. Venkat (1989), "Strategic Orientation of Business Enterprises: The Construct, Dimensionality, and Measurement", *Management Science*, 35 (8): 942-962.
- Wetzel, William E. (1982), "Risk Capital Research", in *Encyclopaedia of Entrepreneurship*, Kent, Calvin A., Donald L. Sexton and Karl H. Vesper (eds.), Englewood Cliffs, (New Jersey: Prentice Hall).
- Wetzel, William E. (1983), "Angels and Informal Risk Capital", *Sloan Management Review*, 24 (4): 23-34.
- Wiklund, Johan and Dean Shepherd (2003), "Knowledge-based Resources, Entrepreneurial Orientation, and the Performance of Small and Medium-sized Businesses", *Strategic Management Journal*, 24 (13): 1307-1314.
- Wiklund, Johan and Dean Shepherd (2005), "Entrepreneurial Orientation and Small Business Performance: A Configurational Approach", *Journal of Business Venturing*, 20 (1): 71-91.
- Wiltbank, Robert, Stuart Read, Nicholas Dew and Saras D. Sarasvathy (2009), "Prediction and Control Under Uncertainty: Outcomes in Angel Investing", *Journal of Business Venturing*, 24 (2): 116-133.
- Wong, Poh Kam and Yuen Ping Ho (2007), "Characteristics and Determinants of Informal Investment in Singapore", *Venture Capital*, 9 (1):43-70.