

**T.C.
BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE VE FİNANSMAN DOKTORA PROGRAMI**

**YENİ FİNANSMAN YÖNTEMİ KİTLE FONLAMASI:
PAYA DAYALI MODELDE KALİTE SİNYALLERİ VE DİŐER
BAŞARI FAKTÖRLERİ**

DOKTORA TEZİ

**HAZIRLAYAN
CEYDA ÖZDEMİR**

ANKARA-2020

**T.C.
BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE VE FİNANSMAN DOKTORA PROGRAMI**

**YENİ FİNANSMAN YÖNTEMİ KİTLE FONLAMASI:
PAYA DAYALI MODELDE KALİTE SİNYALLERİ VE DİŐER
BAŞARI FAKTÖRLERİ**

DOKTORA TEZİ

**HAZIRLAYAN
CEYDA ÖZDEMİR**

**TEZ DANIŞMANI
DOŐENT DR. SONER GÖKTEN**

ANKARA-2020

BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe ve Finansman Doktora Programı çerçevesinde Ceyda ÖZDEMİR tarafından hazırlanan bu çalışma, aşağıdaki jüri tarafından Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Tez Savunma Tarihi: 15/01/2020

Tez Adı: Yeni Finansman Yöntemi Kitle Fonlaması: Paya Dayalı Modelde Kalite Sinyalleri ve Diğer Başarı Faktörleri

Tez Jüri Üyeleri (Unvanı, Adı - Soyadı, Kurumu)

Jüri Üyesi: Doç. Dr. Soner GÖKTEN, Başkent Üniversitesi (Danışman)

Jüri Üyesi: Prof. Dr. Güray KÜÇÜKKOCAOĞLU, Başkent Üniversitesi

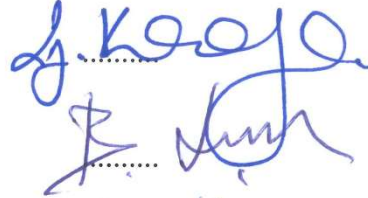
Jüri Üyesi: Prof. Dr. Feride Bahar IŞIN, Başkent Üniversitesi

Jüri Üyesi: Doç. Dr. Emine ÖNER KAYA, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi

Jüri Üyesi: Doç. Dr. Furkan BAŞER, Ankara Üniversitesi

İmza


.....


.....


.....


.....

ONAY

Prof. Dr. İpek KALEMCİ TÜZÜN

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

Tarih: ... / ... /

BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
DOKTORA TEZ ÇALIŞMASI ORJİNALLİK RAPORU

Tarih: 29 / 01 / 2020

Öğrencinin Adı, Soyadı: Ceyda ÖZDEMİR

Öğrencinin Numarası: 21410242

Anabilim Dalı: İşletme Anabilim Dalı

Programı: Muhasebe ve Finansman Doktora

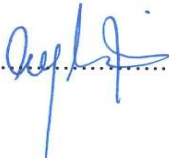
Danışmanın Unvanı/Adı, Soyadı: Doç. Dr. Soner GÖKTEN

Tez Başlığı: Yeni Finansman Yöntemi Kitle Fonlaması: Paya Dayalı Modelde Kalite Sinyalleri ve Diğer Başarı Faktörleri

Yukarıda başlığı belirtilen Doktora tez çalışmamın; Giriş, Ana Bölümler ve Sonuç Bölümünden oluşan, toplam 221 sayfalık kısmına ilişkin, 31/12 /2019 tarihinde şahsım/tez danışmanım tarafından Turnitin adlı intihal tespit programından aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan orijinallik raporuna göre, tezin benzerlik oranı % 6'dır. Uygulanan filtrelemeler:

1. Kaynakça hariç
2. Alıntılar hariç
3. Beş (5) kelimedenden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç

“Başkent Üniversitesi Enstitüleri Tez Çalışması Orijinallik Raporu Alınması ve Kullanılması Usul ve Esaslarını” inceledim ve bu uygulama esaslarında belirtilen azami benzerlik oranlarına tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.


Öğrenci İmzası:.....

ONAY

Tarih: ... / ... /

Öğrenci Danışmanı Unvan, Ad, Soyad, İmza:

Doç. Dr. Soner GÖKTEN

.....

TEŞEKKÜR

Bu Tez'in tamamlanması sürecinde, her aşamada fikirleri ve tecrübeleriyle beni destekleyen danışmanım Sayın Doç. Dr. Soner GÖKTEN'e, engin bilgilerini ve görüşlerini her zaman benimle paylaşan Sayın Prof. Dr. Güray KÜÇÜKKOCAOĞLU'na ve veri değerlendirme sürecinde benden desteğini, bilgisini ve zamanını hiçbir zaman esirgemeyen Sayın Doç. Dr. Furkan BAŞER'e saygılarımı ve en içten teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca tez jürimde yer alarak çok değerli bilgi ve görüşlerini benimle paylaşan Sayın Prof. Dr. Feride Bahar IŞIN ve Sayın Doç. Dr. Emine ÖNER KAYA'ya saygılarımı ve Őükranlarımı sunarım.

Son olarak yoğun doktora eğitimim süresince anlayıŐ ve desteğini benden hiçbir zaman esirgemeyen çok sevgili eŐime, biricik kızım Ece Alya'ya, çok kıymetli annem, babam ve kardeŐime de desteklerinden dolayı sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

ÖZET

Özdemir, C. Yeni Finansman Yöntemi Kitle Fonlaması: Paya Dayalı Modelde Kalite Sinyalleri ve Diğer Başarı Faktörleri. Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı, Muhasebe ve Finansman Doktora Programı, 2020.

Kitle fonlaması, yeni bir finansman yöntemi olarak 2000'li yılların başlarında ortaya çıkmıştır. Kitle fonlamasının ödüle, başışa, paya ve borçlanmaya dayalı vb. çeşitli modelleri bulunmaktadır. Girişimciliğin finansmanı literatüründe en önemli problemlerden biri olarak görülen taraflar arasındaki bilgi asimetrisine kitle fonlaması alanında yapılan birçok çalışmada da işaret edilmektedir. Bununla birlikte bilgi asimetrisini azaltarak kampanya başarısını artıran kalite sinyallerinin ve diğer başarı faktörlerinin tespitine yönelik çalışmaların ödüle dayalı model ile sınırlı kaldığı anlaşılmaktadır. Bu çerçevede Tez'de paya dayalı modelde kampanya başarı faktörlerinin belirlenmesi amacıyla ampirik bir çalışma yapılmıştır.

Çalışma kapsamında ilk olarak başarı faktörleri konusunda ödüle dayalı modele ilişkin geniş literatür ve paya dayalı modelde yapılmış az sayıda çalışma detaylı olarak incelenmiştir. Daha sonra paya dayalı bir kitle fonlaması platformu olan Crowdcube vasıtasıyla yatırımcıya sunulan kampanya bilgilerinden hangilerinin kalite sinyali veya diğer başarı faktörleri kapsamında görev görebileceği araştırılmıştır. Araştırma gerçekleştirilirken Crowdcube'da Ocak 2017 - Mayıs 2018 arasında tamamlanmış 209 adet paya dayalı kitle fonlaması kampanyasına ilişkin olarak, platformun ilgili kampanya sayfalarında yer verilmiş bilgiler derlenmiş ve elde edilen veriler yapısal eşitlik modellemesi ve yol analizi vasıtasıyla analiz edilmiştir.

Analiz sonucunda elde edilen bulgular incelendiğinde yatırım öncesi şirket değeri, hedef fon tutarı, kampanya sayfası takipçi sayısı ve yatırımcı yorum ve sorularının sayısı değişkenlerinin toplanan toplam fon tutarı üzerinde dolaylı olarak etkisi olduğu tespit edilmiştir. Böylelikle toplanan toplam fon tutarında artışın yatırım öncesi şirket değeri ve kampanya sayfası takipçi sayısı öncül değişkenleri ile gerçekleştirilebileceği anlaşılmıştır. Diğer taraftan toplam yatırımcı sayısı ve en yüksek yatırım tutarı değişkenlerinin toplanan toplam fon tutarı üzerinde direkt etkisi olduğu; toplam yatırımcı sayısı ve en yüksek yatırım tutarındaki artışın toplanan toplam fon tutarında artış sağlayacağı belirlenmiştir. Ayrıca

gerçekleştirilen aracılık analizi sonucunda hedef fon tutarının toplanan toplam fon tutarı üzerindeki etkisinde en yüksek yatırım tutarının; yatırımcı yorum ve sorularının sayısının toplanan toplam fon tutarı üzerindeki etkisinde ise toplam yatırımcı sayısının aracılık rolü olduğu tespit edilmiştir. Buna göre toplanan toplam fon tutarındaki artışın hedef fon tutarı ve yatırımcı yorum ve sorularının sayısı değişkenlerine bağlı olduğu, bu artışta sırasıyla en yüksek yatırım tutarı ve toplam yatırımcı sayısı değişkenlerinin aracılık etkisi olduğu görülmüştür.

Bu sonuçlara göre paya dayalı modelde kalite sinyallerinin kampanya başarısı açısından diğer başarı faktörlerinden daha önemli olduğu anlaşılmıştır. Ayrıca araştırma bulgularından yapılan çok önemli bir çıkarım ise, yeni girişimin gelişim düzeyi ve yaratılmış katma değerinin yatırım öncesi şirket değerine yansımalarının kitle fonlaması başarısında oldukça önem arz ettiği olmuştur.

Anahtar Kelimeler: Girişimciliğin finansmanı, kalite sinyalleri, kitle fonlaması başarı faktörleri, paya dayalı kitle fonlaması, yapısal eşitlik modellemesi.

ABSTRACT

Özdemir, C. New Financing Method Crowdfunding: Quality Signals and Other Success Factors for Equity Crowdfunding. Başkent University, Institute of Social Sciences, Department of Management, Ph.D. in Accounting and Finance, 2020.

Crowdfunding has emerged as a new method of entrepreneurial financing in the early 2000s. There are various crowdfunding models like reward, donation, equity and lending based crowdfunding. Information asymmetry problem of entrepreneurial finance is also emphasized in many crowdfunding studies. However, studies on determining the quality signals and other success factors are mostly limited to the reward based model. For this reason in this Thesis an empirical study was conducted in order to determine the equity crowdfunding success factors.

Within the scope of the study, comprehensive literature on reward based crowdfunding and the few studies on equity crowdfunding were examined firstly. Then, the information presented to the investors through the Crowdcube equity crowdfunding platform were analyzed to determine whether they are serving as quality signals or as other success factors. In the research, the data from 209 equity crowdfunding campaigns launched by Crowdcube in between January 2017 and May 2018 were analysed via structural equations modelling and path analysis.

Findings of the analysis showed that pre-money valuation of the venture, targeted amount of funds, number of campaign followers and number of investor discussions variables had an indirect effect on total funds collected. Thus, it was understood that the increase in total funds collected can be realized with the antecedent variables of pre-money valuation of the venture and number of campaign followers. On the other hand it was determined that number of investors and largest investment amount had a direct effect on total funds collected and that increase in number of investors and largest investment amount would increase total funds collected. In addition, as a result of the mediation analysis performed, it was found that the effect of targeted amount of funds on total funds collected was mediated by largest investment amount and the effect of number of investor discussions on total funds collected was mediated by number of investors. Accordingly, it was seen that increase in total funds collected was dependent on targeted amount of funds and number of investor discussions

variables and largest investment amount and number of investors had mediating effect in this increase.

Our findings showed that the quality signals were more important than other success factors for equity crowdfunding campaign success. Moreover, an additional important inference from our findings is that the level of development of the new venture and its added value that reflected to its pre-money valuation, matter in equity crowdfunding success.

Keywords: Crowdfunding success factors, entrepreneurial finance, equity crowdfunding, quality signals, structural equations modelling.

İÇİNDEKİLER

TEŞEKKÜR.....	i
ÖZET	ii
ABSTRACT	iv
İÇİNDEKİLER.....	vi
TABLOLAR LİSTESİ	xii
ŞEKİLLER LİSTESİ	xiv
KISALTMALAR LİSTESİ	xv
GİRİŞ.....	1
1. GİRİŞİMCİLİK VE FINANSMANI	4
1.1. Girişimcilik ve Yeni Girişim Kavramları.....	4
1.1.1. Girişimcilik tanımı	4
1.1.2. Yeni girişim ve KOBİ ayrımı	5
1.2. Girişimcilik ve Inovasyon İlişkisi	7
1.2.1. Inovasyon kavramı.....	7
1.2.2. Yenilikçi girişimcilik	8
1.2.3. Sürdürülebilir girişimcilik.....	10
1.3. Girişimcilikte Başarı İçin Gerekli Koşullar	10
1.3.1. Destekleyici girişimcilik ekosistemi	11
1.3.2. Erişilebilir finansman imkânları	11
1.3.3. Süreç yönetiminde başarılı olunması	12
1.4. Girişimciliğin Finansmanında Geleneksel Yöntemler.....	13
1.4.1. İç finansman kaynakları.....	14
1.4.1.1. Girişimcinin kişisel varlıkları.....	14
1.4.1.2. Aile ve arkadaşların maddi destekleri.....	14
1.4.2. Dış finansman kaynakları.....	15
1.4.2.1. Banka kredileri	16
1.4.2.2. Ticari krediler (satıcı kredileri).....	17
1.4.2.3. Kredi garantileri	18
1.4.2.4. Mikro finansman	18
1.4.2.5. Sermaye/KOBİ piyasaları.....	19
1.4.2.6. Melek yatırımcı yatırımları	21
1.4.2.6.1. Melek yatırımcı sendikaları	22

1.4.2.6.2. Melek yatırımcı ağları	22
1.4.2.7. Risk sermayesi yatırımları.....	22
1.4.3. Geleneksel finansmanın zorlukları.....	24
1.5. Girişimciliğin Finansmanında Modern Yöntemler	27
1.5.1. Fintek kavramı	27
1.5.2. Alternatif finans	29
1.5.3. Kitle fonlaması.....	30
1.6. Türkiye’de Girişimciliğin Finansmanı Yöntemleri	31
1.6.1. Melek yatırımcılar.....	31
1.6.2. Risk/Girişim sermayesi yatırımcıları	32
1.6.2.1. SPKn ile düzenlenen yatırımcılar	32
1.6.2.1.1. Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları.....	33
1.6.2.1.2. Girişim sermayesi yatırım fonları	34
1.6.2.2. Diğer yatırımcılar	34
1.6.3. Gelişen işletmeler pazarı.....	35
1.6.4. Kredi garanti fonu.....	35
1.6.5. KOSGEB destekleri	35
2. KİTLE FONLAMASI	37
2.1. Tanıtıcı Bilgiler	37
2.1.1. Ortaya çıkışı.....	37
2.1.2. Tanımlar.....	38
2.1.3. Taraflar ve rolleri.....	39
2.1.4. Sürecin nasıl işlediği.....	40
2.1.5. Literatürdeki çalışmalar	42
2.2. Kullanılan Çeşitli Modeller	44
2.2.1. Finansal getirili olmayan modeller	46
2.2.1.1. Bağışa dayalı model.....	46
2.2.1.2. Ödüle dayalı model.....	47
2.2.2. Finansal getirili modeller.....	48
2.2.2.1. Borçlanmaya dayalı model	49
2.2.2.2. Paya dayalı model.....	49
2.2.2.3. Diğer modeller.....	53
2.2.2.3.1. Hibrid modeller	53
2.2.2.3.2. Fatura ticareti modeli.....	53

2.2.2.3.3. Gelir ya da kâr ortaklığı modeli	54
2.2.2.3.4. Gayrimenkul modeli	54
2.2.2.3.5. Borçlanma araçları modeli.....	54
2.3. Fırsatlar, Riskler ve Zorluklar	55
2.3.1. Fırsatlar.....	56
2.3.1.1. Finansmana ulaşımı kolaylaştırması ve demokratikleşirmesi	56
2.3.1.3. Pazar araştırması imkânı vermesi	58
2.3.1.4. Kolektif ürün/hizmet geliştirme imkânı sağlaması.....	59
2.3.1.5. Pazarlama kolaylığı sağlaması	59
2.3.1.6. Geleneksel finansmana ulaşımında köprü olması.....	60
2.3.1.7. Reel ekonomiye faydaları.....	61
2.3.2. Riskler	62
2.3.2.1. Dolandırıcılık riski.....	63
2.3.2.2. Girişimciler kaynaklı riskler	64
2.3.2.3. Katılımcılar kaynaklı riskler	64
2.3.2.4. Platform kaynaklı riskler.....	65
2.3.2.5. Likidite riski.....	65
2.3.2.6. İflas riski.....	66
2.3.2.7. Siber riskler	67
2.3.2.8. Sistemik risk.....	67
2.3.3. Zorluklar	67
2.3.3.1. Girişimciler açısından zorluklar	67
2.3.3.2. Katılımcılar açısından zorluklar	68
2.4. Gelişebilmesi İçin Gerekli Koşullar	69
2.4.1. Girişimcilik ekosisteminin uygunluğu.....	69
2.4.2. Fiziki sermayenin mevcudiyeti ve erişilebilirliği.....	71
2.4.3. Finansal okuryazarlık düzeyinin yüksek olması	71
2.4.4. Teknolojiye erişim ve kullanma düzeyinin yüksek olması	72
2.4.5. Sağlıklı bir düzenleme altyapısının mevcudiyeti.....	73
2.5. Dünya Genelindeki Gelişmişlik Düzeyi ve Çeşitli Ülkelerdeki Yasal Altyapı... 73	
2.5.1. Dünya’da kitle fonlaması yoluyla toplanan fonların düzeyi	75
2.5.1.1. Dünya sıralaması	75
2.5.1.2. Çin	77
2.5.1.3. Amerika Kıtası.....	78

2.5.1.4. Avrupa Kıtası.....	79
2.5.1.5. Birleşik Krallık	80
2.5.2. Çeşitli ülkelerdeki kitle fonlaması yasal altyapısı ve uygulamaları.....	81
2.5.2.1. Çin	81
2.5.2.2. Amerika Birleşik Devletleri	82
2.5.2.3. Birleşik Krallık	84
2.5.2.4. Almanya.....	85
2.6. Türkiye’deki Gelişmişlik Düzeyi ve Yeni Yasal Düzenlemeler	86
2.6.1. Gelişebilmesi için gerekli koşulların mevcudiyeti	87
2.6.1.1. Girişimcilik ekosisteminin durumu	87
2.6.1.2. Fiziki sermayenin durumu.....	91
2.6.1.3. Finansal okuryazarlık düzeyi	91
2.6.1.4. Teknolojiye erişim ve kullanma düzeyi	93
2.6.1.5. Düzenleme altyapısının durumu	93
2.6.2. Yeni kitle fonlaması düzenlemeleri.....	95
2.6.2.1. 7061 sayılı Kanun ile oluşturulan kanuni çerçeve	95
2.6.2.2. Alt düzenleme çalışmaları.....	98
2.6.3. Türkiye’de kurulu kitle fonlaması platformları ve faaliyetleri	101
3. BİLGİ ASİMETRİSİ VE KALİTE SİNYALLERİ.....	103
3.1. Bilgi Asimetrisi ve Neden Olduğu Problemler	103
3.2. Girişimciliğin Finansmanında Bilgi Asimetrisi ve Kalite Sinyalleri	105
3.2.1. Girişimciliğin finansmanında bilgi asimetrisi	105
3.2.2. Girişimciliğin finansmanında kalite sinyalleri	106
3.3. Kitle Fonlamasında Bilgi Asimetrisi ve Kalite Sinyalleri.....	108
3.3.1. Kitle fonlamasında bilgi asimetrisi	108
3.3.2. Kitle fonlamasında kalite sinyalleri.....	110
4. KİTLE FONLAMASI’NDA KAMPANYA BAŞARISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER.....	112
4.1. Kitle Fonlaması Kampanyasının Başarısı	112
4.1.1. Kampanya başarı ölçütleri	112
4.1.2. Kampanya başarı faktörleri.....	113
4.2. Kampanya Başarı Faktörlerine İlişkin Literatür	114
4.2.1. Başarı faktörleri konusunda ilk çalışmalar	114
4.2.2. Ödüle dayalı modelde başarı faktörleri	117

4.2.3. Paya dayalı modelde başarı faktörleri	137
4.3. Sinyal Etkisi Taşıyıp Taşımadığına Göre Başarı Faktörleri	151
4.3.1. Ödüle dayalı modelde kalite sinyalleri ve diğer başarı faktörleri	151
4.3.2. Paya dayalı modelde kalite sinyalleri ve diğer başarı faktörleri	154
4.4. Kaynağına Göre Kampanya Başarı Faktörleri.....	155
4.4.1. Yeni girişime ilişkin faktörler	157
4.4.2. Yeni girişimin kurucusuna ilişkin faktörler	160
4.4.3. Düzenlenen kampanyaya ilişkin faktörler	163
4.4.3.1. Kampanya hedeflerine ilişkin faktörler	163
4.4.3.2. Kampanya hazırlık düzeyine ilişkin faktörler	165
4.4.4. Diğer destekleyici faktörler	168
BÖLÜM V. ARAŞTIRMA	171
5.1. Yöntem	172
5.1.1. Veri ve göstergeler.....	172
5.1.1.1. Toplanan toplam fon tutarı	174
5.1.1.2. Yatırım öncesi şirket değeri.....	174
5.1.1.3. Hedef fon tutarı.....	175
5.1.1.4. Toplam yatırımcı sayısı.....	176
5.1.1.5. En yüksek yatırım tutarı.....	176
5.1.1.6. Kampanya sayfası takipçi sayısı.....	177
5.1.1.7. Yatırımcı yorum ve sorularının sayısı	177
5.1.2 Araştırma modeli	178
5.1.3 Verilerin analizi.....	179
5.2. Bulgular ve Yorum	182
6. SONUÇ VE ÖNERİLER	187
6.1. Araştırma Sonuçlarının Genel Değerlendirmesi.....	187
6.2. Araştırma Sonuçlarına Göre Girişimcilere Öneriler	187
6.2.1. Düşük tutarlı kampanyalar düzenlenmemesi.....	187
6.2.2. İlgi çekici projeler sunulması ve yatırımcılarla iletişimin güçlü tutulması	188
6.2.3. Kampanya öncesi şirket değerinin yükseltilmesi ve yenilikçi girişimciliğin benimsenmesi.....	189
6.3. Paya Dayalı Model'in Türkiye'de Sağlıklı Gelişimi İçin Öneriler.....	190
KAYNAKLAR.....	192

EKLER

Ek-1. Crowdcube Platformu Kampanya Sayfalarından Derlenen Veriler

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 1. KOBİ'lerin Sınıflandırılması.....	6
Tablo 2. KOBİ'lerin Çeşitli Ülkelerdeki Önemi	6
Tablo 3. Dünya'nın Çeşitli Bölgelerinde Şirketlerin Kredi Kullanım Oranları	17
Tablo 4. Kitle Fonlaması Modellerinin Temel Özellikleri.....	46
Tablo 5. 2017 Yılında Kitle Fonlaması Hacmi En Yüksek 30 Ülke (\$)	76
Tablo 6. 2014-2017 Çin'de Model Bazında Kitle Fonlaması Hacmi (\$)	77
Tablo 7. 2014-2017 Amerika Kıtası'nda Model Bazında Kitle Fonlaması Hacmi (\$)	78
Tablo 8. 2014-2017 Avrupa Kıtası'nda Model Bazında Kitle Fonlaması Hacmi (€)	79
Tablo 9. 2014-2017 Birleşik Krallık'da Model Bazında Kitle Fonlaması Hacmi (£).....	80
Tablo 10. Türkiye Finansal Okuryazarlık Endeksi Değerleri	92
Tablo 11. III-35/A.1 sayılı Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği Düzenlemeleri.....	98
Tablo 12. III-35/A.1 sayılı Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği'nde Verilen Tanımlar .	100
Tablo 13. Türkiye'de Kitle Fonlaması İstatistikleri	102
Tablo 14. Kitle Fonlamasında Kampanya Başarı Ölçütleri.....	113
Tablo 15. Ödüle Dayalı Modelde Başarı Faktörleri Literatür Özeti.....	118
Tablo 16. Paya Dayalı Modelde Başarı Faktörleri Literatür Özeti.....	140
Tablo 17. Ödüle Dayalı Modelde Kalite Sinyalleri ve Diğer Başarı Faktörleri	152
Tablo 18. Paya Dayalı Modelde Kalite Sinyalleri ve Diğer Başarı Faktörleri.....	154
Tablo 19. Muhtemel Başarı Ölçütleri ve Kampanya Başarısını Etkileyebilecek Bilgiler.	156
Tablo 20. Yeni Girişime İlişkin Faktörler	158
Tablo 21. Yeni Girişimin Kurucusuna İlişkin Faktörler	161
Tablo 22. Kampanya Hedeflerine İlişkin Faktörler.....	164
Tablo 23. Kampanya Hazırlık Düzeyine İlişkin Faktörler	166
Tablo 24. Diğer Destekleyici Faktörler	169
Tablo 25. Araştırma Değişkenleri	174

Tablo 26. Değişkenlerin Normallığı.....	183
Tablo 27. Değişkenler Arası Korelasyonlar	183
Tablo 28. Uyum İyiliği Ölçütleri.....	184
Tablo 29. TTFT, YÖŞD, HFT, TYS, EYYT, KSTS ve YYSS Arasındaki İlişkiler.....	185
Tablo 30. Dolaylı Etkiye İlişkin Bootstrap Analizi.....	186

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. İçsel Büyüme Modelleri Kapsamında Ekonomik Büyümenin Belirleyicileri.....	9
Şekil 2. Kitle Fonlamasının Tarafları	39
Şekil 3. Kitle Fonlaması Modelleri.....	45
Şekil 4. Bir Şirketin Yaşam Döngüsü Aşamalarındaki Fon Sağlayıcılar	48
Şekil 5. Paya Dayalı Kitle Fonlaması Süreci.....	52
Şekil 6. 2017 Çin Model Bazında Kitle Fonlaması Yüzdesel Dağılımı.....	77
Şekil 7. 2017 Amerika Kıtası Model Bazında Kitle Fonlaması Yüzdesel Dağılımı	78
Şekil 8. 2017 Avrupa Kıtası Model Bazında Kitle Fonlaması Yüzdesel Dağılımı	79
Şekil 9. 2017 Birleşik Krallık Model Bazında Kitle Fonlaması Yüzdesel Dağılımı.....	80
Şekil 10. Türkiye'deki Girişimcilik Ekosisteminin Durumu.....	88
Şekil 11. Araştırma Modeli Yapısı.....	179
Şekil 12. TTFT, YÖŞD, HFT, TYS, EYYT, KSTS ve YYSS Değişkenlerine İlişkin Yol Şeması.....	184

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BİAŞ	Borsa İstanbul A.Ş.
BKY	Bireysel Katılım Yatırımcısı
BKS	Bireysel Katılım Sermayesi
CCAF	Cambridge Alternatif Finans Merkezi (The Cambridge Centre for Alternative Finance)
EBRD	Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (European Bank for Reconstruction and Development)
EYYT	En Yüksek Yatırım Tutarı
FCA	Finansal Uyum Otoritesi (Financial Conduct Authority)
FSB	Finansal İstikrar Kurulu (Financial Stability Board)
GEDI	Küresel Girişimcilik ve Kalkınma Enstitüsü (Global Entrepreneurship and Development Institute)
GİP	Gelişen İşletmeler Pazarı
GSMH	Gayri Safı Milli Hasıla
GSYF	Girişim Sermayesi Yatırım Fonları
GSYİH	Gayrisafi Yurt İçi Hasıla
GSYO	Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları
HFT	Hedef Fon Tutarı
IOSCO	Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü (International Organization of Securities Commissions)
JOBS Yasası	Jumpstart Our Business Startups Act
KF	Kitle Fonlaması
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
KSTS	Kampanya Sayfası Takipçi Sayısı

MiFID	AB Finansal Araç Piyasaları Direktifi (Markets in Financial Instruments Directive of EU)
SEC	ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (U.S. Securities and Exchange Commission)
SPKn	Sermaye Piyasası Kanunu
SPKr	Sermaye Piyasası Kurulu
Startup	Başlangıç aşamasındaki yeni girişim
TSPB	Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği
TTFT	Toplanan Toplam Fon Tutarı
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
TYS	Toplam Yatırımcı Sayısı
BK	Birleşik Krallık (United Kingdom)
UKBAA	BK Melek Yatırımcılar Derneği (UK Business Angels Association)
YÖŞD	Yatırım Öncesi Şirket Değeri
YYSS	Yatırımcı Yorum ve Sorularının Sayısı
7061 sayılı Kanun	7061 sayılı Bazı Vergi Kanunları ile Diğer Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun

GİRİŞ

Girişimcilerin projelerini hayata geçirebilmek için finansmana ihtiyacı vardır. Yeni bir girişimin kurulabilmesi ve büyüebilmesi için her aşamada ilave sermayeye gereksinim duyulur ve bu aşamalarda faydalanılabilecek finansman kaynakları da birbirinden oldukça farklıdır. Girişimciler genellikle kendi kişisel varlıkları ve aile ve arkadaşlarının maddi destekleri gibi iç finansman kaynaklarını kullanarak girişimlerini başlatmaktadırlar. Ancak zaman içinde işlerini büyüttükçe bu kaynaklar onlara yetmemeye başlamakta ve melek yatırımcılar, risk sermayesi yatırımcıları, mikro finansman imkânları, çeşitli girişimci destekleri, banka kredileri, tedarikçi kredileri, ya da sermaye piyasası kaynakları gibi dış finansman kaynaklarına yönelmektedirler. Aslında bu dış kaynakların hepsinin her zaman mevcut olmaması ve girişimcilerin de kredibilite düşüklüğü ve teminat eksiklikleri gibi nedenlerle kredi imkânlarının kısıtlı olması sonucunda ilk gidebilecekleri dış kaynak çoğunlukla melek yatırımcılar olmaktadır. Girişimciler diğer dış kaynaklardan finansmanı ise ancak biraz daha kendilerini ispat ettikten sonra sağlayabilmektedirler. Öte yandan iç finansman kaynakları ile melek yatırımcılar arasında da girişimciler açısından aşılması gereken gri ve zorlu bir alan bulunmakta, bu da bir fonlama açığı problemi yaratmaktadır. Dolayısıyla iç ve dış finansman kaynakları arasındaki bu fonlama açığı problemi çözülmedikçe iç finansman kaynaklarından dış finansman kaynaklarına kolay bir yöneliş mümkün olamamaktadır. Bu nedenle belki de gelecekte çok başarılı olabilecek birçok proje yalnızca bu aşamayı geçemediği için sona erdirilmek zorunda kalınmaktadır. Lukkarinen, Teich, Wallenius ve Wallenius'a göre (2016, s. 2) finansal getirili olmayan kitle fonlaması modelleri ile bu fonlama açığının bir kısmı hâlihazırda doldurabilmekte olup, finansal getirili modeller ile de kalan kısmı doldurulabilecektir.

Çok eski bir geçmişi olmayan kitle fonlaması (KF), yeni bir finansman yöntemi olarak Dünya genelindeki piyasa büyüklüğü açısından oldukça hızlı bir gelişim göstermektedir. Bu gelişimin detayına bakıldığında ise ülkelerin kendilerine özgü dinamikleri çerçevesinde bazı ülkelerde çok hızlı iken bazı ülkelerde oldukça yavaş olduğu gözlenmektedir. Literatürde girişimciliğin finansmanı alanındaki en önemli problemlerden biri olarak görülen bilgi asimetrisi probleminin bilhassa paya dayalı KF'nin de başarısı önündeki en önemli engel olduğu anlaşılmaktadır. Bu noktada bilgi asimetrisini azaltarak toplanan fonların tutarının artmasına yardımcı olan kalite sinyallerinin de kampanya başarısı açısından ne kadar önemli olduğu görülebilmektedir. Öte yandan literatür sonuçları kalite sinyallerinin yanısıra diğer

bazı faktörlerin de KF’de kampanya başarısını artırabildiğini göstermektedir. Bu Tez’in temel amacı paya dayalı KF’de kampanya başarısını artıran kalite sinyallerinin ve diğer başarı faktörlerinin tespit edilmesidir. Bu nedenle detayları beşinci bölümde verilen bir ampirik çalışma gerçekleştirilmiştir. Tez’in bölümleri hakkındaki bilgiler aşağıda sırasıyla ayrı paragraflar halinde verilmektedir.

Birinci bölümde öncelikle girişimcilik ve yeni girişim kavramları, girişimcilik ve inovasyon ilişkisi açıklanmış ve girişimcilikte başarı için gerekli koşullar ortaya konulmuştur. Daha sonra girişimciliğin finansmanında geleneksel ve modern yöntemler ile ülkemizde finansman imkânları açısından öne çıkan yapılar incelenmiştir.

İkinci bölümde KF’nin ne şekilde ortaya çıktığı, ne olduğu ve farklı modelleri açıklandıktan sonra yönetime ilişkin literatür ile yöntemin beraberinde getirdiği fırsatlar, riskler ve zorluklar ortaya konulmuştur. Yine aynı bölümde bu yeni finansman yönteminin gelişebilmesi için gerekli koşullar tartışılarak, Dünya genelindeki gelişmişlik düzeyi ve çeşitli ülkelerdeki yasal altyapısı ile güncel istatistikler paylaşılmıştır. 2017 verilerine göre Dünya’da en hızlı gelişen KF modeli borçlanmaya dayalı model iken en yavaş gelişim gösteren model de paya dayalı model olmuştur. 2017 itibariyle toplam KF piyasasında yaklaşık %86 pay ile birinci sırayı Çin alırken, ABD yaklaşık %10,3 pay ile ikinci ve Birleşik Krallık (BK) da yaklaşık %1,9 pay ile üçüncü olmuştur. İkinci bölümde son olarak yöntemin oldukça gerilerde olan Türkiye’deki gelişmişlik düzeyi ortaya konulmuş ve ülkemizde de gelişimine ivme kazandıracak yasal altyapı oluşturulma çalışmaları ile bu kapsamdaki yeni düzenlemeler paylaşılmıştır.

Üçüncü bölümde ise girişimciliğin finansmanında bilgi asimetrisi sorunu ve literatürde bu sorunun çözümü olarak görülen kalite sinyalleri konusu irdelenmiş ve bu konuya ilişkin olarak KF’deki durumun ne olduğu ortaya konulmuştur.

KF kampanyasının başarısını etkileyen faktörlerin araştırıldığı dördüncü bölümde de ödüle ve paya dayalı modellerde kampanya başarı faktörlerine ilişkin literatür oldukça kapsamlı bir şekilde ortaya konularak, incelenen çalışmalardaki başarı faktörleri sinyal etkisi taşıyıp taşımadığına göre ve kaynağına göre olmak üzere iki sınıflandırma altında biraraya getirilerek incelenmiştir. İlk sınıflandırmaya göre literatürdeki çalışmalarda tespit edilen kampanya başarı faktörleri KF kampanyasına konu edilen proje veya unsurlarına ilişkin

kalite sinyalleri mi yoksa kalite sinyali olmayan ancak kampanya başarısını olumlu yönde etkileyebilecek diğer faktörler mi oldukları açısından incelenmiştir. İkinci sınıflandırmaya göre ise aynı başarı faktörleri bu defa yeni girişimin kendisi, kurucusu, kampanya hedefleri ve hazırlık düzeyi ile bunların dışında kalan diğer kaynaklardan hangisine ilişkin oldukları açısından incelenmiştir.

Tez'in beşinci bölümünde ise gerçekleştirilen ampirik çalışmaya ilişkin araştırma yöntemi, veri ve göstergeler, araştırma modeli, verilerin analizi ile bulgular ve yoruma detaylı olarak yer verilmiştir. Ampirik çalışmanın konusu, paya dayalı modelde kalite sinyallerinin ve diğer başarı faktörlerinin belirlenmesidir. Bu kapsamda BK'da kurulu en büyük paya dayalı KF platformu olan Crowdcube kampanya sayfalarında yatırımcılara sunulan bilgilerden hangilerinin kalite sinyali olarak görev gördüğü ve hangilerinin de kampanya başarısına olumlu yönde etki eden diğer faktörler kapsamında olduğu araştırılmıştır. Araştırma verileri ise Crowdcube'da Ocak 2017 - Mayıs 2018 arasında tamamlanmış 209 adet kampanyanın ilgili kampanya sayfalarında yer verilmiş çeşitli bilgilerle toplanarak elde edilmiş ve yapısal eşitlik modellemesi (YEM) ve yol analizi vasıtasıyla analiz edilmiştir.

Altıncı ve son bölümde ise ilk olarak, araştırma sonuçlarına göre, paya dayalı KF yöntemine başvuracak girişimciler için kampanya başarısını artırabilmeleri için kampanya düzenleme koşulları ve yeni girişimle ilgili sağlamaları gereken şartlar konusunda önerilerde bulunulmuştur. Daha sonra ise paya dayalı KF'nin Türkiye'de sağlıklı bir gelişim gösterebilmesi için çok kısa bir süre önce hayata geçirilen yasal düzenlemeler ve araştırma sonuçları çerçevesinde yapılan değerlendirme ve önerilere yer verilmiştir.

1. GİRİŞİMCİLİK VE FİNANSMANI

1.1. Girişimcilik ve Yeni Girişim Kavramları

1.1.1. Girişimcilik tanımı

Girişimcilik kavramı ilk olarak Fransız iktisatçı Cantillon tarafından kullanılmış ve yine bir Fransız iktisatçı olan Jean Babtiste Say tarafından da 1800’lerde bugünkü genel anlamına kavuşturulmuştur (Çiftçi, Tozlu ve Akçay, 2014, s. 77). Say girişimciliği ekonomik kaynakları üretkenliğinin düşük olduğu alanlardan daha yüksek olduğu verimli alanlara kaydırmak şeklinde (Drucker, 2014, s. 21) girişimciyi de tüm üretim faktörlerini birleştirerek kâr elde etmek amacıyla bir üretimde bulunan ve bu faaliyetin riskini de üzerine alan kişi olarak tanımlamaktadır (Çiftçi ve diğerleri, 2014, s. 77). Schumpeter ise girişimcinin işlevinin, bir buluşu ya da yeni bir teknolojik imkânı kullanmak suretiyle yeni bir şey üretmek ya da eski bir ürünü yenilemek olduğunu ifade etmektedir (Tanrısever, 2004, s. 5).

Girişimcilik kavramı günümüze kadar daha birçok araştırmacı tarafından vurgulanmak istenen farklı yönleri açısından birçok farklı şekilde tanımlanmış olduğundan aslında ortak bir tanıma sahip değildir (Celep, 2017, s. 71). Örneğin Johnson (2001) girişimciliği önceden mevcut olmayan ve daha önce bir fırsat olarak algılanmaya başlanmamış, yeni olması nedeniyle riskli ve yaratacağı değeri belirsiz bir yeni işin yaratım süreci şeklinde tanımlamıştır (Celep, 2017, s. 72). Girişimciliğin bir kişilik özelliği olmaktan çok bir davranış biçimi olduğunun altını çizen Drucker’a göre ise herhangi bir konuda karar alma durumunda kalan herkes girişimci olmayı ve bir girişimci gibi davranmayı öğrenebilir (2014, s. 26). Aracıoğlu, Demirhan, Tatarlar, ve Zalluhoğlu girişimciliği çeşitli kaynakların girişimciler tarafından bir amaç için birleştirilerek harekete geçirilmesi şeklinde tanımlamıştır (2016, s. 11).

Celep “piyasa koşulları, girişimci özellikleri veya başka etkenler” sonucunda girişimcilik kavramının farklı türleri bulunduğu tespitinde bulunmuştur (2017 , s. 71). Celep bu türleri de çalışmasında kamu (sektörü) ve özel sektör girişimciliği, yenilikçi girişimcilik, tekno-girişimcilik, e-girişimcilik (sanal girişimcilik), eko-girişimcilik, firma içi girişimcilik, kurumsal girişimcilik, akademik girişimcilik, sosyal girişimcilik, kadın girişimciliği vb.

başlıklar altında incelemiştir (2017). Yine Aracıoğlu ve diğerleri de çalışmalarında farklı bir tür olarak sürdürülebilir girişimciliğe vurgu yapmıştır (2016, s. 75). Bir sonraki bölümde bu türlerden ekonomik büyüme açısından oldukça önemli olduğu düşünülen yenilikçi girişimcilik konusu inovasyon kavramı ile birlikte ele alınarak ayrıca incelenmiş, bağlantılı türler olan tekno girişimcilik ve sürdürülebilir girişimciliğin de tanımlarına yer verilmiştir.

1.1.2. Yeni girişim ve KOBİ ayrımı

Yeni girişim henüz fikir veya kuruluş aşamasındaki ya da kurulmuş ancak küçük ölçekteki girişimler için kullanılmaktadır. Gartner yeni girişim oluşturulmasının bağımsız bir şirket, şirket içi yeni bir kâr merkezi veya bir ortak girişim şeklinde yeni bir organizasyonun organize edilmesine yönelik çok boyutlu bir süreç olduğu tespitinde bulunmaktadır (1985). Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler (KOBİ) kavramı ise belli bir büyüklüğe ulaşmış olmakla birlikte henüz büyük şirket sınıfında olmayan şirketler için kullanılmakta olup, değişik ülkelerde ülke dinamikleri ve düzenleme yaklaşımları çerçevesinde değişik KOBİ tanımları yapılmaktadır. Bu Tez'deki değerlendirmelerde genel olarak yeni girişim kavramının kullanımı tercih edilmiştir. Öte yandan literatürde ilgili çalışmada hangi kavramın esas alındığına göre bazı yerlerde yeni girişim bazı yerlerde de KOBİ kavramları kullanılmıştır.

Ülkemizde sermaye piyasası mevzuatında yeni girişimler “girişim şirketi” olarak adlandırılmaktadır. Girişim şirketi III-52.4 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ile III-48.3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği 3/f maddelerinde “Türkiye’de kurulu veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı olan şirketler” şeklinde tanımlanmaktadır.

Türkiye’deki en güncel KOBİ tanımı nedir diye bakıldığında ise 18 Kasım 2005 tarih ve 25997 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmeliğin Tanımlar başlıklı 4. Maddesinin b) bendindeki¹ KOBİ tanımının 2018 yılında yapılan değişiklik ile aşağıdaki şekilde güncellenmiş olduğu görülmektedir.

¹ 24 Haziran 2018 tarih ve 30458 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik” ile değişik benttir.

Küçük ve orta büyüklükte işletme (KOBİ): İkiyüzelli kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı veya mali bilançosundan herhangi biri yüzyirmibeş milyon Türk Lirasını aşmayan ve bu Yönetmelikte mikro işletme, küçük işletme ve orta büyüklükteki işletme olarak sınıflandırılan ekonomik birimleri veya girişimler.

Bu kapsamda KOBİ'lerin güncel sınıflandırılması Tablo 1'de verilmektedir.

Tablo 1. KOBİ'lerin Sınıflandırılması

Kriter	Mikro İşletme	Küçük İşletme	Orta Ölçekli İşletme
Çalışan Personel Sayısı	< 10	< 50	< 250
Yıllık Net Satış Hâsılatı	≤ 3.000.000 TL	≤ 25.000.000 TL	≤ 125.000.000 TL
Yıllık Mali Bilanço Toplamı	≤ 3.000.000 TL	≤ 25.000.000 TL	≤ 125.000.000 TL

Kaynak: Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik (2005, 18 Kasım), Resmi Gazete (Sayı: 25997) ve İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik (2018, 24 Haziran), Resmi Gazete (Sayı: 30458).

KOBİ'ler, Dünya Bankası'nın tespitlerine göre gelişmekte olan ülkelerde istihdamın en az %60'ı olmak üzere oldukça büyük bir bölümünü, GSYİH'nın da ülkenin gelir düzeyine göre %16'sı ile %51'ini sağlamakta olup, yine KOBİ sayılarının ilgili ülkedeki toplam şirket sayısı içindeki payı da oldukça yüksektir (Harwood ve Konidaris, 2015, s. 12). Bu durum Tablo 2'de gelişmekte olan çeşitli ülkeler bazında verilen istatistiklerden de görülebilmektedir.

Tablo 2. KOBİ'lerin Çeşitli Ülkelerdeki Önemi

Ülke	GSYİH İçindeki Payı	Toplam Şirketler İçindeki Payı	Toplam İstihdam İçindeki Payı
Hindistan	%20	-	%40
Güney Afrika	%52-%57	%91	%61
Tayvan	-	%98	%78
Brezilya	%20	%99	%60
Polonya	%72	>%99	%69
Türkiye	%60	%99	%76

Kaynak: Harwood, A., ve Konidaris, T². (2015). *SME exchanges in emerging market economies: A stocktaking of development practices* (Working Paper). s. 12. <https://elibrary.worldbank.org/doi/abs/10.1596/1813-9450-7160>.

² Yazarlar tabloyu Dünya Bankası'nın kobi borsalarından derledikleri veriler ile oluşturmuşlardır.

KOBİ'lerin fon temin edebilmesi ülkeler için ekonomik büyümenin ve istihdam imkânlarının artırılmasının yegâne anahtarıdır (Harwood ve Konidaris, 2015, s. 12). Ancak sadece gelişmekte olan ülkelerde değil gelişmiş ülkelerde de KOBİ'ler büyük şirketlere göre finansmana erişimde daha fazla engel ile karşılaşmaktadırlar (Abraham ve Schmukler, 2017, s. 1).

1.2. Girişimcilik ve Inovasyon İlişkisi

1.2.1. Inovasyon kavramı

Inovasyon yeni bir kavram olmayıp 1900'lü yıllardan bu yana bilhassa gelişmiş ülkelerin gündeminde olan bir konudur (Elçi, 2006, s. 17). Latince “innovare” kelimesinden gelmekte olup, yeni şeyler bulmak veya yenilik anlamında kullanılmaktadır (Çiftçi ve diğerleri, 2014, s. 78).

Inovasyon ilk olarak Joseph Schumpeter (1934) tarafından henüz bilinmeyen bir ürün, mevcut bir ürünün yeni bir şekli, yeni bir üretim şekli, yeni bir tedarikçi veyahut yeni bir pazar bulunması şeklinde tanımlanmıştır (Elçi, 2006, s. 17). Drucker inovasyonun girişimciliğin özel bir aracı olduğunu ve girişimcilerin kaynakları ekonomik değeri olan bir şekilde kullanabilmek için inovasyon yaptığını ifade etmektedir (2014, s. 30). Drucker aynı girişimcilikte olduğu gibi inovasyonu da organize edilebilecek amaçlı bir görev ve aynı zamanda sistematik bir çalışma olarak işletmede yönetim fonksiyonunun bir parçası olarak görmektedir (2014, s. vii). Elçi inovasyonun en genel tanımıyla bilgiyi faydaya çevirmek olduğunu, yenilikçi ve girişimci bir anlayışın sonucu olduğunu ve değer yaratılması amacıyla ürün, hizmet ve iş süreçlerinde gerçekleştirilen yenilik ve farklılıkları içerdiğini ancak bir şey icat etmek veya salt AR-GE demek olmadığını aksine bilim ile başlayıp pazarlama satış ile son bulan bir süreçler bütünü olduğunu ifade etmektedir (2006). Aracıoğlu ve diğerlerine göre de “inovasyon kavramı fırsatları görme, risk alabilme ile yeni fikir ve düşüncelerin farkındalığı içinde hareket etme” özelliklerini barındırmaktadır (2016, s. 75).

Inovasyonun ürün, hizmet, süreç, pazarlama inovasyonu, teknolojik inovasyon gibi türleri bulunmaktadır (Elçi, 2006, s. 3).

1.2.2. Yenilikçi girişimcilik

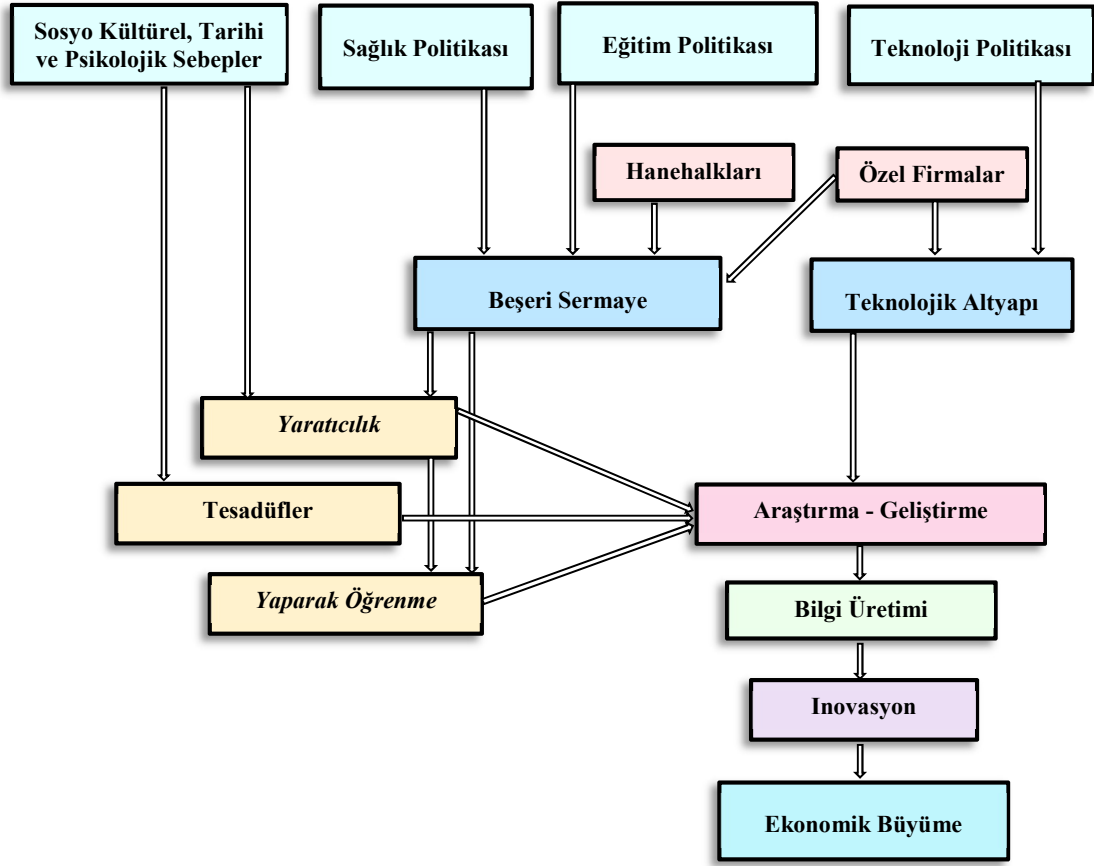
Son dönemde ekonomik büyümeyi hızlandıracağı düşünülerek üzerinde çok durulan bir kavram “Yenilikçi Girişimcilik” olup, en basit şekli ile inovasyona dayalı girişimciliktir.

Girişimcilikte yenilikçilikten bahsedildiğinde literatürde en fazla ön plana çıkan araştırmacı Schumpeter’dir (İçke, 2014, s. 18). Schumpeter’e göre yenilikçilik bir girişimci özelliğidir (Çiftçi ve diğerleri, 2014, s. 77) ve Schumpeteryan girişimcinin en önemli vasfı keşfe ve yenilikçiliğe odaklı olmasıdır (İçke, 2014, s. 20). Yenilikçi girişimciler ise yeni ürünler, teknolojiler, pazarlar ve fırsatlar bulma konusuna yoğunlaşır ve kendilerini bu alanda geliştirirler (Celep, 2017, s. 77).

Schumpeter, Theory of Economic Development (1934) eserinde daha yenilikçi olan şirketlerin yaratıcı bir yıkıma sebep olarak yenilikçi olmayanları piyasa dışına ittiğini ve bunun sonucunda da ekonomik gelişmeyi hızlandırdıklarını savunmaktadır (Tanrısever, 2004, s. 5). Schumpeter’e göre kapitalist sistemde yenilik, yenilikçi girişimci ve yaratıcı yıkım (creative destruction) kavramları ekonomik gelişmişliğin temelini oluşturmakta olup, neoklasik büyüme modellerinin yerine içsel büyüme modellerinin geliştirilmesi sonrasında Schumpeter’in bu görüşleri yeniden ilgi görmeye başlamıştır (İçke, 2014, s. 17 ve 19).

Temelleri Romer (1986) ve Lucas’ın (1988) çalışmalarına dayanan içsel büyüme modelleri ekonomik büyümeyi dışsal faktörlere bağlayan neoklasik büyüme modellerinin aksine ekonomik büyümenin piyasa içindeki aktörlerin etkileşmesi ile içsel olarak gerçekleştiğini savunmaktadır.

Şekil 1’de içsel büyüme modelleri çerçevesinde etkileşimde bulunan aktörlerin birbirleri arasındaki ilişkiler ve inovasyon ve ekonomik büyüme arasındaki doğrusal bağlantı gösterilmiştir.



Şekil 1. İçsel Büyüme Modelleri Kapsamında Ekonomik Büyümenin Belirleyicileri

Kaynak: Kibritçiöğlü, A. (1998). İktisadi Büyümenin Belirleyicileri ve Yeni Büyüme Modellerinde Beşeri Sermayenin Yeri. *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 53(1), 207-230. <https://econwpa.ub.uni-muenchen.de/econ-wp/dev/papers/0505/0505009.pdf>

Cansız, Kurnaz ve Yavan, kalkınma ile ilgili teorik çalışmaların (Audretsch, Lehmann, Paleari ve Vismara, 2006; Baumol, 1993; Porter, 1990; Schumpeter, 1934) ve ülke bazında ampirik çalışmaların sonucunda (Acs ve diğerleri, 2012; Du ve O'Connor, 2018; Valliere ve Peterson, 2009; Van Stel ve diğerleri, 2005; Wong ve diğerleri, 2005) girişimcilik ve inovasyonun ekonomik büyüme açısından en önemli faktörler olduğunun ve yenilikçi girişimciliğin de büyümeyi önemli ölçüde artırdığının tespit edildiğini ve bu bağlamda Türkiye de dahil olmak üzere ülkelerce girişimciliğin ve yenilikçiliğin desteklenmesi yönünde politikalar geliştirildiğini aktarmaktadır (2018, s. 2 ve 3). Ayrıca araştırmalar göstermektedir ki bir ülkenin ekonomik büyümesinin sürdürülebilir olması inovasyon performansındaki artışa bağlı olup pratikte de inovasyona verdikleri önemin sonucunda güçlü birer ekonomi haline gelen Finlandiya ve Güney Kore örnekleri de bunun ispatı niteliğindedir (Elçi, 2006, s. 32)

Yenilikçi girişimcilik ile bir açıdan bağlantılı “Tekno-girişimcilik” ise Petti (2012) tarafından inovasyona dayalı ürün ve hizmetlerin ticari anlamda hayata geçirilebilmesi fırsatlarından ve teknoloji alanındaki gelişmelerin sağladığı fırsatlardan yararlanılmasına dayalı girişimcilik olarak tanımlanmıştır (Celep, 2017, s. 79).

Ülkemizde 2014-2018 dönemine ilişkin hazırlanan Onuncu Kalkınma Planı çalışmaları kapsamında oluşturulan Özel İhtisas Komisyonu’nun hazırladığı “Girişimciliğin Geliştirilmesi” Rapor’unda (ÖİK Raporu) ekonomide büyümenin sağlanabilmesi için işletmelerin yenilikçi olmalarının önemine vurgu yapılmaktadır (T.C. Kalkınma Bakanlığı, 2014). Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB) tarafından 2015-2018 dönemine ilişkin olarak hazırlanan “Türkiye Girişimcilik Stratejisi ve Eylem Planı”nda da yenilikçi ve teknoloji tabanlı girişimciliğin desteklenmesi konusu altı ana hedeften bir tanesi olarak belirlenmiştir (KOSGEB, 2015, s. 48). Son olarak Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı tarafından 2019-2023 dönemine ilişkin olarak hazırlanan Onbirinci Kalkınma Planı’nda da ülkemizde yenilikçi girişimciliğin desteklenmesi konusuna önem verildiği görülmektedir (Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, 2019).

1.2.3. Sürdürülebilir girişimcilik

Yine inovasyon ile bağlantılı bir diğer kavram ise “Sürdürülebilir Girişimcilik” olup, iktisadi olarak fayda elde etmenin ötesinde sağlanan katma değer devamlılığının sağlanmasına dayalı bir girişimcilik anlayışıdır ve rekabet avantajı sağlaması nedeniyle inovasyonlar sürdürülebilir girişimcilik açısından önemlidir (Aracıoğlu ve diğerleri, 2016, s. 75).

1.3. Girişimcilikte Başarı İçin Gerekli Koşullar

Yeni girişimler ülke ekonomilerinin omurgası olarak hem ekonomik büyüme ve gelişmenin sağlanmasında hem de istihdam olanaklarının artırılmasında önemli bir rol oynamaktadır (Bellavitis, Filatotchev, Kamuriwo ve Vanacker, 2017, s. 1). Bir ülkede yeni girişimlerin sağlıklı bir şekilde kurulabilmesi, hayatta kalabilmesi, büyüebilmesi ve nihayetinde de bahsedilen tüm bu faydaların elde edilebilmesi için o ülkede girişimcilikte

başarı sağlanabiliyor olması gereklidir. Hâlbuki girişimcilikte başarı elde etmek hiç de görüldüğü kadar kolay değildir. Bilakis birden çok parametreye dayalı, farklı zaman dilimlerine yayılmış, çok taraflı ve çok aşamalı bir sınavın tüm aşamalarının başarıyla verilmesini gerektirmektedir.

1.3.1. Destekleyici girişimcilik ekosistemi

Herşeyden önce bir ülkede girişimcilerin ve yeni girişimlerin mevcudiyeti için birinci şart olarak o ülkede gerek yasal gerekse de sosyo kültürel açıdan uygun bir altyapının ve bunun sonucu olarak da destekleyici bir girişimcilik ekosisteminin var olması gerekmektedir. Bunun anlamı hem yeni fikirlerin hem de fikirlerinin peşine düşüp gerçekleştirmek isteyebilecek girişimcilerin ortaya çıkabilmesi için gerekli koşulların bulunmasıdır.

1.3.2. Erişilebilir finansman imkânları

Girişimcilikte başarının ikinci en önemli şartı ise uygun finansman imkânlarının mevcudiyeti ve erişilebilirliğidir. Finans alanında daha önceleri yapılan akademik çalışmalarda girişimciliğin finansmanı konusu Finans Teorisi kapsamına girmeyen ve bu teorinin uygulanamayacağı apayrı bir alan olarak değerlendirilmiştir ancak reel ekonomideki ve akademik araştırmalardaki gelişmeler bu görüşü zamanla değiştirmiştir (Audretsch ve diğerleri, 2016, s. 2). Konu böylelikle pek çok açıdan Finans Teorisi'nin uygulama alanına girmiş olmakla birlikte girişimcilerin finansmana erişimde karşılaştıkları zorluklar pratikte pek de değişmemiştir. Pek çok yeni girişim erken evrede finansman engeline takılmakta ve hayata geçirilememektedir. Yeni girişimlerin özsermayelerinin yeterli olmaması, kuruluş sonrası işletme sermayesi bulamamaları, bilgi asimetrisi ve teminat yetersizlikleri nedeni dış kaynaklara ve ucuz kredi imkânlarına ulaşmada sıkıntı yaşamaları başarılı olamamalarına neden olmaktadır.

1.3.3. Süreç yönetiminde başarılı olunması

Peki, finansman sorununun çözülmesi bir girişimin başarılı olması için yeterli midir? Gerçek hayattaki tecrübeler göstermektedir ki en zor aşama finansman bulunması aşaması gibi görünse de sonraki aşamalar da zorluk olarak bundan aşağıda kalmamaktadır. Fikir olarak beğenilmiş finansmanı bulunmuş pek çok girişimcilik projesi nihayetinde başarısızlıkla sonuçlanmaktadır. Bunun en önemli nedeni girişimcinin ürün veya hizmetin ortaya çıkarılması aşamasında doğru yönlendirmeler alamaması ve süreci iyi yönetememesidir. Risk sermayesi yatırımcıları ve melek yatırımcılar yeni girişimlere her ne kadar sermayeleri yanında uzmanlıklarını da katıyor ve girişimcileri yönlendiriyor olsalar da bu her zaman yeterli olmayabilmektedir.

Öte yandan son yıllarda ortaya çıkan ve gerek finansman aşamasında gerekse fikirlerin ürün ya da hizmete dönüşmesi aşamalarında kitleleri ve kitlelerin ortak aklını işin içine katan yeni, daha dinamik yöntem ve yaklaşımlar girişimlerin finansman bulma, hayata geçme ve hayatta kalma şansını artırmaya başlamıştır. Bu modern yöntem ve yaklaşımlar nelerdir diye bakıldığında karşımıza kitle kaynak (crowdsourcing), yalın girişim (lean startup) ve KF (crowdfunding) kavramları çıkmaktadır.

Kitle kaynak kullanımı, yeni fikirler, çeşitli konularda geri beslemeler ya da çözüm önerileri alabilmek için İnternet üzerinden kitlelere başvurulması anlamına gelmektedir. (Bayus 2013; Belleflamme, Lambert ve Schwienbacher, 2014, s. 588; Kleemann, Voß ve Rieder, 2008). Kâr amaçlı bir işletme, sahibi olduğu bir ürünün üretimi ve satışı ile ilgili olarak tasarım, reklam, kalite gözetimi ve teknik problemlerin çözümü gibi bazı özellikli görevleri, katkıda bulunmaları için İnternet üzerinden açık bir çağrıda bulunarak genel halka delege ettiği zaman Kitle Kaynak kullanımı ortaya çıkmakta olup, halk bu katkıyı ya ücretsiz olarak ya da oldukça cüzzî bir karşılığa mukabil olarak yapmaktadır (Kleemann ve diğerleri, 2008, s. 6). İşletmeler İnternet teknolojilerindeki gelişmelere paralel olarak değer oluşturmak ve karlılıklarını artırmak için bazı çok yetenekli kişilerin yaratıcı kaynaklarını böylelikle çok ucuza kullanabilir hale gelmişlerdir (Kleemann ve diğerleri, 2008, s. 6). Firmalar ellerindeki bu fırsatı iyi değerlendirebilir ve kitle kaynak kullanımını doğru bir şekilde gerçekleştirebilirlerse marka değerlerini önemli ölçüde artırabilmektedirler (Bal, Weidner, Hanna ve Mills, 2017).

Yalın girişim en basit şekliyle ürünün en yalın şekli ile tasarlanıp müşteri taleplerine göre şekillendirilmesidir. Bunu biraz daha açacak olursak deneysel yaklaşımı ayrıntılı planlamanın, müşteri geri bildirimlerini sezgilerin ve adım adım ürün geliştirme ve tasarımı geleneksel önden büyük tasarım üzerinde tutan bir girişim metodolojisi şeklinde tanımlamak doğru olacaktır (Blank, 2013). KF ise kitlelerden finansman sağlanması olup, bu yöntemde finansman sağlayan katılımcıların aynı zamanda da hayata geçirilecek ürün ve hizmet konusunda aktif yönlendirme yapması söz konusu olabilmektedir. Yalın girişim konusuna bu tez kapsamına girmemekte olduğundan ilerleyen bölümlerde tekrar yer verilmemiştir. Kitle Kaynak kullanımını konusuna ise Tez'in ikinci bölümünde ayrıntılı olarak incelenmiş olan KF konusu altında kısaca değinilmiştir.

1.4. Girişimciliğin Finansmanında Geleneksel Yöntemler

Girişimciler ve yeni girişimler, fikir aşamasından başlayarak, şirketleşebilmeleri, ürün veya hizmet projelerini hayata geçirebilmeleri ve sonrasında da büyüyebilmeleri için yeni girişimin tüm yaşam döngüsü aşamaları boyunca hatırı sayılır bir sermayeye ihtiyaç duymaktadırlar (Bellavitis ve diğerleri, 2017, s. 1; Cumming, Pandes ve Robinson, 2015b, s. 1). Ayrıca şirketin farklı yaşam döngüsü aşamalarında yatırım olarak çekilebilecek fonların kaynakları da farklılık arz etmektedir (Rossi, 2014, s. 8).

Bankacılık sistemi ve sermaye piyasaları gibi alışagelmış kaynaklar dışındaki kaynaklardan finansman sağlamak alternatif finans olarak da tanımlanmakta olup, finansal kiralama, ticari krediler (satıcı kredileri), kredi kartları, aile ve arkadaşlardan yapılan borçlanmalar ve gayri resmi kaynaklar (informal sources) gibi kaynaklar bu kapsamda değerlendirilmektedir (Allen, Carletti, Qian ve Valenzuela, 2013). Alternatif finans konusu son dönemde daha çok özelleşmiş İnternet platformları kanalıyla finansman sağlanması ile özdeşleştirildiği (Rubanov ve Marcantonio, 2017, s. 92) için ilerleyen bölümlerde çevrimiçi alternatif finans konusu ile bağlantılı olarak açıklanmıştır. Bu bölümde ise yeni girişimler ve/veya KOBİ'ler için fon kaynakları iç finansman ve dış finansman kaynakları sınıflandırması altında incelenmiştir.

1.4.1. İç finansman kaynakları

Belli büyüklükteki şirketler kaynak ihtiyaçlarını banka kredileri ve diğer borçlanmalar yoluyla sağlayabilirlerken erken evre girişimlerin bu dış finansman kaynaklarına ulaşması pek de kolay olmamaktadır. Bu nedenle girişimciler erken evre finansmanı için ihtiyaç duydukları sermayeyi temin edebilmek için öncelikle iç finansman kaynaklarına yönelirler.

Yeni girişimler çekirdek sermayesi aşamasından startup (başlangıç aşamasındaki yeni girişim), geliştirme veya daha ileri bir aşamaya doğru büyümeye devam ettikçe gereken yeni fonlar için de bu defa dışardan yatırımcı arayışına girmektedirler (Lukkarinen ve diğerleri, 2016, s. 2; Rossi, 2014, s. 9).

Aşağıda girişimcilerin başvurduğu iç finansman kaynakları kendi kişisel varlıkları ve aile ve arkadaşlarının maddi destekleri başlıkları altında incelenmektedir.

1.4.1.1. Girişimcinin kişisel varlıkları

Yeni iş fikrinin ilk tasarımı ve geliştirilmesinden başlayarak ihtiyaç duyulan fonlar ilk etapta çoğunlukla girişimin kurucularının kendi tasarruflarından karşılanmaya çalışılmaktadır. Girişimcilerin kendi kaynakları diğer kaynaklara göre uygun maliyet avantajı sağlamakla birlikte hem genellikle girişimlerini finanse edebilecek düzeyde olmamakta hem de girişim finansmanında kullanımı girişimci açısından fırsat maliyeti ve kişisel varlıkların kaybedilmesi riskini yaratmaktadır.

1.4.1.2. Aile ve arkadaşların maddi destekleri

Girişimcinin kişisel varlıklarının girişiminin finansmanında yeterli olmadığı noktada ihtiyaç duyulan ilave fonlar için girişimci bu defa aile fertlerinin kaynaklarına başvurmakta ve arkadaşları gibi yakın çevresindeki diğer insanların kapılarını çalmaktadır (Rossi, 2014, s. 9). Gürünlü (2018, s. 287) bu tür kişilerden fon sağlanmasının hem güvenli olmadığını hem de dış finansmana erişim sağlanabilen ülkelere göre düşük büyüme oranları sağlayabildiğini Chavis ve Klapper'den (2012) aktarmaktadır. Gürünlü'ye göre girişim

finansmanında aile ve arkadaşlar gibi iç finansmana güvenilen ülkelerde firmalar fazla yenilikçi olamamaktadırlar (2018, s. 290).

1.4.2. Dış finansman kaynakları

Girişimciler tarafından iç finansman kaynakları tüketildiğinde ilave finansman sorunlarının çözülebilmesi için bu defa çeşitli dış finansman kaynaklarına başvurulmaktadır. Bu kapsamda bankalar veya tedarikçilerden borçlanılması veya mikro finansman imkânlarından yararlanılabilmesi söz konusu olabilmektedir. Yine yeni girişimlere yönelik çeşitli kamu destekleri, kredi garantileri ve vergi teşvikleri gibi destekler mevcut olabilmekte ayrıca girişimcilerce sermaye piyasasında doğrudan pay ya da tahvil ihracı yoluyla halka ya da melek yatırımcılar ve risk sermayesi yatırımcılarına başvurulması mümkün bulunmaktadır (Soydemir, 2012). Ancak girişimcilerin bu dış finansman kaynaklarının tümüne aynı ölçüde erişimi söz konusu değildir.

Örneğin, girişimciler ve yeni girişimler genellikle erken evre finansmanı bankacılık sistemi üzerinden borçlanma yoluyla temin edecek kredibilite ve teminatlara sahip değildirler. Bu nedenle tedarikçilerden temin edilen ticari krediler ya da satıcı kredileri banka kredilerine göre daha yaygın kullanım alanı bulmaktadır. Mikro finansman imkânları, kamusal destekler, kredi garantileri, vergi teşvikleri gibi çözümler ise her zaman mevcut ve yeterli olmayabilmektedir. Erken evre finansmanında sermaye piyasasında pay ya da tahvil ihracı yoluyla doğrudan halktan finansman sağlanması ise yeni girişimlerin yeterli ölçek ve kurumsallığa sahip olamamaları nedeniyle pek de kolay olmamaktadır. O nedenle iç finansman imkânları kalmadığında girişimcilerin ilk etapta ulaşmaya çalıştıkları dış finansman kaynakları genellikle melek yatırımcılar ve risk sermayesi yatırımcıları olmaktadır. Girişimciliğin finansmanı alanındaki literatürde de yeni girişimlerin sermaye ihtiyacının karşılanmasında melek yatırımcılar ve risk sermayesi yatırımcılarının tarihsel olarak öne çıktığı görülmektedir (Bellavitis ve diğerleri, 2017, s. 1). (Block, Colombo, Cumming ve Vismara, 2018b, s. 40). Ama bu kanallardan finansman sağlamak da yine çok kolay olmayıp girişimcilerin yatırım alma aşamasına ulaşana dek pek çok zorlu süreçten başarı ile geçmeleri gerekmektedir. Girişimciler eğer bu kanallara ulaşırlar da bunlardan sağladıkları fonlar ile girişimlerinin gelişimini sağlayabilirlerse ancak o zaman ilave

sermaye ihtiyaçları için bankalar ve sermaye piyasaları gibi daha kurumsal dış finansman kaynaklarına erişebilir hale gelmektedirler.

Bahsedilen dış finansman kaynakları aşağıdaki bölümde ayrı birer başlık altında ve ayrıntılı olarak incelenmektedir.

1.4.2.1. Banka kredileri

Para piyasaları bir ülkede finansal sistemin genellikle ilk gelişen kısmı olup, bankacılık sektörü de fon sahipleri ve fon ihtiyacında olanlar arasında aracılık görevini üstlenen en önemli sektördür. Öte yandan gelişmekte olan ülkelerde bankalarca sağlanan kredilerin ağırlığının GSMH içindeki payının oldukça düşük olduğu ve KOBİ'lere sağlanan kısıtlı kredilerin de vade yapısının oldukça kısa olduğu gözlenmektedir (Gürünlü, 2018).

Girişimcilerin başlangıç evresi finansmanında banka kredilerine erişimleri oldukça kısıtlıdır. Bu durumun en temel sebepleri girişimci ya da yeni girişimlerin kredibilitesinin henüz belirsiz olması, teminat gösterilebilecek maddi varlıklarının bulunmaması ve gelecekteki nakit akışlarının belirsiz olmasıdır (Cosh, Cumming ve Hughes, 2009). Nihayetinde girişimciler ancak bankaların istediği teminatları gösterebilirlerse yüksek faiz oranlarından ve kısa vadeli olarak borçlanabilmektedirler ve bu da onlar için çok işlevsel olmamaktadır. Bankalar da daha büyük ve kurumsal şirketlere verebilecekleri kredileri böyle riskli başlangıç aşamasındaki yeni girişimlere tahsis etmeyi zaten tercih etmemektedir. Bu durum girişimciler açısından bir finansman açığına sebep olmaktadır. Söz konusu finansman açığı 1930'larda "Mac Millan Gap" olarak adlandırılmış olup, bu açık seksen yıl önce ilk tespit edildiğinden bu yana hiç kapanmamıştır ve tamamen çözülebilmesi de beklenmemektedir (M. Jones, 2010). Yine kredi piyasası da bilgi asimetrisi ile karakterize bir piyasa olduğundan ters seçim problemi ortaya çıkmakta ve bu da bazı durumlarda bankaların kredi musluklarını kapatmasına neden olabilmektedir. Şöyleki kredi talep edenlerden daha riskli olanlar yüksek faiz oranlarında dahi borçlanma isteğiyle piyasada kalmakta olduğundan kredi piyasası bozulmakta (Davies ve Giovannetti, 2018, s. 3) ve borç verenler herhangi bir kredi vermeme kararı alabilmektedirler (Mishkin, 2016, s. 82).

Dünya Bankası tarafından gerçekleştirilen İşletme Anketlerinde (Worldbank Enterprise Surveys) çeşitli ülkelerde KOBİ'lerin banka kredisi veya diğer formal kredileri kullanım oranları büyük firmalara kıyasla çok daha düşük ölçülmüş olup, Tablo 3'den de görüleceği üzere özellikle Afrika, Ortadoğu ve Güney Asya ülkelerinde bu tür kredileri kullanabilen Küçük ve Orta Ölçekli şirketlerin oranı oldukça düşüktür (Abraham ve Schmukler, 2017, s. 2).

Tablo 3. Dünya'nın Çeşitli Bölgelerinde Şirketlerin Kredi Kullanım Oranları

Bölge	Küçük Ölçekli Şirketler	Orta Ölçekli Şirketler	Büyük Ölçekli Şirketler
Güney Asya ve Pasifik	%27	%43	%43
Avrupa ve Orta Asya	%30	%44	%54
Yüksek Gelirli OECD Dışı Ülkeler	%44	%55	%63
Latin Amerika ve Karayip Ülkeleri	%38	%56	%66
Orta Doğu ve Güney Afrika	%21	%36	%43
OECD Ülkeleri	%43	%53	%54
Güney Asya	%22	%34	%45
Sub Saharan Afrika	%17	%29	%42

Kaynak: Abraham, F., ve Schmukler, S. L. (2017). *Addressing the SME finance problem* (World Bank Research & Policy Briefs), Figure 1. <http://documents.worldbank.org/curated/en/809191507620842321/pdf/Addressing-the-SME-finance-problem.pdf>

1.4.2.2. Ticari krediler (satıcı kredileri)

Ticari krediler ya da satıcı kredileri tedarikçilerden alım günü herhangi bir ödeme yapılmaksızın vadeli malzeme, araç gereç vb. alımı yapıldığında kullanılan kredi türüdür. Bu tür kredili alımlarda peşin ödeme indirimlerinden yararlanılamadığı için satıcı kredileri banka kredilerinden daha maliyetli bir hale gelmektedir. Bununla birlikte çeşitli çalışmalar göstermektedir ki ticari krediler finansal piyasalara ve banka kredilerine erişimi kısıtlı küçük KOBİ'ler için özellikle işletme sermayesinin temininde en iyi ve erişilebilir dış finansman kaynağıdır (Cole ve Sokolyk, 2013, s. 7). Chavis ve Klapper'in (2012) tespitlerine göre gelişmekte olan ülkelerde kuruluşundan 2 yaşına kadar olan yeni girişimlerin ancak %18'lik bir kısmı banka kredisi kullanabilmekte olup, bu nedenle bu şirketlerin yaklaşık yarısı ticari krediye yönelmektedir (Gürünlü, 2018, s. 292).

1.4.2.3. Kredi garantileri

Kredi garanti programları, kefil olarak bilinen harici bir üçüncü tarafın, borç alanın temerrüde düşmesi durumunda borç verene tamamını veya bir kısmını geri ödemeyi taahhüt ettiği mekanizmalar olup, böyle bir garanti devreye girdiğinde alacaklının kredi riski düşeceğinden kredi talebinde bulunanlara daha düşük faiz oranları ve teminatlar karşılığı kredi vermesi mümkün olabilmektedir (Abraham ve Schmukler, 2017, s. 2).

KOBİ'lerin finansmana erişimini destekleyen en yaygın araç kredi garanti programları olmaya devam etmekte ve 2016 yılı itibariyle garantili kredi hacimleri çoğu ülkede küresel kriz öncesi seviyelerin oldukça üstünde kalmakta olup, bu tür programların sayısının son 10 yıllık dönemde dünya çapında çoğaldığı ve küresel krizin etkilerine yanıt olarak dengeleyici bir politika aracı olarak kullanıldığı görülmektedir (OECD, 2018, s. 88). Bu kapsamda özellikle Kamu kredi garantileri dünya çapında KOBİ'lerin kredi bulabilmesini kolaylaştıran bir araç olarak oldukça popüler hale gelmiştir (Abraham ve Schmukler, 2017, s. 2).

Kredi garantilerinin yaygın kullanımına bakıldığında KOBİ'ler açısından sağladığı faydaların yadsınamaz ölçüde olduğu anlaşılmaktadır. Öte yandan bu tür garantilerin faydaları yanında meydana getirdiği bazı olumsuz sonuçlar da bulunmaktadır. Abraham ve Schmukler'e göre her tür kredi garantisi nihai olarak düşük kredibilite ve yüksek iflas oranı sorunu yaratmaktadır (2017, s. 2).

1.4.2.4. Mikro finansman

Mikro kredi henüz kayıt altına girmemiş küçük şirketlere ya da yeni iş kuracak girişimcilere kuruluş giderlerini ve işletme sermayesini karşılayabilmeleri için sağlanan kredilerdir (Ateş, G. ve Öğütoğulları, 2012, s. 35). İşletmelerin banka kredilerine erişimdeki teminat problemleri 1970'li yıllarda gelişim göstermeye başlayan mikro kredi uygulamalarına ilgiyi artırmış, önceleri yoksulluğa karşı girişimcilere mikro kredi sağlama misyonu ile çalışan mikro kredi kurumları yıllar içerisinde yoksullara tasarruf ve sigorta hizmeti de verebilen kâr amaçlı mikro finans kurumlarına evrilmiştir (Ateş, G. ve Öğütoğulları, 2012, s. 36; Gürünlü, 2018, s. 298).

Bu kapsamda mikro finansman, finansal hizmet alabilmede sıkıntı yaşayan dar gelirli veya yoksul kişiler ve küçük girişimlerin düşük tutarlı kredi, tasarruf, ödeme, transfer ve sigorta hizmetlerinin sağlanmasına yönelik bir finansman yöntemi olarak tanımlanabilir (Ateş, G. ve Öğütoğulları, 2012, s. 36).

Söz konusu mikro finansman kurumlarının Dünyadaki sayıları son dönemde 1.100'ü aşmış olup, ellerinde biriken mevduatlar da 2017 sonu itibari ile 38 milyar dolara ulaşmıştır ancak bu kurumların ekonomik büyüme yerine yoksulluğu çözme amacı ile hareket etmeleri ve de bankalar gibi yüksek işlem maliyetlerinin bulunması girişimciliğin finansmanı konusunda yetersiz kalmalarına neden olmaktadır (Gürünlü, 2018, ss. 298-294).

1.4.2.5. Sermaye/KOBİ piyasaları

Yeni girişimler şirket paylarını ya da borçlanma araçlarını ihraç etmek suretiyle sermaye piyasalarından da finansman elde edebilirler. Ancak bunun çeşitli zorlukları bulunmaktadır. Sermaye piyasalarından faydalanmak isteyen girişimcilerin önündeki en büyük engellerden bir tanesi kendileri ile dışardaki yatırımcılar arasındaki yüksek düzeydeki bilgi asimetrisidir (Cosh ve diğerleri, 2009; Cumming ve diğerleri, 2015b, s. 1). Yani yeni girişimlere yapılacak yatırımlar yatırımcının gözünde pek de güvenli yatırımlar değildir. Ayrıca hem sermaye piyasası araçlarının ihracı öncesinde hem de ihraç sonrası dönemde şirket tarafından belli şartların sağlanması ve sermaye piyasası mevzuatının gerektirdiği çeşitli yükümlülüklerin yerine getirilmesi beklenmektedir.

Yeni girişimler ise çoğu zaman küçük olmaları nedeni ile şahıs ya da aile şirketi yapısından kurtularak henüz kurumsallaşamamış olup, kurucularının kayıt altına girmek istemiyor olması, halka açılma ya da sermaye piyasası kanalıyla borçlanma kriterlerini sağlayamıyor veya maliyetlerini karşılayamıyor olmaları ve sermaye piyasasında olmanın gerektirdiği kamuyu aydınlatma, muhasebe kayıtları ve finansal raporlamaya ilişkin sıkı yükümlülükleri yerine getirme konusunda organizasyonel olarak hazır ve yeterli olmamaları (Atilla, 2006) gibi nedenlerle sermaye piyasasına girmekte zorlanmaktadırlar. Yeni girişimlerin bu konuda karşılaşılabileceği engellerden bir diğeri de ihraç edecekleri sermaye piyasası araçlarının ihracı sonrası dönemde ilk yatırımcıları tarafından elden çıkarılmak istenmesi halinde bunu temin edebilecek ikincil piyasaların bulunmamasıdır. Örneğin pay

ihracı konusunda yeni girişim tarafında gerekli şartlar oluşmuş olsa dahi şirket paylarının ihraç sonrası dönemde işlem görebileceği ikincil piyasaların mevcut olmaması halinde payların likiditesinin düşük olacak olması nedeni ile halka açılma sırasında alıcı bulabilmesi de bir hayli zor olacaktır (Soydemir, 2012). Dolayısı ile belli bir ölçüğe gelmemiş olan yeni girişimlerin sermaye piyasaları kanalıyla halktan doğrudan finansman sağlamanın normal koşullar altında oldukça zor olduğu anlaşılmaktadır.

Bunun sonucu olarak çeşitli ülkelerde, KOBİ'lerin de sermaye piyasalarına girebilmesi için kobi piyasaları adı altında özel pazarlar geliştirilerek bu pazarlarda KOBİ'lerin kendilerine özel kolaylaştırıcı düzenlemeler çerçevesinde daha düşük maliyetle ve daha küçük ölçekte sermaye piyasası ihraç edebilmeleri sağlanmıştır (Abraham ve Schmukler, 2017, s. 4). Bu kapsamda KOBİ'lerin ihraç öncesinde sağlamaları gerekli bazı şartlar ve sermaye piyasası mevzuatının gerektirdiği çeşitli yükümlülüklerden muaf tutularak sermaye piyasalarının imkânlarından daha kolay koşullarda faydalanabilmeleri mümkün hale gelmiştir. Bu yolla aynı zamanda KOBİ'lerce ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının ikincil piyasası da oluşturulmuş olmaktadır. Bu kapsamda kobi piyasalarının KOBİ'lerin sermaye piyasasına girebilmesi için çift yönlü bir fayda sağladıkları anlaşılmaktadır. Dünya uygulamalarına bakıldığında bunlar ya borsaların yapısı altında KOBİ'ler için ayrılmış özel pazarlar (örneğin Londra Borsası içindeki Alternative Investment Market) şeklinde örgütlenmekte ya da yalnızca bu konuya yönelik olarak ayrı özel borsalar (örneğin ABD'nde NASDAQ) şeklinde kurulmaktadır (Soydemir, 2012). Ülkemizde ise bu fonksiyonu Borsa İstanbul A.Ş. (BİAŞ) bünyesinde oluşturulmuş Gelişen İşletmeler Pazarı (GİP) görmektedir.

Harwood ve Konidaris kobi piyasaları kavramının ilk ortaya çıktığı zamanlarda Dünya genelinde uyandırmış olduğu heyecana rağmen pratikteki sonuçlarının çok başarılı olmamış olduğu ve bu kanalla ancak az sayıda şirkete ulaşılabildiği tespitinde bulunmaktadır (2015). Örneğin 2014 yılı itibariyle Asya ülkelerindeki KOBİ piyasalarına bakıldığında kote edilmiş şirket sayılarının Filipinler'de yalnızca 4, Hindistan'da 88, Malezya'da 107 ve Tayland'da 111 olduğu görülmekte olup, diğer bölgelerdeki gelişmekte olan ülkelerde de durumun benzer olduğu bilinmektedir (Abraham ve Schmukler, 2017, s. 1).

1.4.2.6. Melek yatırımcı yatırımları

Melek yatırımcılar (Angel Investors) ya da bir başka adı ile İş Melekleri (Business Angels) en basit şekli ile başlangıç evresindeki firmalara şahsi varlıklarını ve/veya tecrübelerini aktaran şahıslar olarak tanımlanmaktadır. Melek yatırımcılar ekonomide önemli bir rol oynamakta ve birçok ülkede yeni girişimler açısından aile ve arkadaşlardan sonraki en büyük dış finansman kaynağını oluşturmaktadırlar (Avdeitchikova, Landström, ve Månsson, 2008).

Wetzel 1983 yılındaki bu alandaki öncü çalışmasında iş meleklerinin varlıklı olmaları, erkek olmaları, buldukları yere coğrafi olarak yakın bölgelerde yatırım yapan oldukça aktif yatırımcılar olmaları ve arkadaş ve iş ortakları ağlarından destek almaları gibi bazı ortak özellikleri paylaştıklarını ortaya koymuştur (Avdeitchikova ve diğerleri, 2008).

Melek yatırımcılar girişimcilere çekirdek sermayesi, tavsiye ve tecrübeli oldukları alanlarda destek sunarlar (Zider, 1998, s. 138). Girişimciler dış finansman kaynaklarından öncelikli olarak melek yatırımcılara başvurmakta, risk sermayesi yatırımcılarını ise bir sonraki aşamada başvurulacak bir kaynak olarak değerlendirmektedir (Lukkarinen ve diğerleri, 2016, s. 2; Rossi, 2014, s. 9). Girişimciler kişisel varlıkları ve aile ve arkadaşlarının destekleri ile yeni girişimlerini belli bir aşamaya getirdikten sonra finansman çemberlerine melek yatırımcıları da dâhil etmeye çalışmakta, bu zengin ve bağlantıları güçlü bireyler de bu girişimlere ortak olmak suretiyle onlara risk sermayesi yatırımcılarına hitap edebilecek bir ölçeğe gelmelerini sağlayacak genişleme sermayesini sağlamaktadırlar (Bellavitis ve diğerleri, 2017, s. 3).

Melek yatırımcılar karlı yatırım alanları bulma konusunda meraklı varlıklı bireyler olarak büyüme potansiyeli yüksek yeni girişimlere tek başlarına yatırım yapabilecekleri gibi diğer melek yatırımcılar ile kuracakları sendikalar ya da katılacakları melek yatırımcı ağları vasıtasıyla biraraya gelerek de yatırım yapabilmektedirler.

1.4.2.6.1. Melek yatırımcı sendikaları

BK Melek Yatırımcılar Derneği'ne (UK Business Angels Association - UKBAA) göre sendikasyon, melek yatırımın kanıtlanmış bir modeli olup, melek yatırımcılar diğer melek yatırımcılar ile özel olarak bir yatırım fırsatı etrafında birlikte yatırım yapmak üzere bir sendika oluşturmakta ve böylelikle yapılan yatırımın toplam kapasitesini artırırken kendi parasal risklerini düşürmekte ve farklı kişilerin tecrübeleri ve endüstri bilgilerinden de faydalanma imkânı elde etmektedirler (UKBAA). UKBAA sendikasyonun diğer bir faydasını da sendikayı genişletmek suretiyle ilerleyen finansman aşamalarını fonlama kapasitesi sağlaması ve risk sermayesi aşamasına gelindiğinde risk sermayedarları ile pazarlık gücünü artırması şeklinde ifade etmektedir.

1.4.2.6.2. Melek yatırımcı ağları

Melek yatırımcılar isterlerse sendikalara göre daha fazla melek yatırımcıyı belirli bir fırsata olan ilgilerine göre biraraya getiren bir melek yatırımcı ağına katılabilir ve birlikte yatırım yapabilecekleri diğer melek yatırımcılar ile tanışabilir ve yatırım fırsatlarını öğrenebilirler (UKBAA).

Melek yatırımcı ağları yeni girişimlere daha yüksek tutarlarda yatırım yapılmasını sağlamakta, ayrıca yönetim desteği ve ağa erişim imkânları vermektedir (Block ve diğerleri, 2018b, s. 241). Sayıları gün geçtikçe artan melek yatırımcı ağları diğer faydalarına ilaveten üyelerini yatırım fırsatlarından haberdar ederek onların yatırım arama konusundaki maliyetlerini azaltmaktadır (Atilla, 2006, s. 63).

1.4.2.7. Risk sermayesi yatırımları

Girişimciler için melek yatırımcılardan sonraki hedef dış finansman türü risk sermayesidir. Risk sermayesi yatırımı almak hem önemli bir kalite göstergesi ve başarı ölçütüdür hem de risk sermayesi yatırımı alan girişimler bu profesyonel yatırımcıların onlara açtıkları kapılar sayesinde güçlü bir büyümeye ulaşırlar (Bellavitis ve diğerleri, 2017, s. 3).

Risk sermayesi (Venture Capital) ilk olarak ABD’de ikinci dünya savaşı sonrası ortaya çıkmış 1980’lerden itibaren de tüm dünyada yaygınlaşmış bir girişimciliğin finansmanı yöntemi olup, yüksek kâr elde etmek amacı ile yeni iş fikirleri ve bunu gerçekleştirebilecek bilgi ve girişimcilik kapasiteleri olmakla birlikte gerekli finansal kaynağı bulunmayan girişimcilere işlerini kurabilmeleri, faaliyete geçirebilmeleri ve genişletebilmeleri için fon sağlanması şeklinde gerçekleştirilmektedir (Atilla, 2006).

Risk sermayesi yatırımcıları başka kaynaklardan bir havuzda toplanan fonları yeni girişimlere aktaran kurumsal yapılardır (Atilla, 2006, s. 54; Zaimoğlu, 1995, s. 37). Bu yapılar risk sermayesi yatırımı konusunda uzmanlaşmış, tecrübeli personelleri ve hizmet aldıkları diğer profesyonel kuruluşlar vasıtası ile yatırım alternatiflerini değerlendiren kurum ve kuruluşlardır. Risk sermayesi yatırımcılarının temel özelliği, yatırım alanlarını değerlendirme konusunda deneyimli olmaları ve kendilerine benzer yatırımcıların oluşturduğu bir seçkinler kulübünün üyesi olarak da diğer yatırımcılar ile bağlantılı olmalarıdır (Mollick ve Robb, 2016, s. 72).

Risk sermayesi yatırımcılarının yatırıma yönlendirdikleri fonların kaynakları ülkeden ülkeye değişiklik göstermekle birlikte bankalar genel olarak çoğu ülkede önde gelen kaynaklardır (Mayer, Schoors ve Yafeh, 2005, s. 587). Bankalara ilave olarak emeklilik fonları, sigorta şirketleri, sosyal güvenlik kuruluşları, özel sektör kuruluşları ve kamu kuruluşları da fon kaynağı olabilmektedir (Atilla, 2006, s. 54; Zaimoğlu, 1995, s. 37).

Bu kanal ile sağlanan finansman işletmeye ortak olma amacı ile yapılabileceği gibi paya dönüştürülebilir tahvil (Convertible Bond) veya doğrudan borç verme şeklinde de yapılabilmektedir. Risk sermayesi yatırımcıları tarafından sağlanan fonlar serbest bırakılmadan önce, girişimci ile birebir görüşülerek ve çok sıkı prosedürler çerçevesinde, yeni girişimler hakkında detaylı yatırım öncesi inceleme çalışmaları (due diligence) yapılmakta ve ancak ümit vaad ettiği düşünülenlere melek yatırımcılara göre çok daha büyük tutarlarda olmak üzere- yatırım yapılması tercih edilmektedir (Lukkarinen ve diğerleri, 2016, s. 2; Sudek, 2006, s. 90).

Risk sermayesi yatırımcıları tipik olarak belirli sektörlerde iyi bağlantılara sahip olduklarından yeni girişimin kilit personel alımlarına yardımcı olurlar, tedarikçileri ve müşterileri ile pazarlık ederler, girişimciye stratejik kararlar konusunda tavsiyelerde

bulunurlar, girişimin büyümesi halinde profesyonel bir CEO istihdam ederler, birleşmeler, satın almalar ve ilk halka açılma kararlarında yönlendirirler ve uygun zamanın geldiğini düşündüklerinde de çeşitli yollarla yatırımdan çıkarlar (Schmidt, 2003, s. 1140). Risk sermayesi yatırımcıları yeni girişimlere diğer finansman kaynaklarına oranla daha fazla stratejik, finansal ve yönetsel yönlendirme ile pazarlama tavsiyesi sağlamakta ayrıca da yeni girişimin başarılı olabilmesi için daha profesyonel danışmanlardan görüş alınabilmesi konusunda da gerekli desteği vermektedirler (Cosh ve diğerleri, 2009, s. 1501).

Risk sermayesi yatırımlarında yeni girişimin başarılı olması ve değerinin artması halinde alınan halka arz yoluyla veya ellerindeki payların başka yatırımcılara satışı gibi çeşitli yollarla bu yatırımlardan oldukça karlı bir şekilde çıkışlar söz konusu olabilmektedir (Bellavitis ve diğerleri, 2017, s. 3). Ancak yapılan yatırımın geri dönüşü çoğunlukla uzun zaman almakta, payların ikincil piyasasının olmaması vb. nedenlerle ara dönemde kısmi veya tamamen çıkışlar mümkün olmamakta ayrıca da yatırımın batması riski de bulunmaktadır. Bu nedenle risk sermayesi yatırımcıları yatırım kararlarını verirken oldukça titiz davranmakta ve ince eleyip sık dokumaktadırlar. Mollick'e göre risk sermayesi yatırımcıları yeni girişimlerin kalitesini değerlendirmede oldukça uzmanlaşmış yatırımcılardır (2013, s. 1).

Risk sermayesi toplam ortaklık yatırımlarının oldukça küçük bir payına sahip olsa da 1970'lerden bu yana ABD'nde ekonomik büyüme ve istihdamın artırılmasında dramatik bir etkiye sahip olup, Microsoft, Intel, Apple, Federal Express, Cisco Systems, Genentech ve bunlar gibi pek çok yüksek teknoloji şirketi erken evrede risk sermayesi ile desteklenmiştir (Schmidt, 2003, s. 1136).

1.4.3. Geleneksel finansmanın zorlukları

Girişimciliğin finansmanında bu kısma kadar incelediğimiz geleneksel yöntemlerin her birinin özellikle erken evre finansman söz konusu olduğunda girişimci açısından kendine özgü zorlukları bulunmaktadır. Örneğin bu tür girişimcilere yönelik banka kredileri oldukça kısıtlı, maliyetli ve kısa vadeli, ticari kredilerin ise maliyeti banka kredilerinden de daha yüksektir. Mikro finansman imkânları, kamusal destekler, kredi garantileri ve vergi teşvikleri her zaman mevcut olmayabilmekte ve mevcut olsa dahi yetersiz kalabilmektedir.

Erken evre finansmanda sermaye piyasalarından pay ya da tahvil ihracı yoluyla fon sağlayabilmek ise bu yeni girişimlerin yeterli ölçekte ve kurumsallıkta olmaması, potansiyel yatırımcıları ile girişimciler arasındaki bilgi asimetrisinin fazla olması ve ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının işlem görebileceği ikincil piyasaların gelişmemiş olması gibi nedenlerle neredeyse imkânsızdır. Bu zorluklar görülebileceği üzere daha ziyade finansmana erişimi engelleyen ve girişimciye kapıyı doğrudan kapatan zorluklar olup, gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş ülkelere göre çok daha üst düzeydedir.

Bu koşullar çerçevesinde geleneksel finansman yöntemlerinden girişimci açısından en ulaşılabilir olanları olarak geriye melek yatırımcılık ve risk sermayesi yoluyla finansman kalmaktadır. Öte yandan çeşitli yazarlar bu yöntemler ile finansman sağlamanın da getirdiği çeşitli zorluklar olduğuna işaret etmektedir. Ancak bu zorluklar daha çok yatırımcıların yatırım kararı süreçlerine ilişkindir. Şöyleki girişimcilerin bu kanallardan fon sağlayabilmesi için zorlu bir takım süreçleri aşmaları gerekmektedir.

Gerek melek yatırımcılık gerekse de risk sermayesi yatırımlarında fon ihtiyacı olan girişimciler ile fon fazlası olan ve bunu gelecek gördüğü karlı alanlarda yatırım yaparak değerlendirmek isteyen yatırımcılar karşı karşıya gelmekte ve girişimciler kendilerini ve fikirlerini bu sınırlı sayıda yatırımcıya beğendirmeye çalışmaktadır. Burada girişimcinin fikri ne kadar iyi olursa olsun finansman bulabilmesi bu tek ya da birkaç yatırımcıyı ikna edebilmesine bağlıdır. Mollick ve Robb, New York'da yerleşik ve Sylvia Ann Hewlett tarafından yönetilen Center for Talent Innovation unvanlı bir düşünce kuruluşunun yaptığı araştırma sonuçlarına göre yenilik fikri kolaylıkla pazarlanabilir ve karlı bir yatırıma dönüştürülebilir çok iyi bir fikir dahi olsa eğer yatırımcının ihtiyaçlarına ve ilgi alanlarına hitap etmiyorsa yatırımcının çoğu zaman fon sağlamak istememekte olduğu ve karar vericilerin %56'sının kendileri için bir ihtiyaç olduğunu düşünmedikleri projelere yatırım yapmadığı tespitlerini aktarmaktadır (2016, s. 73). Yatırımcı aynı zamanda girişimci ile yaptığı yüz yüze görüşmelerde girişimci ekibin kalitesine, geçmiş başarılarına ve yapacağı yatırımı karlı bir şekilde sonuçlandırma anlamında güven telkin edip etmediğine bakmaktadır. Geçmişte benzer bir başarısı olmayan bir girişimcinin projesi ne kadar iyi olursa olsun yatırımcıyı ikna etmesi oldukça zor olabilmektedir. Nihayetinde yalnızca yüksek büyüme amacındaki az sayıda seçilmiş girişim melek yatırımcıların ve risk sermayesi yatırımcıların fonlarını kendisine çekebilmektedir (Bellavitis ve diğerleri, 2017, s. 5).

Yine risk sermayesi yatırımcıları ve melek yatırımcılar ile girişimciler arasında coğrafi uzaklık söz konusu ise girişimcinin yatırım alabilme şansı düşmektedir. Çünkü bu tür yatırımcılar girişimcinin kendilerine kontrol edebilecekleri ölçüde yakın bir mesafede olmasını tercih etmektedirler.

Öte yandan risk sermayesi yatırımcılarının yeni girişimlerin hayat döngüsünde hangi aşamada yatırım yaptıkları ülkeden ülkeye değişiklik göstermektedir (Mayer ve diğerleri, 2005, s. 587). Risk sermayesi yatırımcıları bazı ülkelerde yeni girişimlere çekirdek sermayesi veya başlangıç sermayesi sağlamak veya onları gelişim evrelerinde fonlamak yerine büyüme evresine ayak basmış girişime finansman sağlamayı tercih etmektedirler (Lukkarinen ve diğerleri, 2016, s. 2, Sudek, 2006, s. 89). Örneğin İsrail’de erken evre finansmanı yapılırken Almanya ve İngiltere’de gelişme evresi tercih edilmekte, Japonya’da ise büyüme evresi finanse edilmektedir (Mayer ve diğerleri, 2005, s. 587). Ayrıca risk sermayesi yatırımcılarının yatırım öncesi inceleme (due diligence) süreci oldukça zorlu ve zaman alıcı olabilmektedir. Hatta bu nedenlerle öncelikli olarak başvurulmuş melek yatırımcılar da çoğu zaman erken evre yatırımlarını tercih etmemekte olup, böyle bir durumda fon arzı fon talebini karşılayamamakta ve iç ve dış fon kaynakları arasındaki aşamalarda bir fonlama açığı ortaya çıkmaktadır.

Diğer taraftan her ne kadar literatürde yeni girişimin yatırımcılar ile arasındaki bilgi asimetrisi sorununun da risk sermayesi yatırımı almak suretiyle kısmen çözülebileceği ve diğer yatırımcılara da böylelikle ulaşabileceği görüşü hâkim olsa da bu yatırımı yeni girişimlerin çoğunluğunun ilk etapta alması pek kolay olmadığından (Cumming ve diğerleri, 2015b, s. 1) bahsedilen faydadan yararlanılması da bu aşamada pek mümkün görünmemektedir. Bunun dışında azınlıkların ve kadınların da risk sermayesi yatırımcıları kanalıyla finansmana erişimde zorluk yaşadıkları anlaşılmaktadır (Mollick ve Robb 2016, s. 73).

Son olarak her ne kadar girişimcilerce daha ulaşılabilir bir finansman türü gibi görünse de risk sermayesi yatırımları gelişmiş ülkelerde bile girişimciliğin finansmanında küçük bir paya sahip olup, gelişmekte olan ülkelerde ise bu kanal üzerinden fon bulmak daha da zorlaşmaktadır (Bellavitis ve diğerleri, 2017, s. 8). Popüler görüşün aksine risk sermayesi inovasyonların finansmanında çok küçük bir rol oynamaktadır (Zider, 1998).

1.5. Girişimciliğin Finansmanında Modern Yöntemler

Geçtiğimiz yıllarda risk sermayesi ve melek yatırımcıların girişimciliğin finansmanında önem kazanmış olmasının yanında, son dönemde bir dizi nispeten yeni finansman kaynağı ortaya çıkmıştır (Bruton, Khavul, Siegel ve Wright, 2015). Örneğin bilim ve teknoloji startuplarındaki girişimciler, hızlandırıcılar ve kuluçka merkezleri, üniversitelerin çekirdek/tohum fonları gibi kaynaklardan finansman sağlayabilmektedir (Bellavitis ve diğerleri, 2017, s. 3). Diğer taraftan finansman konusunda karşılaşılan zorluklarla ilgili çözüm arayışları ile birlikte teknolojik gelişmeler ve İnternetin yaygın kullanımı zaman içerisinde modern finansman yöntemlerinin ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Bu kapsamda finansal teknolojilerdeki gelişmeler ile bankalar ve mikro finans kurumları gibi klasik finansal kurumların iş yapış şekilleri verimlilik ve maliyetlerdeki azalma anlamında radikal bir biçimde değişmiştir (Gürünlü, 2018, s. 295). Bunun yanında fintek şirketleri ortaya çıkmış ve düşük işlem maliyet avantajı sağlayan dijital finansman uygulamaları başlamıştır. Dünya artık herkes için küçülmüş ve her anlamda erişilebilir hale gelmiş, bununla birlikte de ekonomik süreçlerdeki katılımcılar küresel anlamda çeşitlenmiş, yaratım ve üretim süreçlerinde daha önce yalnızca profesyonel ellerce gerçekleştirilen inovasyon ve finansman işlerinde artık amatör kitlelerin de katkı sunabildiği bir düzene geçilmiştir (Yazıcı, 2018). Bu bağlamda girişimcilerin muhtaç olduğu dış finansman kaynakları bundan en fazla 10 yıl kadar önce melek yatırımcılar ve risk sermayesi yatırımcıları şeklinde gelenekselleşmiş yapılardan ibaret iken teknoloji ve İnternet alanındaki bahsedilen gelişmelerle birlikte oyunun kuralları değişmeye başlamış ve KF gibi yeni modern finansman yöntemleri ortaya çıkmıştır.

1.5.1. Fintek kavramı

2008 küresel mali krizinden sonra öne çıkan bir kavram olan fintek kavramı kısaca finansal sistemin çalışma şeklini değiştirmekte olan finansal yenilikleri ifade etmektedir (Jenik, Lyman ve Nava, 2017, s. 1). Fintek kavramına ilişkin olarak çok çeşitli tanımlamalar mevcut olmakla birlikte tüm bu tanımlamaların üzerinde birleştiği iki temel karakteristik bulunmakta olup bunlar fintekin çağdaş teknolojilerin kullanımını içermesi ve finansal

hizmetler alanını güçlendirme, bozma ve devrim yaratma potansiyeline sahip olmasıdır (Decision Point).

Yağcı (2018), fintek kavramını “finansal hizmetler sektörüne uygulamalar, süreçler, ürünler ve iş modelleri alanında yenilikler getiren teknolojik yeniliklerin bütünü” şeklinde tanımlamakta ve fintek firmalarını “ödeme, borç verme ve sermaye toplama, yatırım ve ticaret, takas ve paraya çevirme” hizmetleri sunanlar şeklinde dört temel sınıfa ayırmaktadır. Avrupa Parlamentosu’nun Fintek Raporu’nda (European Parliament, 2017) fintek, yeni teknolojilerin sağladığı tüm finansal hizmetler, ürünler ve altyapıyı kapsayan bir finansman alanı olarak tanımlanmakta ve bu alanın aynı zamanda sigorta sektöründe (InsurTech) ve mevzuata uyum amaçlı (RegTech) kullanımı da kapsadığı ifade edilmektedir. Fintek pratik hayatta ise İnternet ve akıllı telefonların beraberinde getirdiği özellikli finansal inovasyonları tanımlamak için kullanılmakta olup, kısaca finansal yenilik olarak da adlandırılabilir.

Son yıllarda yaşanan teknolojik gelişmeler bankacılık ve finans sektörlerindeki çalışma prensiplerini değiştirmiş ve bu sektörlerdeki alışlagelmiş fiziki kurumlardan farklı olarak aynı ve daha gelişmiş finansal hizmetleri daha dijital bir yapıda sunan ve böylelikle müşterilerin bireysel beklentilerine daha fazla ve daha hızlı bir şekilde cevap verebilen fintek (FinTech) şirketleri ortaya çıkmıştır (Menteş, 2019, s. 171). Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası’na göre (European Bank for Reconstruction and Development - EBRD) finansal yenilikler gelişmekte olan ekonomilerde gelişme yönünde dönüştürücü bir işlev görmektedir (EBRD). Soriano (2017) ise fintek şirketlerinin finansal tabana yayılmayı sağlamak suretiyle gelişmekte olan ülkelerde ekonomik gelişmişliği desteklediğini tespit etmiştir (Menteş, 2019).

Fintek dönemi teknolojik değişimlerin hızı ve fintek startupları, bilgi teknolojisi ve veri firmaları gibi finansal sektörün yeni katılımcılarının çeşitliliği ile karakterizedir ve bu bağlamda, fintek ile birlikte inovasyon ve büyüme için yeni fırsatlar, kanun yapıcılar ve düzenleyici kurumlar açısından da yeni zorluklar ortaya çıkmış bulunmaktadır (EBRD).

Finansal İstikrar Kurulu (Financial Stability Board - FSB) fintek uygulamalarını temel mevcut ekonomik fonksiyonlarına göre (i) ödeme ve takas (ii) mevduat, borç verme ve fon toplama (iii) sigorta (iv) yatırım yönetimi ve (v) piyasa destek hizmetleri olmak üzere 5 finansal hizmet grubu altında sınıflandırmaktadır (FSB, 2017, s. 7,8)

Teknolojik gelişmeler ve sosyal ağların yaygınlaşması girişimciliğin finansmanı alanında da yeni açılımlara sebep olmuş ve yeni girişimlerin finansmanında yeni modern yöntemlerin ortaya çıkmasını sağlarken küçük yatırımcıların da finansal araçlara gerek olmaksızın yatırım yapabilmelerine olanak sağlamıştır (Vismara, 2016, s. 579). KF de fintek uygulamalarının bir alt kategorisi olan ve geleneksel finansal sistem dışındaki teknolojiye dayalı piyasa tabanlı finansmanı ifade eden Çevrimiçi Alternatif Finans'ın altında yer alan finansal yeniliklerden birisidir (Jenik ve diğerleri, 2017, s. 1). FSB'nin sınıflandırmasına göre de finansal getirili KF modelleri olan paya ve borçlanmaya dayalı modeller (ii) mevduat, borç verme ve fon toplama grubu altında yer almaktadır (2017).

1.5.2. Alternatif finans

Alternatif Finans kavramı için teknik anlamda tek bir tanımlama yapmak oldukça zordur. O nedenle genel olarak bankacılık sistemi ve sermaye piyasaları gibi geleneksel kaynaklar dışındaki kaynaklardan finansman sağlamak olarak tanımlanırsa yanlış olmayacaktır (Allen ve diğerleri, 2013; Rubanov ve Marcantonio, 2017, s. 92). Alternatif Finans kaynakları hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde önemli bir rol oynamakta olup, hızlı büyüyen gelişmekte olan ekonomilerde Alternatif Finans sistemi en önemli dış finansman kaynağı olabilmektedir (Allen ve diğerleri, 2013, s. 3). Finansal kiralama, ticari krediler (satıcı kredileri), kredi kartları, aile ve arkadaşlardan yapılan borçlanmalar ve gayri resmi kaynaklar (informal sources) gibi kaynaklar Alternatif Finans kaynakları olarak adlandırılmaktadır (Allen ve diğerleri, 2013, s. 19).

İlave olarak son dönemde Alternatif Finansa ilişkin pek çok tanımlamada fon talep edenlerin genellikle çevrimiçi platformlar üzerinden fon sağlayıcılar ile doğrudan bağlantı kurabilmelerine vurgu yapılmakta (Segal, 2016, s. 1) ve Alternatif Finans konusu daha çok özelleşmiş çevrimiçi platformlar üzerinden finansman ile özdeşleştirilmektedir (Rubanov ve Marcantonio, 2017, s. 92) Özel çevrimiçi platformların kullanımına dayanan alternatif işletme finansmanı modelleri, küçük, orta ölçekli işletmeler ve büyük şirketler için bankalar ya da sermaye piyasaları aracılığıyla finansmana göre hız, basitlik, erişilebilirlik gibi çeşitli avantajlar sağlamaktadır (Rubanov ve Marcantonio, 2017, s. 97). Bu durumda bahsedilen aslında çevrimiçi alternatif finans olmaktadır. KF ise çevrimiçi alternatif finansın en iyi bilinen formlarından birisi durumundadır (Segal, 2016, s. 2).

2018 yılında hazırlanan Cambridge Alternatif Finans Merkezi (The Cambridge Centre for Alternative Finance-CCAF) 3. Amerika Kıtası Alternatif Finans Endüstri Raporu'na göre çevrimiçi alternatif finans piyasası hacminin önemli bir kısmını KF işlemleri oluşturmaktadır (Ziegler, Johanson, King, Zhang, Mammadova, Ferri, Trappe, Suresh, Hao, Ryll ve Yerolemou, 2018). Anılan Rapor'a göre çevrimiçi alternatif finans piyasası hacmi büyüklüğüne göre, 2017 yılında Dünya'da birinci sırayı 104 milyar ABD doları ile Çin almakta olup, ikinci sırada ise 42,81 milyar ABD doları hacim ile ABD piyasası yer almaktadır (2018, s. 15). Tüm Amerika Kıtası'na bakıldığında (Kuzey, Orta ve Güney Amerika'da 35 farklı ülkeyi kapsayacak şekilde) ise 2017 yılında toplam piyasa hacminin bir önceki yıla göre %26 büyüyerek 44,3 milyar ABD dolarına ulaşmış olduğu görülmektedir (Ziegler ve diğerleri, 2018, s. 15).

1.5.3. Kitle fonlaması

KF'nin ortaya çıkmasından önce risk sermayesi yatırımcıları özellikle teknoloji girişimlerinin ana fon kaynağı görevini görmekte, girişimciyi risk sermayesi yatırımcısı ile buluşturmada basamak görevini de çekirdek sermayesi sağlayan içsel fon kaynakları ve melek yatırımcılar görmekteydi (Mollick, 2013, s. 25). Mollick'e göre KF'nin girişimciliğin finansmanı alanında yeni girişimlerin finansman bulması ve başarılı olması konularındaki mevcut teorileri güçlendiriyor mu yoksa onlarla çelişiyor mu olduğu henüz bilinmemekte olup, mevcut projelerin taahhütleri vb. konularda uzun vadeli uygulama sonuçları da belli değildir (2014, s. 1). Aynı zamanda KF'nin özellikle paya dayalı modelde yeni gelişiyor olması ve girişimciliğin finansmanında geleneksel yöntemlerin sağladığı tavsiye, yönetim desteği ve itibar gibi diğer faydalar dikkate alındığında ne derecede bunların yerini alabileceği de henüz anlaşılamamıştır (Mollick, 2014, s. 3) ve tüm bu hususlar araştırılmalıdır.

KF günümüzde yeni girişimlerin risk sermayesi aşamasına ulaşmaları öncesindeki finansman sıkıntılarını çözmelerine ve girişimciliğin finansmanında iç ve dış finansman kaynakları arasında kalan aşamadaki fonlama açığının kapatılmasına yardımcı olmaktadır (Lukkarinen ve diğerleri, 2016, s. 2). İlk KF örnekleri bazı gelişmiş ekonomilerde görülmüş olmakla birlikte 2008-2009 finansal krizi sonrasında yeni girişimlerin fon kaynaklarına erişiminin neredeyse hiç kalmaması nedeniyle diğer ekonomilerde de kullanımı hızla

yaygınlaşmaya başlamıştır (Block ve diğerleri, 2018b, s. 240; Bruton ve diğerleri, 2015, s. 12).

KF’de girişimcinin gerekli kaynağı bulabilmek için bu belli başlı birkaç tür büyük yatırımcıya bağımlı kalması gerekmekte ve fon talebi ile halka başvurup küçük yatırımcılardan İnternet üzerinden toplayacağı kaynak ile finansman sorununu daha kolay bir şekilde çözmesi mümkün olabilmektedir (Belleflamme ve diğerleri, 2014, s. 585, 586).

KF zaman içerisinde girişimciliğin finansmanında geçerli bir yöntem olarak yerini daha da sağlamlaştırmaktadır. O kadar ki Hornuf ve Schwienbacher KF’nin günümüzde yeni girişimlerin finansmanında ana akım kaynak haline gelmiş olduğu iddiasında bulunmaktadır (2018, s. 556). KF konusu Tez’in ikinci bölümünde etraflıca incelenmektedir.

1.6. Türkiye’de Girişimciliğin Finansmanı Yöntemleri

Ülkemizde girişimcilik konusundaki finansman imkânlarının yeterli olmaması ve inovasyona yönelik amatör projelerin yeterince destek görememesi nedeniyle girişimcilik alanında fazla bir gelişme gösterilememektedir (Yazıcı, 2018). Temel finansman imkânları nelerdir diye bakıldığında girişimciliğin Türkiye’de melek yatırımcılar, risk/girişim sermayesi yatırımcıları ve BİAŞ bünyesindeki GİP olmak üzere belli başlı 3 kanaldan finanse edilebildiği ve ilaveten girişimcilere Kredi Garanti Fonu ve KOSGEB tarafından da çeşitli desteklerin sunulduğu görülmektedir.

1.6.1. Melek yatırımcılar

Ülkemizde melek yatırımcılar 15 Şubat 2013 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren “Bireysel Katılım Sermayesi (BKS) Hakkında Yönetmelik” ile düzenlenmektedir.

Yönetmeliğin 3 (1). Maddesi’nde Bireysel katılım sermayesi “Bireysel katılım yatırımcılarının bu Yönetmelik kapsamında şirketlere aktardığı nakdi sermaye”, Bireysel Katılım Yatırımcısı (BKY) ise “Kişisel varlıklarını ve/veya tecrübe ve birikimlerini başlangıç veya büyüme aşamasındaki şirketlere aktaran gerçek kişiler” şeklinde

tanımlanmaktadır. Yine aynı Madde’de Bireysel katılım yatırımcısı lisansı (BKY lisansı): “belirlenen kriterleri karşılayan BKY’lere verilen ve devlet desteğinden yararlanma olanağı sağlayan belge” şeklinde hükme bağlanmıştır. Yönetmeliğin 4 (1). Maddesi’nde Gelir Vergisi Kanununun geçici 82 nci maddesi kapsamında vergi desteğinden yararlanabilmek için BKY’lerin “tam mükellef girişim şirketlerine ait iştirak hisselerini en az iki tam yıl elde tutmaları” şartı getirilmiştir.

T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından lisans verilen BKY sayısı 2019’un ilk çeyreği itibari ile 476’ya ulaşmış bulunmaktadır.

1.6.2. Risk/Girişim sermayesi yatırımcıları

Risk sermayesi kavramı ülkemizde ilk defa 1992 yılı ekonomik istikrar tedbirleri içerisinde girişimciliği teşvik edecek yeni bir yatırım modeli olarak yer almış olup, Türkiye’de risk/girişim sermayesi yatırımları yapabilen yapılar Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) ile düzenlenen yatırımcılar ile diğer yatırımcılar olmak üzere iki ayrı bölümde incelenmelidir (Atilla, 2006).

1.6.2.1. SPKn ile düzenlenen yatırımcılar

SPKn ile düzenlenen ve Sermaye Piyasası mevzuatı çerçevesinde ülkemizde faaliyet gösterebilen risk/girişim sermayesi yatırımcıları günümüzde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları (GSYO) ve Girişim Sermayesi Yatırım Fonları’dır (GSYF).

Ortaklık modeli 1992 yılında SPKn’da yapılan değişiklikler ve SPKr tarafından 1993 yılında yayımlanan ilgili alt düzenlemeler ile Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı olarak yasal altyapısı oluşturulmuş ve gelişim hızı istenildiği kadar yüksek olamasa da çeşitli değişikliklerle günümüze kadar uygulanagelmiş bir modeldir. Ortaklık modeline olan ilginin artırılabilmesi için SPKr’nun 2003 yılında yayımlanan Seri:VI, No:15 sayılı “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile sermaye piyasası mevzuatında çeşitli değişiklikler yapılmış ve risk sermayesi kavramı terk edilerek girişim sermayesi kavramı kullanılmaya başlanmıştır. Fon modeli ise 30 Aralık 2012 tarih ve 28513 sayılı

Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren 6362 sayılı SPKn ve SPKr’nun ilgili alt düzenlemeleri çerçevesinde ile işler hale getirilmiştir.

Bu tür risk/girişim sermayesi yatırımcıları için sermaye piyasası mevzuatı kapsamına girmenin vergi avantajı bulunmakta olup, GSYO ve GSYF’lerin kazançları kurumlar vergisinden istisna edilmiştir. Ayrıca GSYO paylarına ve GSYF katılma paylarına yatırım yapan gerçek ve tüzel kişiler için de borsada işlem gören GSYO paylarının alım satım kazançları ve GSYF katılma paylarının fon iadesinde elde edilen getiri üzerinden çeşitli vergi avantajları söz konusudur.

1.6.2.1.1. Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları

GSYO’lar 09 Ekim 2013 tarih ve 28790 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmış olan III-48.3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.3 sayılı Tebliğ) ile düzenlenmektedir. III-48.3 sayılı Tebliğ’in 4-(1). Maddesinde GSYO “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 anonim ortaklık.” şeklinde tanımlanmaktadır.

Kısaca ortaklık modeli de diyebileceğimiz bu model halka açık veya payları nitelikli yatırımcıya satılacak şirket yapısı üzerine kurgulanmış bir modeldir. III-48.3 sayılı Tebliğ’in 11-(1). Maddesinde paylarını halka arz edecek ortaklıklara ilişkin olarak GSYO olmalarını takiben “18 ay içinde asgari olarak bir girişim sermayesi yatırımı yapmaları, üç yıl içinde ise girişim sermayesi yatırım portföyünü bu Tebliğ hükümlerine uygun olarak oluşturmaları, çıkarılmış sermayelerinin asgari %25’ini temsil eden payların halka arzı” için SPKr’na başvurmaları zorunluluğu getirilmektedir. III-48.3 sayılı Tebliğ’in 12 (1) Maddesi’nde de paylarını nitelikli yatırımcılara satacak ortaklıklara ilişkin olarak 18 ay içinde asgari bir yatırım ve 3 yıl içinde sermayenin en az %25’ine karşılık gelen paylarını, nitelikli yatırımcıya satmak için SPKr’na başvurma zorunluluğu getirilmiştir.

1.6.2.1.2. Girişim sermayesi yatırım fonları

GSYF'ler 02 Ocak 2014 tarih ve 28870 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmış olan III-52.4 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.4 sayılı Tebliğ) ile düzenlenmektedir. III-52.4 sayılı Tebliğ'in 4-(1). Maddesinde GSYF "nitelikli yatırımcılardan katılma payı karşılığında toplanan para ya da iştirak paylarıyla, pay sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre, üçüncü fıkrada belirtilen varlık ve işlemlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulan tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığıdır" şeklinde tanımlanmaktadır.

Yine III-52.4 sayılı Tebliğ'in 4-(1). Maddesi hükümleri uyarınca GSYF'ler "Kuruldan faaliyet izni alan portföy yönetim şirketleri ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri tarafından bir içtüzük ile süreli olarak" kurulabilmekte olup, 13-(1). Maddesi uyarınca da katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılabilmektedir. III-52.4 sayılı Tebliğ'in 5-(1). Maddesi'nde yer alan "Fonun malvarlığı, kurucunun, portföy saklayıcısının ve portföy yöneticisinin malvarlığından ayrıdır" hükmü ile GSYF yatırımcılarının hakları düzenlemelerle korunmuş ve 22-(1) Maddesi ile de "yatırımcıların bir defada veya farklı tarihlerde ödenmek üzere, fona kaynak taahhüdünde bulunmaları" gerektiği hükme bağlanmıştır. III-52.4 sayılı Tebliğ'in 5-(2) Maddesi'nde yer alan "fon malvarlığı teminat gösterilemez ve rehnedilemez." hükümleri ve "fon malvarlığı kurucunun ve portföy saklayıcısının yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi hâlinde dahi başka bir amaçla tasarruf edilemez, kamu alacaklarının tahsili amacı da dâhil olmak üzere haczedilemez, üzerine ihtiyafî tedbir konulamaz ve iflas masasına dâhil edilemez." hükümleri ile GSYF malvarlığının üçüncü şahıslarca kötüye kullanımı engellemiştir.

1.6.2.2. Diğer yatırımcılar

Sermaye Piyasası mevzuatı kapsamına girmemekle birlikte Türkiye'de faaliyet gösterebilen diğer risk sermayesi yatırımcıları ise anılan mevzuat kapsamındakilere tanınan vergi istisnalarından yararlanmaksızın risk sermayesi yatırımı yapan yerli/yabancı kuruluşlar olup, bunlara örnek olarak Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. (TSKB), Koç Topluluğu, Esas Holding, İLAB Holding A.Ş., Turkven, Merrill Lynch, Soros Investment Capital ve Ladybird Capital Ltd. şirketleri gibi şirketler gösterilebilir (Atilla, 2006).

1.6.3. Gelişen işletmeler pazarı

KOBİ'lerin desteklenmesi bakış açısı çerçevesinde Dünya genelinde KOBİ piyasalarının oluşturulması faaliyetleri kapsamında ülkemizde de 2010 yılında o zamanki adı ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) bünyesinde GİP oluşturulmuş olup, GİP'te SPKr.'nce payları kayda alınmış olmasına rağmen İMKB'nin kârlılık, "faaliyet süresi, sermaye büyüklüğü ve piyasa değeri" gibi ana piyasadaki kotasyon şartlarını sağlayamayan şirketlere ait payların işlem görmesi amaçlanmıştır (Altaş, 2011, s. 8). GİP bugünkü adı ile BİAŞ bünyesinde Pay Piyasası altında faaliyet gösteren pazarlardan birisidir. GİP'te kuruluşundan itibaren 2015 yılı sonuna kadar halka arz edilmiş olan 27 şirket 212 milyon TL finansman sağlamıştır (BİAŞ, 24).

1.6.4. Kredi garanti fonu

Ülkemizde kredi garantileri konusunda faaliyet gösteren tek kuruluş bulunmakta olup o da 1993 yılında kurulmuş olan Kredi Garanti Fonu'dur (KGF). KGF, teminat gösterme konusunda problem yaşayan KOBİ'lere ve KOBİ dışı şirketlere kredi işlemlerinde kefil olmak suretiyle finansmana erişimlerini kolaylaştırmakta olan kurumsal bir kefalet kuruluşudur (KGF). 13 Eylül 2019 tarihli KGF Veri Bülteni'nden 2018 yılı sonu itibariyle Bankacılık Sektörü toplam kredi büyüklüğünün %9,9'unun KGF kefaletli kredilerden oluştuğu ve toplam KGF kefaletlerinin %76'sının ise KOBİ'lere ilişkin olduğu görülmektedir.

1.6.5. KOSGEB destekleri

GİP'te işlem görecekt olan şirketlerin teşvik edilmesi için SPK, KOSGEB, BİAŞ ve TSPB arasında 04.02.2011'de bir işbirliği işbirliği protokolü imzalanmış ve bu kapsamda KOSGEB tarafından bu tür şirketlerin halka arza ilişkin maliyetlerinin düşürülmesi amacıyla "Gelişen İşletmeler Piyasası KOBİ Destek Programı" oluşturulmuştur (BİAŞ, 23). Destek programı ile KOSGEB'e kayıtlı ve payları GİP'te işlem görecekt olan şirketler, piyasa danışmanı danışmanlık hizmet bedeli, aracı kuruluşa ödenecek aracılık komisyonu, bağımsız denetim hizmeti bedeli, hukukçu raporu masrafı, SPK Kurul kaydına alma ücreti ve Merkezi

Kayıt Kuruluşu masrafı şeklindeki halka arz maliyetlerini karşılayabilmek için 500.000 TL'ye kadar geri ödemesiz mali destek alabilmektedirler.

KOSGEB tarafından ikinci olarak da KOBİ'lerin kredi işlemlerine destek sağlanması amacıyla Kredi Faiz Destek Programı yürütülmektedir (KOSGEB). Bu çerçevede KOSGEB, KOBİ'lere 500.000 TL kredi tutarına kadar faiz desteği sağlayabilmektedir. Kredi Faiz Destek Programı'nın 1. Maddesinde söz konusu programın kapsadığı hususlara ilişkin olarak aşağıdaki hükümler yer almaktadır.

işletmelerin kamu bankaları, özel bankalar, katılım bankalarından uygun koşullarda nakdi kredi temin edebilmeleri için faiz/kâr payı masraflarına Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı tarafından destek sağlanmasına yönelik hususları

Programın 4-(1) maddesinde ise

Banka tarafından işletmelere Türk Lirası veya döviz cinsinden kullanılacak; işletme, makine teçhizat, ihracat ve acil destek kredilerinin faiz/kâr payı masraflarına, bütçe imkânları dâhilinde, KOSGEB tarafından belirlenen puan oranında ve koşullarında destek verilir.

hükmü yer almakta ve 4-(3) maddesinde de faiz desteğinin geri ödemesiz olarak uygulanacağı hükme bağlanmaktadır.

2. KİTLE FONLAMASI

2.1. Tanıtıcı Bilgiler

2.1.1. Ortaya çıkışı

KF ilk olarak sanat ve yaratıcılık alanlarında bir fonlama yöntemi olarak ortaya çıkmıştır (Agrawal, Catalini ve Goldfarb, 2013, s. 3). Mozart ve Beethoven'in konserlerini ve yeni eserlerinin yayımlanmasını hayranlarından topladığı fonlarla gerçekleştirilmesi KF'nin yıllar önceki ilk örnekleri olarak gösterilebilir (Hemer, 2011, s. 1). İnternet teknolojisinin hayatımıza girmesi ile KF'nin bugünkü şekline biraz daha benzeyen örnekleri görülmeye başlanmıştır. Örneğin İngiliz rock grubu Marillion, Amerika Birleşik Devletleri (ABD) konserlerini finanse etmek için 1997 yılında İnternet üzerinden hayranlarından fon talep etmiş ve 60.000 ABD doları toplamıştır (Hemer, 2011, s. 1). Daha sonra halktan fon toplama işi daha sistematik bir şekle bürünmüş ve KF platformu denilen yapılar ortaya çıkmıştır. İlk olarak 2006 yılında bir müzik platformu olarak Amsterdam'da Sellaband ve 2009 yılında da yaratıcı projelerin fonlanması için New York'da Kickstarter platformu kurulmuştur (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 3).

KF'nin çıkış noktası, yeni fikirlerin ortaya çıkarılması, bir konuda geri besleme alınması ya da bir problemin çözümü için kalabalık bir topluluğa başvurulması anlamına gelen Kitle Kaynak Kullanımıdır (Crowdsourcing) (Bayus 2013; Belleflamme, Lambert ve Schwiendbacher, 2010, s. 3; Belleflamme ve diğerleri 2014, s. 588; Kleemann ve diğerleri, 2008). Mamonov, Malaga ve Rosenblum (2017, s. 239) KF'yi mikro finansman ve kitle kaynak kullanımının zaman içindeki bütünleşmesi sonucu ortaya çıkan bir yöntem olarak tanımlamaktadır. Öte yandan Mollick (2014, s. 2) her ne kadar mikro finansmanın ve kitle kaynak kullanımının bazı özelliklerini bünyesinde barındırıyor olsa da KF'nin yeni girişimlerin finansmanında kendine özgü özellikleri olan yepyeni bir yöntem olduğunu ifade etmektedir.

Herhangi bir ülkede girişimciliğin finansmanının ve KF gibi yeni finansman yöntemlerinin gelişebilmesi için o ülkede öncelikle girişimciliği destekleyen koşulların bulunması gereklidir. Bir finansman yöntemi olarak KF ve bu yöntemin dinamikleri son

dönemde gerek akademik çevrelerin gerekse de finansal sistemdeki düzenleyici kurumların üzerinde durduğu önemli konular haline gelmiştir.

2.1.2. Tanımlar

KF, en basit tanımıyla bir girişimcinin finansman ihtiyacının klasik olarak bir ya da birkaç profesyonel kurum veya kişiden blok olarak temin edilmek yerine çok sayıda bireyden küçük tutarlarda toplanan paralar ile (Schwienbacher ve Larralde, 2012, s. 4) bir nevi imece usulü karşılanmasıdır. KF’de çok sayıda destekçi platform adı verilen dijital ortamlar vasıtasıyla bir girişimcinin projesine İnternet üzerinden yapacakları küçük katkılarla fonlama sağlamaktadır. Girişimciler söz konusu platformlar vasıtasıyla yenilikçi fikirlerini veya projelerini tanıtarak bunlar için gerekli fonları da yine bu platformlar kanalıyla İnternet üzerinden toplamaktadırlar. Bu yöntem sayesinde girişimciler için sadece bir fikir ve bunu geliştirme arzusu ile yola çıkıp onu gerçeğe dönüştürmek uzak bir hayal olmaktan çıkmaktadır.

Belleflamme ve diğerleri, KF’yi daha geniş bir kavram olan kitle kaynak kullanımının bir parçası olarak görmekte olup, çeşitli girişimlerin desteklenmesi amacıyla İnternet üzerinden bağış şeklinde ya da çeşitli ödüller ve/veya oy hakları karşılığında finansal kaynak toplanması için yapılan açık çağrı şeklinde tanımlamıştır (2010, s. 4).

Mollick (2014, s. 1 ve 2) KF’yi her tür yeni girişimin, risk sermayesi yatırımcıları ve diğer geleneksel yatırımcılara başvurmaksızın ve üstüne üstlük finansal aracılar da kullanmaya gerek olmadan İnternet üzerinden bireylerden toplanan küçük tutarlarda fonların bir araya getirilmesi suretiyle finanse edildiği, sıra dışı ve ilginç bir yöntem olarak tanımlamaktadır.

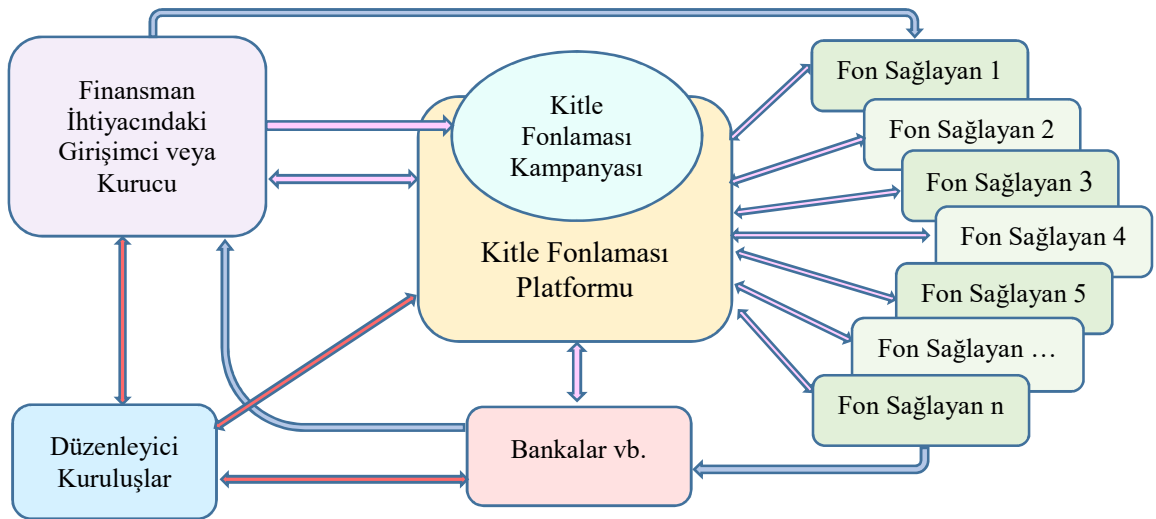
İnternetin ticarileşmesi öncesinde yaratıcı projelerin KF yoluyla finanse edilmesi girişimcilerle fon sahiplerini buluşturma maliyetlerinin ve yatırım öncesi ve sonrası bilgi alışverişi açısından önemli olan iletişim maliyetlerinin uzaktaki yatırımcılar açısından yüksek olması ve küçük tutarlardaki yatırımların da ekonomik olarak anlamlı olmaması nedenleri ile bugün olduğu kadar anlamlı değildi (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 6).

Dünya genelinde İnternet erişiminin ve kullanımının her geçen gün daha ucuz ve daha yaygın hale gelmesi (Agrawal ve diğerleri, 2013), sosyal medya alanındaki gelişmeler ve ayrıca akıllı telefonlar, tabletler vb.'nin yaygın kullanımı gibi faktörlerin KF yönteminin hızla popüler olmasına katkıda bulunduğu anlaşılmaktadır. Dünyada bu yöntemle toplanan fonların tutarı da yıldan yıla hızlı bir şekilde artmakta olup, yakın gelecekte çok önemli bir finansman yöntemi haline gelmesi beklenmektedir.

Konuya daha geniş bir perspektiften bakacak olursak KF'nin teknolojik gelişmelerin sağladığı fintek olarak da bilinen finansal yenilikler evreninin bir parçası olduğu (European Commission, 2016, s. 12) ve fintekin alt kategorisi olan ve geleneksel finansal sistem dışındaki teknolojiye dayalı piyasa tabanlı finansmanı ifade eden çevrimiçi alternatif finansın altında yer aldığı görülebilecektir (Jenik ve diğerleri, 2017, s. 1).

2.1.3. Taraflar ve rolleri

KF'nin 3 ana oyuncusu girişimciler/kurucular, yeni girişimlere fon sağlayanlar (katılımcılar/yatırımcılar) ve KF platformudur (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 10). Bunların yanında para transferlerinin gerçekleştirilmesi amacıyla bankalar vb. finansal kuruluşlardan hizmet alınmaktadır. Öte yandan düzenleyici kuruluşların da ilgili yasal düzenlemeleri yapmak ve gerektiğinde gözetim/denetim faaliyetinde bulunmak gibi rolleri bulunmaktadır. Şekil 2'de KF'nin anılan tüm tarafları ve aralarındaki ilişkiler gösterilmektedir.



Şekil 2. Kitle Fonlamasının Tarafları

2.1.4. Sürecin nasıl işlediği

KF süreci kampanya öncesi, aktif kampanya dönemi ve kampanya sonrası olmak üzere birbirinden ayrı üç aşamadan oluşmaktadır (Brown, Mawson ve Rowe, 2019, s. 120).

Öncelikle iyi bir fikri, kuruluş aşamasında ya da büyüme ihtiyacı olan bir yeni girişim ya da bir projesi olan ancak bunu gerçekleştirecek ya da büyütecek finansal olanaklara sahip olmayan bir girişimcinin daha sonra da bu tür girişimlere fon sağlamak isteyebilecek kişilerin mevcut olması gerekmektedir. KF’de girişimci projesini İnternet üzerinde oluşturulan ve platform adı verilen dijital bir ortam vasıtasıyla halka tanıtmakta ve projenin gerçekleştirilmesi için gerekli fonları hiçbir aracıya başvurmaksızın yine bu platformlar üzerinden halktan toplamaya çalışmaktadır. Bu süreç KF kampanyası olarak adlandırılmaktadır (İşler, 2014).

Örneğin Kickstarter üzerinden bir KF kampanyası düzenlenebilmesi amacıyla girişimci, projesi için Platform üzerinde bir web sayfası oluşturmakta ve bu sayfada projenin amacı, toplanacak fonların ne için ve hangi şekilde kullanılacağı, kampanyanın hangi tarihler arasında yürütüleceği, proje için ulaşılması gereken hedef fon tutarı gibi açıklayıcı bilgilere yer vermekte, girişimciler bu sayfa üzerinden aynı zamanda herkesin görebileceği şekilde bilgi güncellemeleri eklemek suretiyle kampanyanın potansiyel ve mevcut katılımcıları ile iletişim kurabilmekte (Kuppuswamy ve Bayus, 2015, s. 4) ve ayrıca katılımcılardan gelecek sorulara ve yorumlara da anılan sayfada yer verebilmektedir. Bunlara ek olarak platformdan platforma projeler için oluşturulabilecek web sayfasının formatı ve bulunması gerekli asgari bilgiler değişebilmekle birlikte kampanya sayfasında yer alan projeyi ve girişimciyi açıklayıcı metinler çeşitli fotoğraf ve video formatındaki görsellerle desteklenebilmekte, girişimci ya da projenin üçüncü şahıslarca destekleniyor olduğuna ilişkin ödüller, bağışlar, patentler vb. bilgiler ile kampanyanın ne şekilde ilerlediğine ilişkin olarak kampanyaya an itibarıyla katılmış bulunan kişi sayısı ve o ana kadar toplanan fon tutarı ile gerçekleşen fonlama yüzdesi gibi bilgiler paylaşılabilir ve yeni girişimin web sayfasına, Facebook, Twitter, Instagram vb. sosyal medya hesaplarına bağlantılar verilebilmektedir.

Girişimciler/kurucuların KF yöntemini kullanmak istemesinin en büyük sebebi düşük maliyetle finansman elde etmek istemeleridir (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 10). Bu en güçlü motivasyonun yanında kamuoyunun dikkatinin çekilmesi ve ürün/hizmet hakkında

geri bildirim alınabilmesi de girişimcileri KF'ye yönelten faktörlerdir (Belleflamme ve diğerleri, 2010, s. 6)

Fon sağlayanların ise yöntemi kullanmak için yatırım fırsatlarına erişebilmek, yeni ürünlere piyasaya çıkmadan sahip olabilmek, toplumsal bir faaliyete katılmış olma duygusu yaşayabilmek, bir ürün veya hizmeti desteklemek gibi farklı motivasyonları vardır (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 14 ve 15). KF platformları ise kâr amaçlı yapılar olarak genellikle başarılı kampanyalardan toplam finansman tutarının % 4-5'i civarında komisyon almak üzere hizmet verirler ve de bu nedenle de hedefleri başarılı kampanyaların sayısını ve toplanacak fonların tutarını maksimize etmektedir (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 15).

Her KF kampanyası girişimcisi tarafından önceden belirlenecek bir süre için açık tutulmakta süre sonunda ise sona erdirilmektedir. Bu sürenin alt ve üst sınırı platformdan platforma değişmekle birlikte genel olarak birkaç ayı geçmemektedir. Kampanya süresi içerisinde fon sağlamaya karar verenlerin taahhüt ettikleri tutarların tahsil edilmesi sürecinde ise ilgili platformun altyapısına göre doğrudan doğruya kredi kartı, paypal, havale, EFT vb. yöntemler kullanılmaktadır (İşler, 2014).

KF kaynak ihtiyacındaki her tür yeni projenin değerlendirilmesinde kolektif karar verme sürecinden faydalanır (Bruton ve diğerleri, 2015, s. 12). Bu yöntemde finansman faaliyeti geleneksel finansal araçlar olmaksızın gerçekleştirilebildiği için aracılıkla ilgili problemlere de maruz kalınmamaktadır (Block ve diğerleri, 2018b, s. 247).

KF kampanyaları kampanyanın bir hedef tutarının olup olmasına göre iki farklı türde düzenlenebilmektedir (Cumming, Leboeuf, ve Schwienbacher, 2015a, s. 3). İlkinde ya hep ya hiç anlayışı geçerli olup, kampanya süresi sonunda toplanan fonların toplamının kampanyanın başlangıçta belirlenen hedef tutarına ulaşması veya geçmesi durumunda kampanya başarılı olmuş sayılmakta (Colombo, Franzoni ve Rossi-Lamastra, 2015, s. 76) ve toplanan fonlar girişimciye aktarılmakta aksi durumda ise kampanya başarısız kabul edilerek toplanan fonlar sahiplerine geri iade edilmektedir (Cumming ve diğerleri, 2015a, s. 3). İkincisinde ise tümünü al anlayışı geçerli olup kampanyanın belirli bir hedefi bulunmamakta ve kampanya sonunda toplanan tutar ne kadar ise o tutarın tümü girişimciye aktarılmaktadır (Cumming ve diğerleri, 2015a, s. 3).

Bu yöntemde sunulan projelerden yeterince beğeni ve katkı alanlar başarılı olmaktadır. Görüleceği üzere bu yöntemde bir projenin geleceği bir ya da birkaç elit finansörün beğenisine göre şekillenmemekte ve son sözü halk söylemektedir. Söz konusu projeler kâr amaçlı, sosyal sorumluluk amaçlı veya film, şarkı albümü yapılması gibi sanatsal hedefli olabilmektedir. Para yatıran kişiler destekledikleri proje ve girişimcisi ile geleneksel verimsiz araçlara ihtiyaç duymaksızın platformlar üzerinden doğrudan bir bağ kurmakta ve bu da projenin başarılı olmasında olumlu katkı sağlamaktadır (Mollick ve Robb, 2016, s. 86). Öte yandan KF'yi kullanan girişimciler, direk katılımcılardan bizzat fon talep ederek geleneksel finansal yapıların eline düşmeden çok daha düşük bir maliyet ile finansman sağlayabilmektedirler (Financial Times). Bu hususa Kirby ve Worner tarafından Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü (International Organization of Securities Commissions - IOSCO) adına hazırlanan Araştırma Raporu'nda da dikkat çekilmektedir (2014, s. 21).

KF'nin katılımcılarının nihai kazanımları açısından farklılaşan çeşitli modeller altında (ödüle, başışa, paya ve borçlanmaya dayalı ve hibrid modeller, fatura ticareti, gelir ya da kar ortaklığı, gayrimenkul, borçlanma araçları, bilanço kredisi modelleri vb.) gerçekleştirilebildiği anlaşılmaktadır.

2.1.5. Literatürdeki çalışmalar

KF'nin dikkate değer bir başarı elde etmiş olmasının ve yeni girişimler için geçerli bir finansman yöntemi olarak popüleritesinin artıyor olmasının aksine bu alandaki akademik çalışmalar henüz oldukça başlangıç aşamasındadır (Colombo ve diğerleri, 2015, s. 76; Mollick, 2014, s. 4). Bu alandaki ampirik çalışmalar ise çoğunlukla daha önce popüler olmuş olan ve daha fazla gelişim göstermiş bulunan ödüle dayalı modeli esas almış olup, nispeten yeni gelişim gösteren paya dayalı model hakkında veri eksikliği nedeni ile henüz fazla çalışma yapılamamıştır. Söz konusu ampirik çalışmaların çoğu ise KF'de başarı faktörlerine odaklanmış durumdadır.

Başarılı KF'nin dinamiklerini analiz eden akademik çalışmalara bakıldığında akademisyenlerin girişimcilerden ziyade daha çok fon sağlayanların davranışlarına odaklandığı görülmektedir (Brown, Mawson, Rowe ve Mason, 2018, s. 172). Aslında

başarılı bir kampanya için girişimci ile ilgili faktörler de önemlidir. Şu kadar ki girişimcinin KF sürecini başarı ile yürütüp sonuçlandırabilmesi için birbirini takip eden iki aşamanın da başarılı olması gerekmektedir. Bu kapsamda girişimcinin öncelikle ihtiyaçlarına en uygun olan KF modelini seçmesi daha sonra da doğru ve iyi hazırlanmış bir kampanya yürütmesi gerekmektedir.

Girişimcileri de dahil eden birkaç çalışmadan bir tanesi olan çalışmalarında Gerber, Hui ve Kuo (2012) hem fon sağlayanların hem de girişimcilerin motivasyonlarını incelemiş ve her iki taraf için de finansman motivasyonuna ilave olarak platform vasıtası ile sosyal ilişkiler kurma motivasyonu bulunduğu sonucuna varmışlardır. Bu kapsamda girişimcilerin fon sağlayanlardan fikir alması ve onlarla bir şekilde bir bağ kurdukları hissi vermesi onların projeye bağlılıklarını artıracaktır.

Belleflamme ve diğerlerine göre (2014, s. 585) farklı KF modellerinin ortaya çıkmış olmasına rağmen, girişimcilerin model tercihlerinin ardındaki ekonomik faktörler ve diğer nedenler akademik olarak yeterince anlaşılammıştır. Belleflamme ve diğerleri çalışmalarında (2014) girişimci tercihi konusunu fon sağlayanların ürünü önden sipariş edebildiği şekilde kurgulanmış ödüle dayalı model ile paya dayalı modeli karşılaştırarak incelemişlerdir. Çalışmaları sonucunda KF'ye katılan kişilerin ürünün kullanımından elde edilen faydalara ilave olarak toplumsal bir fayda elde etmek istediklerini bunun da ya ürünü önden kullanabilme ya da o ürünün yatırımcısı olma ayrıcalığı olduğunu tespit etmişlerdir (2014, s. 585). Belleflamme ve diğerleri ayrıca girişimcilerin pazar paylarına oranla düşük tutarda bir fona ihtiyaç duymaları halinde ön sipariş yöntemi kullanan ödüle dayalı modeli aksi durumda da paya dayalı modeli seçtikleri tespitinde bulunmuşlar ve bunu ön sipariş yapan katılımcıların erken kullanım ayrıcalığı için ürüne daha yüksek fiyatlar ödemek zorunda olmalarına ve bunun da gelecekteki karlılığı olumsuz etkileyebilecek olmasına dayandırmışlardır (2014, s. 585).

Cumming ve Zhang (2016, s. 19), geçtiğimiz 10 yıllık bir süre için Google akademik verilerine dayanarak KF'nin hızla büyüyen bir araştırma alanı olduğunu, ancak videolar ve proje açıklamaları gibi bilgi asimetrisini azaltmak için kullanılacak araçların anlaşılabilmesi için daha fazla araştırmaya ihtiyaç olduğunu belirtmektedir.

2.2. Kullanılan Çeşitli Modeller

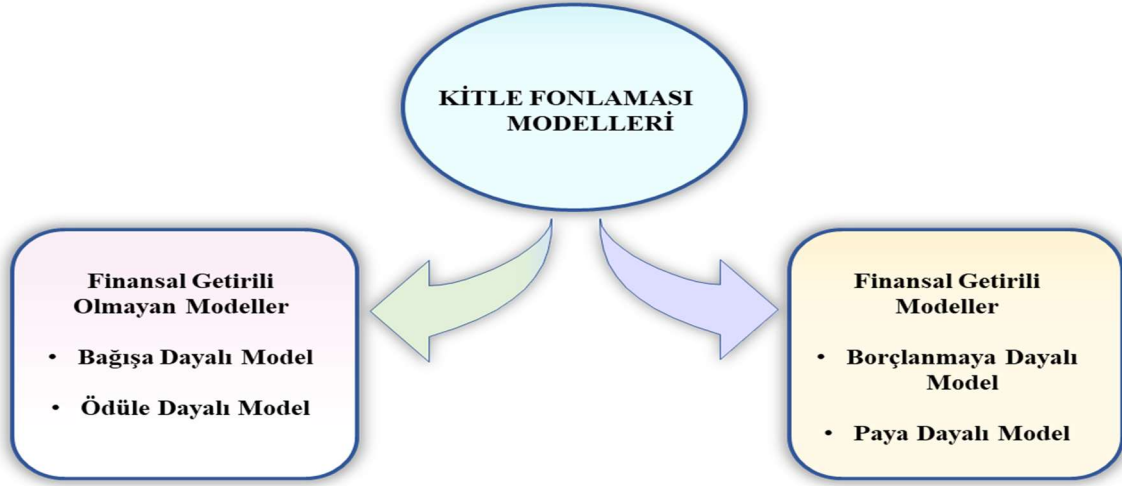
KF yöntemine başvuran girişimcilerin amaçları çok çeşitli olabilmekte olup, 1.000 ABD dolarının altında hedefi olan ve genellikle girişimcinin ailesi ve arkadaşları tarafından fonlanan tek seferlik projeler için kampanya yapılabildiği gibi yeni bir girişim kurulması için gerekli çekirdek sermayesi ihtiyacını temin etme amacı taşıyan (Mollick, 2014, s. 3) veyahutta da mevcut bir şirketin finansmana ihtiyacı olan yeni bir kâr amaçlı projesi için fon sağlamak için başlatılan kampanyalar da söz konusu olabilmektedir. Finansal destek sağlanması amaçlanan tek seferlik projelere örnek olarak parti, tatil, düğün, sanatsal aktiviteler ve yardım kampanyaları gösterilebilir (Cordova, Dolci ve Gianfrate, 2015, s. 115). Aynı konuya katılımcılar açısından bakıldığında ise bu çeşitli amaçlar arasında desteklemek istedikleri için paralarını diğer katılımcılarla birlikte bir havuzda birleştirdikleri ve böylelikle de beğendikleri projeleri fonladıkları görülebilecektir (Ahlers, Cumming, Günther ve Schweizer ve diğerleri, 2015, s. 955). Girişimcilerin ihtiyaç duydukları fonların tutarı ve katılımcılara sağladıkları fonlara karşılık olarak taahhüt ettikleri faydalar ise bir projeden diğerine farklılık göstermektedir (Cordova ve diğerleri, 2015, s. 115).

Genel olarak ödül, bağış, pay ve borçlanmaya dayalı olmak üzere 4 farklı KF modeli bulunmaktadır (Belleflamme ve diğerleri, 2014, s. 585; Block ve diğerleri, 2018b; Kirby ve Worner, 2014, s. 8; Mollick, 2014, s. 3; Vulkan, Åstebrove Sierra, 2016). Bu modeller arasında çok keskin sınırlar olmayabilmekte olup projelerin amaçları çeşitlendikçe birden fazla modelin özelliklerini taşıyan kampanyalar da yürütülebilmektedir (Mollick, 2014, s. 3).

Sanat ve eğlence temalı projeler için gerçekleştirilen fon toplama faaliyetlerinin çok fazla bir düzenlemeye tabi olmaması nedeniyle KF ilk etapta bu tür projelere yoğunlaşmış, kâr amaçlı girişimler için kullanımı ise daha sonraki dönemlerde popüler olmaya başlamıştır (Bruton ve diğerleri, 2015, s. 12). Sanat ve eğlence projelerinde, fon sağlayanlara çeşitli hediyeler, ödüller ve ayrıcalıklar sunulmakta iken kâr amaçlı projelerde ise yeni girişim ile borç veya ortaklık tesis eden menkul kıymetlerin satışı söz konusu olmaktadır (Bruton ve diğerleri, 2015, s. 12).

Kirby ve Worner, IOSCO adına hazırladıkları ve KF endüstri pratikleri ile yasal çerçevesi üzerine dünya çapında bir gözden geçirme olarak türünün ilk örneği olan

Araştırma Raporu'nda KF modellerini katılımcılarının fon sağlama sonrası kazanımları açısından finansal getirili ve finansal getirili olmayan modeller olarak iki gruba ayırmışlar ve Bağışa ve Ödüle dayalı modelleri finansal getirili olmayan modeller, Borçlanmaya ve Paya dayalı modelleri ise finansal getirili modeller olarak adlandırmışlardır (2014, s. 9). Bu grupeleme aşağıda Şekil 3'de görülmektedir.



Kaynak: Kirby, E., ve Worner, S. (2014). *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast* (Working Paper of the IOSCO Research Department, SWP3/2014). p. 9. https://www.iosco.org/research/pdf/Internet_financepart1.pdf

Şekil 3. Kitle Fonlaması Modelleri

Hemer bu temel KF modellerinin süreçlerini karmaşıklıkları açısından değerlendirmiş ve en basitten en karmaşığa doğru bir model sıralaması yapmıştır (2011, s. 9). Hemer'e göre (2011) Kirby ve Worner'ın (2014) sınıflandırmasındaki finansal getirili olmayan modellerin uygulanması daha basit iken finansal getirili modellerdeki süreçler oldukça karmaşıktır. Bu çerçevede süreçleri en az karmaşık olan model bağışa dayalı model iken, onu ödüle dayalı model izlemekte bu modelde de kendi içinde herhangi bir ödül karşılığı sponsorluk türü daha basit iken ön satış benzeri türlerde süreçler biraz daha karmaşıklaşmaktadır. Daha sonra karmaşıklık sıralamasında üçüncü sırayı borçlanmaya dayalı model almakta, paya dayalı model ise en karmaşık model olarak değerlendirilmektedir.

Bu bölümde söz konusu KF modelleri aşağıdaki alt bölümlerde finansal getirili olmayan modeller ve finansal getirili modeller başlıkları altında ve karmaşıklık sırası da gözetilerek ayrıntılı olarak incelenmektedir. Ancak bu incelemeye geçmeden önce farklı KF

modellerinde finansman amacı, beklenen getiri düzeyi ve en çok yatırım yapılan sektörlerin neler olduğu Tablo 4’de özet olarak sunulmuştur.

Tablo 4. Kitle Fonlaması Modellerinin Temel Özellikleri

KF Modeli	Finansmanın Amacı	Beklenen Getiri Düzeyi	En Çok Yatırım Yapılan Sektör
Bağışa Dayalı Model	Kâr amacı taşımayan yardım amaçlı projelerin fonlanması	Parasal bir getiri beklenmemektedir.	Yardım kuruluşları, vakıflar.
Ödüle Dayalı Model	Yaratıcı projelere fon sağlanması	Parasal olmayan ödül, ürün veya hizmet beklentisi vardır.	Sanat, müzik ve tasarım
Borçlanmaya Dayalı Model	Borç talep eden şahıs ve şirketlere kredi sağlanması	Verilen kredinin anapara ve faizinin geri ödenmesi	Eğitim ve araştırma
Paya Dayalı Model	Yeni girişimlerin paylarına yatırım yapılması	Karpayı ve sermaye kazancı beklentisi	Teknoloji ve inovasyon.

Kaynak: Cicchiello, A. F³. (2019). Harmonizing the crowdfunding regulation in Europe: need, challenges, and risks. *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 1-22.

Lukkarinen ve diğerlerine göre (2016, s. 2), ödüle ve bağışa dayalı modeller ile iç ve dış fon kaynakları arasındaki fonlama açığının bir kısmı doldurulabilirken, finansal getirili olmayan modeller ile geleneksel finansman türleri arasındaki kalan fon açığı ise finansal getirili paya ve borçlanmaya dayalı modeller yoluyla doldurulmaya başlanmıştır.

2.2.1. Finansal getirili olmayan modeller

Ödüle ve bağışa dayalı modellerin paya ve borçlanmaya dayalı modellerden en temel farkı bunların daha çok toplumsal yardımlaşma niteliğinde olması ve fon sağlayanlara bir finansal getiri taahhüdünün bulunmamasıdır (Kirby ve Worner, 2014, s. 9).

2.2.1.1. Bağışa dayalı model

Bazı KF kampanyaları insani yardım projelerinin gerçekleştirilebilmesi için fon toplanması amacını taşırlar ve bu kampanyaların katılımcıları da bağış yapan hayırseverler

³ Tablo anılan yazarın tablosundan bazı ilaveler ile uyarlanmıştır.

olarak nitelendirilirler (Belleflamme, Omrani ve Peitz, 2015; Mollick, 2014, s. 3). Bu tür kampanyalar bağışa dayalı modeldeki (donation based crowdfunding) kampanyalar olup, katılımcı ya hiçbir karşılık beklemezsiniz sadece birilerine yardım etmenin verdiği duygusal tatmin karşılığında ya da iyi bir sosyal imaj çizebilmek amacıyla bir projeye fon sağlayabilmekte, böyle bir kampanyanın amacı ise çoğu zaman olabildiğince çok fon toplanması olmaktadır (Block ve diğerleri, 2018b, s. 241). Belleflamme, Lambert ve Schwienbacher (2013) tek bir KF platformuna bağlı kalmaksızın çeşitli platformlarda düzenlenen bir grup bireysel KF kampanyası üzerinde gerçekleştirdikleri çalışmalarında kâr amaçlı olmayan girişimlerin diğer girişimlere nazaran KF’de daha başarılı oldukları tespitine ulaşmışlardır.

2.2.1.2. Ödüle dayalı model

Ödüle dayalı modelde (Reward Based Crowdfunding) katılımcılar bir projeyi desteklediklerinde karşılığında bir ya da daha fazla ödül kazanmaktadırlar (Mollick, 2014, s. 3). Katılımcıya sağladığı fon tutarına göre teşekkür mektubu, kupa, anahtarlık vb. sembolik ödüller verilmesi söz konusu olabilmektedir. Alternatif olarak katılımcı bu modelde profesyonel tüketici (prosumer) rolünü oynayabilmektedir (Belleflamme ve diğerleri, 2015). Şöyleki, katılımcıya aynı zamanda üretilecek yeni ürün ya da hizmetin henüz piyasaya çıkmadan ilk kullanıcısı olma (ön satış) (Block ve diğerleri, 2018b, s. 241; Mollick, 2014, s. 3), ürün gelişim sürecine yaratıcı bir katkıda bulunma ya da projenin yaratıcıları ile buluşma (Mollick, 2014, s. 3) gibi çeşitli ödüller de taahhüt edilebilmektedir.

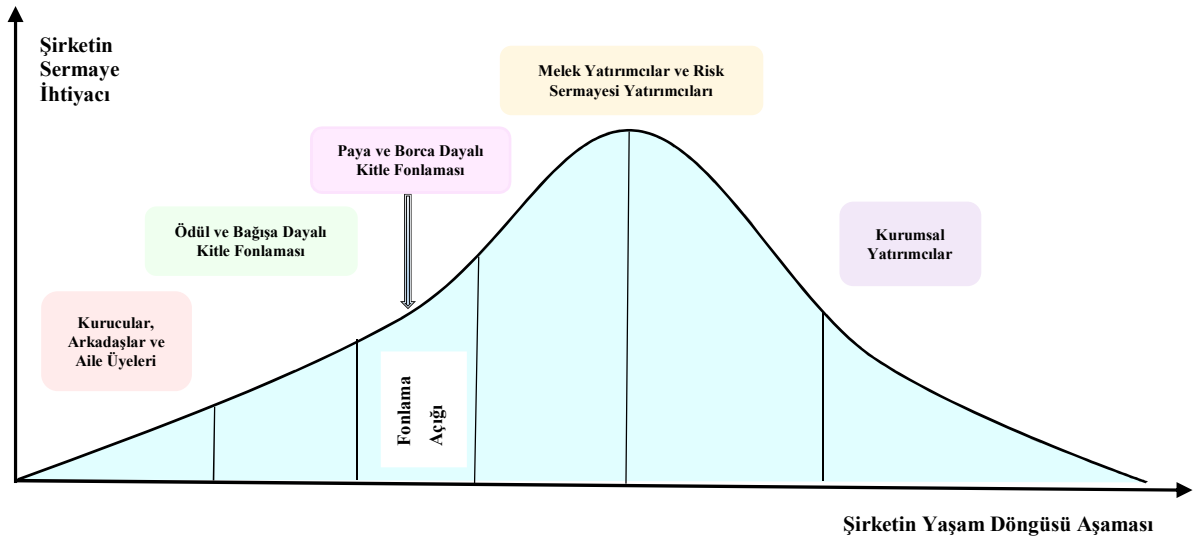
Bellavitis ve diğerlerine göre KF yöntemi özellikle ödüle dayalı model ile birlikte yeni girişimlerin finansman sürecini önemli ölçüde değiştirmiştir çünkü bu yolla ürünün üretilmesinden çok daha önce milyonlarca adet satışının yapılması söz konusu olabilmekte işletmeler de ürünlerin bu şekilde ön satışından elde ettikleri gelirleri üretim düzeylerini yükseltmek için kullanabilmektedirler (2017, s. 4). Pebble Watch bunun en güzel örneği olup, işletme öncesinde Silikon Vadisinde yüksek profilli melek yatırımcılardan 375.000 ABD doları çekirdek sermayesi finansmanı bulmuş olduğu halde ilerleyen aşamada girişimcisi Eric Migicovsky buluşunun prototip aşamasından üretim aşamasına taşınabilmesi için ihtiyaç duyduğu yalnızca 100.000 ABD doları tutarında risk sermayesi yatırımını bulmamıştır (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 2). Bunun üzerine Migicovsky KF yöntemine

başvurmaya karar vermiş ve Kickstarter üzerinden ilk seferde 10 milyon, ikinci seferde 20 milyon ABD doları tutarında ön satış geliri elde etmiştir (Bellavitis ve diğerleri, 2017, s. 4).

2.2.2. Finansal getirili modeller

Paya ve borçlanmaya dayalı modellerde ise fon sağlayanların amacı girişimin ihraç edeceği pay ya da borçlanma araçlarına yatırım yapmak suretiyle (Bruton ve diğerleri, 2015, s. 12) gelecekte faiz geliri, kâr payı veya sermaye kazancı gibi bir finansal getiri elde etmektir (Kirby ve Worner, 2014, s. 9; Mollick, 2014, s. 3). Dolayısıyla bu modellerde fon sağlayanları yatırımcı olarak adlandırmak daha doğrudur. İki model arasındaki en temel farklılık yatırımcıların risk/getiri profili farklılığıdır (Mamonov ve Malaga, 2018, s. 66).

Kirby ve Worner, bu modelleri finans alanındaki yeniliklerden en önemlileri olarak görmekte ve finansal piyasaların gelişmesi, çeşitlenmesi, reel ekonominin uzun vadeli finansmanı ve finansal sistemde istikrarın sağlanması gibi IOSCO ve G20 hedeflerine hizmet edebilecekleri tespitinde bulunmaktadır (2014, s. 2). Lukkarinen ve diğerleri ise ödül ve bağışa dayalı modeller ile ana finansman yöntemleri arasındaki Şekil 4’de görülen fonlama açığı



Kaynak : Lukkarinen, A., Teich, J. E., Wallenius, H. ve Wallenius, J⁴. (2016). Success drivers of online equity crowdfunding campaigns. *Decision Support Systems*, 87, 26-38. doi: 10.1016/j.dss.2016.04.006

Şekil 4. Bir Şirketin Yaşam Döngüsü Aşamalarındaki Fon Sağlayıcılar

⁴ Şekil yazarlar tarafından Rossi (2014) ve Dünya Bankası'ndan (2013) uyarlanmıştır.

2.2.2.1. Borçlanmaya dayalı model

Borçlanmaya dayalı modelde (lending based crowdfunding) girişimcinin projesini beğendiği için ona borç vermek isteyen yatırımcı ya da yatırımcılar yine geleneksel finansal araçlara ihtiyaç duymaksızın KF platformu aracılığıyla girişimci ile karşı karşıya gelebilmektedir. Bu modelde yatırımcıların platform üzerinden sağladıkları finansal destek borç formunda olup karşılığında da bir faiz getirisi beklemektedirler (Mollick, 2014, s. 3). Buna Eşler Arası Borçlanma (Peer to peer- P2P) denilmekte olup, bazı platformlar talep halinde ilaveten kişisel kredi taleplerine ilişkin risk değerlendirmesi de yapabilmektedir (Mamonov ve Malaga, 2018, s. 66). KF kavramı ile piyasadaki borçlanma işlemlerinin birleşimi ile ortaya çıkmış olan Eşler Arası Borçlanma süreci geleneksel bankaların aksine, bir kredinin tamamen finanse edilmesine kadar veya sabit oran ve kategoriyle eşleşene kadar teklif ve talebin İnternet üzerinden açık artırmalar yoluyla doğrudan eşleştirilmesini içermekte olup, geçtiğimiz 10 yılda hızlı bir gelişim göstermiştir (Fenwick, McCahery ve Vermeulen, 2018, s. 116).

Bu modeldeki yatırımcılar paya dayalı model yatırımcılarına göre risk iştahı biraz daha düşük yatırımcılar olup, bu model vasıtasıyla yeni girişimlere hem önceden açıkça belirlenmiş oranda bir faiz getirisini elde etme amacıyla hem de daha kısa vadeli (6-36 ay aralığında) olarak yatırım yapmaktadırlar (Mamonov ve Malaga, 2018, s. 66).

BK'da kurulu Crowd2fund, Zopa ve Funding Circle ile ABD'de kurulu Lending Club, Prosper ve Peerform borçlanmaya dayalı modelde faaliyet gösteren KF platformlarına örnek olarak gösterilebilir.

2.2.2.2. Paya dayalı model

Paya dayalı model bir menkul kıymet satışını en açık şekilde içeren KF modeli (Bradford, 2012, s. 24) olup, girişimcilerin büyük bir yatırımcı grubu çekmeyi ümit ederek İnternet'te belirli bir miktarda yeni girişimin pay veya pay benzeri tahvilini satmak için yatırımcılara açık çağrı yaptıkları bir finansman şeklidir ve tüm bu açık çağrı ve yatırım işlemleri bu konuda uzmanlaşmış web tabanlı platformlar üzerinden gerçekleştirilmektedir (Ahlers ve diğerleri, 2015, s. 955 ve 957).

Paya dayalı KF kampanyalarında girişimci ve platform tarafından yeni girişimin yatırım öncesi değerlemesinin (Premoney Valuation) yapılması ve girişimci tarafından da kampanyanın hedef tutarının belirlenmesi sonrasında yatırımcıların yeni girişime yapacakları yatırıma ilişkin olarak onlarla yapılacak standart yatırım sözleşmeleri hazırlanmaktadır (Hornuf ve Schwienbacher, 2018, s. 558). Bu modelde yapılan yatırım klasik ortaklık payı yatırımı ile benzer olmakla birlikte ondan bazı temel farklılıkları bulunmaktadır. En temel farklılık yatırım sürecinin kendisine ilişkin olup, yatırımcılara yapılan çağrı KF platformu üzerinden gerçekleştirilmekte yatırımcılar da yatırım kararlarını yine bu platformda kendilerine sunulan bilgilere dayanarak almaktadır (Belleflamme ve diğerleri, 2014).

Paya dayalı KF kampanyasında girişimci, bir KF platformu aracılığıyla girişimini tanıtmakta ve paylarının önceden belirlenmiş bir miktarını yine bu platform aracılığıyla kitlelere satmaktadır (Ahlens ve diğerleri, 2015). Dahası, KF platformu, standart bir yatırım sözleşmesi sağlayarak ve ödemeleri gerçekleştirerek işlemleri kolaylaştırmakta olup (Ahlens ve diğerleri, 2015, s. 957) yatırımı gerçekleştirirken finansal sistemdeki geleneksel aracılık sistemini kullanmaya da gerek kalmamaktadır. Yatırımcılar yeni girişimin payını ya da gelecekte pay alma hakkı veren tahvil gibi bir menkul kıymetini alarak gelecekte finansal getiri elde etmek amacıyla yatırım yapmaktadırlar. Ancak bu yatırımcılar klasik ortaklık payı yatırımına göre daha büyük belirsizliklere maruz kalmakta olup, hem finansal getiri elde edip edemeyeceklerini hem de ederlerse de ne zaman edebileceklerini bilememektedirler (Mamonov ve Malaga, 2018, s. 66). Yani bu tür bir yatırımın ana parayı kaybetme riski de bulunmaktadır. Örneğin fon sağlayarak yeni girişime ortak olanlar, proje başarılı olur ve yeni girişim karlı bir şekilde büyürse ellerindeki ortaklık payı değerleneceği için yüksek sermaye kazancı elde etmekte iken aksi durumda yani projenin başarısız olması durumunda da yatırdıkları tüm parayı da kaybedebilmekte yani klasik ortaklık payı yatırımından çok daha riskli bir yatırım yapmış olmaktadır. Sonuç olarak bu modeldeki yatırımcıların borçlanmaya dayalı model yatırımcılarına göre de risk iştahı daha yüksek yatırımcılar olduğu anlaşılmaktadır (Mamonov ve Malaga, 2018, s. 66). Erken evre girişim yatırımları üzerine yapılan araştırmalar yatırımcıların bu yatırımlarını likidite edebilmek için genellikle 5-8 yıl beklemek zorunda kaldığını ve bu yatırımların çoğunluğunun başarısız olarak anapara kaybına neden olduğunu göstermektedir (Mamonov ve Malaga, 2018, s. 66).

Paya dayalı KF, benzer yatırımcı tabanı nedeni ile melek yatırımcılar yoluyla finansmana, ortak fon toplama yöntemi nedeni ile de ödüle dayalı KF'ye benzer olup bu ikisi arasında kalan bir fonlama yöntemidir (Lukkarinen ve diğerleri, 2016, s. 3). Örneğin, yatırımcılar melek yatırımcılar gibi ortak olma ve finansal getiri elde etme amacı ile yatırım yapmakta ve yatırım kararlarını bağımsız bir şekilde almaktadırlar. Ödüle dayalı KF'ye benzeyen tarafı ise fonların doğrudan halktan toplanmakta olması ve hiçbir finansal aracının kullanılmamasıdır.

Dorff (2013) melek yatırımcılar yoluyla finansmanın paya dayalı KF'ye en çok benzeyen fonlama yöntemi olduğu kabulüyle yaptığı çalışmada, girişimcilerin çoğunluğunun startup işinin doğası gereği gelecekte başarısız olacağı ve ancak KF yatırımcılarının daha küçük olmaları nedeniyle melek yatırımcıların kullandığı koruma stratejilerinden yararlanamayacakları sonucuna varmıştır.

Paya dayalı KF'nin gelişmişlik düzeyi, ülkeye özgü düzenleyici ortam ve finansal sistemin yapısına bağlı olarak ülkeden ülkeye değişmekte olup, ülkelerdeki girişimciliğin gelişme düzeyi de buna bağlı olarak değişebilmektedir (Vismara, 2016). Paya dayalı modeldeki gelişim hızı genel olarak borçlanmaya dayalı modelin altında kalmış (Bruton ve diğerleri, 2015, s. 12; Lukkarinen ve diğerleri, 2016) olup, paya dayalı KF geçtiğimiz yıllarda önem kazanmaya başlamıştır (Audretsch ve diğerleri, 2016, s. 7). CrowdfundingHub⁵ KF'nin Avrupa'daki durumuna ilişkin olarak hazırladığı 2016 tarihli Rapor'unda paya dayalı KF'nin hemen hemen her ülkede yükselişte olduğu tespitinde bulunmaktadır (2016, s. 12).

Bu modelde faaliyet gösteren platformlara örnek olarak BK'da kurulu Crowdcube, Seedrs ve SyndicateRoom ile ABD'de kurulu Wefunder, StartEngine, First Democracy VC ile Crowdfunder gösterilebilir.

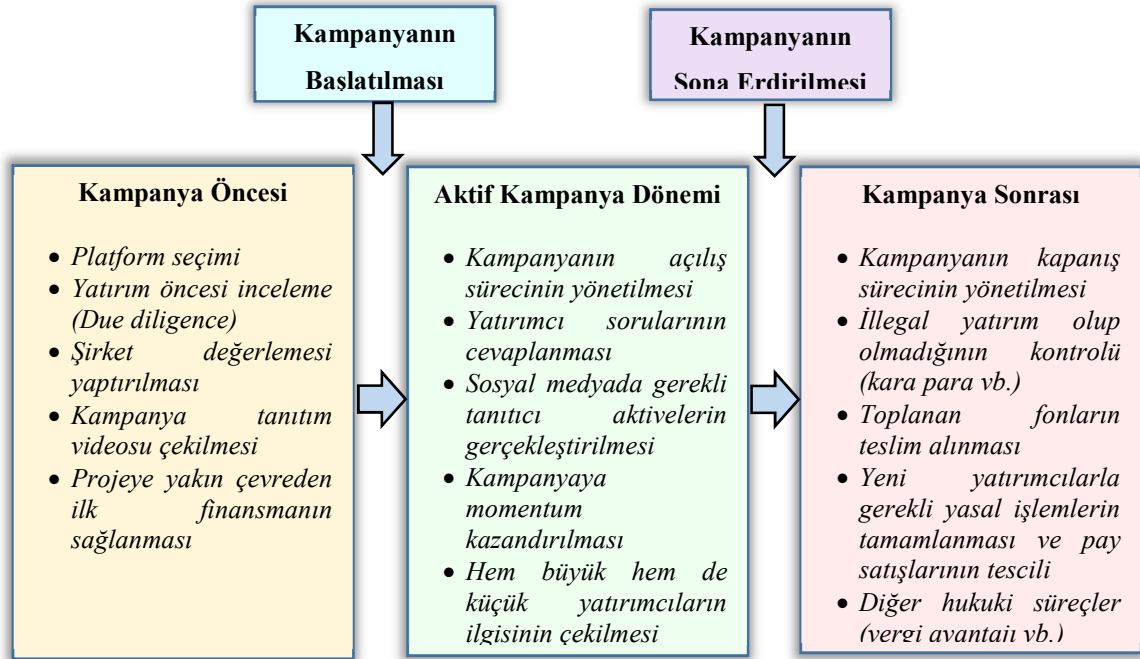
BK, KF konusunda gerekli yasal altyapıyı oluşturmada öncü olmuştur ve Crowdcube Platformu bu ülkede kurulan ilk paya dayalı KF platformudur (Bruton ve diğerleri, 2015, s. 12; Vismara, 2016). BK'da KF sektörü, 2011 yılından bu yana geçerli olan açık ve net düzenlemeler nedeniyle kampanya sayısı ve toplanan fonların toplam miktarı bakımından

⁵ European Expertise Centre for Alternative and Community Finance

diğer ülkelere göre daha hızlı büyümetedir (Vulkan ve diğerleri, 2016, s. 38). Buna ek olarak, BK’da yatırımcılar startup paylarına yatırım yapmaları halinde, Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS) ve Enterprise Investment Scheme (EIS) gibi vergi teşvikleri elde etmekte olup bu da bu tür yatırımları daha da cazip hale getirmektedir (Vulkan ve diğerleri, 2016, s. 38).

Öte yandan ABD), paya dayalı KF platformları aracılığıyla halka pay satışına izin veren yasal düzenlemeleri hayata geçirmekte nispeten geç kalmıştır (Bruton ve diğerleri, 2015, s. 12). Sonuç olarak, ABD paya dayalı KF’de, önceki ihraç kısıtlamaları nedeniyle henüz başlangıç aşamasındadır.

KF’de kampanya öncesi, aktif kampanya dönemi ve kampanya sonrası dönemde girişimci tarafından gerçekleştirilecek işlemlerin paya dayalı modelde genel olarak ne şekilde olduğu aşağıda Şekil 5’de görülmektedir (Brown ve diğerleri, 2019, s. 120).



Kaynak: Brown, R., Mawson, S. ve Rowe, A. (2019). Start-ups, entrepreneurial networks and equity crowdfunding: A processual perspective. *Industrial Marketing Management*. 80,115-125. s.120. Şekil 2. doi: 10.1016/j.indmarman.2018.02.003

Şekil 5. Paya Dayalı Kitle Fonlaması Süreci

2.2.2.3. Diğer modeller

Bu modeller paya dayalı ve borçlanmaya dayalı modeller kadar yaygın olmasa da özellikli ihtiyaçlara göre ortaya çıkmış ve bazen mevcut modellerin bir varyasyonu bazen başlı başına ayrı bir model bazen de diğer modellerden aldığı özellikleri biraraya getiren hibrid modeller şeklinde ortaya çıkmaktadır.

2.2.2.3.1. Hibrid modeller

Bunlara kombine modeller de denilebilir. Bu modellerde daha fazla fayda ya da daha özellikli bir fayda elde edilmesi amacıyla birden fazla KF modelinin özellikleri biraraya getirilmektedir.

Örneğin bazı kampanyalarda mikro finansman amacı bulunmakta olup, bu durumda yatırımcılar faiz getirisi beklentisinden daha çok yeni girişimin sağlayacağı sosyal fayda ile ilgilidirler ve bu durumda yürütülen kampanya hem başışa dayalı model hem de borçlanmaya dayalı model özelliği taşımaktadır (Allison, Davis, Short ve Webb, 2015; Mollick, 2014, s. 3). Yine bazı platformlar ön satış ve borçlanmaya dayalı modelleri birleştirmekte olup, yatırımcının sağladığı fonların bir kısmı faizi ile birlikte borç geri ödemesi şeklinde ödenmekte bir kısmı da üretilecek ürün ya da hizmetin ön satış tutarı olarak üretimin finanse edilmesinde kullanılmakta ve yatırımcıya ürün ya da hizmet olarak geri dönmektedir (De Buysere, Gajda, Kleverlaan, Marom ve Klaes, 2012, s. 11)

2.2.2.3.2. Fatura ticareti modeli

Eşler Arası (P2P) Borçlanmanın bir türü olan Fatura Ticareti (Invoice Trading) uygulamaları son dönemde oldukça popüler olmuştur. Bu modelde bireyler veya kurumlar fatura veya alacak senetlerini bir işletmeden KF platformu vasıtası ile indirimli olarak satın alabilmekte olup (Segal, 2016, s. 3) fatura burada alacak için bir teminat görevi görmektedir. Faturanın teminat değeri ise işletmenin sattığı ürünlerin gelecekte yapılacak ödemesidir (P2PMarketData). Segal'e göre bu uygulama tek bir borç veren yerine platform üzerinden birden fazla borç veren olması dışında bire bir olarak faktöring işlemine benzemektedir (2016, s. 3).

2.2.2.3.3. Gelir ya da kâr ortaklığı modeli

Son dönemde Bolstr, Localstake ve Startwise tarafından yeni bir KF türü olan Gelir ya da Kâr Ortaklığı (Revenue/Profit Sharing) esasına dayalı bir model tanıtılmış bulunmaktadır (Fatehi ve Wagner, 2019). Bu modelde yatırımcılara geri ödenecek tutar, yapılan yatırımın belirli bir katı şeklinde gelir/kâr ortaklığı sözleşmelerinde önceden belirlenmekte olup, şirketin gerçekleşen karlılığına göre de uygun bir vadede taksit taksit gerçekleştirilmektedir (Fatehi ve Wagner, 2019). Segal'e göre bu modelde bir yatırımcı topluluğundan borç alınmakta ve işletmenin karlılığına göre belirlenecek bir vadede faizi ile birlikte geri ödenmektedir (2016, s. 3). Hemer de (2011) bu modeli bir çeşit uzun vadeli P2P borçlanma olarak değerlendirmektedir (Bottiglia ve Pichler, 2016, s. 12).

2.2.2.3.4. Gayrimenkul modeli

Gayrimenkul modelinde gayrimenkul projelerinin bankalar ya da diğer kredi kurumlarına gidilmeksizin proje sahibi tarafından KF platformu aracılığıyla halka gidilmek suretiyle kısa bir sürede ve kolaylıkla finanse edilmesi söz konusudur (P2PMarketData(a)). Bu tür bir gayrimenkul finansmanı faaliyeti hem borçlanmaya dayalı hem de paya dayalı platformlar aracılığıyla gerçekleştirilebildiğinden (Decision Point) gayrimenkul modeli ayrı bir model gibi değerlendirilebilmektedir.

2.2.2.3.5. Borçlanma araçları modeli

Borçlanma Araçları modelinde yatırımcılar yeni girişimin ihraç ettiği tahvil ya da mini tahvil (mini bond) gibi borçlanma araçlarına KF platformu üzerinden yatırım yapmaktadır (Bottiglia ve Pichler, 2016, s. 12). Bu modelde Eşler Arası (P2P) Borçlanma'da olduğu gibi bir kredi tahsisi söz konusu olmayıp bir sermaye piyasası aracına yatırım yapılmış olmaktadır.

2.2.2.3.6. Bilanço kredisi modeli

Bilanço kredisi (Balance Sheet Lending) olarak bilinen modelde de KF platformu borç verenler ile girişimci şirket arasında aracılık görevi yapmak yerine doğrudan doğruya kredi tahsisini kendi kaynaklarından gerçekleştirmektedirler (P2PMarketData(b)).

2.3. Fırsatlar, Riskler ve Zorluklar

KF yeni bir finansman yöntemi olarak ilgili tüm taraflar ve nihayetinde de reel ekonomi açısından pek çok yeni fırsat ve avantajlar getirmektedir. Bu yöntemle küçük yatırımcılar genç şirketlere yatırım yapabilirken genç şirketler de daha kolay koşullarda finansman sağlayabilmektedirler (Conrad, Karpoff, Lewis ve Ritter, 2016). Konu ile ilgili çeşitli çevrelerce KF'nin geleneksel finansman yöntemlerinin çözemediği sorunları çözebilecek devrim niteliğinde bir yöntem olduğu, girişimcilere, fon sağlayanlara, ürün ve sermaye piyasalarına ve ülkelerin ekonomi yönetimlerine sayısız fırsatlar sunduğu ve eğer doğru bir şekilde kullanılırsa ekonomik büyümeye ve gelişmeye de ivme kazandırabileceği iddia edilmektedir. Yöntemin savunucuları da doğal olarak daha çok bu olumlu yönleri üzerinde durmaktadır (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 8).

Hâlbuki yöntemin söz konusu fırsat ve avantajlar yanında yapısından kaynaklanan ve beraberinde getirdiği bazı önemli dezavantajları ve riskleri de bulunmakta olup, bu karanlık tarafı üzerinde henüz fazla durulmamaktadır (Lehner, Grabmann ve Ennsgraber, 2015, s. 172). Ancak yine de diğer bazı uzmanlar da spektrumun diğer ucunda yer alarak daha çok bu tür kaygılara dikkat çekmektedirler (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 9). Özellikle paya dayalı KF'de bu rakip görüşlerin daha da ayrıştığı görülmektedir (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 8). Bu kapsamda KF endüstrisinin, küçük yatırımcıların sahtekârlık ve kötü yönetimden korunulması ihtiyacı ile yöntemin verimliliğini dengeleyebilecek bir şekilde geliştirmesi gerekmektedir (Conrad ve diğerleri, 2016).

Diğer taraftan yöntemin kullanımına ilişkin olarak hem girişimciler hem de katılımcılar açısından caydırıcı olabilecek bazı zorluklar da mevcuttur. Bu fırsatlar, riskler ve zorluklar bu bölümde ayrıntılı olarak incelenmektedir.

2.3.1. Fırsatlar

KF kampanyası düzenlemenin yeni girişimler için en önemli faydası elbetteki gerekli finansmanın sağlanması olup, Belleflamme ve diğerlerine göre girişimcilerin de bu yönteme başvururken en önemli motivasyonu ihtiyaç duydukları fonları bu yolla toplamaktır (2010, s. 6). KF yöntemi bu faydayı iki şekilde temin etmekte olup, ilki girişimcilerin finansmana ulaşımını kolaylaştırması ve demokratikleştirmesi ikincisi de düşük finansman maliyeti sağlamasıdır.

KF'nin sunduğu diğer fırsatlar arasında pazar araştırması imkânı vermesi, kolektif ürün geliştirme imkânı sağlanması, pazarlama kolaylığı sağlanması, girişimciler için geleneksel finansmana ulaşımında köprü olması ve reel ekonomiye olan katkıları sayılabilir. Bu fırsatlar sırası ile aşağıdaki alt bölümlerde incelenmektedir.

2.3.1.1. Finansmana ulaşımı kolaylaştırması ve demokratikleştirmesi

KF yönteminin sağladığı en önemli fırsat girişimciliğin finansmanı ile sosyal ağların getirdiği imkânları bir araya getirmesidir (Zengin, Yüksel ve Kartal, 2017, s. 29). Böylelikle KF platformları üzerinden oluşturulan ve hem fon sağlayanlar hem de fon arayanlar açısından cinsiyet, ırk, mesafe ayrımı olmaksızın herkese açık bir şekilde çalışabilen katılımcı ağları da girişimciliğin finansmanı kanalları arasına katılmış olmaktadır.

Kirby ve Worner tarafından hazırlanan IOSCO Araştırma Raporu'na göre, KF platformları İnternet üzerinde faaliyet gösteren ve faaliyetlerini uluslararası ölçekte sürdürebilen yapılar olarak ve de katılımcılar açısından kolaylıkla ve zaman ve coğrafi sınırlaması olmaksızın günün her saatinde kullanılabilir özellikte olmaları nedeni ile katılımcıların yatırım portföylerini daha kolay yönetebilmelerine imkân vermektedirler. Bu faydanın girişimciler açısından olumlu yansıması ise girişimcilerin bu katılımcılara ve dolayısıyla da finansmana ulaşımını bir hayli kolaylaştırması olmaktadır (Kirby ve Worner, 2014, s. 22).

Lehner ve diğerleri, KF katılımcılarının belirsiz bir ürüne yatırım yapma istekliliğinin ve sağladıkları fon miktarının herşeyden önce kampanya konusu proje ya da ürünün onların

gözündeki 'meşruiyetine' bağlı olduğunu ve yıkıcı yenilikçiliği olduğu düşünülen projelerin daha yüksek katılım seviyelerine ulaştığı tespitinde bulunmaktadır (2015, s. 180).

KF yönteminin savunucuları Tüm KF modellerinin ister girişimci tarafta isterse de fonlayan tarafta olsunlar, kadın oldukları veya azınlıklara mensup oldukları için temsil yönünden dezavantajlı durumda olanlar açısından girişimciliğin finansmanı sürecini ve sermaye piyasalarını demokratikleştirme potansiyeline sahip olduğunu savunmaktadırlar (Mollick ve Robb, 2016, s. 79). Çeşitli çalışmalarda da (Greenberg ve Mollick, 2017; Marom, Robb ve Sade, 2013 vb.) KF'nin kadınlara yönelik bu ayrımcılığı ortadan kaldırdığı ortaya konmuştur (Mollick ve Robb, 2016, s. 79).

Öte yandan yöntemin bir sonraki alt bölümde de yer verildiği gibi coğrafi mesafe kaynaklı maliyetleri ortadan kaldırabiliyor olması da finansmana ulaşımı kolaylaştıran bir diğer unsur olarak karşımıza çıkmaktadır (Agrawal, Catalini, ve Goldfarb, 2011; Mollick ve Robb, 2016, s. 79).

2.3.1.2. Düşük finansman maliyeti sağlanması

KF girişimciler için finansman maliyetini düşürmektedir (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 10). Bir defa bu yöntemde katılımcılar, girişimciliğin finansmanında diğer yöntemlerde karşımıza çıkmakta olan coğrafi sınırlardan kaynaklanan maliyetlere katlanmak zorunda değillerdir (Agrawal ve diğerleri, 2011). Diğer taraftan katılımcıların yeni ürün ve hizmet hakkında kampanyaya katılan kitlelerin desteğinden edindikleri pozitif intiba ile bunların hayata geçirilmesi süreçlerine daha aktif bir şekilde dâhil olabilecek olmaları nedeniyle artan yatırım isteklilikleri girişimcinin sermaye maliyetini düşürmektedir (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 11). Tüm bunlara ek olarak yöntemin doğası gereği geleneksel aracılık maliyetlerinin olmayışı da yine sermaye maliyetini düşüren bir etken olarak karşımıza çıkmaktadır.

Daha düşük sermaye maliyeti IOSCO Araştırma Raporu'nda da KF'nin faydaları arasında sıralanmaktadır. Yeni girişimlere tahsis edilen sermayenin azaldığı ve getirilerin düştüğü bir dönemde KF tasarrufların reel ekonomiye kanalize edilmesinde finansal sistemdeki geleneksel yapılarla karşılaştırıldığında daha düşük maliyetli bir finansman

alternatifi olarak ortaya çıkmış bulunmaktadır (Kirby ve Worner, 2014, s. 21). IOSCO Araştırma Raporu'na göre hangi modelde faaliyet gösteriyor olursa olsun KF platformunun geleneksel finansörler gibi fiziki bir varlığa ve insan kaynağına ihtiyacının bulunmaması platformun işletme maliyetlerini düşürmektedir (Kirby ve Worner, 2014, s. 22). Rapor'da ayrıca borçlanmaya dayalı modelde ilave olarak fon talebinde bulunanların kredi verilebilirliğinin çeşitli algoritmaların kullanımı ile düşük bir maliyet ile saptanabiliyor olmasının da yine platform maliyetlerini düşürdüğü böylelikle hem borç verenin getirisinin yükseldiği hem de borç alanın borçlanma maliyetinin düştüğü tespitinde bulunmaktadır (Kirby ve Worner, 2014, s. 22).

2.3.1.3. Pazar araştırması imkânı vermesi

Bu yöntemde hayata geçirilmek istenen yenilik fikri hayata geçirilmesi öncesinde bir anlamda halk oylamasına sunulmaktadır. KF kampanyası düzenlemek girişimcinin üreteceği varsa yeni ürün ya da hizmet konusunda piyasa dinamiklerini ve potansiyel müşteri talebini üretime veya hizmete başlamadan çok önceki aşamalarda anlayabilmesini sağlamaktadır (Mollick, 2014, s. 3; Mollick ve Robb, 2016, s. 84). Özellikle girişime ortak olma hakkı yanında yeni ürün veya hizmetin öncelikli olarak kullanımı hakkını da veren hibrid KF modellerinde ürün veya hizmetin piyasa sürülmesi sonrasında göreceği talebin düzeyi hakkında pazar araştırması yapmışçasına bir bilgi sağlanmış olmaktadır (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 12).

Kampanya sonunda yeni ürün ya da hizmetin ilgi çekmesi, talep görmesi gibi olumlu geri dönüşler alması halinde girişimci faaliyetlerine daha bilinçli bir şekilde devam edebilmektedir. Aksi durumda ürün veya hizmetin piyasada tutulmayacağı veya pazarlanabilir olmadığı anlaşılırsa da daha fazla yatırım yapmaya ve emek harcamaya gerek kalmadan projeden vazgeçmesi (Mollick, 2014, s. 3) ve muhtemel bir başarısızlığı önceden engellemesi mümkün olabilmektedir.

Yeni ürünlerin KF üzerinden sunulması, şirketler için böylesine mükemmel bir pazarlama öncesi test imkânı sunabilmekte olduğundan melek ve risk sermayesi yatırımcıları da yenilikçi girişimcilere kendilerinin yapacağı yatırımlardan önce ürünlerinin kabul görüp görmeyeceğini bu yolla test etmelerini önerebilmektedir (Lehner ve diğerleri, 2015, s. 179).

2.3.1.4. Kolektif ürün/hizmet geliştirme imkânı sağlaması

KF fon sağlayanlar için hem toplumsal bir faaliyete katılma imkânı sunmakta hem de yeni ürün veya hizmet söz konusu olduğunda bunun geliştirilmesi sürecini finansal olarak destekleme şansı verebilmektedir (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 14 ve 15). Ayrıca Kleemann ve diğerleri tarafından Kitle Kaynak kullanımında üretim ve pazarlama aşamalarına ilişkin olarak girişimci ile halk arasında ortaya konulan kolektif karar verme süreci (2008) KF’de da devreye girmekte ve halk bir taraftan finansman desteği sağlarken bir taraftan da son kullanıcısı ve/veya işletme ortağı olacağı ürün ya da hizmetin iyileştirilmesi önerilerinde bulunabilmektedir. Girişimciler için üzerinde çalıştıkları ürün ve hizmet konusunda halktan geri besleme alacak olmaları KF’yi tercih etmeleri konusunda oldukça önemli bir motivasyondur (Belleflamme ve diğerleri, 2010, s. 6) Bu süreç hem fon sağlayanların projeye bağlılığını artırmakta hem de girişimcinin işini kolaylaştırmaktadır. Belleflamme ve diğerlerine göre (2014, s. 586) KF yeni girişimler için iş yapma biçimini değiştirmekte ve daha interaktif bir müşteri tabanı getirmektedir.

2.3.1.5. Pazarlama kolaylığı sağlaması

Girişimcilerin KF’yi tercih ederken bir diğer motivasyonu da bu yolla kolaylıkla dikkatleri projeleri üzerine çekebilecek olmalarıdır (Belleflamme ve diğerleri, 2010, s. 6). Lehner ve diğerleri, KF’nin geleneksel dağıtım kanalları ile karşılaştırıldığında yenilikçi ürünler için pazara daha kısa sürede giriş imkânı verdiğine ve rekabet avantajı sağladığına dikkati çekmektedir (2015, s. 179).

Mollick KF kampanyalarının görsel ve yazılı basının da dikkatlerini ürüne çektiği ve aynı zamanda da bir pazarlama aracı olarak hizmet ettiği tespitinde bulunmaktadır (2014, s. 3). Başarılı bir kampanya süreci yeni ürün veya hizmet için yeni talep yaratabilmesine ve müşteri kitlesi oluşturulmasına yardımcı olmaktadır (Mollick, 2014, s. 3; Mollick ve Robb, 2016, s. 84). Yani KF kampanyası ile markanın reklamı da yapılmış olmakta ve marka tanınırlığının artırılması sağlanmaktadır üstelik böylelikle ürün ya da hizmetin ilk çıkış döneminde katlanılması gereken yüksek maliyetli reklam faaliyetlerine de gerek kalmamış olmaktadır. Bu nedenle bazı girişimciler KF yöntemine başvurmadan önce gerekli fonları geleneksel kanallardan fazlasıyla sağlayabilmiş iken yalnızca küresel pazara ulaşabilmek ve

tüketicilerin ürünleri hakkındaki farkındalığını artırabilmek için KF kampanyası başlatabilmektedirler (Lehner ve diğerleri, 2015, s. 179). O kadar ki bazı büyük şirketler KF'yi yalnızca fon sağlamak için bir araç olarak değil aynı zamanda da pazarlama mecrası olarak kullanmaktadır (Brown, Boon ve Pitt, 2017).

Yine KF katılımcıları kendileri de girişimin gelecekteki kârına ortak olacak iseler ürün veya hizmet piyasa sunulduğunda bireysel olarak tanıtım ve reklam faaliyetinde bulunarak reklam maliyetlerini düşürmeye yardımcı olacaklardır (Schwienbacher ve Larralde, 2012, s. 12).

2.3.1.6. Geleneksel finansmana ulaşımında köprü olması

Bilindiği üzere yeni girişimlerin girişimcileri ve fon sağlayanlar arasındaki bilgi asimetrisi ve gelecekteki performanslarının belirsizliği nedeniyle banka kredileri ve risk sermayesi yatırımcıları ile melek yatırımcılara ulaşması pek mümkün olmamaktadır. Bankalar belli bir büyüklüğe ulaşmadan KOBİ'lere kredi imkânlarını kullandırmamakta risk sermayesi yatırımcıları ve melek yatırımcılar da yine yeni girişimlere yatırım yapmadan önce belli kriterlerin sağlanıyor olmasını aramaktadırlar. Bu durum da ekonomide bir fonlama açığına sebep olmaktadır.

Finansal getirili KF modelleri hanehalkı tasarruflarının yatırıma yönlendirilmesinde faydalı yeni araçlar olarak giderek daha da popüler hale gelmeye başlamıştır. Agrawal ve diğerlerine göre (2013, s. 14) KF bilhassa da paya dayalı model fon sağlayanlar için yeni yatırım olanakları sunmakta ve geleneksel yatırımcılara göre daha küçük yatırımcıların da girişimciliğin finansmanına katılabilmesine imkân vermektedir. Finans literatürü küçük yatırımcıyı en genel şekli ile göreceli olarak düşük tutarlarda yatırım yapan ve bunun karşılığında da yatırım yaptığı şirketin göreceli olarak düşük bir payına sahip olan yatırımcı türü olarak tanımlamaktadır (Ahlors ve diğerleri, 2015, s. 956). Bu tanım ülkeler ve düzenlemeleri çerçevesinde çok daha detaylandırılabilir olmakla birlikte küçük yatırımcının kim olduğunu anlatabilmesi açısından bu Tez kapsamında yeterli bir tanım olacaktır.

KF başlangıç aşamasındaki girişimlere verdiği aktivasyon enerjisi ile büyüme potansiyeli olanların hayata geçebilmesini sağlamaktadır. Başarılı bir KF girişimcinin bir

nevi rühdünü ispatlaması anlamına geleceğinden geleneksel finansman kaynaklarına da daha kolay ulaşabilmesine yardımcı olmaktadır (Mollick, 2014, s. 3; Mollick ve Robb, 2016, s. 84). Bu durum aynı zamanda melek yatırımcıları yeni yatırım alanları açısından beslerken yatırımlarını bu platformlar üzerinden diğer yatırımcılarla birlikte yaparak risklerini de düşürebilmelerine imkân vermektedir. O kadar ki bu gelişmeler nedeniyle KF'nin meleklerin yeni kanatları olduğu benzetmesi yapılmaktadır.

KF'nin bu anlamda başka bir faydası da melek yatırımcıların yatırım kararlarında etkili olmakta olan mesafe sorununu ortadan kaldırmasıdır. Böylelikle melek yatırımcıların coğrafi yatırım yelpazesi de genişleyebilmektedir (Zengin ve diğerleri, 2017, s. 29). Bu da onlara daha çok girişimi değerlendirme ve finansman sağlayabilme imkânı sağlamaktadır.

2.3.1.7. Reel ekonomiye faydaları

KOBİ'ler ülkelerin ekonomik büyümesinde lokomotif görevi görürler ve onları ucuz finansmana kolaylıkla ulaştırabilecek her tür mekanizma şüphesizki kalkınma ve istihdam açısından olumlu sonuçlar doğurur (Kirby ve Worner, 2014, s. 21). IOSCO Araştırma Raporu'nda finansal getirili KF modelleri ile girişimci için daha düşük sermaye maliyeti ve yatırımcı için daha yüksek getiri sağlanarak bankaların fon sağlamaması nedeniyle ortaya çıkan fonlama açığının kapatıldığı ve böylelikle KOBİ'lere daha fazla fon akışı sağlanarak ekonomik büyümenin ve istihdamın desteklendiği ifade edilmektedir (Kirby ve Worner, 2014).

KF yönteminde girişimciler, fon sağlayanlar ve potansiyel müşterilerin cinsiyet, ırk, coğrafi sınırlamalar vb. ayrımlar olmaksızın bir araya gelebilmesi ve finansman maliyetlerinin düşürülebilmesi inovasyonların hayata geçmesini sağlarken gelecekteki inovasyonlar için önem arzeden girişimciliği de desteklemektedir (Mollick ve Robb, 2016, s. 86). Ayrıca yöntemin kullanımı ile her anlamda artan rekabetin sonucu olarak da ekonominin genelinde değer yaratılmasının kolaylaşması sağlanmaktadır (Kirby ve Worner, 2014, s. 22).

İş dünyasında pek çok uzman KF'nin potansiyel faydalarının zararlarından fazla olacağı görüşündedir ve yöntemin inovasyona aktarılan toplam sermayeyi artıracığı ve aksi

takdirde finanse edilemeyecek iyi iş fikirlerinin fonlanarak hayata geçirilmesinin ve böylelikle yeni istihdam olanakları yaratılmasının mümkün olacağı görüşündedirler (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 8).

2.3.2. Riskler

KF İnternet üzerinden yapılan bir fon toplama faaliyeti olarak, suiistimale oldukça açık bir finansman yöntemi olup, sunduğu fırsatların yanısıra yönetilmesi gerekli riskleri de bulunmaktadır. Bu kapsamda bu yöntem ile fon sağlayanların/yatırımcının korunmasına ilişkin hususlar da önem arz etmektedir. IOSCO Araştırma Raporu'nda da (Kirby ve Worner, 2014) finansal getirili modellerin faydalarının yanısıra getirdiği risklere ilişkin olarak yatırımcının korunması konusuna bilhassa dikkat çekilmektedir.

Bu risklerden en önemli olanları girişimciler kaynaklı dolandırıcılık, girişimcilerin tecrübesizlikleri, katılımcıların gerçekçi olmayan beklentileri (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 9) ve tecrübesizlikleri, yatırımın likiditesinin olmaması, yatırımın batması riski, platform riski, siber saldırı riski ve şeffaflığın ve kamuyu aydınlatmanın düşük olması riski şeklinde sıralanabilir (Kirby ve Worner, 2014, s. 5).

Bu tür olumsuz örneklerle karşılaşılması ve yatırımcının da bunlara karşı korumasız bırakılması yöntemin itibarını ve güvenilirliğini tehlikeye sokacağından gelişimini de olumsuz yönde etkileyebilecektir. O nedenle finansal getirili modellerin sağlıklı çalışabilmesi için yatırımcının korunmasına ilişkin yasal önlemlerin alınması ihtiyacı ortaya çıkmaktadır.

Özellikle paya dayalı KF ile ilgili olarak yönetim, raporlama, muhasebe ve diğer alanlarda gerekli düzenlemelerin olmadığı durumlarda, bu yöntemle girişimlere fon sağlamak isteyenler, olağanüstü derecede yüksek bir riske maruz kalacaktır (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 7). Bu riskin düzeyinin piyasanın başarısızlığına ya da yatırımcılara aşırı zarar vermesi nedeniyle sosyal refahın düşmesine neden olacak kadar yüksek olup olmadığı sorusunun cevabı ise yöntemin henüz çok yeni olması ve yeterli veri bulunmaması nedeniyle bilinmemektedir (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 7).

2.3.2.1. Dolandırıcılık riski

KF’de yöntemin İnternet üzerinden kurgulanmış olması nedeniyle çeşitli dolandırıcılık riskleri mevcuttur. Borçlanmaya dayalı ve paya dayalı modellerde sadece bir İnternet portalı olarak veya web sayfası olarak işletilmeleri nedeni ile yatırımcılara ilişkin olarak karşılaşılabilecek kimlik bilgilerinin çalınması, kara para aklanması, terörizmin finansmanı, taraflara ilişkin bilgilerin ve verilerin korunmasına ilişkin dolandırıcılık riskleri dışında dışında ilave riskler de söz konusudur (Kirby ve Worner, 2014, s. 26).

Her ne kadar gerçek hayatta sıklıkla olmasını beklemesek de bu yöntemle istenirse İnternet üzerinde sahte kampanyalar ya da kampanya sayfaları düzenlenmesi suretiyle aslında gerçekleştirilmesi düşünülmeyen ya da hiç mevcut olmayan projeler için para toplanması dahi mümkündür. Veya aslında herhangi bir projesi ya da üretimi olmamakla birlikte saadet zincirleri oluşturarak sürekli olarak yeni yatırımcılardan gelen yatırımlarla eski yatırımcılara olan finansal yükümlülükleri karşılayan (ponzi finansman) sahte şirketler için de paya dayalı KF bulunmaz bir dolandırıcılık aracı haline gelebilir (Baucus ve Mitteness, 2016). Her ne kadar platformlar sahte kampanyaları ya da şirketleri filtrelemeye çalışsalar da deneyimsiz ve aşırı iyimser yatırımcılar bu tür dolandırıcılıklara daha kolay maruz kalabilir ve profesyonelleşmiş suçlular tarafından kandırılabilirler (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 18). Toplanan bireysel tutarların çok küçük olması ve bu sebeple katılımcıların projeler hakkında detaylı hukuki araştırma yapma gereği duymaması bu riski daha da artırmaktadır (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 18).

Diğer daha sık rastlanabilecek riskler ise girişimciler ya da KF platformu tarafından kampanya sürecinde potansiyel katılımcılara proje hakkında yanıltıcı olabilecek bilgi ve görüşlerin sunulması (İşler, 2014, s. 63) ve fon sağlamaları sonrasında elde edebilecekleri kazanımlara ilişkin olarak gerçek dışı vaatlerde bulunulması riskidir. Bu risklerin herhangi bir projede gerçekleşmesi ve olumsuz sonuçlarının yaşanması yalnızca ilgili projeyi etkilemeyecek aynı zamanda KF yöntemine duyulan güvenin de sarsılmasına ve gelişiminin olumsuz etkilenmesine yol açabilecektir (İşler, 2014, s. 63). O nedenle bu tür risklerin de iyi yönetilebilmesi için gerekli düzenlemelerin yapılması uygun olacaktır.

Onun dışında nadir görülse de KF platformu kaynaklı dolandırıcılık riskleri de söz konusu olabilmekte olup, katılımcının ödediği tutarın kampanya süresince platform

tarafından ne şekilde korunacağı ve de kampanyanın hedef tutarına ulaşamaması ve başarısız olması halinde parasını geri alıp alamayacağı gibi endişelerin de (İşler, 2014, s. 63) yapılacak detaylı düzenlemeler ile ortadan kaldırılmasında fayda bulunmaktadır.

2.3.2.2. Girişimciler kaynaklı riskler

Girişimciler yeni iş fikri geliştirme konusunda ne kadar başarılı olurlarsa olsunlar yeni ürün ve hizmetin üretimi ve pazarlanması konusunda yeterli tecrübeye sahip olmayabilirler. Özellikle ürünün ön satışını içeren KF kampanyaları sonunda başlangıçta toplanması hedeflenen fon tutarının üzerine çıkılması halinde girişimci talep fazlasını karşılamakta zorlanmakta ve ürün tesliminde gecikmeler yaşanabilmektedir (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 18).

Girişimcilerin tecrübesizliği sonucunda ortaya çıkabilecek bir diğer risk de kampanya sırasında toplanan fonların yeterli miktarının ürün geliştirilmesi ya da üretimi gibi başlangıçta belirtilen amaca uygun kullanım alanlarına yönlendirilmemesi ve maaş, borç vb. ödemeler için kullanılması nedeniyle katılımcıya verilen taahhütlerin yerine getirilememesidir (Lehner ve diğerleri, 2015, s. 182).

2.3.2.3. Katılımcılar kaynaklı riskler

KF'de katılımcılara ilişkin riskler katılımcıların tecrübesizlikleri (Kirby ve Worner, 2014, s. 5) ve gerçekçi olmayan beklentileri (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 9) olarak ifade edilebilir. Deneyimsiz ve aşırı iyimser katılımcıların kendilerini dolandırıcılığa maruz bırakma ve kandırılma ihtimallerinin yüksek olmasının yanısıra fon sağlayacakları projelerin seçiminde de başarısız olmaları ve gerçekçi olmayan beklentilerle geleceği olmayan projelere destek vermeleri söz konusu olabilmektedir (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 18). Veyahut da yatırımcı tecrübesizliği ve bilgi eksikliği nedeniyle yatırımın batması halinde diğer yatırımlarda olduğu gibi KF'de de yatırımcının korunmasına ilişkin mekanizmaların var olduğunu zannedebilir ve en kötü senaryo gerçekleştiğinde ummadığı şekilde büyük bir zarara uğrayabilir (Kirby ve Worner, 2014, s. 27).

2.3.2.4. Platform kaynaklı riskler

KF platformları kâr amaçlı kuruluşlar olup başarılı olan kampanyalardan kampanya tutarı üzerinden %4-%5 civarında belirlenmiş bir oranda komisyon alarak hizmet verirler ve dolayısıyla kampanya sayısının artması onların tercih edeceği bir durumdur (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 15). Ancak kampanya sayısının artırılması kampanya kalitesinin de artması anlamına gelmemekte olup hatta belki de düşmesine bile sebep olabilecektir.

Diğer taraftan KF kampanyasına uluslararası faaliyet gösteren platformlar üzerinden farklı ülkelerden katılım olması durumunda girişimciler ve katılımcılar ülkelerarası mevzuat farklılarından kaynaklanacak ilave risklere de maruz kalabilmektedir (İşler, 2014, s. 63).

KF platformundan kaynaklanabilecek bir diğer risk ise platformun başarısızlığı ve geçici olarak veya tamamen kapanması riski olup böyle bir durumda geride sözleşmelerle ilgili hiçbir veri bırakmadan aracılık ettiği tüm yatırımın yatırımcılar nezdinde kaybına neden olması söz konusu olabilmektedir (Kirby ve Worner, 2014, s. 5 ve 25). Bu duruma örnek olarak borçlanmaya dayalı modelde faaliyet gösteren Quackle platformunun arkasında aracılık ettiği kampanyaların borçlu ve alacaklılarına ilişkin olarak hiçbir bilgi bırakmadan 2011 yılında aniden kapanması ve yatırımcıların yatırımlarının tamamının hukuki takibatı yapılamadığı için kaybedilmesi gösterilebilir (Kirby ve Worner, 2014, s. 26).

2.3.2.5. Likidite riski

Borçlanmaya dayalı KF’de çok az sayıda platform yatırımcıların alacaklarını paraya çevirebileceği ikincil piyasalar sunabilmekte iken paya dayalı KF’de yeni girişimlerin payını alan yatırımcılar ya hiç ikincil piyasa bulamamakta ya da bulabilse bile alıcı bulamadığından payları kısa vadede satamamaktadır (Kirby ve Worner, 2014, s. 6 ve 27).

Yatırımcı eğer kampanyaya katılımı sırasında bu likidite eksikliğini farkında değilse ve yüksek tutarda bir yatırım yaptı ise bu durum kendisi için de kısa vadede likidite problemine ve uzun vadede yatırımını kaybetmesine yol açabilecektir (Kirby ve Worner, 2014, s. 5,27). Dolayısıyla yatırımcıların yatırımlarının geri dönüşünün uzun bir zaman alabileceği veya kötü bir yatırım kararı olduğunu farkedip paralarını geri almak

istediklerinde her zaman geri alamayabilecekleri ve sonunda da zarar uğrayabilecekleri hakkında önceden bilgilendirilmelerinde fayda bulunmaktadır. Sonuç olarak finansal getirili KF modellerindeki likidite düşüklüğü riski hem yatırımcıların hem de düzenleyici otoritelerin dikkate almaları gereken önemli bir risk faktörüdür (Kirby ve Worner, 2014, s. 27).

2.3.2.6. İflas riski

Girişimin hayata geçirilememesi, geçirilse bile beklenen karlılığı sağlayamaması ve herhangi bir aşamada başarısız olup iflas etmesi halinde girişimcinin tüm sermayeyi kaybetme riski (İşler, 2014, s. 63), katılımcının ise kullanılan KF modeline göre yatırdığı tüm tutarı ya da kendisine vaat edilen kampanya sonrası kazanımları elde edememe riski bulunmaktadır.

Örneğin ödüle dayalı modelde katılımcı sağladığı fon tutarı karşılığında kendisine vaad edilen ödülleri ya da ön sipariş yaptığı ürünün erken kullanım hakkını kaybedebilmekte iken borçlanmaya dayalı modelde borcunu geri alamayabilmekte, paya dayalı modelde ise tüm anapara yatırım tutarını kaybedebilmektedir. Üstelik girişimci ve katılımcı arasındaki bilgi asimetrisi de bu risklerin düzeyinin katılımcı tarafından önceden bilinebilmesini imkânsız kılarak katılımcıya olan maliyetini artırabilmektedir (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 19).

Uzmanların görüşleri yeni girişimlerde iflas riskinin oldukça yüksek olduğu yönündedir (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 19). Paya dayalı modelde iflas riski diğer türlere kıyasla daha yüksek olup, bunun sebebi de yine yeni girişimlerin ilk 5 yıl içerisinde batma riskinin %50 civarında olmasıdır (Kirby ve Worner, 2014, s. 24). BK’da paya dayalı modelde faaliyet gösteren Crowdcube Platformu’nda düzenlenen ilk KF kampanyasının sahibi olan “Bubble and Balm” şirketi 2011 yılında Şirket’in %15 payı karşılığında 82 yatırımcıdan toplam £75,000 toplamış olmasına rağmen 2013 yılında iflas etmiş ve böylelikle yatırımcıları da tüm yatırımlarını kaybetmiştir (Kirby ve Worner, 2014, s. 24).

Bu kapsamda KF’de girişimci, katılımcı/yatırımcı ve platformun haklarını koruyacak yasal düzenleme altyapısının oluşturulması gerekmektedir (İşler, 2014, s. 63).

2.3.2.7. Siber riskler

KF'nin İnternet üzerinden yürütülen bir finansman faaliyeti olması yöntemi siber saldırılara karşı savunmasız hale getirmektedir (Kirby ve Worner, 2014, s. 5). Bu risk KF platformunun fazla yüklenmesinden hesapların karışmasına veya kimlik bilgilerinin çalınmasına kadar çeşitli şekillerde tezahür edebilmekte olup, platform kurucularının bu tür siber saldırıları bertaraf edebilecek yeterli düzeyde teknik deneyimli işgücünü hazırda bulundurmaları gereklidir (Kirby ve Worner, 2014, s. 28).

2.3.2.8. Sistemik risk

IOSCO Araştırma Raporu'nda, borçlanmaya dayalı ve paya dayalı KF modelleri üzerinde IOSCO tarafından yapılmış geçmiş çalışmalara dayanarak her iki modelin de piyasa büyüklükleri itibariyle yazım tarihinde sistemik risk taşımadığı sonucuna varıldığı ancak bu modellerin yaygınlaşıyor ve toplanan fon büyüklüklerinin de hızla artıyor olduğu dikkate alındığında ve ayrıca platformların sınır ötesi aktiviteleri ile finansal sistem ile entegrasyonları arttıkça bu durumun gelecekte değişebileceği ve finansal getirili KF modellerinin sistemik risk kaynağı haline gelebileceği ifade edilmektedir (Kirby ve Worner, 2014, s. 6).

2.3.3. Zorluklar

2.3.3.1. Girişimciler açısından zorluklar

KF'nin sağladığı fırsatlar pek çok girişimciyi kullanıma özendirilecek olmakla birlikte, yöntem bazı girişimciler için bu kanaldan finansmanı tercih etmemelerine sebep olacak bazı zorlukları da doğurmaktadır.

Bunlardan en önemlisi fikri mülkiyet hakları ile ilgilidir (Schwienbacher ve Larralde, 2012, s. 20). Girişimciler için en büyük zorluk geleneksel fon kaynaklarına başvurduklarında sır olarak saklayabildikleri inovatif yeni iş fikirlerini KF'de iş fikri hayata geçmeden çok önceki bir aşamada açıklamak zorunda kalmaları ve rakiplerinin ve fikri çalabilecek diğer kötü niyetli kimselerin de bu potansiyel değerliliği çok yüksek fikirleri kampanya sırasında

öğrenebiliyor olmasıdır (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 16; Schwienbacher ve Larralde, 2012, s. 20). Özellikle taklit riski olan ürün ve hizmetlerde girişimcilerin fikirlerinin çalınma kaygısı en üst seviyededir (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 16). Bu durum bazı örneklerde finansal zorluk içerisindeki girişimciyi KF yapmaktan bile vazgeçirebilecek riskler içerebilmektedir.

İkinci bir zorluk, girişimcinin gerekli sermayeyi melek yatırımcılar ve risk sermayesi şirket ve fonları gibi geleneksel profesyonel yatırımcılardan ziyade halktan sağlamanın fırsat maliyetine katlanmak zorunda olmasıdır. Profesyonel yatırımcılar yeni girişimlere endüstri bilgisi, ilişkiler ve statü gibi ilave katma değer sağlarken KF katılımcıları böyle bir değer katabileceklerse bile zaten çok düşük tutarlarda fon sağladıkları için böyle bir zahmete girmemektedirler (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 17).

Bir diğer zorluk da aynı tutarda sermayenin bir kaç büyük yatırımcı yerine çok sayıda katılımcıdan sağlanıyor olmasının girişimci açısından bu katılımcı ilgisinin yönetimini zorlaştırması ve daha maliyetli hale getirmesidir (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 17). Katılımcı sayısı ne kadar yüksek olursa kampanya sırasında katılımcıların yeni hususlardan bilgilendirilmesi ve katılımcı soru ve katkılarının değerlendirilmesi süreçleri de o kadar zorlayıcı olabilecektir (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 17). Kampanyaya ilişkin süreli taahhütlerin yerine getirilmesinde gecikilmesi ya da girişimin beklentileri karşılayamaması durumunda da katılımcıların talepleri ile ilgilenilmesi gerekmekte ve bu da girişimin kaynaklarının ve zamanının asıl konusu ve amacından farklı bir alana tahsis edilmesine sebep olabilmektedir (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 17).

Yine girişimcinin kampanya katılımcılarını seçme şansı olmadığından farklı vizyona ve karakter yapısına kimselerin katılımcı olmaları ve kampanya sürecinde girişimcinin diğer katılımcılarla olan diyalogunu olumsuz etkilemeleri de söz konusu olabilmektedir (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 18).

2.3.3.2. Katılımcılar açısından zorluklar

Agrawal ve diğerlerine göre katılımcıların KF'ye katılma konusundaki çekincesinin kaynağı girişimcinin projeyi hayata geçirmek için yetersiz olabileceği, dolandırılacakları

ve projenin başarısız olabileceği konularındaki endişeleridir (2013, s. 18). Söz konusu endişeler paya dayalı KF’de bilgi asimetrisinin sonucu olarak daha yüksek olup, hele de ilgili ülkede etkin bir gözetim ve düzenleme altyapısı bulunmuyorsa çok daha yukarı seviyelere çıkmaktadır (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 18).

Bu en kötü senaryoların yanında, katılımcılar bir de sağlayacakları fonlar karşılığında kendilerine vaadedilen ödüller ya da erken kullanım hakkı verilen ürünlere ilişkin süreli taahhütlerin yerine getirilmesi konusunda zorluklar yaşayabilmektedirler. Mollick’in Kickstarter platformunda farklı kategorilerde projelere ilişkin 45.526 adet KF kampanyasını analiz ettiği çalışmasının sonuçlarına göre ödüle dayalı modelde kurucuların çoğunluğu söz konusu süreli taahhütlerini yerine getiriyor olmakla birlikte %75’inden fazlası ürün teslimini beklenenden daha geç yapmakta ve bu gecikmenin derecesi de kampanya sürecinde toplanan fonların büyüklüğü ile doğru orantılı olmaktadır (2014, s. 1). Araştırmacı aşırı fonlama ile karşı karşıya kalan projelerde projenin ölçeğinin büyümesi ve daha karmaşık bir hale gelmesi nedeniyle yönetim zorluğu yaşandığı ve sonucunda bu tür gecikmelerin daha fazla görüldüğü tespitinde bulunmaktadır (2014, s. 2).

2.4. Gelişebilmesi İçin Gerekli Koşullar

Bu bölümde KF’nin gelişebilmesi için gerekli koşullar girişimcilik ekosisteminin uygunluğu, fiziki sermayenin mevcudiyeti ve erişilebilirliği, halkın finansal okuryazarlık düzeyi ile teknolojiye erişim ve kullanma düzeyi ve sağlıklı bir düzenleme altyapısı şeklinde beş ana başlık altında incelenmektedir. Bir önceki bölümde yer verilen değerlendirmeler ışığında, sağlıklı bir yasal altyapının oluşturulmasının KF yönteminin uygulanabilirliği için gerekli bir koşul olduğu ancak yöntemin gelişebilmesi için tek başına yeterli olmadığı sonucu ortaya çıkmaktadır.

2.4.1. Girişimcilik ekosisteminin uygunluğu

Bir ülkede uygun ve destekleyici bir girişimcilik ekosistemi olmadan girişimcilerin ve yeni girişimlerin varolabilmesi, yenilikçi projelerin üretilebilmesi ve inovasyonların hayata geçirilebilmesi imkânsızdır. KF’nin de bir girişimciliğin finansmanı yöntemi olduğu düşünülürse bir ülkedeki girişimcilik ekosistemi sağlıklı olmadığında girişimcilerin ve yeni

girişimlerin azlığı ile paralel olarak yõteme gösterilen talebin de düşük olacağı çıkarımında bulunmak pek de yanlış olmayacaktır.

Girişimcilik ekosistemi en basit tanımıyla girişimciliği etkileyen kişiler, çevre ve koşullar bütünüdür. Cohen, girişimcilik ekosisteminin, Spilling (1996) ile Iansiti ve Levien'e (2004) de atıf yapmak suretiyle, aynı coğrafi bölgedeki ve potansiyel olarak bütün ekonomiyi etkileyen tüm aktörler grubunun oluşumunu ve nihai istikametinin belirlenmesini sağlayan, birbirlerine bağımlı yapıları temsil ettiğini ifade etmektedir (2006, s. 3). Cohen buradan hareketle sürdürülebilir girişimcilik ekosistemlerini de bir coğrafi bölgedeki yeni girişimlerin desteklenmesi ve kolaylaştırılması yoluyla sürdürülebilir kalkınmaya hizmet eden birbirleri ile bağlantılı yapılar olarak tanımlamaktadır (2006, s. 3). Mack ve Mayer (2016) ise girişimcilik ekosisteminin yeni şirketlerin oluşumunu ve ilgili bölgesel girişimcilik faaliyetlerini teşvik eden birbiriyle etkileşim halinde bileşenleri içerdiğini ve sağlıklı bir girişimcilik ekosisteminin sadece bu bileşenlerin mevcudiyeti ile sağlanamayacağını bu bileşenler arasındaki karşılıklı bağımlılıkların da anlaşılmasının önemli olduğunu savunmaktadır. Aracıoğlu ve diğerleri ise girişimcilik ekosisteminin bahsedilen bileşenlerinin birlikte uyumunun sürdürülebilir girişimcilik açısından çok önemli olduğunu ifade etmektedir (2016, s. 75).

Washington, DC'de kurulu Küresel Girişimcilik ve Kalkınma Enstitüsü'ne (The Global Entrepreneurship and Development Institute - GEDI) göre bir ülkedeki girişimcilik ekosisteminin durumunu gösteren üç büyük yapı taşı o ülkedeki girişimcilik konusundaki tutumlar, girişimcilikle ilgili yetenekler ve girişimcilik alanındaki isteklilik ya da başka bir deyişle hayallerin ölçeğidir (GEDI, 2017, s. 23). GEDI tam gelişmiş bir ekonomiden bahsedilebilmesi için bu 3 büyük yapı taşı üzerinde yükselecek sütunların aynı yükseklikte ve güçlü olması gerektiği ve sürekli iyileştirme ve özenli bakıma ihtiyaç duyduğu görüşünü savunmaktadır (2017, s. 23). GEDI her yıl hesapladığı Küresel Girişimcilik Endeksi (Global Entrepreneurship Index - GEI) değerlerine göre dünya genelinde bir ülkeler sıralaması yayınlamaktadır. Söz konusu endeks üç yapı taşı olduğu kabul edilen girişimcilik tutumları, girişimcilik yetenekleri ve girişimcilik istekliliğini temel alan üç alt endeksten oluşmakta olan oldukça kapsamlı bir endeks olup, ülkelerin girişimcilik puanlarının hesaplanmasında bu alt endekslerin altında da her biri girişimciliğin mikro ve makro düzeylerine karşılık gelen bireysel ve kurumsal bir değişken içeren toplam 14 parametreyi dikkate almaktadır (GEDI, 2017, s. 27). Aslında GEDI tarafından girişimcilik ekosisteminin nelerden oluştuğu bir nevi

bu parametreler ile ifade edilmiş olmakta olup, bunlar fırsatları yakalayabilme, yeni şirket kurma becerilerine sahip olma, başarısızlık riskini alabilme, yurtiçi ve yurtdışı ilişki ağları kurabilme, kültürel desteğin mevcudiyeti, bürokrasi ve vergiler, ülkenin teknoloji kapasitesi, kaliteli insan kaynağı, ürün piyasasının rekabete açık olması, ürün inovasyonu, süreç inovasyonu, yüksek büyüme potansiyeline sahip olma, uluslararasılaşma ve girişimciliğin finansmanı yöntemlerinin mevcudiyeti şeklinde sıralanabilir (2017, s. 27). Dolayısıyla GEI değeri bir ülkenin girişimcilik ekosisteminin durumu hakkında sağlıklı bir bilgi sağlayabilecektir.

2.4.2. Fiziki sermayenin mevcudiyeti ve erişilebilirliği

KF'nin gelişebilmesi için belki de en önemli faktörlerden bir tanesi de bir ülkede girişimcilik projelerine ve yeni girişimlere aktarılacak fiziki sermayenin mevcudiyeti ve bu fiziki sermayenin girişimciler tarafından erişilebilir olmasıdır. Bu konuda özellikle inovasyona aktarılan harcamaların payının KF açısından fiziki sermayenin durumunun değerlendirilmesi için önemli bir gösterge olabileceği düşünülmektedir. Fiziki sermayenin mevcudiyeti hanehalkı tasarruflarının boyutu ile ilgili olabileceken, erişilebilirliği ise daha çok ilgili finansman yöntemlerinin gelişmişliği ile ilgilidir.

2.4.3. Finansal okuryazarlık düzeyinin yüksek olması

Farklı araştırmacılar ve kuruluşlar finansal okuryazarlığı kavramsal olarak ve operasyonel alanlarda birçok farklı yolla tanımlamış olup, kavramsal tanımların temelinde finansal okuryazarlığın yargı ve karar verme yönünden ziyade finansal bilgi birikimi yönü daha baskındır (Hung, Parker ve Yoong, 2009). OECD, finansal okuryazarlığı kısaca bireylerin finans kavramları ve risklere ilişkin bilgi sahibi olması ve bu bilgileri etkili finansal kararlar alabilme ve finansal iyi olma halini sürdürebilme için kullanma yeteneği, isteği ve güvenine sahip olması şeklinde tanımlamıştır (Aydın, 2018). Finansal Okuryazarlık, TEB ve Boğaziçi Üniversitesi tarafından 2014 yılına ilişkin olarak hazırlanan Türkiye'de Finansal Erişim ve Okuryazarlık Raporu'nda "bir tüketicinin paranın kullanımında ve yönetiminde bilgiyle değerlendirme yapmasını ve yatırımlara yön verecek finansal araçların seçiminde etkili ve rasyonel kararlar verebilmesini sağlayan yeterlilik düzeyi" şeklinde tanımlanmaktadır. Toplumda finansal okuryazarlığın yeterince iyi

olmaması yatırımcıların yatırım ürünlerinin risklerini değerlendirme konusunda yetersiz kalmalarına neden olarak finansal piyasalarda buna bağlı sorunlara yol açmakta olup, bu risk karmaşık yapılandırılmış ürünler ve ilişkili riskleri konusunda daha da artmaktadır (IOSCO, 2016, s. 85).

Finansal okuryazarlık konusu KF'nin gelişebilmesi için yatırımcı ve girişimci olmak üzere iki farklı açıdan da çok önemlidir. İlk olarak finansal okuryazarlık KF'nin yatırımcılar tarafından anlaşılabilmesi ve ilgi görebilmesi açısından önem arz etmektedir. Öte yandan Girişimciliğin Geliştirilmesi ÖİK Raporu'nda ifade edildiği gibi finansal okuryazarlık konusu girişimcilikteki performans açısından da oldukça önemli görülmektedir. Şöyle ki girişimcinin eğer finansal okuryazarlığı yok ise kendisine sunulan finansman imkânları ne kadar fazla olursa olsun bunlardan yararlanabilme ihtimali düşüktür (T.C. Kalkınma Bakanlığı, 2014, s. 87). Dolayısı ile böylesine çift taraflı bir etki de söz konusu iken bir ülkedeki finansal okuryazarlık düzeyi arttıkça KF'nin de buna paralel olarak daha fazla gelişebileceği öngörüsünde bulunmak hiç de yanlış olmayacaktır.

2.4.4. Teknolojiye erişim ve kullanma düzeyinin yüksek olması

KF'nin temelinde İnternet yoluyla hızlı ve ucuz bir şekilde kitlelere ulaşılması ve onlardan fon sağlanması yatmaktadır. Önceki bölümlerde KF'nin ortaya çıkışında İnternet teknolojisinin yeri ve yöntemin bugünkü gelişmişlik düzeyine ulaşmasında bu teknolojideki yakın zamanlı hızlı gelişmelerin katkısı detaylı bir şekilde ortaya konulmuştur. Bu bölümde ise İnternet teknolojisinin gelişmişliğinden ziyade bir ülkede yaşayanlarca kullanılma düzeyi üzerinde durulmaktadır. Şöyleki İnternet teknolojisi küresel ölçekte belli bir gelişmişlik düzeyine ulaşmış olsa da çeşitli ülkelerde halkın sosyal, kültürel ve ekonomik nedenlerle bu teknolojiyi kullanım düzeyi ve de kullanım amaçları farklılık gösterebilmektedir. Bu bağlamda bir ülkedeki halkın İnternet teknolojisine erişimi (Ata, 2018, s. 289) ve bu teknolojiyi kullanma isteği ile kullanabilme becerisinin de o ülkede KF'nin gelişimini etkileyebileceği düşünülmektedir.

2.4.5. Sağlıklı bir düzenleme altyapısının mevcudiyeti

KF'nin yeni bir yöntem olması ve farklı düzenleyici kurumların kendi ülkelerinde hayata geçirme konusundaki farklı yaklaşımları nedeniyle çeşitli ülkelerde farklı dönemlerde ve farklı kapsamda düzenlendiğini görmekteyiz. Özellikle finansal getirili modeller konusunda kimi ülkeler yasaklarda ısrarlı davranırken kimi ülkeler oyunun sağlıklı oynanması için kurallarını belirleme yoluna gitmiştir. Bu durum bu modellerdeki KF'nin farklı ülkelerdeki gelişim hızı ve bu yolla toplanan fonların düzeyi üzerinde oldukça etkili olmuştur. Örneğin daha önceki bölümlerde de anlatıldığı gibi paya dayalı modelin ABD'nde BK'ya göre çok daha sonra kullanılmaya başlanmasının sebebi yasal düzenlemelerde küçük yatırımcılara katılabilme izni veren değişikliklerin fazla temkinli bir yaklaşımla ağırdan alınarak gerçekleştirilmiş olmasıdır. Dolayısıyla KF'nin önündeki yasal engellerin kaldırılması yöntemin gelişimi açısından öncelikli bir konudur.

Öte yandan düzenleyici kurumlarca, yatırımcıların karşı karşıya kalabileceği risklerin ülke dinamikleri de dikkate alınarak iyi bir şekilde tanımlanması ve yasal düzenlemelerin kapsamının da yatırımcının korunmasına ilişkin hassasiyetler gözetilerek buna göre belirlenmesi yöntemin düzenleme altyapısının sağlıklı olabilmesi için önemlidir. Böylelikle KF'nin yatırımcının güvenle fon sağlayabileceği bir finansman yöntemi olarak sağlıklı gelişimi mümkün olabilecektir.

Sonuç olarak KF yönteminin uygulanabilirliği için ilk olarak önündeki yasal engellerin kaldırılması ve düzenleyici alt yapının elverişli hale getirilmesi daha sonra da sağlıklı bir şekilde gelişimine devam edebilmesi için yapılacak düzenlemeler yoluyla yöntemdeki risklerin azaltılması gerekmektedir.

2.5. Dünya Genelindeki Gelişmişlik Düzeyi ve Çeşitli Ülkelerdeki Yasal Altyapı

Önceleri ihtiyaçlar karşısında doğal bir faaliyet olarak ortaya çıkan ve aldığı geri beslemelerle gelişmeye başlayan KF daha sonra hızla artan fon hacmi ve çeşitli farklı modellerinin geliştirilmesi ile sınırlarını zorlamaya başlamıştır. Bu durum hem önündeki yasal engellerin ortadan kaldırılması hem de getirdiği risklerin kontrol altına alınması açısından konunun düzenlenmesi ihtiyacını ortaya çıkarmıştır.

Yöntem çeşitli ülkelerde ülke dinamiklerine göre ve uygulanan modeller bazında çeşitli düzenlemelere tabidir. paya dayalı model bazı ülkelerde uzun zamandır varolan bir gerçeklik diğer iken birçok ülkede yasal engeller nedeni ile gelişmemiş (Vismara, 2016, s. 580) olup, ya henüz hiç uygulanmamaktadır ya da sınırlı olarak uygulanabilmektedir. Şöyleki pek çok ülkede ödül ve başışa dayalı KF platformlarını serbestçe kullanarak herkes her türlü projenin destekçisi olabilirken, paya ve borçlanmaya dayalı KF platformlarında bazı ülkelerde yalnızca akredite/nitelikli yatırımcılar yatırım yapabilmekte veya yatırımcı türlerine göre de çeşitli yatırım tutarı ya da toplanacak toplam fon tutarı üst limitleri uygulanmaktadır. Bu tür farklılıklar ise bu piyasaların evrimleşme şeklini etkilemekte ve nihayetinde girişimciliğin finansmanı yöntemlerinin yapısını belirlemektedir (Vismara, 2016, s. 580).

IOSCO Araştırma Raporu'nda finansal getirili KF modellerinin İngiltere'de 2006 yılında başladığı daha sonra 2007 yılında ABD'ye ve 2009 yılında da Çin'e yayıldığı ve yöntemle toplanan fonların hacminin hızlı bir şekilde büyümekte olduğu, bu büyümeye etki eden en önemli iki faktörün ise teknolojik yenilikler ve 2008 Finansal Krizi olduğu ifade edilmektedir (Kirby ve Worner, 2014, s. 12).

KF'nin 4 temel modeli (ödüle, başışa, borçlanmaya paya dayalı) arasında paya dayalı KF en yeni popüler olanıdır. Paya dayalı KF'nin gelişimi diğer modellerden farklı olarak bulunduğu ülkenin düzenleme altyapısından önemli ölçüde etkilenmektedir (Ahlers ve diğerleri, 2015, s. 958). Avustralya bu konuda önderlik eden ülke olup, 2005 yılında bu modeldeki ilk platform olan Australian Small Scale Offering Board (ASSOB) kurulmuştur (Mamonov ve diğerleri, 2017, s. 242). Daha sonra Avustralya'yı Avrupa izlemiştir. BK'da paya dayalı KF'nin 2011 yılında yasal hale getirilmesinden sonra bu modelde çok sayıda platform kurulmuştur (Ahlers ve diğerleri, 2015). CrowdfundingHub, KF'nin Avrupa'daki durumuna ilişkin olarak hazırladığı 2016 tarihli Rapor'unda paya dayalı KF'nin tüm Avrupa Birliği (AB) ülkelerinde yasal altyapısının oluşturulduğu ve bu ülkelerde bu modelde faaliyet gösteren en az bir tane KF platformu bulunduğu tespitinde bulunmaktadır. Paya dayalı model ortaklık hakkı veren bir sermaye piyasası aracının satışını içeriyor olması ve dolayısıyla çeşitli yasal düzenlemelere tabi olması nedeni ile yakın zaman öncesine kadar ABD de dahil olmak üzere pek çok ülkede kısıtlanmıştır (Ahlers ve diğerleri, 2015, s. 958). ABD'de küçük yatırımcıların paya dayalı KF'ye katılabilmesine ancak Ekim 2015'de izin verilebilmiştir.

2.5.1. Dünya’da kitle fonlaması yoluyla toplanan fonların düzeyi

KF’nın gelişimi son yıllarda ivme kazanmış olup, her yıl bu yöntemle toplanan fonların tutarı bir önceki yıla göre önemli oranda artmaktadır. Cambridge Üniversitesi bünyesinde faaliyet gösteren CCAF tarafından son yıllarda kıtalar ve çeşitli ülkeler bazında yıllık Alternatif Finans Endüstri Raporları hazırlanmaktadır. 3. Amerika Kıtası Alternatif Finans Endüstri Raporu’na (Ziegler ve diğerleri, 2018) göre çevrimiçi alternatif finans piyasası hacminin önemli bir kısmı KF işlemlerinden oluşmaktadır. Bu kapsamda P2PMarketData web sayfasında da anılan raporlarda yer alan Alternatif Finans piyasaları büyüklükleri KF yoluyla toplanan fon büyüklükleri olarak kabul edilmiş ve kıtalar ve çeşitli ülkeler için yıllar itibariyle ve KF modelleri bazında derlenerek yayımlanmıştır.

Söz konusu bilgilere göre 2017 yılında KF hacmi en yüksek 30 ülke aşağıdaki bölümde paylaşılmakta ayrıca Avrupa (BK hariç), Amerika ve Asya-Pasifik kıtalarını temsilen Çin fon büyüklüklerine de ilerleyen bölümlerde özet tablolar şeklinde yer verilmektedir. BK piyasasında KF hacimlerine ilişkin olarak ise Zhang ve diğerleri tarafından hazırlanan Cambridge Alternatif Finans Merkezi 5. Birleşik Krallık Alternatif Finans Endüstri Raporu’nda (2018) yer alan bilgilere yine ilerleyen bölümlerde özet tablo olarak yer verilmektedir. Ayrıca tablolarda yer alan 2017 büyüklükleri kullanılarak oluşturulan pay grafiklerinden de her bölgede model bazında KF yüzdesel dağılımı görülebilmektedir.

2017 yılı verilerinden görüleceği üzere tüm bölgelerde borçlanmaya dayalı model en çok gelişen KF modelidir. Şu kadar ki KF hacminin Çin’de %99,66 ile neredeyse tamamını, Amerika Kıtası’nda %93,3’ünü, BK’da %89,77’sini ve Avrupa Kıtası’nda %79,06’sını borçlanmaya dayalı platformlar üzerinden yapılan işlemler oluşturmaktadır. En yavaş gelişen model ise paya dayalı model olup, KF hacminin Avrupa Kıtası’nda %6,26’sını, BK’da %5,42’sini, Amerika Kıtası’nda %0,59’unu ve Çin’de %0,06’sını oluşturmaktadır. Paya dayalı modelin Avrupa’daki gelişimi ise diğer modellere göre çok daha hızlıdır.

2.5.1.1. Dünya sıralaması

Tablo 5’de 2017 yılı itibariyle kitle fonlaması hacmi en yüksek 30 ülkenin sıralaması ve tüm kitle fonlaması modelleri dikkate alınarak hesaplanmış parasal büyüklükleri ve piyasa payları yer almaktadır.

Tablo 5. 2017 Yılında Kitle Fonlaması Hacmi En Yüksek 30 Ülke (\$)

Sıralama	Ülke	Hacim (\$)	Piyasa Payı (%)
1	Çin	358.275.377.000	85,99%
2	ABD	42.773.166.000	10,27%
3	BK (UK)	7.852.345.000	1,88%
4	Avustralya	1.148.516.000	0,28%
5	Güney Kore	1.129.918.000	0,27%
6	Kanada	867.578.000	0,21%
7	Fransa	734.888.000	0,18%
8	Almanya	661.596.000	0,16%
9	Japonya	348.650.000	0,08%
10	Hollanda	311.047.000	0,07%
11	Brezilya	269.632.000	0,06%
12	Hindistan	268.580.000	0,06%
13	Yeni Zellanda	261.622.000	0,06%
14	İtalya	267.412.000	0,06%
15	Finlandiya	218.632.000	0,05%
16	İsveç	218.210.000	0,05%
17	Singapur	190.622.000	0,05%
18	Gürcistan	192.542.000	0,05%
19	İspanya	178.319.000	0,04%
20	Meksika	151.094.000	0,04%
21	Şili	150.695.000	0,04%
22	Polonya	158.296.000	0,04%
23	İrlanda	118.661.000	0,03%
24	Tayvan	103.502.000	0,02%
25	Letonya	102.449.000	0,02%
26	Belçika	101.004.000	0,02%
27	Estonya	90.271.000	0,02%
28	Endonezya	80.115.000	0,02%
29	İsviçre	85.670.000	0,02%
30	Litvanya	68.125.000	0,02%
TOPLAM		416.671.657.150	

Kaynak: P2PMarketData(c)⁶. *Crowdfunding statistics worldwide: Volume by country and industry trends*. Ziyaret tarihi 24.09.2019. <https://p2pmarketdata.com/crowdfunding-statistics-worldwide/>.

⁶ Tablodaki veriler 2017 yılı için CCAF raporlarından P2PMarketData tarafından derlenen fon büyüklükleri ve hesaplanan oranlardır.

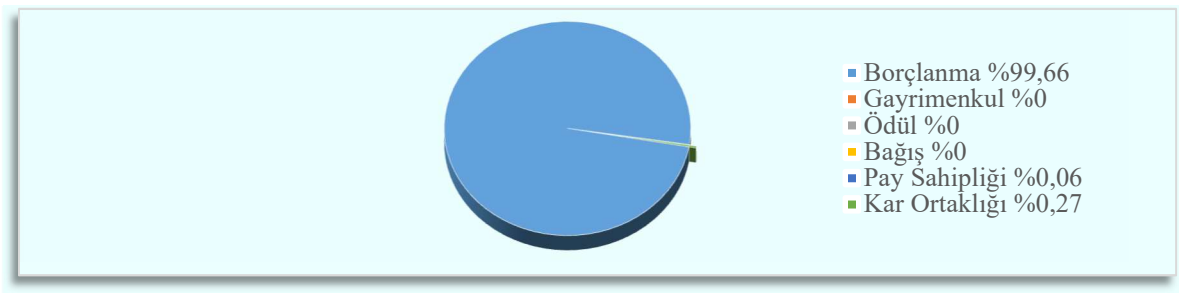
2.5.1.2. Çin

Çin, KF yoluyla toplanan fon büyüklüklerine göre 2017 yılında 358,3 milyar hacmi ile Asya Pasifik bölgesi toplam hacmi olan 361,9 milyar ABD dolarının %99'unu oluşturmakta ve Dünya'da da birinci sıraya yerleşmektedir (P2PMarketData(d)). Çin'de KF piyasası 2016 yılından 2017 yılına kadar %46,9 oranında büyümüş olup, aynı yıl için %23,9 olan ABD büyüme oranına göre oldukça yüksektir (P2PMarketData(d)). Tablo 6'dan görüleceği üzere borçlanmaya dayalı model Çin'de en yaygın kullanılan KF modelidir. Şekil 6'dan da borçlanmaya dayalı modelin 2017'de Çin KF hacminin %99,66'sını oluşturduğu anlaşılmaktadır.

Tablo 6. 2014-2017 Çin'de Model Bazında Kitle Fonlaması Hacmi (\$)

Model/Yıl	2014	2015	2016	2017
Bağış	0	140.000.000	110.000.000	0
Ödül	30.000.000	830.000.000	2.020.000.000	5.000.000
Pay	30.000.000	1.450.000.000	460.000.000	220.000.000
Borçlanma	24.600.000.000	99.730.000.000	240.510.000.000	356.040.000.000
Gayrimenkul	0	0	80.000.000	0
Kâr Ortaklığı	0	40.000.000	90.000.000	980.000.000
TOPLAM	24.660.000.000	102.190.000.000	243.270.000.000	357.245.000.000⁷

Kaynak: P2PMarketData(d)⁸. *Crowdfunding in China: A look at the World's largest market*. Erişim tarihi 24 Eylül 2019. <https://p2pmarketdata.com/crowdfunding-china/>.



Kaynak: P2PMarketData(d)⁹. *Crowdfunding in China: A look at the World's largest market*. Erişim tarihi 24 Eylül 2019. <https://p2pmarketdata.com/crowdfunding-china/>.

Şekil 6. 2017 Çin Model Bazında Kitle Fonlaması Yüzdesel Dağılımı

⁷ Görülen tutar temel modeller bazında KF hacmi tutarlarının toplanması ile bulunmuş olup, diğer yaygın olmayan modellere ilişkin tutarları içermediğinden ülkenin toplam gerçekleşen KF hacminin altında olabilir.

⁸ Tablo CCAF raporlarından P2PMarketData tarafından derlenen fon büyüklükleri kullanılarak oluşturulmuştur.

⁹ Şekil CCAF raporlarından P2PMarketData tarafından derlenen fon büyüklükleri kullanılarak oluşturulmuştur.

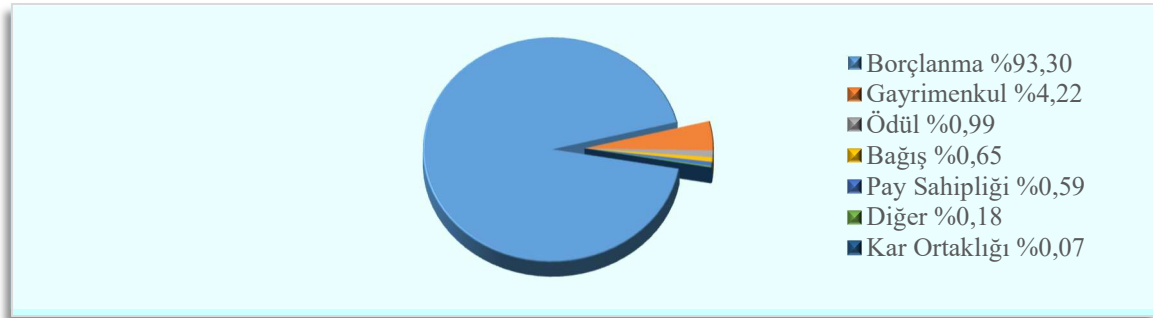
2.5.1.3. Amerika Kıtası

Amerika Kıtası'nda KF faaliyetinin %97'si ABD'de gerçekleştirilmekte olup, ABD daha önce verilen Tablo 5'den görüldüğü gibi bu yolla toplanan fon büyüklüklerine göre 2017 yılında 42,8 milyar ABD doları ile Dünya'da Çin'den sonra ikinci sırayı almaktadır. Kuzeyi ve güneyi ile tüm Amerika Kıtası'nda KF hacmi toplamı ise Tablo 7'ye göre 44,3 milyar ABD dolarıdır. Şekil 7'den de 2017'de Amerika Kıtası KF hacminin %93,3'ünün borçlanmaya dayalı modele ilişkin işlemlerden oluştuğu anlaşılmaktadır.

Tablo 7. 2014-2017 Amerika Kıtası'nda Model Bazında Kitle Fonlaması Hacmi (\$)

Model/Yıl	2014	2015	2016	2017
Bağış	180.000.000	220.000.000	340.000.000	290.000.000
Ödül	510.000.000	660.000.000	600.000.000	440.000.000
Pay	270.000.000	600.000.000	570.000.000	260.000.000
Borçlanma	10.600.000.000	26.760.000.000	32.820.000.000	41.360.000.000
Gayrimenkul	140.000.000	480.000.000	820.000.000	1.870.000.000
Kâr Ortaklığı	0	0	30.000.000	30.000.000
Diğer	0	0	0	80.000.000
TOPLAM	11.700.000.000	28.720.000.000	35.180.000.000	44.330.000.000

Kaynak: P2PMarketData(e)¹⁰. *Crowdfunding in the Americas: USA, Canada, Latin America & the Caribbean (2019)*. Erişim tarihi 24 Eylül 2019. <https://p2pmarketdata.com/crowdfunding-americas/>.



Kaynak: P2PMarketData(e)¹¹. *Crowdfunding in the Americas: USA, Canada, Latin America & the Caribbean (2019)*. Erişim tarihi 24 Eylül 2019. <https://p2pmarketdata.com/crowdfunding-americas/>.

Şekil 7. 2017 Amerika Kıtası Model Bazında Kitle Fonlaması Yüzdesel Dağılımı

¹⁰ Tablo CCAF raporlarından P2PMarketData tarafından derlenen fon büyüklükleri kullanılarak oluşturulmuştur.

¹¹ Şekil CCAF raporlarından P2PMarketData tarafından derlenen fon büyüklükleri kullanılarak oluşturulmuştur.

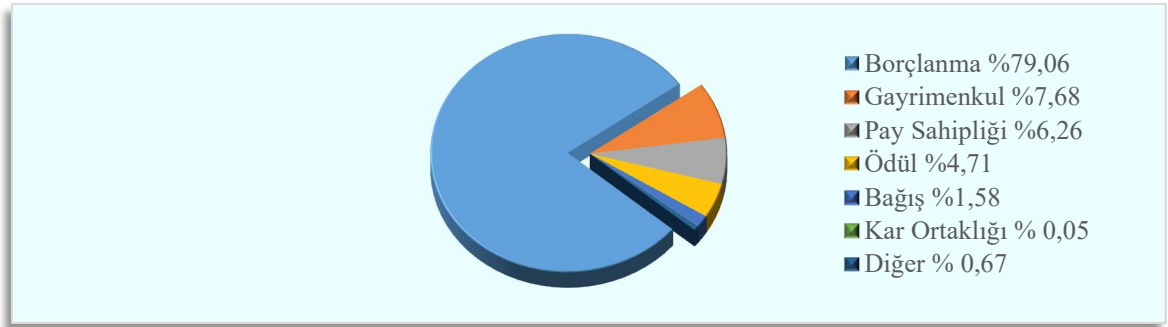
2.5.1.4. Avrupa Kıtası

Avrupa'da borçlanmaya dayalı model için canlı bir piyasa olmasına rağmen, startuflar bundan pek fazla faydalanamamaktadır (Armour ve Enriques, 2018). Ödüle ve bağışa dayalı modeller yoluyla sağlanan fonlar ise Amerika Kıtası'ndaki büyüklüklerin yanında oldukça önemsiz kalmaktadır (Klöhn, 2018, s. 221). Aşağıda Tablo 8'de Avrupa Kıtası için 2014-2017 yılları arası KF hacim bilgileri ve Şekil 8'de de 2017 yılı model bazında yüzdesel dağılımı verilmektedir.

Tablo 8. 2014-2017 Avrupa Kıtası'nda Model Bazında Kitle Fonlaması Hacmi (€)

Model/Yıl	2014	2015	2016	2017
Bağış	16.340.000	21.710.000	32.440.000	53.140.000
Ödül	120.330.000	139.270.000	190.760.000	158.800.000
Pay	82.560.000	159.320.000	218.640.000	210.930.000
Borçlanma ¹²	377.960.000	671.550.000	1.503.670.000	2.663.530.000
Gayrimenkul	0	26.970.000	109.450.000	258.750.000
Kâr Ortaklığı	0	540.000	8.360.000	1.570.000
Diğer	19.910.000	0	0	22.420.000
TOPLAM	617.100.000	1.019.360.000	2.063.320.000	3.369.140.000

Kaynak: P2PMarketData(f)¹³. Crowdfunding in Europe: Market size by country & finance model (2019). Erişim tarihi 24 Eylül 2019. <https://p2pmarketdata.com/crowdfunding-europe/>.



Kaynak: P2PMarketData(f)¹⁴. Crowdfunding in Europe: Market size by country & finance model (2019). Erişim tarihi 24 Eylül 2019. <https://p2pmarketdata.com/crowdfunding-europe/>

Şekil 8. 2017 Avrupa Kıtası Model Bazında Kitle Fonlaması Yüzdesel Dağılımı

¹² Borçlanma içeren çeşitli Kitle Fonlaması modellerinin verileri (P2P Borçlanma, P2P Fatura Ticareti, Borçlanma Araçları ve Bilanço Kredileri) Borçlanma satırında toplu olarak gösterilmiştir.

¹³ Tablo CCAF raporlarından P2PMarketData tarafından derlenen büyüklükler kullanılarak oluşturulmuştur.

¹⁴ Şekil CCAF raporlarından P2PMarketData tarafından derlenen büyüklükler kullanılarak oluşturulmuştur.

2.5.1.5. Birleşik Krallık

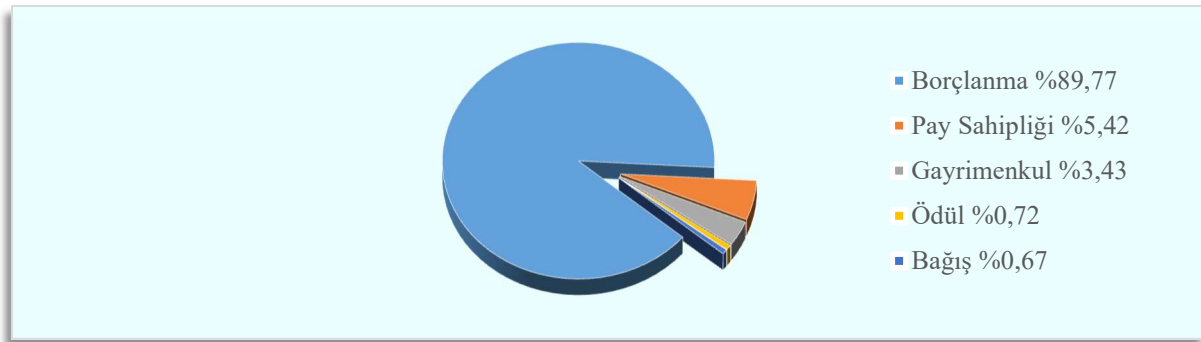
BK, KF hacmi bakımından Dünya sıralamasında ilk beşe girmekte olup, Tablo 9'dan paya dayalı KF yoluyla toplanan fonların büyüklüğünün de 2017 yılı itibariyle daha önceki bölümlerde verilen Çin, Amerika Kıtası ve Avrupa Kıtası'ndaki büyüklüklerin üzerinde olduğu görülmektedir.

Tablo 9. 2014-2017 Birleşik Krallık'da Model Bazında Kitle Fonlaması Hacmi (£)

Model/Yıl	2014	2015	2016	2017
Bağış	2.000.000	12.000.000	40.000.000	41.000.000
Ödül	26.000.000	42.000.000	48.000.000	44.000.000
Pay	84.000.000	245.000.000	272.000.000	333.000.000
Borçlanma	1.570.000.000	2.730.000.000	4.079.000.000	5.519.000.000
Gayrimenkul	0	87.000.000	71.000.000	211.000.000
TOPLAM	1.682.000.000	3.116.000.000	4.510.000.000	6.148.000.000¹⁵

Kaynak: Zhang, B., Ziegler, T., Mammadova, L., Johanson, D., Gray, M., ve Yerolemu, N. (2018). *The 5'th UK alternative finance industry report¹⁶*. Cambridge Center for Alternative Finance, University of Cambridge.

Şekil 9'da BK'da 2017 yılında gerçekleşen model bazında KF hacmi yüzdesel dağılımı verilmektedir.



Kaynak Zhang, B., Ziegler, T., Mammadova, L., Johanson, D., Gray, M., ve Yerolemu, N. (2018). *The 5'th UK alternative finance industry report¹⁷*. Cambridge Center for Alternative Finance, University of Cambridge.

Şekil 9. 2017 Birleşik Krallık Model Bazında Kitle Fonlaması Yüzdesel Dağılımı

¹⁵ Görülen tutar temel modeller bazında Kitle Fonlaması hacmi tutarlarının toplanması ile bulunmuş olup, diğer yaygın olmayan modellere ilişkin tutarları içermemesi nedeni ile ülkenin toplam gerçekleşen Kitle Fonlaması hacminin altında olabilir.

¹⁶ Tablo rapordan derlenen veriler kullanılarak oluşturulmuştur.

¹⁷ Şekil rapordan derlenen veriler kullanılarak oluşturulmuştur

Yukarıdaki pay grafiğinde verilen 2017 yılına ilişkin model bazında KF yüzdesel dağılımına bakıldığında ise BK'da da Avrupa Kıtası geneline benzer bir görüntü olduğu anlaşılmaktadır. 2017 yılı verilerine göre BK'da KF hacminin %89,77'sini, borçlanmaya dayalı platformlar üzerinden yapılan fon sağlama işlemleri %5,42'sini ise paya dayalı platformlar üzerinden yapılan işlemler oluşturmaktadır. Bu bilgilerden paya dayalı modelin diğer ülkelere oranla BK'da oldukça gelişmiş bir durumda olduğu tespitine varmak yanlış olmayacaktır.

2.5.2. Çeşitli ülkelerdeki kitle fonlaması yasal altyapısı ve uygulamaları

Bu bölümde ilk olarak tüm modelleri ile birlikte toplam KF hacmine göre Dünya sıralamasında ilk üçe giren ülkeler olan Çin, ABD ve BK'da yasal altyapısı ve mevcut uygulamaları incelenmiştir. Daha sonra da Avrupa'da paya dayalı modelin en fazla gelişim gösterdiği ikinci ülke olan Almanya örneği incelenmiştir.

2.5.2.1. Çin

KF platformları Çin'de 2011 yılından itibaren düzenli bir büyüme göstermiştir. KF süreçlerinin bu ülkede belirli bir yasal düzenlemeye tabi olmaması KF platformlarının çok hızlı bir şekilde faaliyete geçmesine imkân vermiş olmakla birlikte bu durum hem yatırımcılar, hem girişimciler hem de düzenleyici kurumların yasadışı fon toplama faaliyetlerinin getirdiği çeşitli risk ve zorluklara maruz kalmalarına neden olmuş ve bunun sonucunda da konunun düzenlenmesi ihtiyacı ortaya çıkmıştır (Huang, Chiu, Mo ve Marjerison, 2018, s. 305).

Çin merkezi hükümeti 2015 yılından başlayarak hem KF'yi destekleyecek hem de yasadışı faaliyetleri engelleyecek bir dizi tedbiri hayata geçirmiştir. 2015 yılında Çin'in dijital ekonomiye geçmesine yardımcı olmak amacıyla oluşturulan "İnternet Plus" planı dijital dünya ile geleneksel üretim ve tüketim endüstrilerinin entegre edilmesi ve KF gibi alternatif finansman kaynaklarının kullanımının desteklenmesi gibi politikaları içermekte, 2016 yılında çıkarılan beş yıllık Bilimsel ve Teknolojik Inovasyon planında da (Five Year Plan for National Scientific and Technological Innovation) KF'nin inovasyonların

artırılmasındaki rolünün güçlendirilmesine vurgu yapılmaktadır (Huang ve diğerleri, 2018, s. 305).

Paya dayalı KF Çin’de diğer üç modele göre nispeten daha küçük bir pazara sahip olmakla birlikte girişimcilerin daha fazla tutarda fon toplayabildikleri (50.000 ABD Doları ve üstü) bir KF modelidir (Li, 2016, s. 70). Çin’de paya dayalı modelde yatırımcı sendikaları uygulaması oldukça yaygın olup, Dünya’da buna izin veren en büyük platform AngelList, Çin’de paya dayalı modelde kurulan pek çok platformun rol modeli olmuştur (Li, 2016, s. 72). Öte yandan Çin’de paya dayalı KF için belirli bir düzenleyici kurum bulunmamaktadır (Bob Consulting, s. 5).

2.5.2.2. Amerika Birleşik Devletleri

Dünyadaki en büyük KF platformu olan Kickstarter 2009 yılında ABD’de kurulmuş olup, Ödül Temelli modeli benimsemiştir. Kickstarter bugüne kadar yaklaşık 145.027 proje için 3,7 milyar USD civarında fon toplanmasına aracılık etmiştir (Kickstarter). Örneğin 3 boyutlu yazıcıların evimize girebilmesi için tasarlanan Micro 3D yazıcı, Kickstarter platformunda 3,4 milyon USD tutarında fon toplanarak hayata geçirilmiştir (Kickstarter(a)).

Öte yandan ABD, paya dayalı KF modeline ilişkin düzenleme altyapısını oluşturmakta ve yeni girişimlere bu yolla paylarını halka satma imkânı vermekte KF’nin yaygın olarak kullanıldığı diğer ülkelere göre nispeten geç kalmıştır (Bruton ve diğerleri, 2015, s. 12). İlgili kamu otoritesi ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (Securities and Exchange Commission - SEC) paya dayalı modele ilişkin düzenlemeleri ancak kısa bir süre önce hayata geçirebilmiştir. O nedenle de paya dayalı modelin bu ülkede henüz başlangıç aşamasında olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

ABD’de paya dayalı modele JOBS Yasası’nın (Jumpstart Our Business Startups Act) 5 Nisan 2012’de çıkarılması ile kontrollü bir şekilde izin verilmiştir (Ivanov ve Knyazeva, 2017, s. 2; SEC, 2015). JOBS Yasası, 2007-2008 mali krizinin ardından yeni girişimlerin sermaye bulmakta daha da zorlanmaya başlaması nedeniyle yaşanan finansman sorununa çare olarak çıkarılmış bir yasa olup, Yasa’nın II. ve III. Kısmı esas olarak SEC’nin yeni

girişimlerin finanse edilmesi konularında mevcut sınırlamaları kaldırmasını hükme bağlamıştır (Mamonov ve diğerleri, 2017, s. 239 ve 240).

JOBS Yasası'nın II. Kısım, nitelikli yatırımcılardan fon sağlanmasını kolaylaştırıcı hükümler içermektedir (Mamonov ve diğerleri, 2017, s. 239). II. Kısım SEC'nin alt düzenlemelerde, yeni girişimlerin nitelikli yatırımcılarla (yıllık en az 200.000 \$ yıllık geliri veya 1 milyon dolar değerinde net varlığı olan) sınırlı pay satışlarında genel reklam yasağından muaf tutulmaları yönünde değişiklik yapmasını öngörmüş olup, SEC'nin bu yönde değişiklik içeren ilgili düzenlemeleri ise 23 Eylül 2013'de yürürlüğe girmiştir (SEC, 2013b). (Mamonov ve diğerleri, 2017, s. 239 ve 240; SEC, 2013a).

JOBS Yasası'nın 3. bölümü, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Yasası'nın (Securities Act of 1933) 4. bölümünü (Menkul Kıymetler Yasası) değiştirerek, İnternet üzerinden yapılan ve 12 aylık dönemde 1 milyon \$'a kadar olan menkul kıymet ihraçları için bazı yeni kayıt muafiyetleri getirmiştir. Daha sonra da SEC, Ekim 2015'te, nitelikli yatırımcı sınıfında olmayan küçük yatırımcıların da paya dayalı KF'ye katılabilmesine ilişkin nihai alt düzenlemeleri kabul etmiş ve bu kuralların Mayıs 2016'da yürürlüğe gireceğini duyurmuştur (Ivanov ve Knyazeva, 2017, s. 2; Lukkarinen ve diğerleri, 2016). Yürürlüğe giren kurallar uyarınca küçük yatırımcılar yıllık 2.000 ABD dolarına kadar paya dayalı KF platformlarında yatırım yapabilmekte olup, eğer yatırımcının yıllık geliri 100.000 ABD dolarını aşarsa bu üst sınır yıllık 10.000 ABD dolarına yükselmektedir (Ivanov ve Knyazeva, 2017). Sonuç olarak ABD'nde paya dayalı KF henüz emekleme evresinde olup, ABD piyasası bu modelin dinamiklerini incelemek üzere yapılacak ampirik analizlere pek uygun görünmemekte, böyle bir analiz için en uygun ülkenin ise BK olduğu anlaşılmaktadır (Ivanov ve Knyazeva, 2017, s. 2; Vulkan ve diğerleri, 2016, s. 38).

JOBS Yasası yatırımcının korunmasına ilişkin de bir dizi hüküm içermekte olup, bu hükümlerde yatırım sınırlamaları, ihraççının kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ve aracılardan kullanımı hususları düzenlenmiştir (Ivanov ve Knyazeva, 2017, s. 2).

2.5.2.3. Birleşik Krallık

Mevcut durumda AB düzeyinde belirli bir KF düzenlemesi bulunmamaktadır. Bununla birlikte paya dayalı KF için genel düzenleyici çerçeveyi belirleyen, izahname yükümlülüğüne ve finansal aracılık faaliyetine ilişkin AB düzeyinde çeşitli yasal düzenlemeler vardır (Klöhn, 2018, s. 22). Bu kapsamda AB İzahname Direktifi (Prospectus Directive) ve finansal araçlar için temel hükümleri içeren AB Finansal Araç Piyasaları Direktifi (Markets in Financial Instruments Directive of EU- MiFID) AB üyesi ülkelerde doğrudan uygulanabilir olmayan ancak üye ülkelerce yapılacak düzenlemelerde dikkate alınması gerekli yasal çerçeveyi oluşturmaktadır (Klöhn, 2018). 2018 yılı başında ise MiFID II yürürlüğe girmiştir.

BK'da Finansal Uyum Otoritesi (Financial Conduct Authority - FCA) KF konusunda yetkili düzenleyici otoritedir (Vismara, 2016, s. 580). FCA, esasında BK'da tüm finansal hizmetler endüstrisini düzenlemekten sorumlu kuruluş olup, düzenlediği firmalardan aldığı üyelik ücretleri ile finanse edilmekte olan ve BK Hazinesi ile Parlamentosuna karşı hesap yükümlülüğü olan bağımsız bir kamusal yapıdır (FCA).

FCA'nın amacı ve görevleri 2000 tarihli Finansal Hizmetler ve Piyasalar Yasası'nda (Financial Services and Markets Act 2000 - FSMA) tanımlanmaktadır. FCA'nın temel amacı finansal sistemdeki riskleri azaltmak, piyasalardaki faydalı rekabeti artırmak ve sistemin bütünlüğünü korumak suretiyle ilgili piyasaların düzgün çalışmasını sağlamaktır (FCA). FCA düzenleme çalışmalarında çeşitli ticaret birlikleri, meslek kuruluşları, yerel düzenleyiciler, AB yasa koyucuları ve geniş bir yelpazedeki diğer paydaşlarla birlikte çalışarak yüksek risk taşıyan alanları önceliklendirmektedir (FCA).

BK'da AB İzahname Direktifinde yer alan 5 milyon € tutarının altındaki tüm ihraçların izahname yükümlülüğünden muaf tutulabilmesi seçeneği tercih edilmiş olduğundan yeni girişimler 12 aylık bir dönemdeki toplamı bu tutarın altında olmak üzere izahname düzenlemeksizin tahvil ya da pay ihracı yapabilmektedirler (Klöhn, 2018, s. 230). BK'da KF platformlarına ilişkin düzenlemeler ise MiFID'i takip ettiğinden, platformlarda sunulan bilgilerin adil, açık ve yanıltıcı olmamasını sağlamak için genel bir yükümlülük içermektedir (Klöhn, 2018, s. 231).

Paya dayalı KF BK'da 2000 tarihli Finansal Hizmetler ve Piyasalar Yasası'na uygun olarak gerçekleştirilmektedir. FCA tarafından 2014 yılında konuya özgü düzenlemeler yürürlüğe sokulmuş olup, bu yeni kurallara göre daha geniş bir kitleye bu kanaldan yatırım yapma imkânı getirilirken aynı zamanda da bu kitle içinden yatırım yapacak olan küçük yatırımcılar riskleri anlayarak yatırım yapabilecek olanlar şeklinde sınırlandırılmıştır (Hornuf ve Schwienbacher, 2018). BK'da paya dayalı model geçerli olan açık ve net düzenlemeler nedeniyle kampanya sayısı ve toplanan fonların toplam miktarı bakımından diğer ülkelere göre daha hızlı büyümektedir (Vulkan ve diğerleri, 2016, s. 38). 2016 yılında FCA yürürlükteki mevzuatı KF platformlarının yatırım öncesi inceleme çalışmalarının (due diligence) düzeyi ve sağladıkları finansal promosyonlar ile inovasyonlar odağında gözden geçirdiğini duyurmuştur (Bob Consulting, s. 5).

2012 yılında kurulmuş olan BK KF Derneği (UK Crowdfunding Association - UKCFA) ise KF sektörünün temsilcisi olarak destekleyici bir düzenleme ortamı yaratılması konusunda çalışmaktadır (Bob Consulting, s. 25).

BK günümüzde en gelişmiş paya dayalı KF pazarına sahip olup, Crowdcube bu ülkede kurulu en büyük paya dayalı KF platformudur.

2.5.2.4. Almanya

Avrupa'da çeşitli ülkelerdeki KF platformlarının gelişim düzeyini ülke bazındaki ekonomik, kültürel ve yasal faktörler belirlemekte olup, bu alanda Avrupa'da BK ve İspanya ile birlikte öncü ülkelerden biri olan Almanya, ilk KF platformunu 2000'li yılların başında hayata geçirmiştir (Dushnitsky, Guerini, Piva ve Rossi-Lamastra, 2016).

AB İzahname ve Finansal Araç Piyasaları Direktifleri AB üyesi ülkelerde paya dayalı modelin uygulama şeklinin bu yasaların kapsamına girdiği ölçüde uygulanabilmekte olup, Alman KF piyasasında kullanılan finansal araçlar mevcut Avrupa düzenleyici çerçevesi kapsamına girmemektedir (Klöhn, 2018, s. 222). Bunun sebebi BK'dan farklı olarak Almanya'da AB İzahname Direktifinde yer alan 5 milyon € tutarının altındaki tüm ihraçların izahname yükümlülüğünden muaf tutulabilmesi seçeneğinin kullanılmaması ve muafiyetin sadece 100 bin € altındaki ihraçlara tanınması nedeniyle paya dayalı modelde bu mevzuatın

dışında kalınabilmesi amacıyla anılan direktif kapsamına girmeyen finansal araçların tercih edilmesidir (Klöhn, 2018, s. 233).

Paya dayalı KF’de genellikle özel bir limited şirkete ait (Limited liability company - LLC) payların platform üzerinden satışa sunulması söz konusu iken Almanya’da maliyetlerden kaçınabilmek için paylardan ziyade payları taklit eden ve yalnızca kara iştirak etmeyi sağlayan mezzanin finansal araçlar (subordinated profit-participating loans - partiarische Darlehen) kullanılmaktadır (Hornuf ve Schwienbacher, 2018, s. 558). Vadeleri 3-7 yıl arasında olan ve ikincil piyasaları bulunmayan bu araçları satın alan yatırımcılar yeni girişimin batması halinde de anapara kaybına uğrayabilmektedirler (Hornuf ve Schwienbacher, 2018, s. 558). Bu nedenle Alman paya dayalı KF piyasasının yarı paya dayalı model özelliği göstermekte olduğu söylenebilir. Öte yandan bu tür araçlar yalnızca Almanya’ya özgü araçlar olmayıp, diğer ülkelerde de Almanya’dakine benzer finansal araçları kullanan ABD’deki Indiegogo ve Belçika’daki MyMicroInvest (participating notes) gibi münferit platformlar da mevcut olabilmektedir.

İzahname yükümlülüğünden muafiyet söz konusu olsa da ihraççının Yatırımcı Bilgi Formu (Vermögensinformationsblatt) olarak adlandırılan ve yatırım konusu finansal araç hakkındaki en gerekli bilgileri içeren bir form doldurarak Alman Düzenleyici otoritesi BaFin’e (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) iletmesi ve ayrıca da tüm yatırımcıların bilgisine sunması gereklidir (Klöhn, 2018, s. 235).

Almanya’da paya dayalı KF konusunda öne çıkan Seedmatch, Innvestment, and Companisto platformları üzerinden sağlanan fonlar toplam piyasa hacminin yaklaşık %85’ini oluşturmaktadır.

2.6. Türkiye’deki Gelişmişlik Düzeyi ve Yeni Yasal Düzenlemeler

Dünya’da KF yoluyla sağlanan fon büyüklüklerine bakıldığında ülkemiz için de bu alanda çok büyük bir potansiyel bulunduğu görülmektedir. Ancak KF ülkemiz açısından henüz bilinmeyenleri çok yeni bir fonlama yöntemidir. Diğer taraftan Dünya’daki gelişmelere paralel olarak ülkemizde de son birkaç yıl içerisinde alternatif bir finansman yöntemi olarak popülerlik kazanmaya başlamış ve sermaye piyasası sektör ve kamu

temsilcilerinin de dikkatini çekmiştir. Son durum itibariyle KF ülkemiz açısından çok güncel ve ilgili çevrelerce tartışılan bir konu haline gelmiştir.

Finansal getirili olmayan KF modelleri ülkemizde hâlihazırda herhangi bir kısıtlama olmaksızın fon toplama amaçlı kullanılabilen iken finansal getirili modeller kullanılmamaktadır. Bunun sebebi kısa bir süre öncesine kadar finansal getirili modeller açısından düzenleyici altyapının uygun olmaması ve hayata geçirilebilmeleri önünde çeşitli yasal engeller bulunmasıdır. Finansal getirili modellerin de ülkemizde uygulanabilir hale gelmesinin ülkemizde bu yolla toplanan ve reel ekonomiye aktarılan fon büyüklüklerini artıracakı düşünölmektedir.

2.6.1. Gelişebilmesi için gerekli koşulların mevcudiyeti

Yasal altyapının uygunluğunun herhangi bir finansman yönteminin işlerlik kazanabilmesi için tek başına yeterli olmayacağı aşikârdır. Bu kapsamda KF'nin gelişebilmesi gerekli koşulların Türkiye'de mevcut olup olmadığı, girişimcilik ekosisteminin uygunluğu, fiziki sermayenin mevcudiyeti ve erişilebilirliği, halkın finansal okuryazarlık düzeyi ile teknolojiye erişim ve kullanma düzeyi ve sağlıklı bir düzenleme altyapısının mevcudiyeti başlıkları altında ayrı ayrı incelenmiştir.

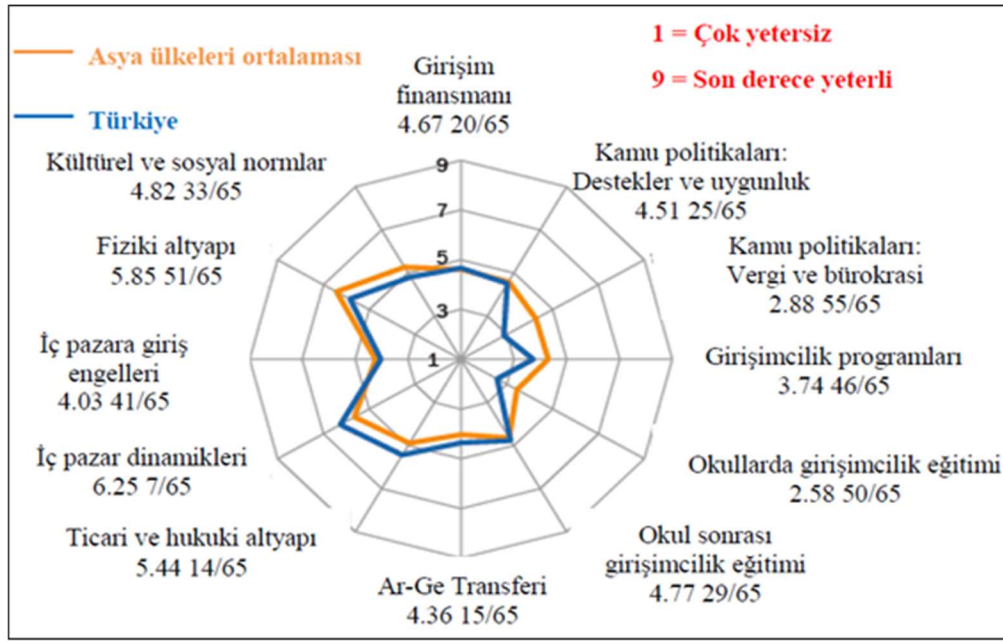
2.6.1.1. Girişimcilik ekosisteminin durumu

Türkiye'de girişimcilik ruhu ve kültürü 2000'li yıllardan sonra gelişmeye başlamış olmakla birlikte (Ata, 2018, s. 288) ülkemizin bu konuda yüksek bir potansiyelinin bulunduğu ve küresel girişimcilik alanında da gelişim umudu vaat ettiği gözlemlenmektedir (Bilginer, 2017). Girişimcilik konusu son yıllarda Devlet politikası olarak ülkemizde oldukça desteklenen bir konu haline gelmiştir.

GEDI'nin her yıl hesapladığı Küresel Girişimcilik Endeksi (Global Entrepreneurship Index) değerlerine göre dünya genelindeki sıralamada 2017 yılında 1. ülke 83,4 puan ile ABD olurken, Türkiye 43,7 puan ile 36. sıradadır (The Global Entrepreneurship and Development Institute, 2017). Aynı endekse göre Türkiye 2018 yılında 44,5 puana yükselmiş ancak 37. sıraya gerilemiştir (The Global Entrepreneurship and Development

Institute (a)). Türkiye, World Intellectual Property Organization'ın hesapladığı Küresel Yenilikçilik Endeksi'ne (Global Innovation Index) göre de 2019'da 129 ülke içinde 49. olmuştur (Cornell University, INSEAD, and WIPO, 2019).

Dünya genelinde girişimciliğin takibi konusunda çalışan Küresel Girişimcilik Araştırmaları Kuruluşu (Global Entrepreneurship Research Association) tarafından hesaplanan ve 2016-2017 yılı Küresel Girişimcilik Raporunda (Global Entrepreneurship Monitor, Global Report) yer alan endeks değerlerine göre Türkiye girişimcilik konusunda bazı alanlarda 65 ülke arasında sonlarda iken bazılarında da önlere yer almaktadır (Global Entrepreneurship Research Association, 2017). Anılan Rapor'daki bilgilere göre ülkemiz girişimcilik ekosisteminin durumu ve alt alanlar bazında sıralaması Cansız ve diğerleri (2018) tarafından Şekil 10'daki şekilde ortaya konulmuştur.



Kaynak: Cansız, M., Kurnaz, Z., ve Yavan, N¹⁸. (2018). Girişimcilik ekosisteminde Türkiye için yeni bir araç: Yenilik merkezleri/ağları. *Verimlilik Dergisi*, (4), 7-69. Sayfa 5.

Şekil 10. Türkiye'deki Girişimcilik Ekosisteminin Durumu

T.C. Kalkınma Bakanlığı tarafından 2014-2018 dönemine ilişkin hazırlanan Onuncu Kalkınma Planı çalışmaları kapsamında oluşturulan 46 Özel İhtisas Komisyonu (ÖİK)

¹⁸ Yazarlar GEM 2016-2017 Raporu'ndan uyarlamışlardır

arasından bir tanesi girişimcilikle ilgili çalışmak üzere görevlendirilmiş olup, anılan ÖİK “Girişimciliğin Geliştirilmesi” konulu bir Rapor (ÖİK Raporu) hazırlamıştır (T.C. Kalkınma Bakanlığı, 2014, s. xv). ÖİK Raporu’nda girişimcilik hem Türkiye’deki hem de küresel ölçekteki olmak üzere mevcut durum ve de gelişme eğilimleri açısından incelenmiş ve girişimcilik performansını etkileyen temel faktörler açısından GZFT (Güçlü Yönler, Zayıf Yönler, Fırsatlar ve Tehditler) analizi yapılmıştır. ÖİK Raporu’nda daha sonra da ülkemizde girişimciliğin geliştirilmesi için orta ve uzun (2018/2023) vadeli hedefler ve bu hedeflere ulaşabilmek için izlenecek politika eylem ve uygulama stratejileri tespit edilmiştir (T.C. Kalkınma Bakanlığı, 2014).

Türkiye’deki girişimciliğin durumuna ilişkin olarak ÖİK Raporu’nda yer verilen GZFT analizinin sonucunda işletmelerimiz daha yenilikçi olmadan ekonomide büyümenin sağlanamayacağı ve bu kapsamda “yenilikçiliğe dayalı” ekonomi modeline geçilmesinin bir mecburiyet haline geldiği tespitinde bulunulmakta ve yine bununla ilgili olarak iç pazarda yenilikçiliğe olan talebin artması için kamuya önemli bir görev düştüğü ifade edilmektedir (T.C. Kalkınma Bakanlığı, 2014, s. 85). ÖİK Raporu’nda ayrıca girişimciliğin finansman imkânlarının kısıtlı olması nedeniyle de kamunun finansal sistemdeki kurumların etkin işletilmesine yönelik düzenlemeleri yapması gerektiğine vurgu yapılmaktadır (T.C. Kalkınma Bakanlığı, 2014, s. 86). Beşeri sermayemize ilişkin olarak ise en kuvvetli yönlerimizden biri olan genç nüfusumuzdan bireylerin girişimcilik yeteneği konusunda gerilerde olması nedeniyle girişimcilik anlamında yeterince faydalanamadığımız ve bu konuda eğitime önem vermemiz gerektiği ÖİK Raporu’nda ifade edilmektedir (T.C. Kalkınma Bakanlığı, 2014, s. 87).

Türkiye’de girişimcilik konusundaki strateji ve eylemler daha önceki uygulamada KOBİ Stratejisi ve Eylem Planında (KSEP) ele alınmakta iken daha sonra girişimcilik konusunun Avrupa ülkeleri kalkınma stratejileri içindeki öneminin artması ve ülkemiz Onuncu Kalkınma Planı çalışmaları kapsamında da Özel bir İhtisas Komisyonu oluşturulması nedenleriyle konunun KSEP dışına çıkarılması ve ayrı bir strateji ve eylem planına konu edilmesi ihtiyacı sonucunda Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB) tarafından “Türkiye Girişimcilik Stratejisi ve Eylem Planı 2015-2018 (GİSEP)” hazırlanmıştır (KOSGEB, 2015). GİSEP’de girişimcilik kültürünün yaygınlaştırılması, güçlü bir girişimcilik ekosistemi oluşturulması ve girişimciliğin geliştirilmesi amaçlarına yönelik olarak stratejik hedefler ve eylemler

belirlenmiştir. GİSEP’de yer alan hedefler girişimci dostu bir düzenleyici çerçeve geliştirilmesi, yenilikçi ve teknoloji tabanlı girişimciliğin desteklenmesi, tema bazlı (kadın, genç, yenilikçi, küresel vb.) ve genel girişimcilik alanlarının desteklenmesi ve bu desteklerin sürdürülebilirliğinin sağlanması, ülkemiz girişimcilik kültürünün geliştirilmesi, girişimcilere verilecek eğitimlerin ve danışmanlık hizmetlerinin yaygınlaştırılması, girişimcilerin finansmana kolaylıkla erişebilmesinin sağlanması ve bunun sürdürülebilirliğinin sağlanması şeklinde sıralanabilir (KOSGEB, 2015, s. 48).

Daha sonra Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı tarafından 2019-2023 dönemine ilişkin olarak hazırlanan Onbirinci Kalkınma Planı’nda da ülkemizde girişimciliğin geliştirilmesi ve girişimcilik ekosisteminin güçlendirilmesi gerektiği konusuna önem verildiği görülmektedir (Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, 2019). Bu planın içerisinde pek çok madde girişimcilikle ilgili olmakla birlikte aşağıdaki maddelerinde aşağıdaki önemli hedefler ortaya konulmuş bulunmaktadır.

352. Yenilikçi girişimcilik desteklenecek ve büyük işletmeler ile girişimciler arasındaki Ar-Ge işbirlikleri geliştirilecektir. Bu çerçevede, büyük firmaların, sektörlerindeki Ar-Ge ve yenilik ekosisteminin gelişiminde öncü rol oynayarak yeni girişimlerin kurulma ve büyüme aşamalarında destek olması sağlanacaktır.

448. Girişimcilik kültürünün, teknoloji tabanlı ve yenilikçi girişimcilik kapasitesinin geliştirilmesi, finansmana, bilgiye ve pazara erişim imkânlarını geliştiren girişimcilik ekosisteminin güçlendirilmesi, firmaların ölçek büyütmelerinin sağlanması temel amaçtır.

450.5. Girişimciliğin geliştirilmesi amacıyla bürokratik ve hukuki öngörülebilirlik artırılacak, mevzuat sadeleştirilecektir.

Sonuç olarak Türkiye’nin girişimcilik ekosistemi konusunda dünya ölçeğinde çok gerilerde olmamakla birlikte hala oldukça yüksek bir gelişme potansiyeline sahip olduğu anlaşılmaktadır. Özellikle yenilikçi girişimcilik konusunda hala oldukça başlangıç aşamasında olduğumuz söylenebilir. Yine girişimcilere yönelik finansman imkânları konusundaki sıkıntılarımız da önemli boyutlardadır. Bu bağlamda KF’de finansal getirili modellerin ülkemizde işlerlik kazanması halinde girişimciler için finansman imkânlarının genişleyeceği ve girişimciliğin ve dolayısıyla yenilikçi girişimciliğin gelişiminin de bunun sonucu olarak ivme kazanacağını söylemek yanlış olmayacaktır.

2.6.1.2. Fiziki sermayenin durumu

Ülkemizde girişimcilik projelerine ve yeni girişimlere aktarılan fiziki sermayenin durumunu değerlendirebilmek amacıyla inovasyona aktarılan harcamalar incelendiğinde Ar-Ge harcamalarının GSMH'ya oranının küresel ölçekte göreceli olarak daha düşük olduğu görülmektedir. Örneğin 2015 yılı itibariyle Ar-Ge harcamalarının GSMH'ya oranı AB ve OECD ülkeleri için sırasıyla %1,96 ve %2,38 iken bu oran Türkiye için yalnızca %0.88 olarak gerçekleşmiştir (Ata, 2018, s. 289). Türkiye İstatistik Kurumu'nun (TÜİK) Türkiye İstatistikleri 2017 başlıklı yayımında da (Türkiye İstatistik Kurumu, 2018) 2016 yılı için 24,6 milyar TL olarak gerçekleşen Gayrisafi yurt içi Ar-Ge harcamasının GSYİH içindeki payının %0,94 olduğu ifade edilmektedir. Bu kapsamda girişimcilik projelerine ve yeni girişimlere ayrılan fiziki sermaye konusunda ülkemizin dezavantajlı durumda olduğu söylenebilir.

Onbirinci Kalkınma Planı'nda fiziki sermaye konusunda aşağıdaki hedefler ortaya konulmuş olup, ülkemizde KF gibi yenilikçi finansman imkânlarına ihtiyaç bulunduğu anlaşılmaktadır (Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, 2019).

449. KOBİ ve girişimcilere yönelik yenilikçi finansman imkânları geliştirilecektir.

449.1. Kurumsal ve bireysel girişim sermayesi, kitle fonlaması, etki yatırımcılığı gibi alternatif finansman imkânları güçlendirilecek ve kullanımlarının artırılması sağlanacaktır.

Yine bu konuda da birbirini besleyen bir ilişki olduğu ve KF'nin gelişebilmesi için fiziki sermayenin mevcudiyeti önemli olmakla birlikte KF yoluyla da girişimcilerin finansmana erişiminin kolaylaşacağı ve bunun sonucu olarak fiziki sermayenin artacağını söylemek yanlış olmayacaktır.

2.6.1.3. Finansal okuryazarlık düzeyi

OECD nezdinde kurulan Uluslararası Finansal Eğitim Ağının (INFE) 2016 yılı finansal okuryazarlık anketine katılan 30 ülke arasında Türkiye'nin finansal okuryazarlık sıralaması %59,52 endeks değeri ile 23 olmuştur (OECD, 2016).

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Borsa İstanbul A.Ş., Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB), İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş., Merkezi Kayıt Kuruluşu ve Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu işbirliği ile 3000 kişi ile anket yapmak suretiyle gerçekleştirilen “2015 Türkiye Finansal Okuryazarlık Araştırması” sonucunda finansal okuryazarlığın 2012 yılına kıyasla artmış olduğu tespit edilmiştir (Sermaye Piyasası Kurulu(a)). Ankete katılanlara finansal bilgi, mevcut durumda sahip olunan finansal ürünler ve emeklilik planı konularında daha önce 2012 yılı araştırması için sorulmuş soruların aynıları sorulmuş olup, 2015 yılında verilen doğru cevaplarda ortalama %25’in üzerinde artış gözlenmiştir. Aynı çalışma kapsamındaki ekonometrik analizler ise eğitimin ve gelir düzeyinin finansal okuryazarlık üzerinde artırıcı bir etkisi olduğu, ülkemizde kadınların ve ileri yaş gruplarının finansal okuryazarlığının daha düşük olduğunu göstermiştir.

Diğer taraftan, TEB ve Boğaziçi Üniversitesi tarafından hazırlanan Türkiye’de Finansal Okuryazarlık ve Erişim Raporları’ndan (2014, 2015, 2016, 2017, 2018) alınan ülkemiz Finansal Okuryazarlık Endeksi değerlerinin tarihsel gelişimi Tablo 10’da görülebilmektedir.

Tablo 10. Türkiye Finansal Okuryazarlık Endeksi Değerleri

Yıl	Anket Katılımcı Sayısı	Endeks Değeri
2013	1.230	59,9
2014	1.638	59,4
2015	1.507	60,0
2016	1.526	60,1
2017	1.510	60,8
2018	1.524	61,5

Kaynak: TEB ve Boğaziçi Üniversitesi. (2014, 2015, 2016, 2017, 2018). *Türkiye’de finansal erişim ve okuryazarlık*.

Finansal Okuryazarlık Endeksi finansal bilgi, tutum ve davranış bileşenlerinden hareketle 0-100 arasında bir değer olarak hesaplanmakta olup, bu bileşenlere ilişkin veriler de yine anket yoluyla toplanmaktadır. Endeks değerleri Türkiye’de finansal okuryazarlığın yıllar içinde artmakta olduğunu göstermekle birlikte artış hızı ile birlikte değerlendirildiğinde 100 değerine ulaşmak için hala uzunca bir zamana ihtiyacımız olduğu görülmektedir.

2.6.1.4. Teknolojiye erişim ve kullanma düzeyi

TÜİK'in Türkiye İstatistikleri 2017 başlıklı yayımında, nüfusu 80,8 milyon kişi olan Türkiye'de İnternet abone sayısı 68,9 milyon ve cep telefonu abone sayısı 77,8 milyon olarak verilmektedir. Aynı yayıma göre İnternet erişim imkânına sahip hanelerin oranı %80,7 iken 10 ve daha fazla çalışanı olan girişimlerin İnternet erişim oranı %95,9 olup, 16-74 yaş aralığında halkın İnternet kullanım oranı ise kadınlarda %58,7 ve erkeklerde %75,1 olarak gerçekleşmiştir.

2.6.1.5. Düzenleme altyapısının durumu

Türkiye'de KF'nin modern bir finansman yöntemi olarak tanınmaya başlaması ve düzenleme ihtiyacının farkedilmesi henüz çok yakın bir geçmişte olmuştur. KF ilk olarak 2014 yılında 1. Nolu "Finansal Ürün Çeşitliliği Artırılacaktır" hedefi altında aşağıdaki şekilde SPK'nın 2014-2016 Stratejik Planı (Sermaye Piyasası Kurulu, 2014, s. 28) kapsamına alınmıştır.

Şirketlerin finansman ihtiyaçlarının karşılanması için doğrudan halka açılmanın yanında farklı finansman yöntemlerinin de fayda ve uygulanabilirliklerinin değerlendirilmesi ile piyasaya yeni alternatifler kazandırılacak olup, bu kapsamda, belirli kriterlerin karşılanması durumunda, şirketlerin paylarını halka arza ilişkin düzenlemelere tabi olmaksızın halka arzetmelerine imkân tanıyan "crowdfunding" yöntemi gibi modern finansman yöntemlerinin analiz edilerek piyasanın gelişimi açısından faydalı görülenlerin hayata geçirilmesi öngörülmektedir.

Aynı dönemde TSPB de konu ile ilgilenmeye başlamış olup, TSPB tarafından yayımlanan "Gösterge Güz 2014" ve "Gösterge Bahar 2015" yayınlarında KF'nin süreçleri, içerdiği riskler ve sunduğu fırsatlar (İşler, 2014), çeşitli ülkelerde oluşturulmuş yasal altyapısı ve ülkemizdeki düzenleme ihtiyacı (İşler, 2015) konuları ele alınmıştır.

Bugün ülkemizde çok kısa bir süre öncesine kadar izin verilmeyen paya dayalı modelde kısaca katılımcılardan gelecekte kendilerine katılımları oranında ortaklık payı verilmesi vaadiyle bir yeni girişim ya da yeni proje için para toplanmaktadır. Ülkemizde bu tür faaliyetler SPK'nın yetki alanı içerisinde yer almakta olduğundan KF teorik olarak katı Sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde gerekli şartların sağlanması ve izinlerin alınması

halinde gerçekleştirilebilir gibi görünse de pratikte yapılabilmesi imkân dâhilinde bulunmamakta idi. Bu nedenlerle Kamu tarafında da yetkili kurumlarca KF alanındaki yasal engellerin kaldırılması ve KF faaliyetinin hukuki bir zemine oturtularak teşvik edilmesi yönünde çalışmalar başlatılmıştır. Bu kapsamda 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda (SPKn) değişiklik çalışmaları yapılmış ve değişiklikleri içeren Kanun Tasarısı 26 Aralık 2016 tarihinde Türkiye Büyük Millet Meclisi Başkanlığı'na sunulmuştur (Türkiye Büyük Millet Meclisi Başkanlığı). Değişiklikler, 7061 sayılı Bazı Vergi Kanunları ile Diğer Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun'un (7061 sayılı Kanun) 05 Aralık 2017 tarih ve 30261 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanması ile yürürlüğe girmiştir. Böylelikle KF faaliyeti 6362 sayılı SPKn'da tanımlanmış ve yapılacak alt düzenlemeler için hukuki dayanağı oluşturulmuştur. Kanun değişikliklerini müteakiben de SPKr tarafından SPKn'nın yeni hükümleri çerçevesinde gerekli alt düzenlemelerin hazırlanması konusunda çalışmalar başlatılmıştır.

KF konusu bu süreçte çeşitli taraflarca tartışılmaya devam edilmiştir. Kanun değişiklikleri öncesinde TSPB tarafından 7 Mart 2017 tarihinde İstanbul'da "Sermaye Piyasasında Yeni Finansman Modeli: Kitle Fonlaması" başlıklı bir panel (Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği) düzenlenmiştir. Bu panelde kamu yetkilileri, KF yapmış girişimciler ve Türkiye'de kurulu çeşitli Kitle Fonlama platformlarının kurucu ortakları (Fongogo, CrowdFon, Keiretsu Forum, Arıkovanı) ve konunun diğer ilgili taraflarının da katılımıyla farklı ülke mevzuat ve uygulamaları incelenmiştir (Koç, 2017, s. 2). Daha sonra Kanun değişikliklerini takiben 8 Mayıs 2018 tarihinde yine İstanbul'da 1. Kitlesele Fonlama Forumu gerçekleştirilmiştir.

SPKr alt düzenlemeler ile ilgili hazırlık çalışmalarını diğer ilgili kurum ve kuruluşlarla birlikte yürütmüştür. Bu çalışmalara ilişkin olarak SPKr ile EBRD arasında "Türkiye'de Kitle Fonlamasına İlişkin İkincil Düzenlemeler Hakkında Destek" adlı bir proje başlatılmış ve bu kapsamda bir finansal destek anlaşması yapılmıştır. Daha sonra bahse konu alt düzenleme taslağı üzerindeki çalışmalar tamamlanmış ve SPKr'nun 03.01.2019 tarihli basın duyurusu (Sermaye Piyasası Kurulu(b)) ile "III-35/A.1 Sayılı Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliğ Taslağı" (Tebliğ Taslağı) kamu ile paylaşılarak diğer kişi ve kuruluşların görüş ve önerilerine açılmıştır. Bu süreç 04.02.2019 tarihine kadar devam etmiş olup, alınan görüş ve öneriler çerçevesinde SPKr tarafından Tebliğ Taslağı'nın son haline getirilmesi sürecine girilmiştir.

Bu dönemde KF konusundaki faaliyetlere ilişkin olarak ilgili kesimlerde farkındalık yaratılması amacıyla EBRD tarafından finanse edilen anılan proje kapsamında PwC ile SPKı tarafından ortaklaşa olarak 17 Mayıs 2019 tarihinde "Türkiye'de Alternatif bir Finansman Yöntemi olarak Kitle Fonlaması" etkinliği gerçekleştirilmiştir (PwC). Bu etkinlikte KF'ye ilişkin olarak Türkiye'deki yasal çerçeve ve çeşitli düzenleyici otoritelerin iyi uygulama örnekleri tartışılmıştır.

Son olarak III - 35/A.1 sayılı Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği 3 Ekim 2019 tarih ve 30907 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. SPKı tarafından bu konuya ilişkin olarak yayımlanan basın duyurusunda (Sermaye Piyasası Kurulu(c)) KF'nin "girişimcilere ucuz finansman, küçük tasarruflara yatırım imkânı veriyor" olduğu, platformlar bünyesinde oluşturulacak yatırım komitesinin yapacağı ön elemeyi geçen yenilikçi ve teknoloji odaklı girişimlerin bu yolla para toplayabileceği, yatırımcıların ise bu kanaldan bir yıl içerisinde toplam 20 bin liraya kadar (gelir düzeyine göre 100 bin liraya kadar artılması mümkün) anılan girişimlere yatırım yapabileceği duyurulmuştur. SPKı'nun duyurusunda yer alan bir diğer önemli konu ise getirilen düzenlemeler ve yapılacak denetimler ile yatırımcı mağduriyetlerinin önüne geçilebilecek olduğu hususudur.

2.6.2. Yeni kitle fonlaması düzenlemeleri

7061 sayılı Kanun ile 6362 sayılı SPKn'un çeşitli maddelerinde değişiklik yapılması sureti ile oluşturulan kanuni çerçeve ve III - 35/A.1 sayılı Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği bu çalışmanın ilerleyen bölümlerinde detaylı bir şekilde incelenmektedir.

2.6.2.1. 7061 sayılı Kanun ile oluşturulan kanuni çerçeve

7061 sayılı Kanun'un 107, 108, 109, 110 ve 111. maddeleri ile 6362 sayılı SPKn'un 3., 4., 16. ve 99. maddelerinde aşağıdaki değişiklikler yapılmış ve SPKn'na 35/A maddesi eklenmiş olup, böylelikle KF konusu çeşitli esneklikler tanınmak suretiyle sermaye piyasası mevzuatı kapsamına alınmıştır.

Böylelikle KF'nin SPKn'un halka açık ortaklık ve ihraççı tanımlarının dışında tutularak SPKı'nun yapacağı alt düzenlemelere uygun olarak ve SPKı tarafından

yetkilendirilecek platformlar aracılığıyla ve de izahname ya da ihraç belgesi hazırlama yükümlülüğüne ilişkin hükümlerine tabi olmaksızın yapılabilmesi için gerekli kanuni çerçeve oluşturulmuştur.

7061 sayılı Kanun'un:

- **107. maddesi ile** 6362 sayılı SPKn'nun 3. maddesinin 1. fıkrasının (e) ve (h) bentleri aşağıdaki şekilde değiştirilmiş ve fıkraya (z) bendi eklenmiştir. Bu değişiklikler ile KF yöntemi ile para toplayanların SPKn'nda yer alan halka açık ortaklık ve ihraççı tanımlarının dışında olduğu hükme bağlanmış ve KF SPKn'da ilk defa tanımlanmıştır.

e) Halka açık ortaklık: Kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç olmak üzere, payları halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıkları,

h) İhraççı: Kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç olmak üzere, sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere Kurula başvuruda bulunan veya sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişileri ve bu Kanuna tabi yatırım fonlarını,

z) Kitle fonlaması: Bir projenin veya girişim şirketinin ihtiyaç duyduğu fonu sağlamak amacıyla Kurul tarafından belirlenen esaslar dâhilinde bu Kanunun yatırımcı tazminine ilişkin hükümlerine tabi olmaksızın kitle fonlama platformları aracılığıyla halktan para toplanmasını,

- **108. maddesi ile** 6362 sayılı SPKn'nun 4. maddesinin 1. fıkrasına aşağıdaki cümle eklenmiştir. Bu kapsamda KF'nin SPKn tarafından yetkilendirilecek platformlar aracılığıyla ve de izahname ya da ihraç belgesi hazırlama yükümlülüğüne ilişkin hükümlerine tabi olmaksızın yapılabilmesi için gerekli kanuni dayanak oluşturulmuştur.

Diğer kanunların yardım ve bağış toplanmasına ilişkin hükümleri saklı kalmak kaydıyla kitle fonlaması suretiyle halktan para toplanması, Kurulca faaliyet izni verilen kitle fonlama platformları aracılığıyla gerçekleştirilir ve bu Kanunun izahname ya da ihraç belgesi hazırlama yükümlülüğüne ilişkin hükümlerine tabi değildir.

- **109. maddesi ile** 6362 sayılı SPKn'nun 16. maddesinin 1. fıkrasının 1. cümlesi aşağıda şekle getirilmiş ve KF ile fon toplayan ortaklıkların SPKn uyarınca ortak sayısı

nedeniyle halka arz olunmuş sayılan ortaklıklar kapsamının da dışında kalacağı hükme bağlanmıştır.

Payları borsada işlem gören ortaklıklar ile kitle fonlaması suretiyle halktan para toplayan ortaklıklar hariç olmak üzere pay sahibi sayısı beş yüzü aşan anonim ortaklıkların payları halka arz olunmuş sayılır.

- **110. maddesi ile** 6362 sayılı SPKn'na Kitle fonlama platformları başlıklı aşağıda yer alan 35/A maddesi eklenerek KF platformlarının tanımı yapılarak bunların kuruluş ve faaliyetlerini düzenleme yetkisi SPK'r'a verilirken, hukuka aykırı faaliyet ve işlemleri için uygulanacak tedbirler de ayrıca hükme bağlanmıştır.

Kitle fonlama platformları

MADDE 35/A- (1) Kitle fonlama platformları, kitle fonlamasına aracılık eden ve elektronik ortamda hizmet veren kuruluşlardır.

(2) Kitle fonlama platformlarının kurulabilmesi ve faaliyete başlaması için Kuruldan izin alınması zorunludur. Bu platformların kuruluşlarına, ortaklarına, pay devirlerine, çalışanlarına, her bir fon sağlayıcısı tarafından yatırılacak veya proje sahipleri ile girişim şirketleri tarafından toplanabilecek paranın azami limitine ve faaliyetleri sırasında uymaları gereken diğer ilke ve esaslar ile toplanan fonların ilan edilen amacına uygun olarak kullanıldığının kontrolü ve denetimine ilişkin esaslar Kurul tarafından belirlenir.

(3) Kitle fonlama platformlarının hukuka aykırı faaliyet ve işlemlerinde uygulanacak tedbirler için bu Kanunun 96 ncı madde hükümleri kıyasen uygulanır.

(4) Kitle fonlaması ve buna bağlı yapılan işlemler ile kitle fonlama platformları bu Kanunun 37 nci ve 38 inci maddesi kapsamında değerlendirilmez. Bu faaliyetler bu Kanunun borsalar, piyasa işleticileri ve teşkilatlanmış diğer pazar yerleri ile ilgili hükümlerine tabi değildir.

(5) Kitle fonlaması platformları ve KF suretiyle halktan para toplayan kişiler ile bunlara fon sağlayanlar arasındaki ilişkiler genel hükümlere tabidir.

- **111. maddesi ile** 6362 sayılı SPKn'nun 99. maddesinin 4. fıkrası aşağıdaki şekilde değiştirilmiş ve KF yoluyla izinsiz para toplanması durumu da SPK'r tarafından ilgili İnternet sitesine erişim yasağı getirilebilecek konular kapsamına alınmıştır.

(4) Kuruldan izin alınmaksızın kitle fonlama platformları aracılığıyla halktan para toplandığına veya Türkiye’de yerleşik kişilere yönelik olarak internet aracılığıyla yurt dışında kaldıraçlı işlem ve kaldıraçlı işlemlerle aynı hükümlere tabi olduğu belirlenen türev araç işlemleri yaptırıldığına ilişkin bilgi edinilmesi halinde, Kurulun başvurusu üzerine Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu, ilgili internet sitesine erişimi engeller.

2.6.2.2. Alt düzenleme çalışmaları

Kanun değişikliklerinin yürürlüğe girmesi sonrasında SPKn’nın yeni hükümleri çerçevesinde SPK tarafından hazırlanan ve 3 Ekim 2019’da yürürlüğe giren “III-35/A.1 Sayılı Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği”nin incelenmesinden alt düzenleme çalışmalarının kapsamının finansal getirili modellerden paya dayalı modele izin verilmesi ile sınırlı tutulmuş olduğu finansal getirili modellerden borçlanmaya dayalı modelin ise bu aşamada çalışma kapsamına alınmadığı görülmektedir.

Tebliğ 6 bölümden oluşmaktadır. Tablo 11’de bu bölümlerin neler olduğu ve hangi maddelerde hangi hususların düzenlendiği verilmekte ve madde içerikleri özetlenmektedir. Bu alt düzenlemeler ile paya dayalı KF’nin ülkemizde de hayata geçirilebilmesi ve gelişebilmesi mümkün olacaktır. Tablo 12’de ise Tebliğ’in 4. maddesinin çeşitli bentlerinde verilen bazı önemli tanımlar verilmektedir.

Tablo 11. III-35/A.1 sayılı Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği Düzenlemeleri

I. Bölüm: Amaç, Kapsam, Dayanak, Tanımlar ve Kısaltmalar (Madde 1-4)	
1) Amaç 2) Kapsam 3) Dayanak 4) Tanımlar ve kısaltmalar	Tebliğ’in amacı paya dayalı KF’ye ilişkin usul ve esasları düzenlemek olarak belirlenmiştir. Tebliğ’in kapsamının paya dayalı KF’ye, kitle fonlama platformlarının Kurul listesine alınmalarına ve faaliyetlerine, paya dayalı KF yoluyla halktan para toplanmasına ve toplanan fonların ilan edilen amacına uygun olarak kullanıldığına ilişkin kontrolü ve denetimine ilişkin usul ve esasları düzenlemek olduğu hükme bağlanmıştır. Herhangi bir pay karşılığı olmaksızın kitle fonlama platformları aracılığıyla ödül veya bağış karşılığında fon toplanması faaliyetlerinin Tebliğ hükümlerine tabi olmadığı ilan edilmiştir. Tebliğ’in dayandığı 6362 sayılı SPKn maddeleri verilmiştir Tebliğ’de geçen tanım ve kısaltmalar listelenmiştir.
II. Bölüm: Platformlara İlişkin Esaslar (Madde 5-10)	
5) Listeye alınma 6) Platform ortakları ve yönetim kurulu	Kitle fonlama platformlarının Tebliğ çerçevesinde faaliyette bulunabilmeleri için Kurul tarafından listeye alınmaları gerektiği hükme bağlanmıştır.

<p>üyelerinde aranacak şartlar</p> <p>7) Dışarıdan hizmet alımı ve kapsamı</p> <p>8) Platformun ortaklık yapısı değişiklikleri</p> <p>9) Yatırım komitesi</p> <p>10) Listeden çıkma</p>	<p>Listeye alınma başvuru belgeleri ile ortaklar ve yönetim kurulu üyeleri açısından listeye alınma şartları açıklanmıştır.</p> <p>Platformlar tarafından, münhasıran yönetim kuruluna ait olanlar ve platformun idaresi haricindeki görev ve yükümlülükler için dışarıdan hizmet alınabileceği ancak sermaye piyasası mevzuatından kaynaklanan sorumlulukların platformda kalacağı hükme bağlanmıştır.</p> <p>Ortaklık yapısı değişikliklerinde izlenecek prosedürler açıklanmıştır.</p> <p>Platform yönetim kurulu tarafından en az 3 üyeli bir yatırım komitesi oluşturulması gerektiği düzenlenmiş ve bu komitenin üyelerine ve faaliyetlerine ilişkin esaslar belirlenmiştir.</p> <p>Platformların hangi hallerde Kurul listesinden çıkarılabileceği açıklanmıştır.</p>
<p>III. Bölüm: Platformların Faaliyetlerine İlişkin Esaslar (Madde 11-13)</p>	
<p>11) Genel esaslar</p> <p>12) Platformların gerçekleştiremeyecekleri faaliyetler</p> <p>13) Yurt dışında yerleşik platformların faaliyetleri</p>	<p>Platformların münhasıran KF faaliyeti yürütebileceği ancak bu kapsamda girişim şirketine veya girişimciye yönelik danışmanlık hizmeti verebileceği düzenlenmiştir. Müşteri ile bir KF sözleşmesi yapmaları gereği hükme bağlanmıştır. Platformların gerekli altyapının kurulması, kampanya sayfası oluşturulması, çeşitli bilgilendirmelerin yapılması, yatırımcılardan toplanan fonlar ve payların oluşturulması vb. konulardaki görevleri düzenlenmiştir.</p> <p>Platformların, kredi veya ödünç para verme işlerine aracılık edemeyecekleri ve paya dayalı model dışında KF faaliyeti yürütemeyecekleri ayrıca gayrimenkul ile ilişkili kampanyalar yürütemeyecekleri, yabancı girişim şirketleri için para toplayamayacakları, yatırım tavsiyesi veremeyecekleri ve bunun gibi faaliyet kısıtları belirlenmiştir.</p> <p>Yurtdışında yerleşik platformların Türkiye'deki faaliyetleri ve müşterilerine ilişkin hususlar netleştirilmiştir.</p>
<p>IV. Bölüm: Platform Üyelğine ve Kampanya Sürecine İlişkin Esaslar (Madde 14-19)</p>	
<p>14) Platforma üyelik işlemleri</p> <p>15) Yatırım sınırları</p> <p>16) Fon toplamaya ilişkin esaslar</p> <p>17) Kampanya süreci</p> <p>18) Bilgi formunda açıklanan hususlardaki değişiklikler</p> <p>19) Kaydileştirme ve dağıtım esasları</p>	<p>KF işlemlerinde bulunabilmek için yatırımcıların ilgili platforma elektronik ortamda üye olmaları zorunlu tutulmuş ve buna ilişkin diğer hususlar düzenlenmiştir.</p> <p>Nitelikli yatırımcı olmayan gerçek kişilerin yatırım işlemlerine ve yatırım sınırlarına ilişkin hükümlere yer verilmiştir. Bu hükümlere göre bu kişiler bir takvim yılı içerisinde paya dayalı KF yoluyla azami 20.000 Türk Lirası yatırım yapabilecek olup, ancak bu sınır 100.000 Türk Lirasını aşmamak kaydıyla yatırımcının platforma beyan ettiği yıllık net gelirinin %10'u olarak uygulanabilecektir.</p> <p>Toplanan fonların girişim şirketine aktarılması öncesi yerine getirilmesi gerekli prosedürler açıklanmıştır.</p> <p>Kampanya sürecine ilişkin olarak azami 60 günlük kampanya süresi içerisinde fon sağlama taleplerinin platforma iletilmesi, platformdan Merkezi Kayıt Kuruluşu'na (MKK) ve emanet yetkilisine iletilmesi, toplanan fonların emanet yetkilisi tarafından bloke edilmesi, yatırımcıların cayma hakkının kullanılması, kampanyanın sonlandırılması ve yatırımcılara iade yapılması gerekli haller vb. hususlar düzenlenmiştir.</p> <p>Kampanya sayfasında ilan edilen ve standartları Kurulca belirlenen bilgi formundaki değişikliklerin ne şekilde yapılabileceği hükme bağlanmıştır.</p>
<p>V. Bölüm: Fon Kullanım Yerlerine ve Girişim Şirketlerine İlişkin Esaslar (Madde 20-22)</p>	
<p>20) Fon kullanım yerleri</p> <p>21) Girişim şirketlerinin nitelikleri</p>	<p>Toplanacak fonların hangi amaçlarla kullanılacağına ilişkin kampanya öncesi ve nerelerde kullanılmış olduğu hakkındaki kampanya sonrası</p>

22) Kamuyu aydınlatma	<p>yatırımcı bilgilendirmeleri ile fonların amaca uygun olarak kullanıldığına ilişkin bağımsız denetim raporu hususları düzenlenmiştir.</p> <p>Paya dayalı KF yoluyla fon toplayacak girişim şirketlerinin; teknoloji faaliyeti ve/veya üretim faaliyetinde bulunması, bilgi formunun ilan edildiği tarih itibarıyla son beş yıl içinde kurulmuş olmaları ve düzenli olarak takip ve kontrol edilen tescil edilmiş bir İnternet sitelerinin olması zorunluluğu getirilmiş ayrıca hangi şirketlerin paya dayalı KF yoluyla fon toplayamayacağı hükme bağlanmıştır.</p> <p>Girişim şirketleri tarafından hangi hallerde kamuya açıklama yapılması gerektiği ve açıklamanın ne şekilde yapılacağı düzenlenmiştir.</p>
VI. Bölüm: Çeşitli ve Son Hükümler (Madde 23-28)	
23) Sorumluluk 24) Kurula bilgi verme 25) Tedbirler 26) Yeniden değerlendirme 27) Yürürlük 28) Yürütme	<p>Platformun Tebliğ kapsamındaki yükümlülüklerinin yerine getirilmesinden platformun yönetim kurulu üyelerinin, yatırım komitesi için öngörülen yükümlülüklerin yerine getirilmesinden yatırım komitesi üyeleri ile platformun yönetim kurulu üyelerinin ve girişim şirketleri için öngörülen yükümlülüklerin yerine getirilmesinden ise girişim şirketinin yönetim kurulu üyelerinin sorumlu olduğu hükme bağlanmıştır.</p> <p>SPKr'nun platform, platform kurucuları, girişimci ve girişim şirketlerinden her türlü bilgi ve belgeyi isteyebileceği hükme bağlanmış olup, hukuka ve düzenlemelere aykırı durumlarda alınacak tedbirler ile Tebliğ'in yürürlüğü ve yürütmesine ilişkin hususlar düzenlenmiştir.</p>

Tablo 12. III-35/A.1 sayılı Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliğ'inde Verilen Tanımlar

c) Emanet yetkilisi:	Kitle fonlama platformları aracılığıyla toplanan fonu, girişim şirketine aktarılan veya yatırımcılara iade edilene kadar Tebliğdeki hükümler çerçevesinde emanetçi sıfatıyla bloke eden İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. ile 2/7/2013 tarihli ve 28695 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği'nde (III-56.1) tanımlanan diğer portföy saklayıcıları
ç) Girişimci:	Projesine kaynak arayan Türkiye'de yerleşik gerçek kişiler
d) Girişim şirketi:	Türkiye'de kurulu veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı bulunan anonim ortaklıklar
e) Halka açık ortaklık:	Kanununun 3 üncü maddesinin birinci fıkrasının (e) bendinde tanımlanan ortaklık
f) Kampanya:	Bir girişim şirketinin veya projenin ihtiyaç duyduğu fonu sağlamak amacıyla gerçekleştirilen fon toplama talebinin platformlar üzerinden kamuya duyurulması
g) Kampanya sayfası:	Bir girişim şirketine veya projeye ilişkin olarak platform nezdinde oluşturulan ve yalnızca üyelerin erişimine açık tutulan İnternet sayfası
h) Kitle fonlaması:	Bir projenin veya girişim şirketinin ihtiyaç duyduğu fonu sağlamak amacıyla Kurul tarafından belirlenen esaslar dâhilinde Kanununun yatırımcı tazminine ilişkin hükümlerine tabi olmaksızın kitle fonlama platformları aracılığıyla halktan para toplanması
i) Kitle fonlama platformu, Platform:	KF'ye aracılık eden ve elektronik ortamda hizmet veren kuruluş
k) Liste:	Kurulca paya dayalı KF'ye aracılık etmesi uygun görülen platformların yer aldığı liste
m) Nitelikli yatırımcı:	Kurulun girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan nitelikli yatırımcılar

o) Pay:	Girişim şirketinin sermayesini temsil eden ve sahibine ortaklık hakkı veren menkul kıymet
ö) Paya dayalı kitle fonlaması:	Pay karşılığında kitle fonlama platformları aracılığıyla halktan para toplanması
p) Proje:	Girişim şirketine dönüşme potansiyeli taşıyan, planlanan teknoloji faaliyeti ve/veya üretim faaliyetinin gerçekleştirilmesi için kaynak ihtiyacı olan iş fikri,
r) Teknoloji faaliyeti:	Katma değeri ve rekabet edebilirliği yüksek teknolojik ürün ve hizmet üretimini ve/veya teknolojik bir buluşun ticari bir ürün, yöntem ya da hizmete dönüştürülmesi amacıyla yürütülen teknoloji geliştirme faaliyet,
ş) Üretim faaliyeti:	Yüksek katma değer ve istihdam yaratma potansiyeli taşıyan bir iş modeline bağlı olarak girdilerin belirli bir süreçten geçirilerek fiziksel ürüne dönüştürülmesi faaliyeti
t) Üye:	Üyelik şartlarını yerine getiren ve platform ile üyelik sözleşmesi akdeden yatırımcı
u) Üyelik sözleşmesi:	Platform ile üyeler arasında elektronik ortamda akdedilen ve asgari unsurları Kurulca belirlenen çerçevede sözleşme
ü) Yatırım komitesi:	Girişim şirketine veya girişimciye ait projeye ilişkin hazırlanan fizibilite raporunu değerlendiren, kampanyalara ilişkin hazırlanan KF bilgi formunu onaylayan ve platform yönetim kurulu tarafından belirlenen komite

2.6.3. Türkiye’de kurulu kitle fonlaması platformları ve faaliyetleri

Türkiye’de KF konusunda ilk hareketlilik 2009 yılında başlamış ve 2010 yılında ilk KF platformu olan “Projemefon” kurulmuş olup, anılan platform 2013 yılından itibaren faaliyetlerine crowdFON ismi altında devam etmiştir (Ünsal, 2017, s. 67). KF, yöntemin film finansmanında kullanılmaya başlanması ile tanınmaya başlamıştır. 2015 yılına kadar Crowdfon, Biayda, Fonla Beni, FonGoGo gibi KF platformları aracılığıyla yürütülen tanıtım kampanyalarında video, resim, basın duyurusu, röportaj vb. yöntemlerle yaklaşık 200 film tanıtılmış ve bağış ve ödül temelli KF ile para toplanması suretiyle bu filmler fonlanmıştır (Tekeoğlu, 2015).

KF 2018 yılında ülkemizde kurulu Crowdfon, FonGoGo, Arıkovanı, Fonla Beni, Buluşum, Fonbulucu ve İdeanest olmak üzere 7 platform üzerinden yürütülmüştür (Ata, 2018, s. 287). Ülkemizde Turkcell tarafından inovasyonun desteklenmesi amacıyla 2016 yılında kurulmuş bir KF platformu olan Arıkovanı tarafından bugüne kadar 66 proje için kampanya başlatılmış ve yaklaşık 4,6 milyon TL tutarında fon toplanmasına aracılık edilmiştir (Arıkovanı).

2011-2017 döneminde ülkemizde kurulu KF platformlarınca yürütülen KF kampanyası sayısı, hedef fon tutarı, toplanan fon tutarı ve kampanya destekçi sayılarına ilişkin bilgiler yıllık toplamlar itibariyle Tablo 13’de verilmektedir. Görüleceği üzere diğer ülkelerle karşılaştırıldığında ülkemizde KF yoluyla toplanan fonların tutarı oldukça düşüktür.

Tablo 13. Türkiye’de Kitle Fonlaması İstatistikleri

Yıl	Kampanya Sayısı	Hedef Fon Tutarı	Toplanan Tutar	Destekçi Sayısı
2011	51	631.400.000	56.120	464
2012	289	4.143.011.000	79.530	604
2013	91	1.896.923.000	39.575	370
2014	122	2.178.346.000	72.385	605
2015	105	2.446.632.000	47.740	297
2016	172	7.091.953.000	104.000	275
2017	37	1.761.100.000	3.000	20
Toplam	867	20.149.365.000	402.350	2.635

Kaynak: Ünsal, S. (2017). *Kitleysel Fonlama İş Yapma Yöntemini Değiştirecek Yeni Sistem*. İstanbul: Ceres Yayınevi.

Türkiye’de faaliyette olan platformların tümü ödüle dayalı modelde kurulmuş bulunmaktadır (Ünsal, 2017, s. 68). Finansal getirili modellere ilişkin olarak yasal altyapının kısa bir süre öncesine kadar uygun olmaması nedeniyle finansal getirili modeller olarak adlandırılan paya veya borçlanmaya dayalı modelde çalışan KF platformları kurulamamıştır. Daha sonra 7061 sayılı Kanun ile 6362 sayılı SPKn’un çeşitli maddelerinde değişiklik yapılması sureti ile KF’ye ilişkin kanuni çerçeve oluşturulmuş olmakla birlikte mevcut durum itibariyle yalnızca paya dayalı modele ilişkin alt düzenleme (III - 35/A.1 sayılı Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği) yayımlandığından borçlanmaya dayalı modelde faaliyet gösterecek platformların kurulması için ilgili alt düzenlemenin hayata geçirilmesine kadar beklenmesi gerekecektir.

3. BİLGİ ASİMETRİSİ VE KALİTE SİNYALLERİ

3.1. Bilgi Asimetrisi ve Neden Olduğu Problemler

Ekonomi alanında yakın geçmişteki en önemli gelişmeler bilgi ekonomisi alanında gerçekleşmiş olup, bilginin yetersiz olduğu, bilgi edinmenin maliyetli olabileceği, önemli bilgi asimetrilerinin mevcut olduğu ve bilgi asimetrilerinin kapsamının firmaların ve bireylerin eylemlerinden etkilendiğinin anlaşılması ile bu alanda yeni bir sayfa açılmıştır (Stiglitz, 2000, s. 1441).

George A. Akerlof, A. Michael Spence ve Joseph A. Stiglitz, 2001 yılında bilgi asimetrisi ve ekonomik sonuçları konusundaki çalışmaları ile İsveç Kraliyet Bilimler Akademisi'nce Alfred Nobel anısına verilen Sveriges Riksbanks (Merkez Bankası) Ekonomi Bilimleri Ödülü'nü kazanmışlardır. Bu çalışmalar Akerlof'un (1970) limon piyasası (kullanılmış otomobiller) makalesi, Spence'in (1973) işçilerin işgücü piyasasındaki kalite sinyalleri hakkındaki makalesi ve Stiglitz'in (1976) Rothschild ile birlikte yazdığı sigorta piyasalarındaki koruma mekanizmaları hakkındaki makalesidir. Değerlendiriciler, bu piyasalarda taraflar arasındaki mevcut bilgi asimetrisi nedeniyle karşı tarafın gerçek risk seviyesini ve kalitesini ayırt edememekte ve yaptıkları ters seçimlerle tüm bu pazarları bozarak gerçek dengesinden uzaklaştırmaktadırlar (Davies ve Giovannetti, 2018, s. 3).

Bilgi asimetrisi birbiri ile ilişkili iki tarafın taraf oldukları konu hakkında aynı düzeyde bilgi sahibi olmaması halinde ortaya çıkan bir durumdur. Stiglitz bu durumun kaynağı olarak farklı insanların farklı şeyler bilmesini görmekte (2002, s. 469) ve işçilerin kendi yeteneklerini işverenden, sağlık sigortası satın alanın kendi sağlık durumunu sigorta şirketinden daha iyi bilmesini ve araba satıcısının arabasını potansiyel alıcılardan ve şirket sahibinin şirketini potansiyel yatırımcılardan daha iyi tanımasını buna örnek göstermektedir (2002, s. 470).

Bilgi asimetrisine ilişkin ilk çalışmalardan olan “The Market For “Lemons””: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism” (Limon Piyasaları) isimli çalışmasında (1970) Akerlof ikinci el otomobil piyasasında alıcılar ve satıcılar arasındaki bilgi asimetrisinin piyasayı ne şekilde etkilediğini analiz ederek çok önemli sonuçlara ulaşmıştır. Akerlof yeni

veya ikinci el olsun tüm otomobilleri öncelikle iyi ve kötü (limon) olarak ayırmakta ve iyi ya da limon olma olasılığının yeni otomobiller için alıcı tarafından başlangıçta tahmin edilebiliyorken ikinci el otomobillerde mümkün olmadığını ifade etmektedir (1970, s. 489). Akerlof ikinci el otomobil piyasasında otomobillerin kalitesi hakkında alıcı ve satıcı arasındaki bu bilgi farklılıklarının alıcıyı alacağı otomobilin iyi veya kötü çıkma ihtimaline karşı ortalama bir fiyat belirlemeye yönelttiği tespitinde bulunmaktadır (1970, s. 489). Bunun sonucunda da iyi otomobillerin sahiplerinin bu ortalama fiyatı düşük bularak otomobillerini satmaktan vazgeçtiği ve böylelikle iyi otomobillerin limonlar tarafından piyasadan dışarı sürülmüş olduğu, piyasada ise bu ortalama fiyattan satın alınmayı bekleyen kötü otomobillerin kaldığı sonucuna ulaşmaktadır (Akerlof, 1970, s. 489).

Bilgi asimetrisinin sırasıyla taraflar arasında gerçekleştirilecek işlem öncesi ve sonrası olmak üzere ters seçim (adverse selection) ve ahlaki tehlike (moral hazard) gibi olumsuz sonuçları bulunmaktadır (Mishkin, 2016, s. 82 ve 83).

Ters seçim, bilgi asimetrisinin işlemler gerçekleşmeden önce neden olduğu problemdir (Mishkin, 2016, s. 82). Akerlof'un çalışmasında (1970) ikinci el otomobil piyasasında henüz alım satım işlemleri gerçekleşmeden limonların kalmış olması ters seçim problemini ortaya çıkarmaktadır.

Ters seçim problemi bilgi asimetrisi ile karakterize tüm pazarlarda ortaya çıkmaktadır. Örneğin kredi işlemlerinde istenmeyen bir sonucu üretme olasılığı en yüksek muhtemel borçluların en aktif kredi arayışında ve bu nedenle de seçilme ihtimali en yüksek olanlar olması bu probleme sebep olmaktadır. Kredi piyasalarında sadece riskli borçlular yüksek borç verme oranlarından borçlanmak isterken, daha az riskli borçlular bu kadar yüksek oranlardan borçlanmayı tercih etmeyecektir. Bu durum piyasada yüksek riskli borçluların kalmasına ve bunun sonucunda da piyasa borç verme oranlarının daha da yükselmesine ve piyasada kalan muhtemel borçlulardan riski en az olanların da piyasadan çıkmasına ve nihayetinde de kredi piyasasının bozulmasına neden olmaktadır (Davies ve Giovannetti, 2018, s. 3). Böyle bir durumda piyasada riski düşük borçlular mevcut olsa dahi borç verenler herhangi bir kredi vermeme kararı alabilmektedirler (Davies ve Giovannetti, 2018, s. 3; Mishkin, 2016, s. 82). Yine ortak olma yoluyla finansmanda potansiyel yatırımcılar yatırım yapacakları şirketin gelecekteki karlılığını ve risklilik düzeyini şirketin kurucuları kadar bilemeyeceğinden şirket payları için ortalama bir değer biçecek ve bu durum da yine iyi

şirketlerin piyasadan sürülmesine ve limonların piyasada kalmasına yol açacaktır (Şen, 2006, s. 4).

Ahlaki tehlike, bilgi asimetrisinin işlemler gerçekleştiikten sonra neden olduğu problemidir. Finansal piyasalardaki ahlaki tehlikeye örnek olarak kredi piyasasında borçlunun borç aldıktan sonra borç verenlerin bakış açısına göre istenmeyen faaliyetlerde bulunarak kredinin geri ödenme ihtimalini düşürmesi riski gösterilebilir (Mishkin, 2016, s. 83). Bu risk nedeniyle borç verenler borç vermekten kaçınabilirler (Mishkin, 2016, s. 83).

Ters seçim ve ahlaki tehlike problemleri finansal piyasa oyuncularını yeni tedbirler almaya yöneltmektedir. Örneğin Stiglitz ve Weiss Kredi Tayınlaması Modeline göre bankalar aşırı fon talebi karşısında bile kredi faiz oranını arttırmazlar çünkü bu durumun düşük riskli borçluları piyasadan kaçıracağını ve potansiyel borçluları daha riskli teknikler kullanmaya yönelterek böylelikle onların geri ödememe olasılığını artıracığını düşünürler onun yerine verdikleri kredi miktarını kısıtlatlar (Stiglitz ve Weiss, 1992).

3.2. Girişimciliğin Finansmanında Bilgi Asimetrisi ve Kalite Sinyalleri

3.2.1. Girişimciliğin finansmanında bilgi asimetrisi

Doğaldır ki yeni bir girişimin kurucuları girişimin gerçek değeri hakkında potansiyel yatırımcılarından çok daha fazla bilgi sahibidirler. Leland ve Pyle'a göre taraflar arasındaki yüksek bilgi asimetrisi ve kalitesi düşük girişimlerin görece olarak sayıca daha fazla olması sonucunda oluşacak ters seçim problemi risk sermayesi piyasasının başarısızlığına sebep olabilmektedir (1977, s. 371).

Girişimciliğin finansmanı daha önceleri geleneksel Finans Teorisi kapsamına girmeyen apayrı bir alan olarak değerlendirildiğinden bu alanda yapılan çalışmalarda bilgi asimetrisi ve temsilcilik problemine de fazla değinilmemiştir (Audretsch ve diğerleri, 2016, s. 2). Oysaki reel ekonomideki ve akademik araştırmalardaki gelişmeler bu görüşü zamanla değiştirmiş ve finans alanındaki temel konulardan olan bilgi asimetrisi ve temsilcilik sorununun girişimciliğin finansmanı alanının da çok önemli iki konusu olduğu anlaşılmıştır (Audretsch ve diğerleri, 2016, s. 2). Bilgi asimetrisinin girişimcilerin yeni girişimlerinin

kalitesini diğer kesimlere iletmede karşılaştıkları zorluklar nedeniyle (Audretsch ve diğerleri, 2016, s. 2) bu alanda bilhassa daha belirgin olduğunun ve potansiyel olarak daha ciddi temsilcilik sorunlarına yol açacağına anlaşıldığı sonrasında bu konular daha da önem kazanmıştır.

Aslında gerçek hayatta girişimcilik piyasası yeni girişimlerin kurucuları ile potansiyel fon sağlayanlar arasındaki bilgi asimetrisinin oldukça yüksek dereceli olması ile karakterizedir (Cumming ve diğerleri, 2015b, s. 4). Doğal olarak bir girişimci kurucusu olduğu yeni girişimin gerçek değeri hakkında potansiyel yatırımcılarından çok daha fazla bilgiye sahiptir (Ahlers ve diğerleri, 2015, s. 959). Ve bu bilgi asimetrisi girişimlerin finansal destek bulma konusunda karşılaştıkları en büyük sorunlarından biridir (Block, Hornuf ve Moritz, 2018a, s. 5). Yatırımcılar gerçek değerini değerlendirmek için yeterli bilgiye sahip olmadıkları yeni girişimlere yatırım yapmakta tereddüt etmekte olduğundan bu durum yeni girişimlerin karşısına önemli bir finansman engeli olarak çıkmaktadır (Agrawal, Catalini ve Goldfarb, 2016, s. 111).

Geleneksel girişimciliğin finansmanı yöntemlerinde bilgi asimetrisinin üstesinden gelmek için çeşitli mekanizmalar kullanılmaktadır (Agrawal ve diğerleri, 2016, s. 111). Risk sermayesi şirket ve fonları ile melek yatırımcılar yeni girişimin paylarına yatırım yapmadan önce girişimcisi ile kişisel ilişkiler kurar, birebir görüşmeler gerçekleştirir ve yeni girişim hakkında çok sıkı prosedürler çerçevesinde detaylı yatırım öncesi inceleme çalışmaları (due diligence) yaparlar (Lukkarinen ve diğerleri, 2016, s. 2; Sudek, 2006, s. 2; Vismara, 2016, s. 580) ve bu çalışmalar ile yatırım sonrası dönemde yeni girişimin takibine hatırı sayılır bir kaynak aktarmak sureti ile girişimci ile aralarındaki bilgi asimetrisini bu şekilde ortadan kaldırmaya çalışırlar (Agrawal ve diğerleri, 2016, s. 111).

3.2.2. Girişimciliğin finansmanında kalite sinyalleri

Girişimciliğin finansmanı alanında bir önceki bölümde ortaya konulan bilgi asimetrisini ve ilişkili sorunları azaltmak için kalite sinyalleri (Spence, 2002) kullanılabilir. Ahlers ve diğerleri bu alanda daha önce yapılan çalışmaların, potansiyel yatırımcıların girişimciler tarafından gönderilen sinyalleri ve yeni girişimin özelliklerini yorumlayarak girişim kalitesinin gözlenemez özelliklerini değerlendirmeye çalıştığı görüşüyle tutarlı

olduğu tespitinde bulunmaktadır (2015). Bu kapsamda girişimcilerin, potansiyel yatırımcılarına girişimlerinin kalitesini işaret etmenin etkili yollarını bulmaya ihtiyaçları olduğu sonucuna varmak yanlış olmayacaktır.

Sinyal Teorisi, yönetim literatüründe yaygın olarak kullanılmakta olan bir teori olup, temel konusu, taraflar arasındaki bilgi asimetrisininin daha fazla bilgi sahibi olan tarafın sinyalleri yoluyla azaltılmasıdır (Connelly, Certo, Ireland ve Reutzel, 2011; Spence, 2002). Sinyal Teorisi'nin çıkış noktası Spence (1973) ve Ross'un (1977) çalışmalarıdır (Kromidha ve Robson 2016, s. 611).

Sinyal Teorisi'ne göre farklı bilgi düzeyindeki bireyler veya kuruluşlar arasındaki iletişimde tarafların nihai davranışları, bilgiyi aktarmak isteyen tarafın bilgiyi ne şekilde gönderdiği yani sinyalin ne olduğuna ve karşı tarafın bu sinyali ne şekilde yorumlamayı seçtiğine göre şekillenmektedir (Connelly ve diğerleri, 2011).

Spence (1973), bu alandaki öncü çalışmasında Sinyal Teorisi'ni istihdam piyasasına uygulamış ve iş başvurusu yapanların daha yüksek bir eğitim düzeyini kalite sinyali olarak kullanmasının, başvuru sahibi ve işveren arasındaki bilgi asimetrisini azaltabildiğini göstermiştir. Spence (1973, s. 357), işe başvuranların gözlemlenebilir özelliklerini iki grupta analiz etmiş ve yaş, ırk ve cinsiyet gibi değişmeyen özellikleri "indeks" olarak adlandırırken, eğitim düzeyi gibi değiştirilebilecek özellikleri "sinyal" olarak isimlendirmiştir.

Bir özneliğin gerçek bir sinyal olarak işlev görebilmesi için öncelikle sinyalleyici tarafından değiştirilebilir olması, ikinci olarak sinyalin alıcısı tarafından gözlemlenebilir olması ve son olarak da bu özelliğe sahip olmanın maliyetli olması gerekmektedir (Block (a) ve diğerleri, 2018, s. 5; Connelly ve diğerleri, 2011, s. 45; Spence, 1973). Maliyet bu noktada sahte sinyallerden kurtulmak için önemli bir bileşen olarak algılanmıştır. Spence yüksek eğitim düzeyini, iş başvurusunda bulunanlarca değiştirilebilir olduğu, işveren tarafından gözlemlenebildiği ve başvuru sahiplerince geçmişte yatırım yapılmış olduğu hususlarını dikkate alarak sinyal olarak adlandırmıştır (1973).

Vismara'ya göre girişimci ile yatırımcı arasında, girişimcilerin niyetleri ve girişimin kalitesi hakkında bilgi farklılıkları olsa da yatırımcılar girişime ilişkin olarak sunulan diğer bilgilerden bu konuda bir kanıya varabilirler (2016, s. 581). Sinyal Teorisi girişimciliğin

finansmanında özellikle yeni girişimlere ortak olunması konusunda temel araştırma çerçevesini oluşturmakta (Vismara, 2016) olup, pek çok akademik çalışmada yeni girişimlerin bazı nitelikleri hakkında yapılan bilgi aktarımlarının etkisi Sinyal Teorisi altında incelenmiştir. Connelly ve diğerleri Sinyal Teorisi'nin yönetim alanında sıkça kullanıldığını ancak bu alandaki çalışmaların daha önce sistematik bir gözden geçirmesinin yapılmadığını belirtmiş ve yeni girişimlerin çeşitli çalışmalarda incelenen özniteliklerini yönetim kurulu yapısı, yönetim ekibi, risk sermayesi yatırımcıları ve melek yatırımcıların varlığı olarak özetlemişlerdir (2011). Vismara da yeni girişimlerin ortaklık yapıları, kurumsal yönetim karakteristikleri ve prestijli yüklenimciler, risk sermayesi yatırımcıları ile üniversiteler ile bağlantılarının incelenen diğer konular olduğunu aktarmıştır (2016, s. 580).

3.3. Kitle Fonlamasında Bilgi Asimetrisi ve Kalite Sinyalleri

3.3.1. Kitle fonlamasında bilgi asimetrisi

Bilgi ekonomisi alanında son dönemde yapılan çalışmalarda, halka açılmalar ve risk sermayesi yatırımlarına ilaveten, KF de bilgi kaynaklı problemler açısından incelenmeye başlanmıştır (Courtney, Dutta ve Li, 2017, s. 268). Bu çalışmalarda özetle KF'de bilgi asimetrisi sorununun daha büyük olduğu ifade edilmektedir.

Ahlers ve diğerleri (2015), girişimciliğin finansmanı literatüründen yaptıkları çıkarımlarla, bilgi asimetrisinin genel olarak KF'de kampanya başarısını olumsuz yönde etkileyen en önemli sorunlardan biri olduğunu düşünmektedirler. KF'nin doğası gereği fonlar birkaç nitelikli katılımcı yerine çok sayıda küçük katılımcıdan ve küçük miktarlarda toplanmaya çalışılmaktadır (Belleflamme ve diğerleri, 2014). Ve fon sağlayacak olanlar, hem girişimin kalitesi hem de kurucularının kampanya sonrası sorumluluklarını gelecekte yerine getirip getiremeyeceği hakkında bilgi sahibi değildir (Courtney ve diğerleri, 2017, s. 268). Fon sağlayanların küçük katkılarda bulunuyor olmaları, büyük yatırımcıların kullandığı bilgi alma yöntemlerini kullanamamaları ve tek başlarına bilgi toplamalarının rasyonel olmaması bilgi asimetrisinin daha fazla olmasının temel sebepleri şeklinde gösterilmektedir. Kurucuların tarafından bakıldığında ise de KF'de risk sermayesi yatırımları ve melek yatırımcılıkta olduğu gibi her bir potansiyel katılımcı ile kişisel olarak iletişim kurulması uygulanabilir bir yöntem değildir (Block ve diğerleri, 2018a, s. 5).

Dolayısıyla, fon sahipleri girişimin kalitesini değerlendirirken ancak onun KF platformunda sunulan gözlemlenebilir özelliklerine bakarak öznel bir değerlendirme yapabilirler (Ahlers ve diğerleri, 2015, s. 959; Lukkarinen ve diğerleri, 2016, s. 1) ve KF kampanyasına destek verip vermeme konusundaki kararlarını bu değerlendirmelerine dayanarak alırlar.

Ancak fon sahiplerinin yeni girişimler hakkındaki değerlendirme süreçlerinin KF’de ne şekilde olduğu ve gözlemlenebilir özelliklerden en çok hangisine önem verdikleri çok da fazla bilinmemektedir (Lukkarinen ve diğerleri, 2016, s. 1). Hâlbuki böyle bir bilgiye sahip olmak KF kampanyasına konu olan bir girişimin gerçek kalitesini yansıtacak sinyal stratejilerini belirlemeye ve bilgi asimetrilerinin olumsuz etkilerini azaltmaya yardımcı olabilecektir (Davies ve Giovannetti, 2018, s. 4). Bu nedenle hangi bilgilerin katılımcılar tarafından girişime ilişkin kalite sinyali olarak algılanarak onların kampanyaya katılım kararlarını etkilediğinin anlaşılması bu noktada önem kazanmaktadır.

KF modellerinden başıya dayalı olanda bilgi asimetrisi çok önemli bir sorun olarak görülmektedir (Ahlers ve diğerleri, 2015, s. 957). Öte yandan katkıda bulunanlara ödül olarak bir ürün için ön sipariş hakkı verilen türdeki ödüle dayalı KF kampanyalarında ürün kalitesi ve ürünün teslimatının yapıp yapılamayacağı konusundaki belirsizlikler kampanya başarısını etkileyebilmektedir (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 7). Paya dayalı modelde ise ürünle ilgili bu kaygıların ötesinde kurucuların girişimleri için bir sermaye değeri oluşturma kapasitesine sahip olup olmadıkları hakkında ilave bir belirsizlik de vardır (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 7). Normalde herhangi bir şirketin halka açılmasında yüklenimciler şirketin değerinin belirlenmesi ve şirket paylarının fiyatlanması sorumluluğunu üstlenerek bilgi asimetrisini azaltmaya yardımcı olurlar (Vismara, 2016, s. 580). Risk sermayesi şirket ve fonları kanalıyla yeni girişimlerin paylarına yatırım yapılmasında da bu yapılar gerçekleştirdikleri birebir görüşmeler ve yatırım öncesi incelemeler (due diligence) ile bilgi asimetrisini azaltmaya çalışırlar (Vismara, 2016, s. 580). Paya dayalı KF’de ise girişimciler ile yeni girişimin potansiyel yatırımcıları arasında birebir iletişim daha kısıtlı olup girişime ilişkin bilgiler yalnızca İnternet üzerinden paylaşılmakta üstelik yatırımcılar da bilgi asimetrisi problemi ile başa çıkmada yeterince donanıma sahip bulunmamaktadır (Vismara, 2016, s. 580). Dolayısıyla bilgi asimetrisi paya dayalı modelde daha da belirgindir (Ahlers ve diğerleri, 2015, s. 959). Sonuç olarak risk sermayesi ve melek yatırımcılığa göre KF’de genel olarak daha fazla olan bilgi asimetrisi paya dayalı modelde en yüksek formunu

bulmaktadır. O kadar ki Ralcheva ve Roosenboom paya dayalı modelde piyasanın şüphe, bulanıklık ve yüksek belirsizlik dolu olduğunu iddia etmektedir (2016, s. 4).

Öte yandan Mamonov ve diğerleri önceki çalışmalara bakarak “bilgi asimetrisi sorununun özellikle paya dayalı KF açısından daha önemli olduğu” tespitinde bulunmaktadırlar (2017, s. 243). Ralcheva ve Roosenboom ise böyle bir piyasada asıl sorunun Akerlof (1970) tarafından tanımlanan limon problemi olduğunu ifade etmektedir (2016, s. 4). Paya dayalı KF modelinde, fonlama düzeyi diğer türlere göre daha yüksek olup, yatırımcılar daha fazla bilgiye gereksinim duyar ve ayrıca kendilerini güvence altına almak için girişimci ile daha karmaşık sözleşmeler imzalamak isterler (Vulkan ve diğerleri, 2016, s. 37). Bununla birlikte, bu küçük yatırımcılar aynı zamanda, girişim kalitesinin değerlendirmesini yapmak ve detaylı yatırım öncesi incelemeler (due diligence) yapmak konusunda yetersiz kalmakta ayrıca bu tür bir hizmeti dışardan alıp bunun maliyetini bireysel olarak karşılamak da istememektedirler (Agrawal ve diğerleri, 2013; Ahlers ve diğerleri, 2015; Audretsch ve diğerleri, 2016; Block ve diğerleri, 2018a; Vulkan ve diğerleri, 2016). Öte yandan yatırımcılar yatırım kararlarını alırken halka açılmalarda olduğu gibi halka arza aracılık eden kuruluşların repütasyonlarını değerlendirme gibi imkânlarla da sahip değildirler (Vismara, 2016, s. 580). Bu problemler ve nihayetindeki bilgi asimetrisi sorunu kampanyaların başarılı olmasını zorlaştırmaktadır (Vulkan ve diğerleri, 2016, s. 38). Bu koşullar altında, potansiyel yatırımcıların yeni girişimin değeri hakkında kesin bir yargıya varabilmesi imkânsız olacağından potansiyel olarak gelecek vaat eden ve çok başarılı olabilecek şirketlerin fonlanamaması ve girişimciliğin finansmanı alanında karşımıza çıkan ters seçim problemi sonucu piyasada kalan daha düşük kaliteli şirketlerin fonlanması sorunları ortaya çıkabilecektir (Ahlers ve diğerleri, 2015, s. 959). Bu durum paya dayalı KF'nin gelişmesini de engellemektedir (Vulkan ve diğerleri, 2016, s. 38).

Bu kapsamda doğal olarak paya dayalı modelde kalite sinyallerinin neler olabileceği ve yatırımcılara ne şekilde gönderilebileceği soruları akla gelmektedir.

3.3.2. Kitle fonlamasında kalite sinyalleri

Dünya’da çeşitli paya dayalı KF platformları aracılığıyla toplanan fon büyüklüklerine ve bazı kampanyalarda yüksek tutarlarda fon toplanabilmekteyken bazı kampanyaların da başarısızlıkla sonuçlanıyor olduğu gerçeğine bakıldığında, yatırımcıların yeni girişimlerin

gözlemlenebilir özelliklerine ilişkin olarak platform sayfalarında yer alan bilgilerden bazılarını kalite göstergesi olarak yorumladığı ve bu özelliklere sahip girişimlere yatırım yaptığı anlaşılmaktadır (Ahlers ve diğerleri, 2015, s. 959). Elbetteki tüm bilgi aktarımları etkili bir kalite sinyali özelliği taşımamakta olup, bazıları yalnızca boş laf (cheap talk) niteliğindedir ve bu iki tür bilgiyi birbirinden ayıran da sinyalin yatırımcılarca farkedilir ve anlaşılır olması ile sahte sinyallerden ayırıcı olabilmesi için sinyali göndermenin bir maliyetinin olmasıdır (Ahlers ve diğerleri, 2015, s. 960).

Literatürde KF'deki kalite sinyal mekanizmaları hakkında yapılan çalışmalar girişimciliğin finansmanı alanına göre daha az sayıdadır (Vismara, 2016, s. 582). Buna ilaveten anılan çalışmalar daha çok girişimcilerce paya dayalı model haricindeki modellerde fon sağlayanlara gönderilen sinyallere ve bu modellerde kampanya başarısı için önem arzeden faktörlere odaklanmıştır (Vismara, 2016, s. 582). Genel olarak bakıldığında kalite sinyalleri konusunda yapılan çalışmaların genelde KF modellerinden ödüle dayalı modeli temel almış olduğu görülmektedir. Bu çalışmalarda Sinyal Teorisi'nden yararlanılarak girişimcilerin kalite sinyalleri yoluyla bilgi asimetrisini azaltabildiği ve KF kampanyasının başarı şansını artırabildiği sonucuna varılmaktadır (Mamonov ve diğerleri, 2017, s. 242).

Öte yandan paya dayalı modelde genel olarak bilgi asimetrisi hem daha fazla hem de daha önemli olup, bu modelde KF kampanyasının başarılı olabilmesi için girişimcilerin girişimlerinin kalitesinin yüksek olduğu sinyalini doğru bir şekilde verebilmeleri gerekmektedir (Ahlers ve diğerleri, 2015, s. 955). Vismara'ya göre paya dayalı KF'de yeni girişimin kalitesine ilişkin olumlu sinyallerin potansiyel yatırımcılara ulaştırılabilmesi yeteneği finansmana erişimde oldukça kritik bir faktördür (2016, s. 580).

Ahlers ve diğerleri, daha önce ortaklık paylarına yapılan yatırımlar açısından Sinyal Teorisi kapsamında yapılan çalışmaların melek yatırımcılara ya da risk sermayesi şirket ve fonlarına gönderilen sinyaller konusuna odaklandığı ve küçük yatırımcılara özellikle de paya dayalı KF yatırımcılarına yönelik sinyaller hakkında hiç çalışma yapılmadığı tespitinde bulunmuşlardır (2015, s. 956). Bu kapsamda paya dayalı KF alanında ilk örneği teşkil edecek ampirik çalışmayı kendileri gerçekleştirmişlerdir (2015). Daha sonra Ahlers ve diğerlerini (2015) takiben Vismara da 2016 yılında yaptığı çalışmasında Sinyal Teorisi'ni paya dayalı KF'ye uygulamıştır. Bu ve diğer çalışmalar Tez'in dördüncü bölümünde ayrıntılı olarak incelenmiş bulunmaktadır.

4. KİTLE FONLAMASI'NDA KAMPANYA BAŞARISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

4.1. Kitle Fonlaması Kampanyasının Başarısı

KF'de kampanya başarısı denildiğinde en basit şekli ile kampanyanın amacına ulaşması ve girişimcinin projesi için gerekli fonların kampanya süresi içerisinde katılımcılardan toplanabilmiş olması anlaşılmaktadır.

Doğal olarak başarılı kampanyalar olabildiği gibi başarısızlıkla sonuçlanan kampanyalar da olabilmektedir. Bu noktada bir KF kampanyasının başarılı olup olmadığına karar verebilmek için başarılı ve başarısız kampanyaları birbirinden ayıran kritik özelliklerin yani başarı ölçütlerinin neler olduğunun belirlenmesi gerekmektedir.

KF'de kampanya başarısının elde edilebilmesi için ise başarı faktörlerinin yani katılımcıların fon sağlamaları için itici güç görevi gören ve gerekli fonların toplanmasını kolaylaştıran faktörlerin neler olduğunun anlaşılması gerekmektedir. Bu faktörler yeni girişimin değerliliğini gösteren kalite sinyalleri olabileceği gibi girişimcilerin gerekli fonları çekebilecek güçlü yönleri veyahut da katılımcıların kararlarını etkileyen diğer koşullar olabilmektedir. Bu kapsamda bu Tez'de bunların tümü genel olarak KF'nin başarı faktörleri olarak adlandırmakta olup, aşağıdaki alt bölümlerde de kalite sinyalleri ve diğer başarı faktörleri olarak iki başlık altında incelenmektedir.

4.1.1. Kampanya başarı ölçütleri

KF'de başarı faktörleri konusunda gerçekleştirilen daha önceki ampirik çalışmalarda kampanya başarı ölçütü olarak kullanılmış olan değişkenler Tablo 14'de topluca verilmektedir.

Tablo 14. Kitle Fonlamasında Kampanya Başarı Ölçütleri

Başarı Ölçütü İsmi	Kısaltması	Açıklaması
Toplanan Toplam Fon Tutarı	TTFT	Kampanya süresi sonunda toplanan toplam fon tutarı
Gerçekleşen Fonlama Yüzdesi	GFY	Toplanan nihai fon tutarının fon hedefinin yüzdesi cinsinden ifadesi
Toplam Yatırımcı Sayısı	TYS	Kampanyaya yatırım yapan toplam yatırımcı sayısı
Kişi Başına Düşen Fon Tutarı	KBFT	Kampanyanın aldığı kişi başına düşen fon tutarı

4.1.2. Kampanya başarı faktörleri

KF üzerine çalışan ilk akademisyenlerden biri olan Mollick'e göre yeni girişimlerin finansmanında başarı faktörleri çoğunlukla risk sermayesi alanında araştırılmış olup, başarılı KF'nin dinamikleri ise henüz fazla bilinmemektedir (2013, s. 1; 2014, s. 1). Bu tespitten hareketle KF'deki duruma geçmeden önce girişimciliğin finansmanı literatüründe melek yatırımcılar ile risk sermayesi yatırımcıları yolu ile finansmanda yeni girişimlere yatırım yapma kararlarının ne şekilde alınıyor olduğuna bakılmasında fayda görülmektedir. Bu kapsamda Lukkarinen ve diğerleri bu geleneksel yatırımcıların girişimciye, yönetim ekibine, piyasaya ve planlanan hizmet ve ürüne bakarak yatırım yaptıklarını, ancak melek yatırımcılar girişimciye önem verirken, risk sermayesi şirket ve fonlarının ise sunulan ürün ve hizmeti daha fazla önemsediklerini aktarmaktadırlar (2016, s. 5).

Tipik bir KF kampanyasında, platform üzerinde tahsis edilen kampanya web sayfasında; kampanya konusu proje açıklayıcı metinler, resimler ve videolar vasıtası ile tanıtılır (Courtney ve diğerleri, 2017, s. 269). Ayrıca anılan web sayfasında kampanyanın hangi tarihler arasında yürütülmekte olduğu, kampanya sonunda ulaşılmak istenen hedef fon tutarı, hâlihazırda katkıda bulunmuş katılımcı sayısı ve toplanan fon tutarı vb. bilgiler ile katılımcıların bıraktıkları yorumlar (comments) ve girişimcinin proje hakkındaki güncellemelerine (updates) yer verilir (Courtney ve diğerleri, 2017, s. 269). Bunlar dışında da katılımcıların girişimci ya da projesi hakkında bilgi alabildikleri başka bir kanal bulunmamaktadır.

Bu çerçevede KF'de başarı faktörlerinin tespiti katılımcıların yeni girişime fon sağlamaya ikna olabilmek için platformun kampanya sayfalarında verilen bilgilerden

hangilerine bakıp hangilerine önem verdikleri konusunun detaylı bir şekilde analiz edilmesi ile mümkün olabilecektir.

4.2. Kampanya Başarı Faktörlerine İlişkin Literatür

KF'ye ilişkin akademik çalışmalar genel olarak henüz başlangıç aşamasında olduğundan bu yöntemde başarı faktörlerine ilişkin literatür de buna paralel olarak henüz çok geniş değildir.

Literatürde bazı ampirik çalışmalarda, KF kampanyası sırasında platformun kampanya sayfasında girişim hakkında verilen bir takım bilgilerin fon toplama başarısını olumlu etkilediği ortaya konulmuş olup, bu çalışmaların bazılarında da Sinyal Teorisi'ne referans verilerek anılan bilgilerden kalite sinyali olarak sınıflandırılabilir olanların KF'de başarıyı olumlu yönde etkilediği sonucuna varılmaktadır. Bahsedilen çalışmalar, ödüle dayalı modelde çalışan platformlardan verilerin daha kolay temin edilmesi ve aynı zamanda paya dayalı modelin henüz yeterince gelişmemiş olması nedenleriyle çoğunlukla ödüle dayalı modele odaklanmıştır (örn. Colombo ve diğerleri, 2015; Cordova ve diğerleri, 2015; Kuppuswamy ve Bayus 2017; Mollick, 2014; Mollick ve Robb, 2016). Her ne kadar akademik ilgi giderek artsa da paya dayalı model dinamikleri ve başarı faktörlerine ilişkin literatür ise henüz emekleme evresinde olup, bu konularda halihazırda tamamlanmış sadece birkaç çalışma bulunmaktadır (örn. Ahlers ve diğerleri, 2015, Ralcheva ve Roosenboom, 2016; Vulkan ve diğerleri, 2016).

4.2.1. Başarı faktörleri konusunda ilk çalışmalar

Schwiebacher ve Larralde (2012), çalışmalarında KF konusunda yapılmış çok değerli katkıları olan ve girişim ve girişimcilerden daha ziyade destekçileri konu eden birkaç araştırma raporunun dışında yöntemin dinamiklerine ilişkin olarak o tarihe kadar tamamlanmış hiçbir geniş ölçekli ampirik çalışma bulunmadığı tespitinde bulunmuşlardır (2010, s. 4).

Schwiebacher ve Larralde başarılı bir KF sürecinin dinamiklerine girişimciler açısından bakılması ve başarı ve başarısızlığın altında geleneksel yöntemler ile aynı etkenler

olup olmadığının araştırılması gerektiğini ifade etmişlerdir (2012, s. 4). Anılan araştırmacılar bu alandaki ilk çalışmalardan biri olan çalışmalarında girişimcilerin hangi hallerde diğer finansman yöntemleri yerine KF'yi kullanmalarının uygun olacağını tartışmışlar ve yeni girişimlerin KF'ye uygun olabilecek bazı temel karakteristiklerini araştırmışlardır. Araştırmanın sonucunda makul derecede düşük sermaye ihtiyacında olan ve yönetmesi zor bir katılımcı sayısına ulaşmak zorunda kalmadan makul sayıda katılımcı ile finansman ihtiyacını karşılayabilecek, katılımcının ürün ya da hizmetin geliştirilmesi sürecine interaktif bir şekilde katılmak isteyeceği ölçüde yaratıcı, ilgi çekici ve de katılımcı fikirlerine açık projeleri olan girişimcilerin KF'de başarılı olacağı ve dolayısıyla KF'nin küçük ölçekli ve proje temelli girişimlerin finansmanı için ideal bir yöntem olduğu ortaya konulmuştur (Schwienbacher ve Larralde, 2012, s. 19 ve 20).

KF konusundaki ilk çalışmalardan bir diğeri ise Agrawal ve diğerlerinin 2011 yılında Amsterdam'da kurulu ve KF'nin atası olarak adlandırılabilir olan Sellaband platformu üzerinde yaptıkları analizdir. Agrawal ve diğerlerinin tanımına göre Sellaband genellikle ilk defa albüm çıkaracak olan henüz tanınmamış müzisyenlerin albüm çıkarmak için gerekli fonları hayranlarından toplamasına aracılık eden ve kendileri hakkında bilgiler ile şarkılarının demolarını ücretsiz olarak yükleyebildikleri bir elektronik platform olup, katılımcılar platform üzerinden ödedikleri her 10 ABD doları için albümün bir payını almış olmakta ve toplanan fonlar 50.000 dolara ulaşınca da müzisyen tarafından çekilip kullanılabilir (2011, s. 5). Sellaband'ın çalışma şekli paya dayalı modele benzese de aslında bir çeşit kâr payı ortaklığı şeklinde olup, albüm tamamlandıktan sonra albümün geliri müzisyen, katılımcılar ve Sellaband arasında eşit paylaşmakta katılımcılara ayrıca birer tane de albüm gönderilerek platform ödüle dayalı modelin de özelliğini göstermektedir (Agrawal ve diğerleri, 2011, s. 5). Aslında bu tür bir platformda fon sağlayanların para yatırırken kâr elde etme motivasyonlarının yanında bir de müzisyenlerin amacına ulaşmasını sağladıkları için hayırseverlik motivasyonları da bulunmakta (Agrawal ve diğerleri, 2011, s. 6) ve bu özelliği ile de platform bu defa başısa dayalı modele benzemektedir.

Agrawal ve diğerleri çalışmalarında esas olarak girişimci ile katılımcılar arasındaki mesafelerin yeni girişimlerin finansmanı üzerindeki etkilerini incelemişlerdir (2011, s. 19). Halka açık şirketlerin çok sayıda uzakta ikamet eden yatırımcılarının bulunması alışılmadık bir durum olmakla birlikte girişimciliğin finansmanında yeni girişim ve girişimci hakkında bilgi toplama, girişimdeki ilerlemenin takibi ve girişimin yönetimine

katkıda bulunma faaliyetlerinin yatırımcılar açısından önemli olması ve tüm bunların maliyetlerinin de mesafeye duyarlı olması nedenleriyle yeni girişimlerin yatırımcıları genellikle yerel olma eğilimindedir (Agrawal ve diğerleri, 2011, s. 1). Agrawal ve diğerleri 2006 ve 2009 yılları arasında Sellaband kanalıyla fonlanan 4.712 müzik albümü projesinden 50.000 ABD dolarının üzerinde fon toplamayı başaran 34 tanesi üzerinde odaklandıkları incelemelerinde ilk bulgular olarak önemli sonuçlara ulaşmışlardır. Bu sonuçlardan ilki yatırımcıların yatırım eğiliminin toplanan fonların tutarı yükseldikçe artıyor olduğu, ikincisi yerel yatırımcıların bu özelliği göstermediği ve yatırımlarını en erken dönemde tamamladıkları, üçüncüsü ise yerel ve uzaktaki yatırımcılar arasındaki bu farklılığın arkadaşlar ve aile olarak adlandırılabilir yatırımcı grubu ile açıklanabildiğidir (2011, s. 13). Sonuç olarak araştırmacılar bugüne kadarki risk sermayesi literatürünün aksine bu alanda yeni bir finansman şekli olan KF’de girişimcinin fiziki sosyal çevresinin olumlu etkileri dışında mesafelerin yatırım kararlarında belirleyici olmadığı sonucuna varmışlardır (2011, s. 19). Anılan çalışmada ayrıca aile üyeleri ve arkadaşların finansal destek konusunda öncülük etmesinin girişimcilerin projelerine bağlılığının sinyali olarak algılanabileceği ve bunun da yeni girişime uzaktaki ilave fonları da çekebileceği (2011, s. 20) sonuçlarına ulaşılmıştır. Detay bir bilgi olarak hedeflenen fon tutarının %80’inin toplanmış olduğu durumda yatırımcıların fon sağlama konusundaki istekliliğinin hedeflenen fon tutarının %20’ler civarında toplanmış olduğundaki durumuna göre iki kat fazla olduğu gözlemlenmiştir (Agrawal ve diğerleri, 2013, s. 4). Araştırmacılar 2011 tarihli ilk çalışmalarını daha sonra 2015 yılında geliştirmişler ve bu defa bilgi asimetrisine ve mesafelerin bu anlamda yarattığı zorluklara daha fazla değinerek ilk çalışmalarının sonuçlarını teyit etmişlerdir (Agrawal, Catalini ve Goldfarb, 2015).

Daha sonra Cordova, Dolci ve Gianfrate (2013) coğrafi sınırlamalar ve mesafelerin katılımcıların KF kampanyasına katkıda bulunup bulunmama kararları konusunda herhangi bir rolü olup olmadığını araştırmışlardır. Araştırmalarının sonucunda bu hususun kampanya başarısında hiçbir önemi olmadığına, katılımcıların projelerin coğrafi uzaklığından daha çok kalitesine ve diğer katılımcılarca ne ölçüde desteklendiğine odaklandığını tespit etmişler ve KF’nin risk sermayesi yatırımlarındaki coğrafi kısıtlama sorununu ortadan kaldırdığı sonucuna varmışlardır (Cordova ve diğerleri, 2013, s. 6).

Barasinska ve Schäfer (2014, s. 436) bankacılık sektörüne ilişkin araştırmaların tarihsel olarak kadın kredi taleplerine karşı bir cinsiyet ayrımcılığı olduğunu gösteriyor

olmasına rağmen borçlanmaya dayalı KF'ye ilişkin çalışmaların her iki cinse de eşit koşullar sunulduğunu gösterdiğine işaret etmiştir. Araştırmacılar söz konusu sonuçların Alman piyasasında da geçerli olup olmadığını anlamak üzere kendi çalışmalarında da borçlanmaya dayalı modelde faaliyet gösteren bir Alman KF platformu olan Smava'dan aldıkları verileri analiz etmişler ve aynı şekilde borçlanma platformları kanalıyla yapılan işlemlerde kadın kredi talep edenlerin kalabalıkların bilgeliği sayesinde hiçbir şekilde bir ayrımcılıkla karşılaşmadıkları sonucuna ulaşmışlardır (2014, s. 450).

Bu Tez kapsamında KF başarı faktörlerine ilişkin detaylı literatür taraması ödüle ve paya dayalı modeller üzerinde yapılan çalışmalar ile sınırlı tutulmuş olup, başışa ve borçlanmaya dayalı modeller hakkındaki çalışmalar ise Tezin kapsamı dışında bırakılmıştır. Bu kapsamda ilerleyen bölümlerde ödüle dayalı ve paya dayalı modellerde başarı faktörlerine ilişkin literatüre ayrıntılı olarak yer verilmektedir. İlerleyen bölümlerde görüleceği üzere bazı çalışmalarda kampanya sırasındaki başarı faktörleri araştırılırken bazı çalışmalarda kampanya öncesi ve kampanya sonrası faktörler araştırılmıştır. Bazı çalışmalarda ise başarı faktörleri açısından tamamen farklı sınıflandırmalar yapılmıştır.

4.2.2. Ödüle dayalı modelde başarı faktörleri

Ödüle dayalı KF'de başarı faktörlerine ilişkin çalışmalar Tablo 15'de literatür özeti olarak verilmiştir.

Tablo 15. Ödüle Dayalı Modelde Başarı Faktörleri Literatür Özeti

Kaynakça	Platformun Adı/Ülkesi	Veri Dönemi	Kampanya Sayısı	Araştırma Yöntemi	Sonuç
Mollick, 2013	Kickstarter (ABD)	2012	2.101	Probit Regresyon	KF'de girişimcinin geçmişteki girişimcilik başarısı, kampanya sürecine iyi hazırlanmış olması ve yeni girişime üçüncü şahısların destek veriyor olması kalite sinyali olarak algılanmaktadır. Coğrafi ve cinsiyete dayalı önyargılar bulunmamaktadır.
Mollick, 2014	Kickstarter (ABD)	2009 - 2012	45.526	Lojistik Regresyon	Kampanya sayfasında video olması, yapılan bilgi güncellemelerinin sıklığı ve gramer hatalarının düşüklüğü kalite sinyalleri olarak algılanarak kampanya başarısını artırmaktadır. Kurucunun sosyal ağlarının büyüklüğü kalite sinyallerinin katılımcılara iletebilmesini kolaylaştırarak başarı şansını artırmaktadır. Kampanya hedef fon tutarını ve kampanya süresini artırmak başarı şansını düşürürken, kampanyanın platformun anasayfasında ön plana çıkarılması ise başarı şansını artırmaktadır.
Zheng, Li, Wu ve Xu, 2014	Kickstarter (ABD) Demohour (Çin)		917	Regresyon	Girişimcinin sosyal ağ bağlantıları ve girişimcilerin birbirlerini fonlama gereklilikleri ile KF kampanyasının girişimci ve katılımcılar için ortak anlamı hem Çin hem de ABD'de kampanya performansı üzerinde oldukça etkilidir. Sosyal sermayenin bu yapısal, ilişkisel ve bilişsel boyutlarının belirleyici özelliği Çin'de ABD'de olduğundan daha yüksektir.
Colombo ve diğerleri, 2015	Kickstarter (ABD)	Kasım 2012 - Ocak 2013	669	Probit Model	Kampanyanın ilk günlerinde katılımcıların ilgisinin çekilmesi ve gerekli fonların toplanabilmesi için en temel faktör İçsel Sosyal Sermayedir.

Cordova ve diğ erleri, 2015	Kickstarter (ABD) Ulule (Avrupa) Eppela (İtalya) Indiegogo (ABD)	2012 yılı ve 2013'ün ilk 7 ayı	1.127	Probit Regresyon Lineer Regresyon	Kampanya ile toplanmak istenen hedef fon tutarının artırılması kampanyanın başarılı olma ihtimalini düşürmekte, kampanya süresinin artırılması ve kampanya kapsamında günlük toplanan fon tutarının artması başarı şansını artırmaktadır. Aşırı fonlama durumu ise hedef fon tutarı yükseldikçe azalmakta, kampanyaya katkıda bulunan toplam katılımcı sayısı, kampanyanın aldığı kişi başına düşen fon tutarı, kampanya süresi ve günlük toplanan fon tutarı yükseldikçe de artmaktadır.
Koch ve Siering, 2015	Kickstarter (ABD)	2014	1.000	Lojistik Regresyon	Kampanya sayfasında proje ile ilgili kapsamlı açıklama metinleri ile destekleyici resim ve videolar ile kurucunun geçmişte diğ er girişimcilerin projelerini desteklemiş olması kampanya başarısını artırmaktadır. Kurucunun geçmiş girişimcilik başarısı ile kampanyanın fon toplama başarısı arasında ise anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.
Kuppuswamy ve Bayus, 2015	Kickstarter (ABD)	Ocak 2010 - Aralık 2011	14.704	Sabit Etkiler Tahmin Modeli	Katılımcıların kampanyalara verdikleri finansal desteğin tipik modeli U şeklinde olup, kampanya sürecinin ortalarından ziyade genellikle ilk ve son haftalarında para yatırmaktadırlar.
Lichtig, 2015	Kickstarter (ABD)	Nisan 2014	4.313	Negatif Binom Model	Girişimcinin önceki projelerinin çokluğu ile karakterize edilen geçmiş girişimcilik tecrübesi kampanya katılımcı sayısını ve böylelikle kampanya başarısını artırmaktadır.
Devaraj ve Patel, 2016	Kickstarter (ABD)	Mart 2009 - Mayıs 2013	74.618	Logit Regresyon	Kampanya sürecinde herhangi bir anda ulaşılan destekçi sayısı fon hedefine ulaşma olasılığını azaltırken, yüksek kampanya hedef tutarı ve kısa kampanya süresi kampanyanın başarılı olma şansını artırmaktadır.
Mollick ve Robb, 2016	Kickstarter (ABD)	2012	2.101	Probit Regresyon	KF katılımcılarından oluşan grup da risk sermayesi yatırımcıları gibi en fazla umut vaat eden projeleri tespit edebilip destekleme yeteğine sahiptir.
Kromidha ve Robson, 2016	Kickstarter (ABD)	Nisan 2014	5.000	En Küçük Kareler Yöntemi	Tarafların kendilerini proje ile birlikte tanımlamaları boyutunda girişimcinin sosyal ağlarının büyüklüğü ve kampanya katılımcılarının

					<p>proje hakkında kendi sosyal ağlarındaki paylaşımlarının sayısı arttıkça kampanya başarısı artmaktadır.</p> <p>Taraflar arasındaki iletişim boyutuna ilişkin olarak, tek taraflı girişimci bilgi güncellemeleri aynı özelliği taşımamakla birlikte kampanya sayfasındaki karşılıklı soru ve cevapların sayısı kalite sinyali görevini görmekte ve sayı artışı kampanya başarısını artırmaktadır.</p>
Thürriidl ve Kamleitner, 2016	Kickstarter (ABD)	Muhtelif	180	Stratejik Araç Kutusu	<p>Girişimcilerin kampanyada iyi sonuçlar elde edebilmeleri için ödül belirlenmesi süreçlerine stratejik olarak yaklaşmaları gerekir.</p> <p>Stratejik araç kutusu, girişimcilere ödül yaratmak için ilham aradıklarında veya hali hazırda gelişmiş bir ödül stratejisini değerlendirirken bu anlamda yardımcı olabilir.</p>
Allison ve diğerleri, 2017	Kickstarter (ABD)	Eylül 2011 - Kasım 2011	383	Lojistik Regresyon	<p>Girişimciye ve projeye ilişkin gerekli bilgileri içeren girişimcinin eğitim ve tecrübe düzeyi gibi merkezi mesajlar kampanya başarısını pozitif yönde etkilemektedir.</p> <p>Projenin girişimcinin hayali olması, kişisel olarak proje ile özdeşleşmesi gibi çevresel mesajlar da kampanya başarısını pozitif yönde etkilemektedir.</p> <p>Merkezi ya da çevresel mesajların hangisinin daha etkili olacağı ise katılımcıların niteliklilik düzeyi ve motivasyonu ile ilişkilidir. Düzey ve motivasyonu yüksek kişiler üzerinde merkezi mesajlar ikna etme anlamında daha etkili iken diğer kişiler üzerinde çevresel mesajlar daha etkilidir.</p>
Bi, Liu ve Usman, 2017	Zhongchou (Çin)	Muhtelif	999	Hiyerarşik Çoklu Regresyon	<p>Kampanya sayfasında yer alan bilgilerden kalite sinyalleri olarak görev gören merkezi bilgiler olan kampanya sayfasının giriş kısmındaki kelime sayısı ve kampanya sayfasındaki video sayısı ile çevresel bilgiler olan kampanyanın aldığı beğeni sayısı ve İnternet üzerinde hakkında yapılan değerlendirme sayısı bilgileri kampanya başarısı üzerinde neredeyse eşit pozitif etkiye sahiptir.</p>
Courtney ve diğerleri, 2017	Kickstarter (ABD)	2009 - 2015	170.248	Logit Regresyon	<p>Kalite sinyalleri ile 3. kişilerin onayının kampanya başarısı üzerine birlikte etkisi incelenmiştir.</p> <p>Hem patentler, medya kullanımı, girişimcinin eğitim düzeyi, geçmiş KF tecrübesi, tepe yönetim kadrosunun karakteristikleri vb. kalite sinyalleri</p>

					<p>hem de risk sermayesi şirketleri ile yapılan işbirlikleri veya fon sağlayanların olumlu yorumları gibi üçüncü şahıslarca onaylanma kampanya başarısını artırmaktadır.</p> <p>Birden fazla sinyal söz konusu iken aynı kaynaktan sinyallerin birbirinin etkisini azalttığı durumlarda 3. kişilerin onayı bu olumsuz etkiyi ortadan kaldırmaktadır.</p>
Greenberg ve Mollick, 2017	Kickstarter (ABD)	Muhtelif	1.250	Lojistik Regresyon	<p>KF’de kadınların neden erkeklerden daha başarılı olduğu ve neden en az temsil edildikleri sektörlerde en başarılı oldukları, kadınların mağdur oldukları düşüncesiyle hemcinslerine karşı gösterdiği tepkisel ve bilinçli ayrımcılık anlamına gelen “Activist Choice Homophily” olgusu ile açıklanmaktadır.</p>
Kaur ve Gera, 2017	Kickstarter (ABD)	Nisan 2014	4.121	Lojistik Regresyon	<p>Facebook ve Twitter gibi farklı sosyal ağlar ile bağlantıda olmak kampanya başarısını artırmaktadır.</p> <p>Bir kampanyayı Facebook ve Twitter gibi farklı sosyal medya hesaplarında paylaşmak girişimci ve kampanya destekçileri arasındaki sosyal ilişkiyi güçlendirmekte ve aralarındaki bilgi asimetrisini azaltmaktadır.</p> <p>Kampanya hakkında Twitter mesajlarının sayısındaki artış kampanya başarısını artırmaktadır.</p> <p>Kampanya ödül ve ödül seviyesi sayısındaki artış daha fazla katılımcıyı kampanyaya çekmektedir.</p>
Kunz, Bretschneider, Erlen ve Leimeister, 2017	Kickstarter (ABD)	2009 - 2014	54.913	İkili Lojistik Regresyon	<p>Kalite sinyalleri kampanya öncesi ve kampanya sırasındaki ve maliyetlerine göre olmak üzere iki tür sınıflandırmaya tabi tutulmuştur. Hem kampanya öncesi hem de kampanya sırasındaki kalite sinyalleri kampanya başarısını artırmaktadır.</p> <p>Girişimcinin Facebook arkadaşlarının çokluğu, tanıtım metninin uzunluğu, cevaplanan katılımcı sorularının ve kampanyanın sosyal medyada bahsedilme sayısının yüksek olması kampanya başarısını artıran düşük maliyetli kalite sinyalleridir.</p> <p>Sunulan ödül seviyesinin fazla olması, bilgi güncellemelerinin ve girişimcinin geçmişte desteklediği diğer kampanyaların sayısının yüksek olması, fotoğraf ve videoların çokluğu ile kampanyanın platform</p>

					anasayfasında öne çıkarılmış olması kampanya başarısını artıran daha yüksek maliyetli kalite sinyalleridir.
Kuppuswamy ve Bayus, 2017	Kickstarter (ABD)	Mart 2012 - Nisan 2014	10.000	Sabit Etkiler Tahmin Modeli	Katılımcıların sonuçları etkileyebilecekleri yönündeki inancı kampanya başarısının belirleyicisidir. Toplanan fonların miktarı kampanya hedefine yaklaştıkça projenin ilave destekçi sayısı ve başarı şansı artmakta ve kampanya hedefine ulaşıldığında ise ilave destekçi sayısında ciddi bir düşüş yaşanmaktadır.
Petitjean, 2017	KissKissBank Bank (Fransa)	2014	160	İkili Tepki Modelleri (Binary Response)	Katılımcılar kampanya sayfasında video bulunmasına ve hedef fon tutarının yüksek bir oranının kampanyanın başladığı ilk hafta içinde toplanmış olmasına pozitif tepki vermekte olup, katılımcı soru ve yorumlarının sayısı kampanya başarı şansını artırmakta iken girişimcinin sosyal ağlarının büyüklüğü ile başarı arasında bir bağlantı bulunamamıştır.
Skirnevskiy, Bendig ve Brettel, 2017	Kickstarter (ABD)		19.351	Logit ve Tobit Regresyon	Platform içi içsel sosyal sermaye seri girişimciler tarafından katılımcılar ve diğer girişimciler ile zamanla geliştirilmekte olup, kampanyanın ilk günlerinde bu grup tarafından yapılan finansal katkılar kampanya başarısını artırmaktadır. İçsel sosyal sermaye zamanla ilk kampanyada dışsal sosyal sermaye unsuru olarak sıklıkla görülen aile ve arkadaşların yerine geçmektedir. Platform içi oluşturulan sadık kitleden kampanyanın erken dönemlerinde sağlanan finansal katkılarla oluşturulan olumlu etki içsel sosyal ağdan dışsal sosyal ağlara da dağılarak kampanya başarısını artırmaktadır.
Davies ve Giovannetti, 2018	Kickstarter (ABD)	Kasım 2015 - Mart 2016	10.000'den fazla	Logit Regresyon	Girişimcinin kampanya sayfasında ilan edilen geçmiş KF tecrübesinin (geçmişte yürütülen kampanya sayısı) ve Dışsal Sosyal Sermayesinin (Facebook arkadaş sayısı) fazlalığı kalite sinyali olarak görev görmek suretiyle kampanya başarı şansını artırmaktadır.
Wang, Li, Liang, Ye ve Ge, 2018	Dreamore (Çin)	Eylül 2011 - Şubat 2015	959	İkili Lojistik Regresyon	Girişimci ve katılımcılar arasındaki iletişim düzeyi arttıkça kampanya başarısı da artmaktadır. Bunun göstergesi olarak katılımcılardan gelen yorum ve soruların miktarı, olumluluk düzeyi, girişimcilerin cevaplarının uzunluğu ve soruların cevaplanma hızı arttıkça kampanya başarısı da artmaktadır.

Mollick ödüle dayalı KF katılımcılarının yeni girişimleri değerlendirme süreçlerini risk sermayesi yatırımcılarının değerlendirme süreçleri ile karşılaştırmalı olarak analiz ettiği çalışmada, KF’de başarıyı belirleyici diğer koşulların yanısıra, bu iki birbirinden oldukça farklı türdeki yatırımcının yeni girişimin kalite sinyallerine aynı şekilde tepki verip vermediklerini ve yatırım yaparken aynı önyargıları taşıyıp taşımadıklarını araştırmıştır (2013, s. 1). Mollick girişimcilerin başarı geçmişi ve projeleri ile ilgili hazırlık düzeyi ile üçüncü şahısların yeni girişim hakkındaki olumlu görüşlerinin, risk sermayesi yatırımcıları tarafından girişime ilişkin kalite sinyalleri olarak kabul edildiğine işaret etmiştir (2013, s. 5). Anılan çalışmada 2012 yılında Kickstarter platformunda gerçekleştirilen ve 592 tanesi başarılı olabilmiş 2.101 kampanya incelenmiş ve uzman risk sermayesi yatırımcıları ile amatör KF katılımcılarının yeni girişimleri benzer şekilde değerlendirdiği yani KF’de de aynı kalite sinyallerinin kullanıldığı ortaya konulmuştur (2013, s. 16 ve 17). Aslında KF çok sayıda bireysel amatör katılımcının her birinin kendi bireysel kararları ile yönlendirmekte olduğu bir değerlendirme süreci olup (Mollick, 2013, s. 12), risk sermayesi yatırımcıları ile karşılaştırıldığında bu kişiler açısından yeni girişimin kalitesi yeterince anlaşılır olmayabileceği gibi yatırım kararlarında önemli de olmayabilecektir (Mollick, 2013, s. 25). Buna rağmen Mollick’in çalışmasında (2013) girişimcinin geçmişteki girişimcilik başarısı, kampanya sürecine iyi hazırlanmış olması ve yeni girişime üçüncü şahısların destek veriyor olmasının KF’de de kalite sinyali olarak algılandığı üstelik risk sermayesi şirketlerinin kararlarını etkileyen coğrafi ve cinsiyete dayalı önyargıların da bu yöntemde bulunmadığı sonucuna varılmıştır.

Mollick daha sonra 2014 yılında yaptığı keşif amaçlı (exploratory) araştırmasında ise Kickstarter platformunda 2009 ve 2012 yılları arasında bağış ve ödüle dayalı modelde yürütülen farklı kategorilerde projelere ilişkin 45.526 adet KF kampanyasını analiz ederek KF’nin başarı ve başarısızlık dinamiklerine ilişkin ilk tespitlere ulaşmıştır. Mollick’e göre yaptığı bu analiz KF’nin doğasını biraz daha net bir şekilde resmetmekte olup, yürütülen kampanyaların ya çoğunlukla hedeflenen fon tutarı ile başabaş olacak şekilde fon toplamada başarılı olabildiğini ya da toplanan tutarın hedefin oldukça altında kaldığını göstermektedir (2014, s. 2). Bu çalışmada Mollick KF’de kampanya başarısını “Kampanya Hedefine Ulaşılmış Olması” olarak tanımlamış ve başarı faktörlerini de kampanya konusu projeye ilişkin kalite sinyalleri ve kurucunun sosyal ağlarının büyüklüğü olarak iki gruba ayırmıştır (2014). Araştırmanın sonucunda videolarla desteklenmiş iyi hazırlanmış bir kampanya sayfası, kampanya sayfasında yapılan bilgi güncellemelerinin sıklığı ve sayfada yapılan

gramer hatalarının düşüklüğünün kalite sinyalleri olarak projenin değerliliğini gösterdiği ve kampanyanın başarısını artırdığı, kurucunun Facebook arkadaş sayısının yüksekliğinin ise bu kalite sinyallerin katılımcılara iletilebilmesini kolaylaştıran bir araç olarak bu başarıya katkıda bulunduğu sonuçlarına ulaşmıştır (2014, s. 8). Mollick tüm bunlara ilaveten kampanya ile toplanmak istenen hedef fon tutarını artırmanın kampanya başarısını düşürdüğünü, yine kampanya süresinin uzun tutulmasının güven eksikliği olarak algılanarak kampanya başarısını düşürdüğünü, kampanyanın platformun anasayfasında diğer kampanyalar arasında kaybolmadan kolaylıkla görülebilecek şekilde ön plana çıkarılmasının ise başarı şansını oldukça artırdığını tespit etmiştir (2014, s. 8).

Zheng ve diğerleri (2014) “Sosyal Sermaye Teorisi” ışığında ve yönetim literatüründe önerildiği gibi sosyal sermayenin yapısal, ilişkisel ve bilişsel olarak üç boyutta incelenmesi düşüncesinden hareketle geliştirdikleri araştırma modeli ile çok boyutlu sosyal sermayenin KF’yi nasıl etkilediğini araştırmışlardır (490). Araştırmacılar girişimcinin sosyal sermayesinin KF üzerindeki etkilerini, Çin ve ABD KF sektörü üzerinde her iki ülkenin en büyük platformları olan Demohour ve Kickstarter’den topladıkları verileri kullanarak karşılaştırmalı olarak incelemişlerdir (2014). Anılan çalışmada başarı ölçütü olarak “Gerçekleşen Fonlama Yüzdesi” kullanılmıştır. Zheng ve diğerleri sosyal ağları sosyal sermayenin kaynağı olarak görmekte ve KF’de ilki girişimcinin KF platformu üzerinde oluşturduğu sosyal ağ diğeri de Twitter ve Facebook gibi harici sosyal ağlar olmak üzere iki tür sosyal ağın var olduğunu söylemektedirler (2014, s. 490). Çalışmalarında sosyal sermayenin yapısal boyutu olarak Dışsal Sosyal Sermaye ağı (external social network) büyüklüğünü temsilen ABD için girişimcinin Facebook arkadaş sayısı, Çin için de girişimcinin Weibo sayfası fanlarının sayısı kullanılırken (2014, s. 490) ilişkisel boyut olarak değerlendirilen girişimcilerin birbirlerini fonlama gereklilikleri ise girişimcinin yatırım yapmış olduğu diğer girişimcilerin kampanyaların toplam sayısı ile ölçülmüştür (2014, s. 492). Bilişsel boyut olarak ise KF kampanyasının girişimci ve katılımcılar arasında paylaşılan anlamını temsilen projenin kampanya sayfasında yer alan tanımının düz metin olarak uzunluğu kullanılmıştır (Zheng ve diğerleri, 2014, s. 492).

Çalışmanın sonucunda, Zheng ve diğerleri sosyal sermayenin sırasıyla yapısal, ilişkisel ve bilişsel boyutları olarak değerlendirdikleri girişimcinin sosyal ağ bağlantıları ve girişimcilerin birbirlerini fonlama gereklilikleri ile yürütülen kampanyanın girişimci ve katılımcılar arasında paylaşılan anlamının hem Çin hem de ABD’nde KF kampanyalarının

performansı üzerinde oldukça etkili olduğunu ve bu 3 boyutun belirleyici özelliğinin de Çin’de ABD’nde olduğundan daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir (2014, s. 488).

Colombo ve diğerleri, sosyal sermayenin KF’de de girişimciliğin finansmanında olduğu gibi taraflar arasındaki bilgi asimetrilerini azaltıcı etkisi olduğuna ilişkin önceki çalışmalardan hareketle Kasım 2012 ve Ocak 2013 dönemindeki Kickstarter kampanyaları üzerinde gerçekleştirdikleri kendi çalışmalarında Sosyal Sermaye konusunu irdelemişler ve özetle kampanya başlar başlamaz yapılan erken dönem katkıların proje konusundaki belirsizlikleri düşürmesi nedeniyle bu anlamda iyi bir başlangıç yapılmasının kampanyayı desteklediği tespitine ulaşmışlardır (2015, s. 79). Bu kapsamda KF kampanyasının ilk günlerinde katılımcı sayısının yüksek olmasının ve bazı katılımcılar tarafından büyük tutarlı katkılar yapılmasının kampanya başarısı üzerindeki etkisini ve söz konusu erken dönem katkıları çekme konusunda da İçsel Sosyal Sermayenin (Internal Social Capital) rolünü araştırmışlardır (2015). Buradaki İçsel Sosyal Sermaye Agrawal ve diğerlerinin aile üyeleri ve arkadaşlar (2011) Mollick’in ise sosyal medya bağlantıları (2014) olarak tanımladığı Dışsal Sosyal Sermaye’den farklı olup, Colombo ve diğerleri tarafından “KF camiasında özel olarak oluşturulmuş ilave sosyal sermaye stoğu” olarak tanımlanmıştır (2015, s. 76). Colombo ve diğerleri KF platformlarının sadece parasal işlemlerin aracıları değil aynı zamanda sosyalleşme lokasyonları olduğunu ve platform üyelerinin sosyal sermaye ilişkileri kurmasını sağlayarak gerektiğinde bu yolla birbirlerini desteklemesine yardımcı olduğunu düşünmektedir (2015, s. 76). İçsel Sosyal Sermayeyi temsilen girişimcinin daha önce desteklemiş olduğu başka girişimcilerin girişimcilik projelerinin sayısı, Dışsal Sosyal Sermayeyi temsilen ise girişimcinin LinkedIn bağlantılarının sayısı kullanılmıştır.

Colombo ve diğerlerinin araştırmalarının sonucunda İçsel Sosyal Sermaye’nin erken dönem katkıların büyüklüğü konusunda pozitif etkisi olduğuna ilişkin yeterli kanıt bulunurken (2015, s. 77) bu dönemde Dışsal Sosyal Sermaye’nin sağladığı katkıların ise erken dönem toplanan toplam fonların çok küçük bir oranına karşılık geldiği gösterilmiştir (2015, s. 79). Colombo ve diğerlerinin (2015) erken dönem katkıları ile ilgili ulaştığı sonuçlar genel olarak Agrawal ve diğerlerinin aile ve arkadaşların finansal destek konusunda öncülük etmesinin yeni girişime uzaktaki ilave fonları da çekebileceği (2011) ve Mollick’in kurucunun Facebook arkadaş sayısının yüksekliğinin kampanya başarısına katkıda bulunduğu (2014) tespitleriyle de uyumlu olmakla birlikte görüleceği üzere sosyal sermayenin kaynağı farklılık arz etmekte, Agrawal ve diğerleri (2011) ile Mollick (2014)

Dışsal Sosyal Sermaye'nin olumlu etkisini ispatlarken Colombo ve diğerleri (2015) İçsel Sermaye'nin etkili olduğu sonucuna varmaktadır.

Daha sonra Cordova ve diğerleri Mollick'in 2013 tarihli çalışmasını Kickstarter, Ulule, Eppela and Indiegogo olmak üzere birden çok platformdan elde ettikleri verileri kullanarak genişletmişler ve 2012-2013 yıllarında başarılı olmuş teknoloji projeleri kampanyalarını analiz ederek ödüle dayalı modelde kampanya başarısına ve aşırı fonlamaya götüren kalite sinyallerini araştırmışlardır (2015, s. 115). Araştırmacılar teknoloji şirketlerini tercih etme sebeplerini çalışmalarında uzun ömürlü olmayı amaçlayan girişimler üzerinde odaklanmak istemeleri şeklinde açıklamışlardır (2015, s. 118). Cordova ve diğerleri çalışmalarında kampanya ile toplanmak istenen hedef fon tutarı, kampanyaya katılan toplam katılımcı sayısı, kampanya süresi, kampanyanın aldığı kişi başına düşen fon tutarı, kampanya kapsamında günlük toplanan fon tutarı, kampanyada video tanıtımı kullanılıp kullanılmadığı, projenin ABD'de mi yoksa AB üyesi ülkelerden birinde mi yürütüleceği, kampanya sayfasında girişimci tarafından yapılan bilgi güncellemelerinin sayısı ve kampanya sırasında alınan katılımcı yorumlarının sayısının kampanyanın nihai başarısı üzerindeki etkisini projenin tamamen fonlanıp fonlanmadığı ve aşırı fonlama açısından değerlendirmişlerdir (2015). Her iki konuya ilişkin olarak, bir tanesi ellerindeki veri setindeki tüm kampanyalar (1.127 adet) diğeri de kampanya hedefi 5.000 Euro ve üstü olan kampanyalar (723 adet) üzerinde olmak üzere sıralanan değişkenlerle ikişer regresyon analizi yapmışlardır. Araştırmacılar, belli bir tutarın üzerindeki kampanyaların analizini ayrıca yapmalarının sebebini ancak belli bir tutarın üzerindeki kampanyalarda sağlanan finansmanın risk sermayesi yatırımcıları ve melek yatırımcıların sağladığı çekirdek sermayesi finansmanına yakınsaması ve bunlarla küçük tutarlı kampanyalar arasında bir farklılık varsa bunu ayrıca görmek istemeleri olarak açıklamışlardır (2015, s. 119).

Cordova ve diğerlerinin anılan araştırmasının (2015) sonucunda kampanya başarısına ilişkin olarak her iki modelde de kampanya ile toplanmak istenen hedef fon tutarının yüksek olmasının kampanyanın başarılı olma ihtimalini düşürdüğü sonucuna varılmıştır. Araştırmacılar bu etkinin küçük projeler üzerinde daha yüksekken büyük projeler üzerinde daha düşük olduğu tespitini yapmış ve bu durumu da kampanya hedefi yükseldikçe katılımcıların kampanya başarısını etkileyebilme ihtimalinin düşmesine ve yatırım kararlarının artık hedef tutardan etkilenmiyor olmasına bağlamışlardır. Diğer taraftan Cordova ve diğerleri kampanya süresinin uzun tutulmasının Mollick 2014'ün aksi yöndeki

tespitlerinden farklı olarak büyük küçük tüm projelerde kampanyanın başarı şansını artırdığı, kampanya sırasında günlük toplanan fon tutarındaki artışın ise özellikle küçük projelerde kampanya başarısını artırdığı tespitlerine ulaşmışlardır (2015, s. 120). Aynı değişkenlerin aşırı fonlamaya etkisi konusundaki regresyon sonuçları da kampanya başarısı konusundaki regresyonla aynı sonuçları vermiş olup, aynı faktörlerin kalite sinyali olarak hedef tutarın da üzerinde fon toplanmasını sağladığı gösterilmiş olup, buna göre büyük küçük tüm kampanyalar dâhil edildiğinde hedef fon tutarı yükseldikçe aşırı fonlamanın azaldığı, kampanyaya katkıda bulunan toplam katılımcı sayısı, kampanyanın aldığı kişi başına düşen fon tutarı, kampanya süresi ve günlük toplanan fon tutarı yükseldikçe de aşırı fonlamanın arttığı tespitlerine ulaşılmıştır (Cordova ve diğerleri, 2015, s. 122).

Koch ve Siering ise “Medya Zenginliği Teorisi (Media Richness Theory)” ve karşılıklılık kavramı üzerine inşa ettikleri çalışmalarında yine Kickstarter platformunda 2014 yılında yürütülen 500 tanesi başarılı olmuş 1.000 kampanyayı inceleyerek KF’de başarı faktörlerini ve başarılı projelerin ve kurucularının özelliklerini tespit etmeye çalışmışlardır (2015). KF’nin fon toplama başarısını “Hedef Fon Tutarına Ulaşılması” olarak belirleyen araştırmacılar projeye özgü medya içeriğinin zenginliğinin ve girişimcinin girişimcilik tecrübesi ile diğer girişimcilerle fonlama konusunda mütakabiliyet ilişkisinin güçlülüğünün kampanya başarısı üzerindeki etkilerini incelemişlerdir (2015). Çalışmalarının sonucunda Koch ve Siering hem proje hem de kurucunun özelliklerinin kampanyanın fon toplama başarısını etkilediğini, kampanya sayfasında proje ile ilgili açıklama metnlerinin kapsamlı olması ve resimler ve videolar gibi görsellerle desteklenmesi ve kurucunun geçmişte diğer girişimcilerin projelerini desteklemiş olmasının kampanya başarısını artırdığını tespit etmişlerdir. Öte yandan anılan çalışmada kurucunun geçmiş girişimcilik başarısı ile kampanyanın fon toplama başarısı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Kuppuswamy ve Bayus KF’nin başarısını kampanyanın her yeni günde çektiği “*İlave Destekçi*” sayısı ile ölçmüşlerdir (2015, s. 2). Yaptıkları analizin sonucuna göre katılımcıların KF kampanyalarına verdikleri destek kampanya süresi boyunca aynı olmayıp tipik bir U şeklini takip etmektedir (2015, s. 18). Bunun anlamı katılımcıların kampanya sürecinin genellikle ilk ve son haftalarında kampanyalara para yatırıyor olması ortalarında ise fazla destek vermiyor olmasıdır. Araştırmacılar önce bu durumun platform anasayfasında filtreleme kriteri olarak yeni kampanyalar ve sona ermekte olan kampanyalar kriterlerinin kullanılmasına ve bu dönemlerde kampanyaların daha görünür halde olmasına bağlasalar da

analizlerinde buna ilişkin bir kanıt bulamamışlardır (2015, s. 3). Öte yandan analiz sonuçları göstermiştir ki girişimcinin ailesinden gelen destekler genellikle kampanyanın ya ilk ya da son haftasında yoğunlaşmaktadır (2015, s. 15). Dolayısıyla U şeklinin kaynağının söz konusu aile destekleri olduğu anlaşılmıştır. Kuppuswamy ve Bayus bu U şeklinin başarılı olsun olmasın büyük küçük her tür kategoriden proje için geçerli olduğunu belirtmektedir (2015, s. 18). Bunun yanısıra araştırmacılar, kampanyaların son haftasında kampanya desteğinin arttığı, hedef fon tutarına ulaşıldığında ise katılımcıların projeye artık para yatırmadığı, katılımcıların destekleme kararı verirken hedef fon tutara ne kadar yaklaşmış olduğundan etkilendiği ve kampanya sayfasındaki bilgi güncellemelerinin kampanyaya gelecek destekleri olumlu yönde etkilediği sonuçlarına da ulaşmışlardır. Kuppuswamy ve Bayus hedef fon tutarına yaklaşmış projelerde eğer proje ümit vaadediyorsa bir gücün devreye girerek ilave katılımcı desteğini harekete geçirdiği ve projeyi hedef tutara ulaştırdığını bu gücün ise çeşitli çevrelerce Kickstarter etkisi olarak adlandırıldığını ifade etmektedir (2015, s. 15).

KF projelerinin başarılı olmasını sağlayan faktörleri araştıran Lichtig 2014 yılında yürütülmüş 4.313 Kickstarter kampanyasının verilerini kullanarak gerçekleştirdiği çalışmada genel yaklaşımdan farklı olarak kampanya başarısını hedef fon tutarına ulaşılması yerine “Kampanyaya Yatırım Yapan Toplam Katılımcı Sayısı” ile ölçmüştür (2015). Ona göre topladığı veriler katılımcı sayısı ile kampanyanın fonlama başarısı arasında doğrusal bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Lichtig bu ilişkiden yola çıkarak kampanya süresi, girişimcinin daha önce lanse ettiği projelerinin sayısı, girişimcinin finansal olarak desteklediği diğer girişimcilik projelerinin sayısı ve kampanya hedef fon tutarının kampanya katılımcı sayısı üzerindeki etkilerini incelemiştir (2015). Bu çalışmanın sonuçlarına göre girişimcilik projeleri konusunda tecrübeli girişimcilerin halkın desteğini daha fazla almakta olduğu, daha fazla kişi tarafından fonlandığı ve kampanyalarının başarıya ulaştığı tespitlerine ulaşılmıştır.

Devaraj ve Patel yürütülen KF kampanyalarının sayısı arttıkça projelerin katılımcılar tarafından değerlendirilmesinin güçleştiğine ve dolayısıyla da kampanyalar vasıtasıyla toplanan fonların miktarının azaldığına işaret etmiş (2016, s. 1242) ve bu koşullar altında kampanya başarısına hizmet eden kalite sinyallerinin neler olduğunu bulmaya çalışmışlardır (2016). Kickstarter platformunda Mart 2009 ve Mayıs 2013 döneminde yürütülen kampanyaları Sinyal Teorisi kapsamında inceledikleri çalışmalarında, kampanya sürecinde

herhangi bir anda ulaşılmış bulunan destekçi sayısı gibi sinyallerin fon hedefine ulaşma olasılığını azaltıyor olmasına rağmen yüksek kampanya hedef tutarı ve kısa kampanya süresi gibi daha önceden girişimcinin yatırım yapmasını gerektiren ve böylelikle girişimcinin projesine inancını kanıtlayan daha maliyetli sinyallerin kampanyanın başarılı olma şansını artırmakta olduğu sonucuna ulaşmışlardır (2016, s. 1243).

Mollick ve Robb (2016, s. 75), Mollick'in 2013 yılındaki çalışmasını 2016 yılında birlikte yeniden değerlendirmişler ve çalışma sonuçlarından hareketle KF katılımcılarının oluşturduğu grubun da risk sermayesi yatırımcıları gibi en fazla umut vaat eden projeleri tespit edebilip desteklediği çıkarımını yapmışlardır. KF'nin girişimcilik alanında yeni bir finansman yöntemi olarak risk sermayesi yatırımcıları ve melek yatırımcıların tamamlayıcısı mı olduğu yoksa gün gelip onun yerini mi alacağını anlamak için henüz yeterli kanıt bulunmamasına rağmen Mollick ve Robb ilk bulgulara göre her iki rolü de oynayabileceğini değerlendirmişlerdir (2016, s. 76).

Kromidha ve Robson (2016, s. 605) hem girişimcilerin hem de katkıda bulunanların yeni girişimin kalite sinyallerini gönderebileceğini kabul etmiş olduğu çalışmasında ödüle dayalı KF'de belirleyici faktörlerin ne olduğunu ortaya çıkarmak için Sosyal Kimlik Teorisi (Social Identity Theory) ve Sinyal Teorisi olmak üzere iki farklı Teori'ye atıf yapmıştır. Sosyal Kimlik Teorisi girişimcilerin ve katkıda bulunanların kendi sosyal ağlarında proje ile kendilerini birlikte tanımlamalarının etkisini, Sinyal Teorisi ise girişimciler ve katkıda bulunanların birbirleri arasındaki iletişimin etkisini analiz etmek için kullanılmıştır (Kromidha ve Robson 2016, s. 611). Kickstarter üzerinde 2014 yılı Nisan ayında en çok fonlanan kampanyaların seçildiği analizde girişimcilerin ve katkıda bulunanların kendilerini proje ile birlikte tanımlamaları konusundaki ölçüt olarak her iki tarafın Facebook arkadaş sayısı ve Facebook paylaşımları esas alınırken taraflar arasındaki iletişimin ölçüsü olarak da kampanya sayfasındaki karşılıklı soru ve cevapların sayısı ile tek taraflı girişimci bilgi güncellemelerinin sayısı kullanılmıştır (2016, s. 611). Çalışmada ulaşılan ilk sonuca göre tarafların kendilerini proje ile birlikte tanımlamaları boyutunda girişimcinin sosyal ağlarının büyüklüğü ve kampanya katılımcılarının proje hakkındaki kendi sosyal ağlarındaki paylaşımlarının sayısı arttıkça kampanya başarısı artmaktadır (2016, s. 624). İkinci sonuç ise taraflar arasındaki iletişim boyutuna ilişkin olup, tek taraflı girişimci bilgi güncellemeleri aynı özelliği taşımamakla birlikte kampanya sayfasındaki karşılıklı soru ve cevapların sayısı kalite sinyali görevini görmekte ve bunlardaki sayı artışı kampanya başarısını artırmaktadır

(2016, s. 624). Bu noktada Kromidha ve Robson girişimcilere kampanya sayfasında proje hakkında resmi bilgi güncellemeleri yapmaktan ziyade potansiyel destekçileri ile daha birebir ilişkiler kurmalarını tavsiye etmektedir.

Thürriidl ve Kamleitner KF'de ödüllerin önemi hakkındaki önceki çalışmaların bulgularına dayanarak girişimcilerin Ödüle dayalı KF kampanyalarında iyi sonuçlar elde edebilmeleri için ödül belirlenmesi süreçlerine stratejik olarak yaklaşmaları gerektiğini öne sürmüşlerdir (2016, s. 90). Bu kapsamda farklı ödüllerin KF üzerindeki etkilerinin daha iyi anlaşılabilmesi için Kickstarter platformundaki eşit sayıda başarılı ve başarısız kampanyanın ödül yapısını ampirik olarak araştırmışlar ve elde ettikleri sonuçlar ışığında girişimcilere doğru ödül ya da ödül kombinasyonlarının seçiminde rehberlik edebilecek bir enstrüman olarak Stratejik Araç Kutusu'nu (Strategic Toolbox) geliştirmişlerdir (2016, s. 90). Thürriidl ve Kamleitner Stratejik Araç Kutusu'nu projeye özgü, ödüle özgü ve stratejiye özgü faktörlerin değerlendirmesini içeren üç aşamalı bir ödül seçim sürecine imkân verecek şekilde tasarlamışlardır (2016, s. 106). Thürriidl ve Kamleitner girişimcilerin ödül yaratmak için ilham aradıklarında veya hali hazırda geliştirilmiş bulunan bir ödül stratejisini değerlendirirken katılımcılara sunabilecekleri ödüllerin ve ödül stratejilerinin çeşitliliğini ve etkinliğini gösteren bu enstrümana başvurabileceklerini ve fayda görebileceklerini değerlendirmektedirler (2016, s. 90).

Allison, Davis, Webb ve Short KF'de katılımcıları yeni girişimleri finansal olarak desteklemeye yönelten faktörlerin neler olduğunu araştırmışlar ve girişimciler tarafından katılımcıları ikna etmek için kullanılan merkezi ve çevresel bilgilerin neler olduğu ile bu kişilerin niteliklilik düzeyinin söz konusu ikna süreci üzerindeki etkilerini ikna Modellerinden Petty and Cacioppo'nun (1986) geliştirdiği Detaylandırma Olasılığı Modeli (Elaboration Likelihood Model of Persuasion) çerçevesinde açıklamaya çalışmışlardır (2017, s. 707). Detaylandırma Olasılığı Modeli'ni destekleyecek yeterli kanıt bulmuş oldukları bu çalışmalarının sonucunda araştırmacılar girişimciye ve projeye ilişkin hem merkezi hem de çevresel bilgilerin katılımcıları katkıda bulunmaya ikna etme anlamında olumlu etkisinin bulunduğunu ve kampanya başarısını artırdığını tespit etmişlerdir (2017, s. 708). Ancak Allison ve diğerlerine göre bu bilgilerden hangisinin kişiler üzerinde daha etkili olacağı katılımcıların motivasyon ve niteliklilik düzeylerine bağlı olup, düzey ve motivasyonu yüksek kişiler üzerinde girişimcinin eğitim ve tecrübe düzeyi gibi merkezi mesajlar ikna etme anlamında daha etkili iken düzey ve motivasyonu düşük kişiler üzerinde

projenin girişimcinin hayali olması, girişimcinin kişisel olarak proje ile özdeşleşmesi gibi çevresel mesajlar daha etkili olmaktadır (2017, s. 708).

Bi, Liu ve Usman (2017) Çin’de ödüle dayalı modelde faaliyet gösteren Zhongchou platformu üzerinde düzenledikleri çalışmalarında Detaylandırma Olasılığı Modelini uygulamışlar ve kampanya sayfasında açıklanan kampanya hedef fon tutarı, kampanya süresi, kampanya sayfasının girişi kısmındaki kelime sayısı, kampanya sayfasındaki video sayısı, kampanyanın aldığı beğeni sayısı (Like count) ve İnternet üzerinde proje hakkında yapılan değerlendirme sayısı (Review count) gibi bilgilerden hangilerinin katılımcıların kampanyayı destekleyip desteklememe kararlarını etkilediğini araştırmışlardır. Bunlardan kalite sinyalleri olarak adlandırdıkları merkezi bilgiler olan kampanya sayfasının girişi kısmındaki kelime sayısı ve kampanya sayfasındaki video sayısı ile çevresel bilgiler olarak adlandırdıkları kampanyanın aldığı beğeni sayısı ve İnternet üzerinde hakkında yapılan değerlendirme sayısı bilgilerinin neredeyse eşit pozitif etkiye sahip olduğu tespitine ulaşmışlardır (2017, s. 15). Katılımcılar uzun giriş metinlerini ve video tanıtımlarını projenin kalitesinin yüksek olduğu yine beğeni ve değerlendirme sayısının yüksek olmasını da proje hakkında olumlu konuşulduğu şeklinde yorumlamakta ve kampanyayı finansal olarak destekleme kararı vermektedir (Bi ve diğerleri, 2017, s. 10). Bu noktada yazarlar mevcut literatürde KF’de başarı faktörleri olarak kalite sinyallerine yoğunlaşılması ve proje hakkındaki çeşitli kanallarda yapılan olumlu konuşmaların etkisine fazla değinilmemesi açısından Detaylandırma Olasılığı Modeli kapsamında hem merkezi hem de çevresel bilgilerin eşit ölçüde etkili olduğuna ilişkin kendi tespitlerini önemli bulmaktadır (2017, s. 15).

Courtney ve diğerleri (2017, s. 268) asimetrik bilgi problemini çözecek ve kampanyayı başarılı kılacak faktörleri yeni girişimden kaynaklanan kalite sinyalleri ve üçüncü kişilerin onayından sağlanan bilgiler şeklindeki olarak iki kategori altında incelemişlerdir (2017, s. 266). Araştırmacılara göre, yeni girişimden kaynaklanan kalite sinyalleri yeni girişimin medya kullanımı gibi çeşitli faaliyetleri ve geçmiş KF tecrübesi gibi karakteristiklerini içermekte iken üçüncü kişilerin onayı ise yeni girişim ile ilişkili olup, kalitesi hakkında toplumdaki algılamayı etkileyebilecek birey veya organizasyonların yeni girişime çeşitli şekillerdeki doğrudan veya pekiştirici destekleridir (2017, s. 269). Courtney ve diğerleri, patentler, medya kullanımı, girişimcinin eğitim düzeyi, geçmiş KF tecrübesi, tepe yönetim kadrosunun karakteristikleri vb. faktörlerin yeni girişimden kaynaklanan kalite sinyalleri

olarak kampanya başarısını artırabilmeleri yanında risk sermayesi şirketleri ile yapılan işbirlikleri veya fon sağlayanların olumlu yorumları gibi üçüncü şahıslarca onaylanma içeren durumların da girişimin fon toplama şansını artırabilmekte olduğunu ifade etmiş ve kampanya sürecinde hem birden fazla kalite sinyali hem de üçüncü kişilerin destekleri aynı anda etkili olduğunda bunların birbirleri ile ne şekilde etkileşimde bulunduğu ve birbirlerinin kampanya başarısı üzerindeki etkisini ne yönde değiştirdiği sorusunun cevabını aramışlardır (2017, s. 266). Söz konusu araştırmada elde edilen tespitler göstermektedir ki hem kalite sinyalleri hem de üçüncü kişilerin onayı kampanya başarısını olumlu yönde etkilemekte olup, aynı kaynaktan birden fazla kalite sinyali arasında biri diğerinin etkisini azaltıcı bir etkileşim olduğu durumlarda ise yeni girişimin üçüncü kişilerce onaylanıyor olması bu olumsuz etkiyi ortadan kaldırmaktadır Courtney ve diğerleri (2017, s. 284).

Greenberg ve Mollick (2017) Kickstarter verilerini kullanarak kadın girişimcilerin KF süreçlerini incelemiş ve kadınların neden KF’de erkeklerden daha başarılı olduklarını ve üstelik de tarihsel olarak en az temsil edildikleri sektörlerde en başarılı duruma geçtiklerini araştırmışlardır. Araştırmacılar bu durumu kadınların diğer kadınlara yönelik olarak bir benzerlik duygusu taşıması ve de kadınların mağdur oldukları düşüncesiyle onlara karşı tepkisel ve bilinçli bir pozitif ayrımcılık eğiliminde olmaları ile açıklamışlar ve bu olguyu da “Activist Choice Homophily” olarak adlandırmışlardır (2017, s. 367). Bunun anlamı kadın katılımcıların kadın girişimcileri daha fazla destekleme arzusunda olmalarıdır. Kadınlar bu arzularını diğer geleneksel finansman yöntemlerinde her zaman hayata geçirememekte iken KF’de ise kolaylıkla gerçekleştirebilmektedirler (Greenberg ve Mollick, 2017, s. 367).

Kaur ve Gera KF’de son dönemde platform sayılarının artması nedeniyle toplanan fonlarda düşme olması ve artan başarısızlık oranlarına çare olabileceğini düşündükleri sosyal medya bağlantılarının ve sosyal ilişkilerin KF performansı üzerindeki etkisini araştırmıştır (2017, s. 768). Bu faktörlerin çare olabileceğinin düşünülme sebebi ise girişimcilerin bu yolla, başlattıkları kampanyalar hakkında toplumdaki farkındalığı artırabileceklerine ve böylelikle daha fazla katılım ve finansal destek sağlanacağına inanılmasıdır. Kickstarter kampanyaları üzerinde yapılan analizde Twitter mesajlarının sayısı arttıkça ve de farklı sosyal ağlara bağlı olduğunda girişimci ve katılımcılar arasındaki sosyalleşmenin artması ve bilgi asimetrisinin azalması nedeniyle kampanya başarısının arttığı tespitine ulaşılmıştır (2017, s. 773). Kaur ve Gera ayrıca bunlardan farklı olarak kampanya ödül sayısında ve

sunulan ödül seviyelerinde artış oldukça da kampanya başarısının arttığını göstermişler ve ödül seçimi ve sunumu konusuna da önem verilmesi gerektiğini ifade etmişlerdir (2017, s. 773).

Beaulieu, Sarker ve Sarker (2015, s. 22) kampanya başarısının dinamiklerini araştıran daha eski çalışmaların genellikle kampanya sırasındaki başarı faktörlerini araştırdığına işaret etmiş ve kampanya öncesi ve kampanya sonrası karar ve faaliyetlerin de kampanyaların başarısına etkisinin incelenmesi gerektiğini ifade etmiştir. Kunz ve diğerleri ise bu öneriye kısmen uygun olarak kampanya sırasındaki başarı faktörlerine ilave olarak kampanya öncesi faktörleri de Sinyal Teorisi kapsamında ampirik olarak araştırmıştır (2017).

Kunz ve diğerleri tespit ettikleri kalite sinyallerini hem kampanya öncesi ve kampanya sırasındaki şekilde sınıflandırırken hem de ayrıca sinyal maliyetine göre sınıflandırmışlardır (2017). Çalışmalarının sonucunda girişimcinin Facebook arkadaşlarının, kampanya sayfasındaki tanıtım metni kelimelerinin, cevaplanan katılımcı sorularının ve kampanyanın sosyal medyada bahsedilme sayısının yüksek olmasının düşük maliyetli kalite sinyalleri olarak kampanya başarısını artırdığını tespit etmişlerdir. Diğer daha maliyetli kalite sinyalleri ise kampanyada sunulan ödül seviyesinin fazla olması, kampanya sayfasında yapılan bilgi güncellemelerinin ve girişimci tarafından daha önce desteklenmiş kampanyaların sayısının yüksek olması, kampanya sayfasında yer alan fotoğraf ve videoların çokluğu ile kampanyanın platform anasayfasında öne çıkarılmış olmasıdır. Buradan görüleceği üzere güçlü sosyal bağlar, kampanyanın iyi hazırlanmış olması, çoklu ödüllerin sunulması ve katılımcılarla iyi bir iletişim sürdürülmesi kampanya başarı olasılığını artırmaktadır (Kunz ve diğerleri, 2017, s. 1). Öte yandan araştırma sonucunda kampanya süresinin uzun ve hedef tutarın yüksek olmasının ise kampanya başarı şansını düşürdüğü tespit edilmiştir (Kunz ve diğerleri, 2017, s. 1). Bu sonuçlarda yer alan sinyalleri kampanya öncesi ve kampanya sırasındaki sinyaller şeklinde tekrar ifade etmek gerekir ise anılan çalışmada cevaplanan katılımcı sorularının sayısının, kampanyanın sosyal medyada bahsedilme sayısının ve kampanya sayfasında yapılan bilgi güncellemelerinin sayısının yüksekliği kampanya sırasında diğerleri ise kampanya öncesi kullanılan kalite sinyalleri olarak sınıflandırılmaktadır.

Kuppuswamy ve Bayus'a göre KF'de başarısızlık oranlarının %60'lar civarında olması nedeniyle kampanya başarı faktörlerinin anlaşılması konusuna son dönemde artan bir

ilgi söz konusudur (2017, s. 72) ve bu konudaki literatür ise daha çok proje ve girişimci kalitesi gibi rasyonel belirleyiciler üzerine yoğunlaşmaktadır (2017, s. 73). Kuppuswamy ve Bayus kendileri de KF'nin dinamikleri konusunda bir çalışma gerçekleştirmiş ve başarılı başarısız toplam 10.000 Kickstarter kampanyasının verileri üzerinde yaptıkları analizlerinde farklı bir bakış açısıyla fon toplama sürecinin içsel dinamiklerinin sonucu nasıl etkilediğini incelemişlerdir (2017).

Kuppuswamy ve Bayus anılan analizleri sonucunda toplanan fonların miktarı kampanya hedefine yaklaştıkça (goal proximity) projenin destekçilerinin sayıca arttığı ve kampanya hedefine ulaşıldığında ise yeni destekçi sayısında ciddi bir düşüş olduğu sonuçlarına ulaşmışlardır (2017, s. 83). Araştırmacılar Kickstarter etkisi de denilen ve hedeflenen fon tutarının %30'una ulaşan kampanyaların %90'ının nihayetinde başarıya ulaşıyor olması şeklindeki bu durumu "Etki Teorisi (Impact Theory)" ile açıklamaktadır (2017, s. 73). Buna göre katılımcılar kampanyanın başarılı olmasını sağlayabileceklerini düşündüklerinde katkıda bulunmayı tercih etmekte ve kampanya hedefine yaklaşılmış olması durumunda da böyle algılayarak kampanyayı desteklemekte, kampanya hedefine ulaşıldığında ise desteklemeye gerek görmemektedirler, daha da önemlisi KF'deki ödüller veya sürü davranışı gibi diğer motivasyonlar da bu gözlemlenen davranışı tek başlarına açıklayamamaktadır (2017, s. 73). Araştırmacılar ayrıca katılımcıların sonucu etkileyebilecekleri konusunda bahsedilen bu algılarının küçük projelerde, hedef fon tutarına yaklaşılmışken süresi azalan kampanyalarda ve erken dönemde yeterli destek toplayamamış projelerde daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir (2017, s. 83).

Petitjean ise ödüle dayalı modelde çoğu ABD'de yapılan çalışmaların aksine Avrupa'yı tercih etmiş ve Fransa'da ödüle dayalı modelde faaliyet gösteren bir KF platformu olan KissKissBankBank üzerinde Sinyal Teorisi çerçevesinde bir çalışma yapmıştır (2017). Bu platformda 2014 yılında yürütülen 160 kampanyanın verilerini elle toplamak suretiyle gerçekleştirdiği analizinde, s. kampanya sayfasında video bulunmasının, katılımcı soru ve yorumlarının sayısının fazla olmasının ve hedef fon tutarının yüksek bir oranının kampanyanın başladığı ilk hafta içinde toplanmış olmasının kalite sinyali olarak kampanya başarı şansını artırmakta olduğu sonuçlarına varmıştır (2017, s. 6). Petitjean'ın erken dönem katkılara ilişkin olarak Avrupa piyasası için ulaştığı tespitleri görüleceği üzere Agrawal ve diğerleri (2011), Mollick (2014) ve Colombo ve diğerlerinin (2015) ABD piyasasındaki tespitleri ile uyumludur. Öte yandan Petitjean girişimcinin sosyal ağlarının büyüklüğü ve

arkadaş sayısının yüksekliği ile kampanya başarısı arasında bir bağlantı tespit edememiştir (2017, s. 6).

Daha önce de bahsedildiği gibi KF'ye ilişkin olarak Sosyal Sermayeyi ele alan çalışmalar genellikle girişimcinin çeşitli sosyal ağlardaki kişisel bağlantıları ile ailesi ve arkadaşları şeklinde tanımlanan Dışsal Sosyal Sermayeyi esas almıştır (örneğin: Agrawal ve diğerleri 2011; Davies ve Giovannetti, 2018; Kromidha ve Robson, 2016; Kuppuswamy ve Bayus, 2015; Mollick, 2014; Zheng ve diğerleri, 2014). İçsel Sosyal Sermayenin kampanya başarısı üzerindeki etkisine ilişkin olarak ise geçmişte yapılmış az sayıda çalışma bulunmakta (Örn: Colombo ve diğerleri, 2015) olup, Skirnevskiy ve diğerlerinin çalışması (2017) ise bu az sayıdaki çalışmalara eklenmiştir. Skirnevskiy ve diğerleri KF platformlarının yalnızca finansal aracılık yapmaya çalışmadığını aynı zamanda da sosyal ağ geliştirme işlevi gördüğünü düşünmektedir (2017, s. 211). Çoğu KF platformu, platform içi iletişimi artırmak için tartışma forumları, sohbet odaları, katılımcıların üye olabileceği çeşitli gruplar oluşturulması vb. hizmetler sunmaktadırlar (Skirnevskiy ve diğerleri, 2017, s. 213). Araştırmacılar bu kapsamda platform içi sosyal ağın girişimcinin müteakip kampanyalarının başarısı üzerindeki etkisini araştırmışlardır (2017).

Anılan çalışmada ilk olarak platform içi yani İçsel Sosyal Sermayenin seri girişimciler tarafından katılımcılar ve diğer girişimciler ile çeşitli kampanyalar sırasında karşılıklı etkileşim sonucunda zamanla geliştirildiği (Skirnevskiy ve diğerleri, 2017, s. 210) ve kampanyanın ilk günlerinde bu grup tarafından yapılan finansal katkıların kampanya başarısını artırdığı (Skirnevskiy ve diğerleri, 2017, s. 229) sonucuna varılmıştır. Bu sonuç Agrawal ve diğerleri (2011), Colombo ve diğerleri (2015) ve Lukkarinen diğerleri (2016) tarafından ortaya konan erken dönem katkıların kampanya başarısını artırması tespitleriyle de uyumludur. Çalışmanın ikinci sonucu ise platform içi geliştirilen İçsel Sosyal Sermayenin ilerleyen dönemde ilk kampanyada Dışsal Sosyal Sermaye unsuru olarak sıklıkla görülen aile üyeleri ve arkadaşların yerine geçiyor olmasıdır (2017, s. 229). Araştırmacılara göre KF literatürü İçsel Sosyal Sermaye ve Dışsal Sosyal Sermayeyi birbirinden tamamen ayrılmış izole bir olgu olarak değerlendiriyor olmakla birlikte Sosyal Sermayenin farklı sosyal ağlardaki geçişkenliğini ortaya koyan Yönetim literatürünün tespitleri KF için de geçerli olabilecektir (2017, s. 210). Skirnevskiy ve diğerlerinin çalışmalarının üçüncü sonucu olan bu bağlamdaki tespiti de platform içi oluşturulan sadık kitle tarafından kampanyanın erken

dönemlerinde sağlanan finansal katkılarla oluşturulan olumlu etkinin içsel sosyal ağdan dışsal sosyal ağlara da dağılarak nihai olarak kampanya başarısını artırdığıdır (2017, s. 229).

Davies ve Giovannetti başarı faktörlerine ilişkin çalışmalarında (2018) yeni girişime ilişkin bazı bilgilerin KF platformundaki kampanya sayfasında açık bir şekilde ilan edilmesinin stratejik bir sinyalleme için hizmet edeceğini ve bilgi asimetrisinin üstesinden gelmesine yardımcı olacağını iddia etmişlerdir. Araştırmacılar kalite sinyallerini girişimciden kaynaklananlar (girişimcinin geçmiş tecrübesi ve girişimciler arasındaki karşılıklı ilişki) ve projeyi destekleyen sosyal ağlardan kaynaklananlar (Sosyal Sermaye) olmak üzere iki grup altında analiz etmişlerdir. Analiz sonucunda Davies ve Giovannetti girişimcinin daha önce Kickstarter platformunda yürüttüğü kampanyaların sayısı ile ölçtükleri geçmiş tecrübesi bilgileri ile girişimcinin Kickstarter kampanya sayfasında ilan edilen Facebook arkadaş sayısı ile ölçtükleri Dışsal Sosyal Sermaye bilgilerinin sinyal görevi gördüğü sonucuna varmışlardır. Bu kapsamda girişimci için daha önce yürütülen çok sayıda kampanyası olduğuna ilişkin bilgilerin kampanya sayfasında gösterilerek daha yüksek bir KF deneyimi sunulmasının ve daha fazla sayıda Facebook arkadaşı olduğunun sergilenmesinin kampanya başarısını artırdığı ortaya konulmuştur. Diğer taraftan görüleceği üzere Davies ve Giovannetti (2018) Facebook arkadaş sayısının kampanya sayfasında ilan edilmesini kalite sinyali olarak kabul etmelerinin yanısıra aynı zamanda Dışsal Sosyal Sermaye'nin ölçütü olarak da değerlendirmekte olup, bu bağlamda bakıldığında ise tespitleri Kromidha ve Robson'ı (2016) desteklerken Colombo ve diğerleri ile çelişmektedir (2015).

KF başarı faktörleri konusuna daha detay bir katkı olarak Wang ve diğerleri (2018) girişimci ve katılımcılar arasındaki iletişim düzeyi arttıkça kampanya başarısının da artmakta olduğunu göstermişlerdir. Çin piyasasında Dreamore platformu üzerinde gerçekleştirdikleri analizlerinde bu iletişimin düzeyini ölçmek için katılımcılardan gelen yorum ve sorular ile girişimcilerin cevaplarının bazı özelliklerini test etmişlerdir. Buna göre yorum ve soruların miktarı, olumluluk düzeyi, cevapların uzunluğu ve soruların cevaplanma hızı arttıkça kampanya başarısı da artmaktadır (2018, s. 114).

4.2.3. Paya dayalı modelde başarı faktörleri

Literatürde paya dayalı KF başarı faktörleri konusunda yapılan çalışmalar genellikle bu modelin daha gelişmiş olduğu Avrupa’da kurulu KF platformları üzerinde yapılmıştır (Mamonov ve Malaga, 2018, s. 66). Ödüle dayalı modelin aksine paya dayalı modelde yapılmış çalışmaların sayısı oldukça azdır. Peki, o halde paya dayalı modelde çalışan bir platformda bir KF kampanyası düzenlendiğinde ödüle dayalı modelde geçerli başarı faktörlerinin kullanılması kampanyanın başarılı olmasını sağlayabilecek midir?

Daha önceki bölümlerde açıklandığı üzere katılımcıların yaptıkları katkılar karşılığında elde edecekleri nihai faydalar kullanılan KF modeline göre değişmektedir. Lukkarinen ve diğerlerine göre katılımcıların amaçları farklılaştıkça onları fon sağlamaya yönelten itici güçler ile karar verme kıstasları da değişmekte olup, bu durum ise ödüle ve paya dayalı modellerdeki başarı faktörlerinin birbirinden farklı olmasını gerektirmektedir (2016, s. 2).

Bir önceki bölümde incelenen ödüle dayalı KF modelinde katılımcı kendisine vaad edilen ödül karşılığında bir girişime para yatırmakta ve ödülü elde ettikten daha sonra da o şirket ile bir bağı kalmamaktadır. Hâlbuki paya dayalı KF modelinde katılımcının gelecekte şirkete ortak olma gibi bir amacı vardır ve para yatırmakla şirketin yatırımcısı olmakta ve şirket ile uzun vadeli olacak bir ilişki kurmaktadır. O nedenle ödüle dayalı model hakkındaki çalışmaların sonuçlarının tümünün paya dayalı model için de geçerli olması beklenmemeli ve ödüle dayalı modelde bulunan başarı faktörlerinin her birinin paya dayalı model için de geçerli olup olmadığı ile paya dayalı modelde ilave başarı faktörlerinin neler olabileceği araştırılmalıdır.

Paya dayalı KF kampanyalarının sonuçlarına bakıldığında, girişimcileri büyük yatırımcı kitlelerine ulaşabilmiş olsa dahi yeni girişimlerin çoğunluğunun herhangi bir yatırım alamadığı görülmektedir (Lukkarinen ve diğerleri, 2016, s. 1). O nedenle yatırımcıların yeni girişimlere yatırım yapma kararını ne şekilde veriyor olduklarının anlaşılması paya dayalı modelde daha da önemli hale gelmektedir. Ahlers ve diğerlerine göre de, kalite sinyallerinin belirlenmesi amacıyla ampirik olarak incelenmesine en çok ihtiyaç duyulan KF türü yeni girişimlerin gelecekteki nakit yaratabilme yeteneği hakkındaki bilgi asimetrisinin daha önemli olduğu paya dayalı KF’dir (2015, s. 957).

Cholakova ve Clarysse (2015), yatırımcıların paya dayalı ve ödüle dayalı KF'ye katkıda bulunma kararlarının altında yatan motivasyonları anlamak için Hollanda kurulu ve paya dayalı modelde çalışan bir KF platformu olan Symbid'in yatırımcılarına bir anket uyguladılar. Araştırmacılar her iki modelde finansal ve finansal olmayan faktörlerin göreceli öneminin karşılaştırmalı bir şekilde anlaşılmasını istemişlerdir. Bunu gerçekleştirmek için yatırımcılara önce değerlendirmek ve katkıda bulunmaya karar vermek amacıyla ödüle dayalı modelde bir KF kampanyası verip ardından da aynı projenin paya dayalı modelde bir KF kampanyasında sunulması halinde yatırım yapıp yapmayacaklarını sormuşlardır. Cholakova ve Clarysse bu çalışmalarının sonucunda yatırımcıların her iki modelde de katkıda bulunma motivasyonlarının finansal olmayan taahhütlerden çok finansal getiri ile ilgili olduğu tespitine ulaşmışlardır (2015).

Bonzanini, Giudici ve Patrucco (2015) yenilenebilir enerji projelerinin finansmanı amacıyla Paya ve Borçlanmaya dayalı modelde faaliyet gösteren KF platformlarında 2013-2014 döneminde düzenlenen 84 proje üzerinde yaptıkları analizde kampanya başarısının en önemli belirleyicisinin ilan edilen beklenen karlılık oranı ve yatırımcıya sunulan ilave faydalar olduğu ve şaşırtıcı bir sonuç olarak da bu tür projeler ile topluma sağlanacak faydaların ise yatırımcının kararlarını etkilemediği tespitine ulaşmışlardır.

Brown ve diğerleri, BK'da kurulu paya dayalı KF platformları Crowdcube, Seedrs ve SyndicateRoom'da 2011-2015 yılları arasında yürütülen 42 başarılı KF kampanyasının girişimcileri ile neden KF'yi tercih ettiklerini ve ne tür sonuçlar aldıklarını ortaya çıkarmak amacıyla görüşmeler gerçekleştirmişlerdir (2018, s. 175). Çalışmalarında görüşülen girişimcilerin %90'ının 25 ila 45 yaşları arasında erkek olduğunu ve yine %90'ının yeni girişimler konusunda tecrübeli olduğunu belirtmişlerdir (2018, s. 176). Araştırmacılar analizlerinde üç önemli tespitte bulunmuşlardır. Onlara göre İngiltere'de girişimcilerin paya dayalı modeli seçmesinin asıl nedeni diğer alternatif finansman yollarının bulunmayışı ile bu yöntemle fon toplama hızının yüksek olmasıdır (2018, s. 179). Ek olarak, girişimcilerin daha az paylarını satarak finansman bulabilmesinin ve daha fazla kontrolü ellerinde tutabilmelerinin onları bu yöntemle yönelteceğini tespit etmişlerdir (2018, s. 185). İkinci olarak, araştırmacılar, girişimcilerin inovatif yeteneklerinin ve kişisel ve iş ağlarının bu yöntemde işlerini kolaylaştıracak güçlü yönleri olduğunu vurgulamışlar (2018, s. 185 ve 186), üçüncü ve sonuncu tespit olarak da, bu yöntemin yeni girişimler üzerinde medya avantajı, yeni pay sahipleriyle etkileşim imkânı ve sunacakları ürün ya da hizmete ilişkin

olarak nihai kullanıcı katkısı ve geri bildirim alabilme gibi ek faydalarını olduğunu ortaya koymuşlardır (2018, s. 186).

Agrawal ve diğerleri önde gelen yatırımcıların oluşturduğu sendikaların yeni girişim hakkında edindiği bilgilerini yatırım yapmak isteyen ama fazla bilgisi olmayan küçük yatırımcılar ile paylaşarak paya dayalı modelde kampanya başarısını artırdığı tespitinde bulunmaktadır (2016). Sendikalar tipik olarak tecrübeli bir risk sermayesi yatırımcısının liderliğinde oluşturulan yatırımcı grupları olup, yeni girişim hakkındaki yatırım öncesi incelemeleri (due diligence) ve takip işlemlerini bu lider yatırımcı gerçekleştirmektedir (Mamonov ve diğerleri, 2017, s. 243). Elde edilen bilgilerin küçük yatırımcıyla paylaşılmasına ilişkin olarak ise yanlış yönlendirmeler cezalandırılırken iyi performansın da ödüllendirildiğini ifade eden Agrawal ve diğerleri sendikaların bilgi asimetrisine bir çözüm olabileceğini belirtmektedirler (2016, s. 116). Diğer taraftan Borçlanmaya ve paya dayalı modelde çalışan bazı platformlar da bilgi asimetrisine çözüm olarak yatırımcı üyelerine yatırım öncesi inceleme (due diligence) hizmeti sunmaktadırlar (Bi ve diğerleri, 2017, s. 11).

Paya dayalı KF’de başarı faktörlerine ilişkin ampirik çalışmalar Tablo 16’da literatür özeti olarak verilmiştir.

Tablo 16. Paya Dayalı Modelde Başarı Faktörleri Literatür Özeti

Kaynakça	Platformun Adı/Ülkesi	Veri Dönemi	Kampanya Sayısı	Araştırma Yöntemi	Sonuç
Ahlers ve diğerleri, 2015	ASSOB (Avustralya)	Ekim 2006 - Ekim 2011	104	Tek Değişkenli Test	<p>Kampanya başarısı üzerinde etkili faktörler girişim kalitesi ve belirsizlik seviyesi olmak üzere iki temel grupta incelenmiştir.</p> <p>Girişim kalitesi girişimin beşeri, sosyal ve entellektüel sermayesinin kalitesi ile, belirsizlik seviyesi de yatırımcılar ile girişimci arasındaki bilgi asimetrisinin düzeyi ile ölçülmüştür.</p> <p>Beşeri, sosyal ve entellektüel sermayenin başarı üzerindeki etkisi ya çok azdır ya da hiç yoktur. Öte yandan girişimcinin kendi paylarını tutması ve yatırımcılara kapsamlı bilgi sunulması kalite sinyalleri olarak başarıyı artmaktadır.</p> <p>Küçük hedefli kampanyaların başarı şansı daha fazla olup, ödüllü şirketler kampanya hedefine daha zor ulaşabilmektedir.</p>
Lukkarinen ve diğerleri, 2016	Invesdor (Finlandiya)	2012-2014	60	Çoklu Lineer Regresyon	<p>Fon toplama başarısını olumlu yönde etkileyen en önemli faktörler kampanyanın ilk günlerinde girişimcinin özel ilişkileri vasıtasıyla toplanan fon tutarı, yeni girişimin sosyal medya ağlarının mevcudiyeti ve kullanımı ve kampanyaya katılım için minimum yatırım tutarı belirlenmemesidir.</p> <p>Yatırımcı sayısının artırılmasında etkili faktörler ise hedef fon tutarının yüksek belirlenmiş olması, kampanya süresinin kısa tutulması, girişimin finansal durumuna ilişkin olarak kampanya sırasında bilgi sunulması ve kampanya konusu ürün ya da hizmetin yatırımcılar tarafından anlaşılabilir olmasıdır.</p> <p>Şirket değerlemesi kampanya başarısını etkilememektedir.</p>
Ralcheva ve Roosenboom, 2016	Crowdcube (BK)	2012 - 2015	541	Negatif Binom ve Logit Regresyon	<p>Yeni girişimin kalitesinin risk sermayesi yatırımcıları ya da melek yatırımcılar gibi profesyonel yatırımcılar veya köklü stratejik ortaklar tarafından yatırım yapılmak suretiyle ya da hibeler veya prestijli ödüller vasıtasıyla sertifikasyonu bilgi asimetrisini azaltarak kampanya başarısını artırmaktadır.</p>

Vismara, 2016	Seedrs Crowdcube (BK)	2011-2014	271	Negatif Binom Regresyon ve En Küçük Kareler Yöntemi	<p>Girişimcinin girişiminin çoğunluk payını elinde tutarken daha küçük bir payını halka satıyor olması kalite sinyali olarak görev görerek kampanya başarısını artırmaktadır.</p> <p>Girişimcilerin LinkedIn bağlantılarının sayısı ile ölçülen sosyal sermayelerinin büyüklüğü, kampanyaya ilişkin farkındalığı artırarak belirsizlik seviyesini düşürmekte ve daha fazla fon toplayabilmelerini sağlamaktadır.</p> <p>Gelecekte halka arz planlandığının açıklanmış olmasının kampanya başarısı üzerinde fazla bir etkisi bulunmamaktadır.</p> <p>Kadın girişimciler KF'de yatırımcıları çekmek anlamında erkeklerle aynı yetenekte olsalar bile KF'de daha az fon toplayabilmekteydiler (Vismara, 2016) (Paya dayalı model).</p>
Vulkan ve diğerleri, 2016	Seedrs (BK)	2012 - 2015	636	En Küçük Kareler Yöntemi ve Kuantil Regresyon	<p>Kampanya sırasında toplanan fonların toplam tutarı arttıkça yatırımcıların da kampanyayı destekleme eğilimi artmaktadır.</p> <p>Hedef fon tutarı artırıldıkça kampanya başarısı düşmektedir.</p> <p>Coğrafi mesafelerin KF'de yatırımcı ilgisi açısından herhangi bir önemi bulunmamaktadır.</p>
Mamonov ve diğerleri, 2017	17 bilinen Title II paya dayalı KF platformu (ABD)	Eylül 2013 - May 2016	6.439	Keşif Amaçlı Çalışma (Exploratory Analysis)	<p>KF kampanya süreçlerinin standardize edilmesi ve KF Platformu tarafından potansiyel yatırımcılara yatırım öncesi inceleme (due diligence) hizmeti sunulması girişimci ve yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisini etkili bir şekilde düşürebilmekte ve JOBS Yasası II. Başlık kapsamındaki KF kampanyalarının başarıya ulaşmasını sağlayabilmektedir.</p>
Block ve diğerleri, 2018a	Seedmatch Companisto (Almanya)	Haziran 2012 - Nisan 2015	71	Negatif Binom Regresyon	<p>Girişimcinin yeni girişimle ilgili kampanya sayfasındaki bilgi güncellemeleri sonraki birkaç gün içinde yatırım sayısını ve miktarını arttırmaktadır. Güncellemeler arttıkça boş laf olarak algılanmaya başlanmakta ve etkileri azalmaktadır. Optimal sayıda güncelleme ise kalite sinyali görevi görmektedir.</p>
Hornuf ve Schwienbacher 2018	Companisto United Equity		89	Negatif Binom Regresyon	<p>Büyük tutarlarda yatırımlar ve yatırımcı yorumlarının sayısı ile girişimci tarafından yapılan bilgi güncellemelerinin sayısı kalite</p>

	Seedmatch Innovestment (Almanya)	Kasım 2011 - Ağustos 2014			sinyali olarak yatırımcıları yatırım yapmaya teşvik etmekte ve kampanya başarısını artırmaktadır.
Mamonov ve Malaga, 2018	16 bilinen Title III paya dayalı KF platformu (ABD)	Mayıs 2016 - Şubat 2017	133	Lojistik Regresyon	<p>Ürün ya da hizmet geliştirme aşamasına geçmiş girişimler ve büyük kurumsal müşterileri bulunan girişimler daha fazla fon toplayabilmektedir.</p> <p>Tek başına girişimcilerin paya dayalı KF’de 2 veya daha fazla üyeli girişimci takımlarına nazaran başarı ihtimali daha düşüktür. Takım ne kadar büyürse başarı ihtimali de o kadar artmaktadır.</p> <p>Tanınmış melek yatırımcılardan ya da profesyonel risk sermayesi yatırımcılarından halihazırda finansman sağlamış girişimlerin KF’de başarı şansı artmaktadır.</p> <p>Yeni girişimin pazarlayacağı ürün ya da hizmet konusunda patent sahibi olması, girişimcinin seri girişimci olması veya ilgili endüstride geçmiş tecrübesi olmasının ise kampanya başarısı üzerinde artırıcı bir etkisi tespit edilememiştir.</p>

Paya dayalı KF başarı faktörleri hakkındaki ilk çalışmalar Ahlers ve diğerlerinin (2015) çalışmaları olup, kalite sinyallerinin belirlenmesi amacıyla yapılmıştır. Araştırmacılar BK'da kurulu Crowdcube KF platformunda yürütülen birkaç kampanyanın birbirinden çok farklı sonuçlarına bakarak, “kalitesinin ne olduğu belli olmayan farklı projelerin hangi gözlemlenebilir özelliklerinin küçük yatırımcıların diğer projelere yatırım yapmazken bu projelere yatırım yapmasına neden olan kalite sinyalleri görevi gördüğü” (2015, s. 956) sorusunu sormuşlardır. Daha sonra da paya dayalı modelde başarılı KF'nin sinyallerini ortaya koymak amacıyla gerçekleştirilen ilk çalışma olduğunu ifade ettikleri çalışmalarında bu sorunun cevabını aramışlardır (2015, s. 956). Ahlers ve diğerleri, Avustralya'da kurulu ASSOB platformunda 2006 - 2011 yılları arasında düzenlenen 104 paya dayalı KF kampanyasının verilerini kullanarak gerçekleştirdikleri söz konusu çalışmalarında yatırımcıları bir paya dayalı KF kampanyasına katılmaya motive eden girişim kalitesi niteliklerinin ve sinyallerinin neler olduğunu araştırmışlardır (2015, s. 956). Ahlers ve diğerleri bu çalışmalarında öncelikle girişimcilerin küçük yatırımcılara göndereceği sinyallerin melek yatırımcılara ya da risk sermayesi yatırımcılarına göndereceği sinyallerden farklı olması gerektiği kabulünde bulunmuşlar daha sonra da Sinyal Teorisi'ni kullanarak hangi bilgi türlerinin (yönetim kurulu özellikleri, üst yönetim ekibi özellikleri, cinsiyet, risk sermayesi yatırımcıları veya melek yatırımcıların varlığı, kurucu katılımı olup olmadığı vb.) yatırımcıyı startaplara yatırım yapmaya yönelttiğini açıklamaya çalışmışlardır (2015, s. 956).

Ahlers ve diğerleri projelerin genellikle daha yüksek bir girişim kalitesi gösterdiğine inanılan gözlemlenebilir özelliklere sahip olmaları durumunda finansman bulma ihtimallerinin daha yüksek olduğunu savunmuşlar ve bunun sebebi olarak ise yüksek kaliteli projelere yapılacak bir yatırımın gelecekte getirebileceği daha yüksek getiri ile yatırımcıların gözünde uygun bir yatırım seçeneği olmasını göstermişlerdir (2015, s. 960). Öte yandan araştırmacılara göre girişimciler tarafından yeni girişim hakkında yeterli netlikte bilgilendirme yapılmaması potansiyel yatırımcılar tarafından değerlendirme yapılmasını güçleştiren ve kampanya başarı şansını düşüren bir faktördür. Özetle Ahlers ve diğerleri, kampanya başarısının girişim kalitesiyle pozitif ve belirsizlik düzeyi ile negatif yönlü bir ilişki içinde olduğunu iddia etmişler (2015, s. 961) ve çalışmalarında da bu iddialarını test etmişlerdir.

Ahlers ve diğerkleri kampanya başarısı üzerinde etkili faktörleri girişim kalitesi ve belirsizlik seviyesi olmak üzere iki temel gruba ayırmışlar ve girişim kalitesini Baum ve Silverman'ın (2004) oluşturduğu yapıyı kullanarak girişimin Beşeri Sermayesi (Human Capital), Sosyal Sermayesi (Social Capital) ve Entellektüel Sermayesinin (Intellectual Capital) kalitesi ile ölçerken, belirsizlik seviyesini de Leland ve Pyle (1977) tarafından ortaya konulan girişimciliğin finansmanında ters seçim probleminden hareketle yatırımcıların girişimci ile aralarındaki bilgi asimetrisinin düzeyi hakkındaki değerlendirmeleri olarak tanımlamışlardır (2015, s. 960). Beşeri Sermayeye ilişkin değişkenler olarak yönetim kurulu üyelerinin sayısı ile MBA derecesi sahibi yönetim kurulu üyelerinin oranı alınırken Sosyal Sermayeye ilişkin değişken olarak ise icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinin oranı seçilmiş, Entellektüel Sermaye ise girişimin sahip olduğu patent sayısı ile ölçülmüştür. Belirsizlik düzeyine ilişkin olarak ise kampanya ile halka satışa sunulan pay oranı ve finansal projeksiyonlar değişkenleri kullanılmıştır. Ahlers ve diğerkleri, çalışmalarının sonucunda girişim kalitesine ilişkin olarak Beşeri Sermaye, Sosyal Sermaye ve Entellektüel Sermaye faktörlerinin kampanya başarısı üzerinde fazla bir etkisi bulunmadığı hatta hiç etkisi olmayabileceğini öte yandan girişimcinin kendi paylarını tutması yani halka satışa sunulan pay oranının düşük olması ve yatırımcılara kapsamlı bilgi sunulmasının faydalı kalite sinyalleri olarak belirsizlik seviyesini azalttığı ve kampanya başarısını olumlu yönde etkilediği tespitlerinde bulunmuşlardır (2015, s. 976). Tüm bunlara ilaveten küçük hedefli kampanyaların başarı şansı daha fazla iken beklenenin aksine ödüllü şirketlerin kampanya hedefine ulaşmakta daha fazla zorlandığını ortaya koymuşlardır.

Lukkarinen ve diğerkleri Finlandiya'da kurulu paya dayalı KF platformu olan Invesdor üzerinde yaptıkları çalışmada 60 kampanyanın verilerini analiz ederek, kampanya başarısını artıran faktörleri bulmaya çalışmışlardır. Analizleri kapsamında kampanya başarısını kampanya sonunda toplanan fon miktarı ve kampanyaya katkıda bulunan yatırımcı sayısı olmak üzere 2 ayrı boyutta değerlendirmişlerdir (2016, s. 7). Araştırmacılar öncelikle paya dayalı KF'nin dinamiklerini anlayabilmek için yeni girişimlerin finansman döngüsünde bu modeldeki KF'ye komşu finansman yöntemleri olan ödüle dayalı KF'deki başarı faktörleri ile risk sermayesi yatırımları ve melek yatırımcılıktaki başarı faktörlerini incelemişlerdir (2016, s. 2). KF'de diğerk modellere ilişkin literatür kapsamında paya dayalı modeldeki olası başarı faktörlerini kampanya karakteristikleri, iletişim ağlarının kullanımı ve ürün ya da hizmetin anlaşılabilirliği olmak üzere üç kategori altında belirlemişlerdir (2016, s. 3). Üzerinde yoğunlaştıkları 4 temel kampanya karakteristiği minimum yatırım tutarı, hedef fon

tutarı, kampanya süresi ve girişimin finansal durumuna ilişkin olarak kampanya sırasında sunulan bilgiler şeklinde belirlenmiştir (2016, s. 3). İletişim ağlarının kullanımı başlığı altında kampanyanın ilk günlerinde girişimcinin özel ilişkileri vasıtasıyla toplanan fon tutarı ve sosyal ağların kullanımı dikkate alınmıştır (2016, s. 4). Ürün ya da hizmetin anlaşılabilirliği ise tek başına bir değişken olarak belirlenmiştir (2016, s. 5). Öte yandan literatürde risk sermayesi yatırımcılarının yatırım kararlarında etkili faktörlerin melek yatırımcılarınki ile aynı olarak belirlendiği noktasından hareketle girişimciliğin finansmanında geleneksel yöntemlerden kaynaklanan değişkenlerin belirlenmesinde melek yatırımcıların yatırım kriterlerini esas almışlardır (2016, s. 8).

Lukkarinen ve diğerlerinin anılan çalışmaları göstermiştir ki paya dayalı KF’de yatırımcıların karar verme süreçleri risk sermayesi yatırımcıları ve melek yatırımcılardan daha ziyade diğer KF modellerindeki katılımcıların karar verme süreçlerine benzemektedir (2016, s. 10). Diğer bir ifade ile paya dayalı KF’de kampanya başarısı kampanya konusu projenin risk sermayesi yatırımcıları ve melek yatırımcıların yatırım kriterlerine uygunluğu ile ilgili değildir (Lukkarinen ve diğerleri, 2016, s. 11). Araştırmacılar kampanyanın fon toplama başarısını etkileyen en önemli faktörlerin kampanyanın ilk günlerinde girişimcinin özel ilişkileri vasıtasıyla toplanan fon tutarı, sosyal medya ağları ve kampanyaya katılım için minimum yatırım tutarı olduğu ve bu kapsamda girişimcinin yakın çevresinin erken dönemde finansal olarak desteklemesi ile yeni girişimin sosyal medya ağlarının mevcudiyeti ve kullanımının toplanan fon tutarını artırmakta iken minimum yatırım tutarı belirlenmesinin kampanyanın fon toplamasını güçleştirdiği sonucuna varmışlardır (2016, s. 11). Aynı çalışmada yatırımcı sayısının artırılması konusunda etkili faktörlerin ise hedef fon tutarının yüksek belirlenmiş olması, kampanya süresinin kısa tutulması, girişimin finansal durumuna ilişkin olarak kampanya sırasında bilgi sunulması ve kampanya konusu ürün ya da hizmetin yatırımcılar tarafından anlaşılabilir olması olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Lukkarinen ve diğerlerine göre paya dayalı modelde yatırımcılar daha yüksek hedef fon tutarlı kampanyalara daha fazla ilgi göstermekte olup, bu nedenle hedef tutar arttıkça yatırımcı sayısı da artmaktadır ancak hedef fon tutarının yüksekliği ile toplanan fonların miktarı arasında benzer bir ilişki bulunmamaktadır (2016, s. 10). Diğer taraftan minimum yatırım tutarı belirlenmesi sadece fon toplama başarısını değil aynı zamanda yatırımcı sayısını da olumsuz etkilemektedir (Lukkarinen ve diğerleri, 2016, s. 10). Şu kadar ki minimum yatırım tutarı birçok yatırımcının yatırım yapabileceği tutarın üzerinde olabilmekte veya yatırımcılar likidite ihtiyaçları ve yüksek tutarda para kaybetme riski almak

istememeleri nedeniyle yatırım yapmaktan kaçınabilmektedir (Lukkarinen ve diğeri, 2016, s. 10). Ek olarak araştırmacılar şirket değerlemesinin kampanya başarısı üzerinde bir etkisi olduğuna dair bir kanıt bulamamışlardır (Lukkarinen ve diğeri, 2016, s. 10).

Ralcheva ve Roosenboom KF’de bilgi asimetrisi problemine çare olarak Sinyal Teorisi kapsamında yapılan çalışmalarda ortaya konulduğu gibi sinyallerin önemli olduğunu kabul etmişler ancak bir adım daha ileri giderek sertifikasyonun bu anlamda daha önemli olduğunu iddia etmişlerdir (2016, s. 5). Çalışmalarında üçüncü kişilerin yeni girişime çeşitli şekillerde verdiği onayların girişimci ve yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisinin azaltılması ve kampanya başarısının arttırılması üzerindeki etkisini incelemek için Booth ve Smith’in (1986), Sertifikasyon Teorisi’ni (Certification Theory) paya dayalı KF’ye uygulamışlardır. Ralcheva ve Roosenboom Sertifikasyon Teorisi’nin Sinyal Teorisi’nden farkını “Sinyal Teorisi’nde bilgi asimetrisinin azaltılması için kaliteye ilişkin bilginin gözlemlenebilir özellikler yoluyla aktarılmasına odaklanılmışken Sertifikasyon Teorisi’nde kaliteyi onaylayan güvenilir 3. kişilerin kullanımının bilgi asimetrisini azaltmada önemli olduğu savunulmaktadır” şeklinde açıklamaktadırlar (2016, s. 3). Ralcheva ve Roosenboom’a göre daha önceki araştırmalarda girişimci tarafından gönderilen kalite sinyallerinin bilgi asimetrisini azaltacağı tespitleri sıklıkla yer alıyor olsa da bu tür sinyaller bilgi asimetrisi problemini her zaman sertifikasyon kadar çözemeyecek olup, kamuyu aydınlatma konusundaki düzenleme ve yaptırımların yeterli olmadığı ve girişimcilerin yanlış ya da yanıltıcı bilgi vermekten dolayı herhangi bir maliyete katlanmadığı bir ortam söz konusu olduğunda girişimcilerin gönderdiği kalite sinyalleri boş laf olarak algılanmaktan öteye gidememektedir (2016, s. 3).

Ralcheva ve Roosenboom, yeni girişimin kalitesinin risk sermayesi yatırımcıları ya da melek yatırımcılar gibi profesyonel yatırımcılar veya köklü stratejik ortaklar tarafında ya da hibeler veya prestijli ödülleri vasıtasıyla sertifikasyonunun kampanya başarısı üzerindeki etkisini araştırmışlardır (2016, s. 7). Crowdcube Platformu’nda Ocak 2012 ve Mart 2015 arasında yürütölen 541 kampanyaya ilişkin veriler üzerinden yapılan analizlerinde sertifikasyonun iddia ettikleri şekilde bilgi asimetrisini azaltmada önemli bir rolü olduğunu destekleyen sonuçlara ulaşmışlardır. Ralcheva ve Roosenboom’a göre yatırımcılar yatırım kararlarını verirken bu tür sertifikasyonlara büyük önem vermektedirler ve böylelikle bahse konu 3. kişilerin yaptırdıkları yatırım öncesi incelemelerin (due diligence) sonuçlarından da dolaylı olarak yararlanmış olmaktadır. Yatırımcıların bu güvenilir üçüncü şahışlar

tarafından iletilen bilgileri olumlu bir şekilde algılıyor olması da doğal olarak kampanya başarısı olasılığı artırmaktadır. Rakamlarla ifade etmek gerekirse analiz sonuçlarına göre başarı olasılığı yeni girişimin risk sermayesi yatırımcıları ya da melek yatırımcılarca desteklenmesi halinde %18, hibe alması halinde %27, prestijli ödüller kazanmış olması halinde ise %43 oranında artmaktadır. Bu sonuçlara göre girişimcilerin bu tür sertifikasyonları sağlayarak KF’de başarı şanslarını önemli ölçüde artırmaları mümkün görünmektedir hatta kalabalıkların bilgeliği (wisdom of the crowd) denen şey belki de bireylerin kişisel değerlendirmeleri sonucu değil büyük ölçüde sertifikasyon etkisi ile ortaya çıkmaktadır (Ralcheva ve Roosenboom, 2016, s. 3).

Paya dayalı modelde Sosyal Sermayenin önemi nadiren incelenmiş olup, Vismara’nın çalışması da (2016) Ahlers ve diğerlerinin gibi (2015) bu konudaki az sayıdaki çalışmadan birisidir. Bununla birlikte Vismara’nın çalışması (2016), Ahlers ve diğerlerinin çalışmasından farklı bir Sosyal Sermaye Ölçütü olarak girişimcinin sosyal ağlarının büyüklüğünü kullanmıştır. Vismara çalışmasında Şirket’in üst yönetim kadrosunun karakteristikleri (eğitim vb.) ve kurucular için gelecekte halka arz ya da satış yoluyla bir çıkış imkânı aranıyor olması gibi başarı faktörlerini sabit tutarak girişimcilerin sosyal sermayelerini ve yeni girişimin paylarını ne ölçüde kendilerinde tutuyor olduklarını inceleme konusu yaptığını ifade etmiştir (2016, s. 583). Analizinde 2011 - 2014 yılları arasında BK’da paya dayalı modelde faaliyet gösteren KF platformları olan Seedrs and Crowdcube platformlarında yürütülen 271 kampanyanın verilerini kullanmış ve kendi ifadesi ile “Paya dayalı modelde o güne kadar yapılmış en büyük ampirik çalışmayı” gerçekleştirmiştir (2016, s. 580). Geleneksel olarak girişimciler yatırımcılara oranla projeleri hakkında daha fazla bilgi sahibi olduklarından yatırımcılar girişimin kalitesi ve değerliliği hakkında bir fikir edinebilmek için girişimcilerin elinde tutmak ve halka satmak istediği pay oranlarına bakmaktadırlar çünkü girişimciler girişimlerinin potansiyeli hakkında iyimser olduklarında mümkün olduğunca az bir oranda paylarını satmak istemektedirler (Vismara, 2016, s. 583). Vismara bu kapsamda girişimcinin girişiminin daha küçük bir payını halka satmasının ve payları daha ziyade kendisinde tutmasının, KF’de de projesine olan güveninin göstergesi olarak algılanacağı ve aynı geleneksel finans alanında olduğu gibi kalite sinyali olarak kampanya başarısını artıracığı sonucuna ulaşmıştır (2016, s. 583 ve 588). Vismara söz konusu çalışmasında ayrıca girişimcilerin LinkedIn bağlantılarının sayısı ile ölçülen sosyal sermayelerinin, yürüttükleri kampanyalar konusundaki farkındalığı artırarak girişimle ilgili belirsizlik seviyesini düşüreceği ve daha fazla fon çekeceğine dair ampirik kanıtlar

sağlamış ve Sosyal Ağ Teorisi'nin paya dayalı KF bağlamında girişimciliğin finansmanında da geçerli olduğu tespitinde bulunmuştur (2016, s. 588). Bu sonuç aynı zamanda ödüle dayalı modelde dışsal sosyal sermaye ile ilgili ulaşılan tespitlerle de uyumludur (örneğin: Agrawal ve diğerleri 2011; Davies ve Giovannetti, 2018; Kromidha ve Robson, 2016; Kuppuswamy ve Bayus, 2015; Mollick, 2014; Zheng ve diğerleri, 2014).

Vismara'nın (2016) ilave tespitleri ise paya dayalı KF'de yatırımcılara diğer yan ödüller sunulmasının kampanya başarısına olumlu yönde bir katkısı olmadığı şeklinde olup, bu sonuç Cholakova ve Clarysse'nin (2015) tespitleri ile uyumlu iken ödüle dayalı modelde ödül seçiminin önemini ispatlayan Thürridl and Kamleitner'in (2016) tespitlerinden farklıdır. Dolayısıyla kampanya kapsamında sunulan ödüllerin kampanya başarısına etkisi konusunda paya dayalı modelin ödüle dayalı modelden bu noktada ayrıldığını söylemek yanlış olmayacaktır. Yine ek olarak Vismara girişimcinin 5 yıl sonrası için bir çıkış stratejisi öngördüğü projelerin aynı düzeyde fonlanmakla birlikte daha az sayıda yatırımcısının bulunduğu ve kadın girişimcilerin aynı katılımcılardan erkek girişimcilere oranla daha düşük tutarlarda fon toplayabildiği tespitlerinde bulunmuştur.

Vulkan ve diğerleri 2012 - 2015 döneminde BK'da paya dayalı KF platformu SEEDRS'de yürütülen kampanyaları analiz etmişlerdir (2016). Araştırmacılar Mollick'in ödüle dayalı modelde 2014 yılındaki çalışmalarına benzer şekilde paya dayalı modelde başarı faktörlerini bulmaya çalışmışlardır. Çalışmalarının sonucunda inceledikleri 636 kampanyanın %33,9'unun başarılı olduğu (2016, s. 39), vekampanyaların bireysel hedefleri 2.500 - 1.000.000 Sterlin arasında değişmekle birlikte ortalama kampanya hedefinin 138.228 Sterlin olarak gerçekleştiği (2016, s. 40) istatistiklerini paylaşmışlardır. Başarı faktörleri konusuna ilişkin olarak ise kampanya sırasında toplanan fonların toplam tutarı arttıkça yatırımcıların da sürü davranışı etkisi ile (herding) kampanyayı destekleme eğiliminin arttığını (2016, s. 45) hedef fon tutarı artırıldıkça ise başarı şansının düştüğünü (2016, s. 47) tespit etmişlerdir. Vulkan ve diğerleri çalışmaları kapsamında iki model arasındaki bir dizi farklılığı da ortaya koymuşlardır (Vulkan ve diğerleri, 2016, s. 38). Örneğin paya dayalı modelde ortalama kampanya hedefi ödüle dayalı modeldeki ortalama kampanya hedefinin oldukça üzerindedir (2016, s. 40). Ayrıca paya dayalı modelde yatırımcıların gelecekte finansal getiri elde etme beklentileri vardır ve girişimin yatırım öncesi değerinin belirlenmesi de önem arz etmektedir (Vulkan ve diğerleri, 2016, s. 38). Araştırmacılar ayrıca coğrafi

mesafelerin KF’de yatırımcı ilgisi açısından herhangi bir önemi olmadığını göstermişlerdir (2016, s. 38).

Mamonov ve diğerleri ABD’de paya dayalı modelde faaliyet göstermekte olan 17 önde gelen platformdan sağladıkları verilerle JOBS Yasası II. Başlık kapsamındaki KF’nin dinamiklerini ve başarılı olan girişimlerin özelliklerini araştırmışlardır (2017). Araştırmacılar bu kapsamda Eylül 2013’den Mayıs 2016’ya kadar olan dönemde yürütülen 6.439 kampanyayı incelemişlerdir (2017, s. 240). Mamonov ve diğerleri bu yöntemle anılan dönemde nitelikli yatırımcılardan 1,49 milyar ABD doları fon toplanmış olduğunu (2017, s. 254), II. Başlık kapsamına giren projelerin çoğunun gayrimenkul projeleri olduğunu ve bunların da ancak %50’si civarında kısmının kampanyalarının hedefine ulaşabildiğini yani başarılı olabildiğini paylaşmışlardır (2017, s. 240). Araştırmacılar bu alanın oldukça hızlı büyüyen bir finansman alanı olmasına rağmen paya dayalı modelde henüz çok az sayıda yayımlanmış çalışma bulunduğunu yapılan çalışmaların çoğunun da ABD dışında gerçekleştirilmiş olduğunu aktarmışlardır. Mamonov ve diğerleri çalışmalarının sonucunda KF kampanya süreçlerinin standardize edilmesinin ve KF Platformu tarafından potansiyel yatırımcılara yatırım öncesi inceleme (due diligence) hizmeti sunulmasının girişimci ve yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisini etkili bir şekilde düşürebildiği ve JOBS Yasası II. Başlık kapsamındaki KF kampanyalarının başarıya ulaşmasını sağlayabildiği tespitlerine ulaşmışlardır (2017, s. 254).

Block ve diğerleri (2018a) girişimci tarafından kampanya sayfasına yüklenen bilgi güncellemelerinin paya dayalı KF’de yatırımcıların yatırım kararlarını ne şekilde etkilediğini incelemişlerdir. Araştırmacılar örnek ülke olarak Almanya’yı seçmiş ve Seedmatch ve Companisto platformlarında 2012 - 2015 döneminde yürütülen 71 kampanyayı analiz etmişlerdir. Girişimle ilgili yeni gelişmelere ilişkin güncellemelerin yüklendikten sonraki birkaç gün içinde kampanyaya yapılan hem yatırım sayısını hem de yatırım miktarını arttırdığını tespit etmişler bununla birlikte aynı zamanda bu tür güncellemelerin sayıları arttıkça yatırımcılar tarafından boş laf olarak algılanmaya başladıklarını ve etkilerinin de azaldığını göstermişlerdir. Bu sonuçlar Block ve diğerlerini kampanyalar sırasında çok sayıda değil optimal sayıda güncelleme sağlamanın kalite sinyali görevi gördüğü saptamasına götürmüştür (2018a, s. 4,16).

Hornuf ve Schwienbacher (2018) yatırımcıların yatırım kararlarını nelerin belirlediğini anlamak için Companisto, United Equity, Seedmatch ve Innvestment olmak üzere Almanya'da paya dayalı modelde faaliyet gösteren dört KF portalından derledikleri 2011-2014 yılları arasında yürütülen 89 kampanyanın verilerini analiz etmişlerdir. Analizleri sonucunda kampanyaya ilave yatırımları çeken faktörlerin yani kalite sinyallerinin kampanyaya diğer yatırımcılar tarafından yapılan büyük tutarlarda yatırımlar ile olumlu mesajlar içeren yatırımcı yorumları ve girişimci tarafından yapılan bilgi güncellemeleri olduğunu tespit etmişlerdir (2018, s. 572). Araştırmacılar büyük tutarlı yatırımların sinyal etkisi gösterdiği yönündeki tespitlerini pek çok düzenleyici kuruluşun yatırım riskini düşürmek için tek bir yatırımcı tarafından yapılacak yatırımı genel olarak sınırlama eğiliminde olması nedeniyle önemli bulmaktadır (2018, s. 572).

Mamonov ve Malaga daha sonra 2018 yılında yaptıkları çalışmalarında ABD’de JOBS Yasası III. Başlık kapsamındaki, yani nitelikli yatırımcı sınıfında olmayan küçük yatırımcıların da katılabildiği, paya dayalı KF’de piyasa riski, operasyon riski ve temsilcilik risklerinin kampanya başarısı üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Bu amaçla bu türde kurulmuş 16 paya dayalı KF platformunda Mayıs 2016 - Şubat 2017 döneminde yürütülen ve toplam 11 milyon ABD doları fon toplanan 133 kampanyayı incelemişler ve her üç risk türünün de kampanya başarısını etkileyebileceğini tespit etmişlerdir (Mamonov ve Malaga, 2018, s. 66). Araştırmacılar piyasa risklerine odaklandıklarında yeni girişimin gelişmişlik düzeyinin KF kampanyasının başarısını etkilediğini, öyleki “Fikir” aşamasındaki hiçbir girişimin kampanya hedef tutarına ulaşmada başarılı olamadığını Beta/Prototip aşamasındaki girişimlerin başarı oranının da (%43,1) ürün geliştirmeyi tamamlayan girişimlerden (%65,1) daha düşük olduğunu tespit etmişlerdir. Mamonov ve Malaga ayrıca inceledikleri kampanyalarda kurumsal müşterileri olan girişimlerin %70,3’ünün başarı sağladığını buna karşılık müşterisi olmayan girişimlerin ise yalnızca % 44,2’sinin başarılı olabildiğini gözlemlemiş ve de buradan hareketle girişimin kurumsal müşterileri olmasının kampanya başarısı üzerinde olumlu yönde etkisi olduğu saptamasında bulunmuşlardır (2018, s. 69). Patentlerin kampanya başarısına etkisine ilişkin olarak ise istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç bulamamışlardır (Mamonov ve Malaga, 2018, s. 69).

Mamonov ve Malaga, operasyon risklerine ilişkin olarak ise tek girişimci önderliğindeki girişimlerin ancak %47,1’i kampanya başarısı elde ederken daha çok sayıda girişimcinin biraraya geldiği ekiplerin yürüttüğü kampanyaların %69’unun hedef fon

tutarına ulaştığını ve girişimci sayısı arttıkça kampanyanın başarılı olma ihtimalinin arttığını öte yandan girişimcinin ilgili endüstrideki geçmiş deneyiminin veya seri girişimcilik tecrübesinin paya dayalı KF'nin başarısı üzerinde herhangi bir etkisi olmadığını tespit etmişlerdir (2018, s. 69). Araştırmacılar daha sonra profesyonel yatırımcı katılımının, erken-aşama girişimlerde yaygın olarak bulunan acente risklerinin azaltılmasındaki etkilerini incelemiş ve inceledikleri kampanyalarda hiçbir profesyonel yatırımcı desteği almamış olan girişimlerin yalnızca %42,6'sı başarılı olabilmişken bu oranın tanımış melek yatırımcılardan fon sağlamış girişimlerde % 80,8'e ve risk sermayesi destekli girişimlerde %91,7'ye yükselmiş olduğunu tespit etmişlerdir (Mamonov ve Malaga, 2018, s. 69).

4.3. Sinyal Etkisi Taşıyıp Taşımadığına Göre Başarı Faktörleri

KF'de yatırımcıların/katılımcıların fon sağlamaları için itici güç görevi gören ve kampanyayı başarıya ulaştıran faktörlerin yeni girişimin değerliliğini gösteren kalite sinyalleri ve girişimcilerin gerekli fonları çekebilecek diğer güçlü yönleri veya koşulları gibi diğer başarı faktörleri olabileceği tespitinde bulunulmuştu. Diğer faktörler yeni girişimin değeri hakkında katılımcıya/yatırımcıya kendisi doğrudan bir bilgi sağlamamakla birlikte bu tür bilgilerin iletilebilmesi ve gerekli fonların çekilebilmesi açısından önemli durum ve koşullar olabilmektedir. Örneğin kurucunun sosyal ağlarının büyüklüğü kalite sinyallerinin katılımcılara iletilebilmesini kolaylaştırarak başarı şansını artırmaktadır (Mollick, 2014). Bi ve diğerleri, (2017) kampanyanın aldığı beğeni sayısı ve İnternet üzerinde hakkında yapılan değerlendirme sayısını kalite sinyali olarak değil ama projenin tanıtımı açısından önemli başarı faktörleri olarak tespit etmiştir. Yine paya dayalı modelde girişimcinin sosyal bağlantılarının fazlalığı kampanyanın popülerliğini artırarak bilgi asimetrisini azaltmada yardımcı olabilmektedir (Vismara, 2016). Bu kapsamda literatürde çeşitli çalışmalarda belirlenen başarı faktörleri kalite sinyalleri ve diğer başarı faktörleri şeklinde gruplandırılmış ve aşağıdaki alt bölümlerde ödüle dayalı ve paya dayalı model için ayrı ayrı verilmiştir.

4.3.1. Ödüle dayalı modelde kalite sinyalleri ve diğer başarı faktörleri

Ödüle dayalı modelde yapılan çeşitli çalışmalarda sinyal etkisi taşıması nedeni ile KF'de kampanya başarısını olumlu yönde etkilediği tespit edilen faktörler ve bu çalışmalarda kalite sinyali şeklinde değerlendirilmiş olmamakla birlikte kampanya başarısını

artırdığı tespit edilmiş ya da Sinyal Teorisi dışında teoriler ile açıklanmış olan diğer faktörler aşağıda Tablo 17’de verilmektedir.

Tablo 17. Ödüle Dayalı Modelde Kalite Sinyalleri ve Diğer Başarı Faktörleri

Kaynakça	Kalite Sinyalleri	Diğer Başarı Faktörleri
Mollick, 2013 Mollick ve Robb, 2016	<ul style="list-style-type: none"> • Kurucunun geçmişteki girişimcilik başarısı • Kampanya sürecine iyi hazırlanılmış olması • Yeni girişime üçüncü şahısların destek veriyor olması 	
Mollick, 2014	<ul style="list-style-type: none"> • Kampanya sürecine iyi hazırlanılmış olması (videolar) • Yapılan bilgi güncellemelerinin sıklığı • Gramer hatalarının düşüklüğü 	<ul style="list-style-type: none"> • Kurucunun sosyal ağlarının büyüklüğü • Kampanyanın platform anasayfasında öne çıkarılmış olması
Zheng ve diğerleri, 2014		<ul style="list-style-type: none"> • Kurucunun sosyal ağ bağlantıları • Girişimcilerin birbirlerini fonlama gereklilikleri (Kurucunun geçmişte desteklediği kampanyalar) • Kampanyanın kurucu ve katılımcılar için ortak anlamı (kampanya sayfasında yer alan tanımının düz metin olarak uzunluğu)
Colombo ve diğerleri, 2015		<ul style="list-style-type: none"> • İçsel Sosyal Sermaye
Cordova ve diğerleri, 2015	<ul style="list-style-type: none"> • Düşük kampanya hedef tutarı • Uzun kampanya süresi • Günlük yatırım tutarında artış oluyor olması 	
Devaraj ve Patel, 2016	<ul style="list-style-type: none"> • Yüksek kampanya hedef tutarı • Kısa kampanya süresi 	
Kromidha ve Robson, 2016	<ul style="list-style-type: none"> • Kampanya sayfasındaki karşılıklı soru ve cevapların sayısı 	<ul style="list-style-type: none"> • Kurucunun sosyal ağlarının büyüklüğü • Katılımcılarının proje hakkında kendi sosyal ağlarındaki paylaşımlarının sayısı
Thürriid ve Kamleitner, 2016		<ul style="list-style-type: none"> • Kurucunun stratejik bir yaklaşımla belirlediği ödüller
Allison ve diğerleri, 2017		<ul style="list-style-type: none"> • Kurucunun eğitim düzeyi • Kurucunun geçmiş tecrübesi
Bi ve diğerleri, 2017	<ul style="list-style-type: none"> • Kampanya sayfasının tanıtım kısmındaki kelime sayısı • Kampanya sayfasındaki video sayısı 	<ul style="list-style-type: none"> • Kampanyanın aldığı beğeni sayısı • İnternet üzerinde kampanya hakkında yapılan değerlendirme sayısı
Courtney ve diğerleri, 2017	<ul style="list-style-type: none"> • Patentler • Medya kullanımı 	<ul style="list-style-type: none"> • Üçüncü şahısların onayı

	<ul style="list-style-type: none"> • Kurucunun eğitim düzeyi • Kurucunun geçmiş KF tecrübesi, • Tepe yönetim kadrosunun karakteristikleri 	
Greenberg ve Mollick, 2017		<ul style="list-style-type: none"> • Kurucunun kadın olması
Kaur ve Gera, 2017		<ul style="list-style-type: none"> • Twitter mesajlarının sayısı • Farklı sosyal ağlara bağlı olunarak girişimci ve katılımcılar arasındaki sosyalleşmenin artması • Sunulan ödül ve ödül seviyelerinin sayısı
Kunz ve diğerleri, 2017	<ul style="list-style-type: none"> • Kurucunun Facebook arkadaşlarının çokluğu • Kampanya sürecine iyi hazırlanılmış olması (Tanıtım metninin uzunluğu) • Cevaplanan katılımcı sorularının sayısının yüksekliği • Kampanyanın sosyal medyada bahsedilme sayısının yüksek olması • Sunulan ödül seviyesinin fazla olması • Bilgi güncellemelerinin sayısının yüksek olması • Kurucunun geçmişte desteklediği diğer kampanyaların sayısının yüksek olması • Fotoğraf ve videoların çokluğu • Kampanyanın platform anasayfasında öne çıkarılmış olması 	
Kuppuswamy ve Bayus, 2017		<ul style="list-style-type: none"> • Toplanan fonların miktarının kampanya hedefine yaklaşması
Petitjean, 2017	<ul style="list-style-type: none"> • Kampanya sayfasında video bulunması • Hedef fon tutarının yüksek bir oranının kampanyanın başladığı ilk hafta içinde toplanmış olması • Katılımcı soru ve yorumlarının sayısının fazla olması 	
Skirnevskiy ve diğerleri, 2017		<ul style="list-style-type: none"> • Platform içi oluşturulan sosyal sermaye
Davies ve Giovannetti, 2018	<ul style="list-style-type: none"> • Kurucunun daha önce yürüttüğü kampanyaların sayısı ile ölçülen geçmiş tecrübesi • Kurucunun kampanya sayfasında ilan edilen Facebook arkadaş sayısı ile ölçtükları Dışsal Sosyal Sermaye bilgileri 	
Wang ve diğerleri, 2018		<ul style="list-style-type: none"> • Girişimci ve katılımcılar arasındaki iletişim düzeyinin artması

4.3.2. Paya dayalı modelde kalite sinyalleri ve diğer başarı faktörleri

Paya dayalı modelde yapılan çeşitli çalışmalarda sinyal etkisi taşıması nedeni ile KF’de kampanya başarısını olumlu yönde etkilediği tespit edilen faktörler ve bu çalışmalarda kalite sinyali şeklinde değerlendirilmiş olmamakla birlikte kampanya başarısını artırdığı tespit edilmiş ya da Sinyal Teorisi dışında teoriler ile açıklanmış olan diğer faktörler Tablo 18’de verilmektedir.

Tablo 18. Paya Dayalı Modelde Kalite Sinyalleri ve Diğer Başarı Faktörleri

Kaynakça	Kalite Sinyalleri	Diğer Başarı Faktörleri
Ahlers ve diğerleri, 2015	<ul style="list-style-type: none">• Girişimcinin kendi paylarını tutması• Yatırımcılara kapsamlı bilgi sunulması	
Lukkarinen ve diğerleri, 2016		<ul style="list-style-type: none">• Kampanyanın ilk günlerinde girişimcinin özel ve sosyal medya bağlantılarından toplanan fon tutarı• Kampanyaya katılım için minimum yatırım tutarı belirlenmemesi• Yüksek hedef fon tutarı• Kısa kampanya süresi• Girişimin finansal durumuna ilişkin daha fazla bilgi
Ralcheva ve Roosenboom, 2016		<ul style="list-style-type: none">• Yeni girişimin kalitesinin profesyonel yatırımcılar, hibe, ödül vb. yoluyla sertifikasyonu
Vismara, 2016	<ul style="list-style-type: none">• Girişimcinin çoğunluk payı tutarken daha küçük bir payı halka satması	<ul style="list-style-type: none">• Kurucunun Sosyal Sermayesi
Vulkan ve diğerleri, 2016		<ul style="list-style-type: none">• Kampanya sırasında toplanan fonların artması (sürü davranışı etkisi)• Düşük hedef fon tutarı
Mamonov ve diğerleri, 2017		<ul style="list-style-type: none">• Kampanya sürecinin standardizasyonu• Platformlarca sunulan yatırım öncesi inceleme (due diligence) hizmetleri
Block ve diğerleri, 2018a	<ul style="list-style-type: none">• Girişimcinin kampanya sayfasındaki optimal sayıdaki bilgi güncellemeleri	
Hornuf ve Schwienbacher 2018	<ul style="list-style-type: none">• Büyük tutarlarda diğer yatırımlar• Girişimci tarafından yapılan bilgi güncellemelerinin sayısı• Yatırımcı yorumlarının sayısı	
Mamonov ve Malaga, 2018		<ul style="list-style-type: none">• 2 üzeri üyeli girişimci takımları• Büyük kurumsal müşteriler• Büyük yatırımcılardan hâlihazırda finansman sağlanmış olması• Yeni girişimin ürün ya da hizmet geliştirme aşamasına geçmiş olması

4.4. Kaynağına Göre Kampanya Başarı Faktörleri

Tez'in 4.2. bölümünde ödüle ve paya dayalı modellerde başarı faktörleri konusundaki literatür model bazında ayrı alt bölümlerde ve detaylı olarak incelenmişti. Bu bölümde ise anılan çalışmalarda tespit edilen başarı faktörleri kaynağına göre sınıflandırılmıştır. Öte yandan beşinci bölümde verilen araştırma konusu, paya dayalı modelde platformların kampanya sayfalarında yatırımcılara sunulan bilgilerden hangilerinin kampanya başarısını olumlu yönde etkilediğinin tespit edilmesi olarak belirlendiğinden bununla uyumlu olarak bu bölümde başarı faktörleri yalnızca kampanya sayfalarında paylaşılan bilgiler ile sınırlı tutulmuştur.

KF literatürüne bakıldığında platform kampanya sayfalarında sunulan bazı bilgilerin kampanya başarısı üzerindeki etkilerinin pek çok çalışmada incelenmiş olduğu, buna karşılık bazı bilgilerin ise kampanya başarısını etkileyip etkilemediklerinin henüz araştırılmamış olduğu görülmüştür. Bu kapsamda ilk aşamada kampanya sayfasında paylaşılan bilgilerden kampanya başarısını etkileyebilecek olan tümünün ortaya konabilmesi için daha önceki çalışmalarda incelenmiş olan bilgiler ortaya konulmuş daha sonra bunlara ek olarak kampanya sürecinin tüm aşamaları ve tarafları dikkate alınarak kampanya başarısı üzerinde etkili olması olası ve araştırılmaya değer olduğu düşünülen diğer bütün paylaşılan bilgiler belirlenmiştir. Böylelikle bir kampanya başarısını etkileyebilecek bilgiler listesi oluşturulmuştur.

Daha sonra Tez'in beşinci bölümünde verilen araştırma modelinde veri kaynağı olarak kullanılan paya dayalı KF platformu Crowdcube'da kampanya sayfalarında¹⁹ paylaşılan bilgiler esas alınarak elde edilen kampanya başarısını etkileyebilecek bilgiler listesi araştırma modelinde kullanılacak verilere uyumlu olarak yeniden düzenlenmiştir. Üçüncü aşamada ise elde edilen bu yeni listedeki faktörler yeni girişime, yeni girişimin kurucusuna, KF kampanyasına ilişkin olanlar ve diğer destekleyici faktörler olmak üzere kaynağına göre dört ayrı grupta sınıflandırılmak suretiyle incelenmiştir. Bu liste ve sınıflandırmaların tamamı Tablo 19'da verilmektedir.

¹⁹ Crowdcube Platformu kampanya sayfaları veri toplama döneminde çeşitli tarihlerde ziyaret edilmiştir. <https://www.crowdcube.com/>

Tablo 19. Muhtemel Başarı Ölçütleri ve Kampanya Başarısını Etkileyebilecek Bilgiler

Muhtemel Kampanya Başarısı Ölçütleri	Kısaltması
Kampanya Süresi Sonunda Toplanan Toplam Fon Tutarı	TTFT
Gerçekleşen Fonlama Yüzdesi	GFY
Kampanyaya Yatırım Yapan Toplam Yatırımcı Sayısı	TYS
Kampanyanın Aldığı Kişi Başına Düşen Fon Tutarı	KBFT
Yeni Girişime İlişkin Bilgiler	Kısaltması
Ticari Yaşı	TY
Üretim mi Hizmet Sektöründe mi Olduğu (Ürün -1, Hizmet -0)	ÜH
Yatırım Öncesi Şirket Değeri £	YÖŞD
Kurucularına ve Yöneticilerine Borcunun Mevcudiyeti (0/1)	KYBM
Sahip Olduğu Toplam Patent ve Ödül sayısı	TÖPS
Geçmişte KF Kampanyası Tecrübesinin Mevcudiyeti (0/1)	GKFTM
Planlanan Bir Çıkış Stratejisinin Mevcudiyeti (0/1)	PÇSM
Facebook Takipçi Sayısı (veri toplama tarihi itibarıyla)	FTS
Twitter Takipçi Sayısı (veri toplama tarihi itibarıyla)	TTS
Yeni Girişimin Kurucusuna İlişkin Faktörler	Kısaltması
Toplam Kurucu Sayısı	TKS
Kurucular Arasında En Az 1 Bayan Kurucunun Mevcudiyeti (0/1)	BKM
Kuruculardan En Az Birinin Facebook Hesabı Mevcudiyeti (0/1)	FHM
KF Kampanyasına İlişkin Bilgiler	Kısaltması
Kampanya ile Toplanmak İstenen Hedef Fon Tutarı	HFT
Kampanya ile Halka Satışa Sunulan Pay Oranı (Temsilen gerçekleşen pay satış oranı kullanılmıştır)	SPO
Adi Paylara Minimum Yatırım Tutarı	APMYT
Yatırım (Investment) Paylarına Minimum Yatırım Tutarı	YPMYT
Kampanyada Kullanılan Video Sayısı	KVS
Kampanya Videolarının Toplam Süresi	VTS
Kampanya Sayfasında Yapılan Bilgi Güncellemelerinin Sayısı (updates)	BGS
Kampanya Yatırımcılarına Sunulan Ödül Sayısı	SÖS
Kampanya Sayfasında Sunulan İlave Bilgilendirme Dokümanı Sayısı	İBDS
Diğer Destekleyici Faktörlere İlişkin Bilgiler	Kısaltması
Bağışlar veya Büyük Yatırımcıların Mevcudiyeti (0/1)	BBYM
Kampanya Sırasında Alınan En Yüksek Yatırım Tutarı	EYYT
Kampanya Sırasında Alınan En Yüksek Yatırım Tutarının Hedef Fon Tutarına Oranı(%)	EYYTY
Kampanya Sırasında Alınan Yatırımcı Yorum ve Sorularının Sayısı (comments/discussions)	YYSS
Platformun Kampanya Sayfası Takipçi Sayısı	KSTS

Bu tür bir sınıflandırma yapılmasının nedeni bu kaynaklardan herhangi birinin kampanya başarısındaki rolünün daha fazla olup olmadığının anlaşılmasıdır. Böyle bir bilginin kurucuların düzenleyecekleri KF kampanyalarının başarılı olup olmayacağını önceden değerlendirebilmeleri ve başlatacakları kampanyaları da başarıya ulaştırabilecek şekilde tasarlayabilmeleri açısından önemli olacağı düşünülmektedir.

Tez'in beşinci bölümünde araştırma yöntemi olarak açıklanan YEM'de sınırlı sayıda değişken kullanabilen temel istatistiksel yöntemlerden farklı olarak çok sayıda değişken içeren karmaşık olaylar incelenebilmekte (Schumacker ve Lomax, 2010, s. 7) olduğundan bütüne ilişkin bir değerlendirme yapılması mümkün olabilmektedir. Literatürdeki geçmiş çalışmalar ise genellikle olası tüm faktörleri incelemede yetersiz olduğundan böyle bir bütüncül bir yaklaşım sergileyememiştir. Bu nedenle Tez'in beşinci bölümünde verilmekte olan değerlendirme ve tespitler ile literatüre önemli bir katkı yapıldığı düşünülmektedir.

4.4.1. Yeni girişime ilişkin faktörler

Yeni girişime ilişkin faktörler yeni girişimin kampanyada başarı şansını etkileyebileceği düşünülen özelliklerine ilişkin olarak kampanya sayfasında paylaşılan bilgilerdir. Bu kapsamda yeni girişimin yaşam döngüsünün hangi aşamasında olduğu, yatırım öncesi şirket değeri, toplam ödül ve patent sayısı, gelecekte planlanan bir çıkış stratejisinin mevcut olup olmadığı ve yeni girişim ya da kurucunun sosyal medya ağlarının büyüklüğü konusunda daha önce yapılmış çalışmalar bulunmaktadır. Bu çalışmalar aşağıdaki tabloda verilmektedir. Öte yandan yeni girişimin üretim mi yoksa hizmet sektöründe mi olduğu ve kurucu ve yöneticilerine borçlu durumda olup olmadığı konularında literatürde kayda değer bir çalışma bulunmamakla birlikte bu özelliklerin de incelenmeye değer olduğu düşünülmekte olup, bunlar da Tablo 20'ye eklenmiştir.

Tablo 20. Yeni Girişime İlişkin Faktörler

Faktör	Açıklaması	Literatür Sonuçları
TY	Kurulduğundan bu yana kaç yıl geçmiş olduğu	(1) Ürün ya da hizmet geliştirme aşamasını geçmiş girişimler fikir ya da prototip aşamasındaki erken aşama girişimlerden daha fazla fon toplayabilmektedir (Mamonov ve Malaga, 2018) (Paya dayalı model).
ÜH	Faaliyet konusunun üretim ya da hizmet sektörlerinin hangisinin alanına girdiği	Bilinen kayda değer bir çalışma bulunmamaktadır. Tez kapsamındaki ampirik araştırmaya ilişkin verilerden hizmet sektöründeki girişimlerin kampanya hedef fon tutarının daha yüksek bir oranına ulaşabildiği gözlemlenmiştir.
YÖŞD	Kampanya yatırımları öncesindeki Şirket Değerleme Tutarı	(1) Şirket değerlemesinin kampanya başarısı üzerinde bir etkisi olduğuna dair bir kanıt bulunamamıştır (Lukkarinen ve diğerleri, 2016) (Paya dayalı model).
KYBM	Kendi kurucu ve yöneticilerine borçlu olup olmadığı	Bilinen kayda değer bir çalışma bulunmamaktadır.
TÖPS	Kampanya öncesi dönemde almış olduğu ödül ve patentlerin toplam sayısı.	(1) Beklenenin aksine ödüllü şirketler kampanya hedefine daha zor ulaşabilmektedir (Ahlers ve diğerleri, 2015) (Paya dayalı model). (2) Patentlerle ölçülen entelektüel sermayenin kampanya başarısı üzerindeki etkisi ya çok azdır ya da hiç yoktur (Ahlers ve diğerleri, 2015) (Paya dayalı model). (3) Prestijli ödüller vasıtasıyla tanınan ve başarılarının sertifikasyonunu sağlayan yeni girişimler bilgi asimetrisini azaltmakta ve kampanya başarı şanslarını (analiz sonuçlarında %43 oranında gözlenmiştir) artırmaktadırlar (Ralcheva ve Roosenboom, 2016) (Paya dayalı model). (4) Yeni girişimin pazarlayacağı ürün ya da hizmet konusunda patent sahibi olmasının kampanya başarısı üzerinde artırıcı bir etkisi tespit edilememiştir (Mamonov ve Malaga, 2018) (Paya dayalı model). (5) Patentler kalite sinyali görevi görerek kampanya başarısını artırmaktadır (Courtney ve diğerleri, 2017) (Ödüle dayalı model).
PÇSM	Geleceğe yönelik satış, halka arz vb. bir çıkış stratejisi olup olmadığı	(1) Gelecekte halka arz planlandığının açıklanmış olmasının kampanya başarısı üzerinde fazla bir etkisi bulunmamaktadır (Vismara, 2016) (Paya dayalı model).
FTS	Yeni girişimin ya da girişimcinin Facebook takipçi sayısı	(1) Kurucunun sosyal ağlarının büyüklüğü (facebook arkadaş sayısı) kalite sinyallerinin katılımcılara iletilebilmesini kolaylaştırarak başarı şansını artırmaktadır (Mollick, 2014, s. 8) (Ödüle dayalı model).

		<p>(2) Yeni girişimin sosyal medya ağlarının mevcudiyeti ve kullanımı kampanya başarısı için önemlidir (Lukkarinen ve diğerleri, 2016) (Paya dayalı model).</p> <p>(3) Facebook ve Twitter gibi farklı sosyal ağlar ile bağlantıda olmak kampanya başarısını artırmaktadır (Kaur ve Gera, 2017) (Ödüle dayalı model).</p> <p>(4) Bir kampanya bağlantısını Facebook ve Twitter gibi farklı sosyal medya hesaplarında paylaşmak girişimci ve kampanya destekçileri arasındaki sosyal ilişkiyi güçlendirir ve bilgi asimetrilerini azaltır (Kaur ve Gera, 2017) (Ödüle dayalı model).</p> <p>(5) Girişimcinin kampanya sayfasında ilan edilen Dışsal Sosyal Sermayesinin (Facebook arkadaş sayısı) fazlalığı kalite sinyali olarak kampanya başarı şansını artırmaktadır (Davies ve Giovannetti, 2018) (Ödüle dayalı model).</p>
TTS	Yeni girişimin ya da girişimcinin Twitter takipçi sayısı	<p>(1) Facebook ve Twitter gibi farklı sosyal ağlar ile bağlantıda olmak kampanya başarısını artırmaktadır (Kaur ve Gera, 2017) (Ödüle dayalı model).</p> <p>(2) Bir kampanya bağlantısını Facebook ve Twitter gibi farklı sosyal medya hesaplarında paylaşmak girişimci ve kampanya destekçileri arasındaki sosyal ilişkiyi güçlendirir ve bilgi asimetrilerini azaltır (Kaur ve Gera, 2017) (Ödüle dayalı model).</p> <p>(3) Twitter mesajlarının sayısındaki artış kampanya başarısını artırmaktadır (Kaur ve Gera, 2017) (Ödüle dayalı model).</p>

4.4.2. Yeni girişimin kurucusuna ilişkin faktörler

Yeni girişimin kurucusuna ilişkin faktörler kurucunun (girişimcinin) KF kampanyasında başarı şansını etkileyebileceği düşünülen özelliklerine ilişkin olarak platformun kampanya sayfasında paylaşılan bilgilerdir.

Yeni girişimin kurucusu tek bir kişi olabileceği gibi birden çok sayıda kişiden oluşan bir kurucu ekip de söz konusu olabilmektedir. Girişimcinin ilk girişimcilik deneyimi olabildiği gibi seri girişimci olarak daha önce de KF kampanyası düzenlemiş olduğu gözlenebilmektedir. Erkek girişimciler çoğunlukta olmakla birlikte kadın girişimciler de yeni girişimler kurabilmekte ve bunlar için finansman arayışına girebilmektedirler. Kurucunun veya yeni girişimin sosyal sermayesinin mevcudiyeti de kampanya başarısını etkileyebilmektedir.

Bu kapsamda yeni girişimin kurucu ekibinin büyüklüğü, yeni girişimin ya da kurucuların geçmişte KF kampanyası düzenlemekle ilgili tecrübelerinin olup olmadığı, kurucu ya da kurucuların bayan olması gibi hususların ve kurucuların sosyal medya ile olan ilişkilerinin KF’de başarılarını nasıl etkilediği konularında daha önce yapılmış çalışmalar bulunmaktadır. Bu çalışmalar aşağıdaki Tablo 21’de verilmektedir.

Tablo 21. Yeni Girişimin Kurucusuna İlişkin Faktörler

Faktör	Açıklaması	Literatür Sonuçları
TKS	Yeni girişimin kurucularının ya da girişimci ortaklarının sayısı	(1) Tek başına girişimcilerin paya dayalı KF’de 2 veya daha fazla üyeli girişimci takımlarına nazaran başarı ihtimali daha düşüktür (Mamonov ve Malaga, 2018) (Paya dayalı model). (2) Takım ne kadar büyürse başarı ihtimali de o kadar artmaktadır (Mamonov ve Malaga, 2018) (Paya dayalı model).
GKFTM	Yeni girişimin ya da girişimcisinin geçmiş KF tecrübesi	(1) Geçmiş KF tecrübesi gibi girişimci nitelikleri bilgi asimetrisini azaltarak kampanya başarısını artırmaktadır (Courtney ve diğerleri, 2017) (Ödüle dayalı model). (2) Düzey ve motivasyonu yüksek katılımcılar üzerinde girişimcinin eğitim ve tecrübe düzeyi gibi merkezi mesajlar fon sağlama konusunda ikna etme anlamında daha etkili olup, KF başarısını olumlu yönde etkilemektedir (Allison ve diğerleri, 2017) (Ödüle dayalı model). (3) Girişimcinin kampanya sayfasında ilan edilen geçmiş KF tecrübesinin (geçmişte yürütülen kampanya sayısı) fazlalığı kalite sinyali olarak kampanya başarı şansını artırmaktadır (Davies ve Giovannetti, 2018) (Ödüle dayalı model). (4) Seri girişimcilerce geçmiş kampanyalarda platform içinde geliştirilmiş olan İçsel Sosyal Sermaye ilerleyen dönemlerde Dışsal Sosyal Sermaye unsuru olan aile üyeleri ve arkadaşların yerine geçmekte olup, kampanyanın ilk günlerinde bu grup tarafından yapılan finansal katkılar kampanya başarısını artırmaktadır (Skirnevskiy ve diğerleri, 2017) (Ödüle dayalı model).
BKM	Kurucular arasında bayan kurucunun mevcudiyeti	(1) KF’de kadınlar diğer kadınların mağdur oldukları düşüncesiyle onlara bilinçli pozitif ayrımcılık yaptıklarından (Activist Choice Homophily) kadınlar erkeklerden daha başarılıdır ve en az temsil edildikleri sektörlerde en başarılıdırlar (Greenberg ve Mollick, 2017) (Ödüle dayalı model). (2) Kadın girişimciler KF’de yatırımcıları çekmek anlamında erkeklerle aynı yetenekte olsalar bile KF’de daha az fon toplayabilmektedirler (Vismara, 2016) (Paya dayalı model). (3) Borçlanmaya Dayalı modelde kredi talebinde bulunan kadın girişimcilere yönelik olarak bankacılık sektöründeki gibi bir cinsiyet ayrımcılığı bulunmamaktadır (Barasinska ve Schäfer, 2014).
FHM	Kurucuların Facebook hesabı mevcudiyeti	(1) Girişimcinin Facebook arkadaşlarının çokluğu kampanya başarısını artıran düşük maliyetli kalite sinyallerindedir (Kunz ve diğerleri, 2017) (Ödüle dayalı model).

	<p>(2) Sosyal sermayesi (LinkedIn bağlantılarının sayısı ile ölçülmüştür) daha fazla olan girişimcilerin yürüttükleri kampanyaların başarı şansı daha yüksektir (Vismara, 2016) (Paya dayalı model).</p> <p>(3) Girişimcinin sosyal ağlarının büyüklüğü hem Çin (Weibo sayfası fanlarının sayısı) hem de ABD’nde (Facebook arkadaş sayısı) kampanya performansı üzerinde oldukça etkilidir (Zheng ve diğerleri, 2014) (Ödüle dayalı model).</p> <p>(4) Facebook ve Twitter gibi farklı sosyal ağlar ile bağlantıda olmak kampanya başarısını artırmaktadır (Kaur ve Gera, 2017) (Ödüle dayalı model).</p> <p>(5) Bir kampanya bağlantısını Facebook ve Twitter gibi farklı sosyal medya hesaplarında paylaşmak girişimci ve kampanya destekçileri arasındaki sosyal ilişkiyi güçlendirir (Kaur ve Gera, 2017) (Ödüle dayalı model).</p> <p>(6) Girişimcinin kampanya sayfasında ilan edilen Dışsal Sosyal Sermayesinin (Facebook arkadaş sayısı) fazlalığı kalite sinyali olarak kampanya başarı şansını artırmaktadır (Davies ve Giovannetti, 2018) (Ödüle dayalı model).</p> <p>(7) Girişimcinin sosyal ağlarının büyüklüğü ve arkadaş sayısının yüksekliği ile kampanya başarısı arasında bir bağlantı tespit edilememiştir (Petitjean, 2017) (Ödüle dayalı model).</p> <p>(8) Girişimcilerin kendilerini proje ile birlikte tanımlamaları boyutunda girişimcinin sosyal ağlarının büyüklüğü arttıkça kampanya başarısı artmaktadır. (Kromidha ve Robson, 2016) (Ödüle dayalı model).</p>
--	--

4.4.3. Düzenlenen kampanyaya ilişkin faktörler

Bu faktörler kampanya hedeflerine ilişkin olanlar ve kampanyaya yapılan hazırlık düzeyine ilişkin olanlar olmak üzere aşağıda iki ayrı alt bölümde incelenmiştir.

4.4.3.1. Kampanya hedeflerine ilişkin faktörler

Yeni girişimin kampanya hedeflerine ilişkin faktörler kampanya hedeflerinin KF kampanyasında başarı şansını etkileyebileceği düşünülen özelliklerine ilişkin olarak platformun kampanya sayfasında paylaşılan bilgilerdir.

Projenin niteliği ya da yeni girişimin faaliyet konusuna göre yüksek hedef tutarlı kampanyalar olabildiği gibi düşük hedef tutarlı kampanyalar da düzenlenebilmektedir. Kurucunun paya dayalı modelde satışa sunduğu pay oranı finansman ihtiyacına göre değişebildiği gibi kurucunun projesine olan inancına göre de şekillenebilmektedir. Diğer taraftan yine paya dayalı modelde kurucular yatırımcıların yatırımlarını kabul edebilmek için çeşitli pay türlerinde asgari yatırım tutarı şartı getirmektedirler.

Bu kapsamda yeni girişimin hedef fon tutarı, satışa sunulan pay oranı ve kurucunun adi paylar veya yatırım (investment) payları için belirlediği minimum yatırım tutarı bilgilerinin KF’de başarıyı nasıl etkilediği konularında daha önce yapılmış çalışmalar Tablo 22’de verilmektedir.

Tablo 22. Kampanya Hedeflerine İlişkin Faktörler

Faktör	Açıklaması	Literatür Sonuçları
HFT	Kampanya ile Toplanmak İstenen Hedef Fon Tutarı	<p>(1) Kampanya hedef fon tutarını artırmak başarı şansını düşürmektedir (Mollick, 2014) (Ödüle dayalı model).</p> <p>(2) Kampanya ile toplanmak istenen hedef fon tutarının artırılması kampanyanın başarılı olma ihtimalini düşürmektedir (Cordova ve diğerleri, 2015) (Ödüle dayalı model).</p> <p>(3) Küçük hedefli kampanyaların başarı şansı daha fazladır (Ahlers ve diğerleri, 2015) (Paya dayalı model).</p> <p>(4) Hedef tutarın yüksekliği ile toplanan fonların yüksekliği arasında belirgin bir ilişki bulunmamakla birlikte yatırımcı sayısının yüksekliği arasında aynı yönde bir ilişki bulunmaktadır. Paya dayalı modelde yatırımcılar daha yüksek tutarlı kampanyalar ile daha fazla ilgilenmektedir (Lukkarinen ve diğerleri, 2016) (Paya dayalı model).</p> <p>(5) Yüksek kampanya hedef tutarı kampanyanın başarılı olma şansını artırmaktadır (Devaraj ve Patel, 2016) (Ödüle dayalı model).</p> <p>(6) Katılımcıların sonuçları etkileyebilecekleri yönündeki inancı kampanya başarısının belirleyicisidir. Toplanan fonların miktarı kampanya hedefine yaklaştıkça projenin ilave destekçi sayısı ve başarı şansı artmakta ve kampanya hedefine ulaşıldığında ise ilave destekçi sayısında ciddi bir düşüş yaşanmaktadır (Kuppuswamy ve Bayus, 2017) (Ödüle dayalı model).</p> <p>(7) Kampanya hedefi büyüdükçe kampanya başarı şansı düşmektedir (Vulkan ve diğerleri, 2016).</p>
SPO	Kampanya ile Halka Satışa Sunulan Pay Oranı	<p>(1) Girişimcinin kendi paylarını tutması yani halka satışa sunulan pay oranının düşük olması kalite sinyali olarak belirsizlik seviyesini azaltarak kampanya başarısını artırmaktadır (Ahlers ve diğerleri, 2015) (Paya dayalı model).</p> <p>(2) Girişimcinin yeni girişimin çoğunluk payını elinde tutarken daha küçük bir payını halka satıyor olması kalite sinyali olarak görev görerek kampanya başarısını artırmaktadır (Vismara, 2016) (Paya dayalı model).</p>
APMYT	Adi Paylara Minimum Yatırım Tutarı	<p>(1) Kampanyaya katılım için minimum yatırım tutarı belirlenmemesi fon toplama başarısını olumlu yönde etkileyen en önemli faktörlerdendir. Minimum yatırım tutarının yükseldikçe yatırımcıların daha fazla para yatırma mecburiyeti nedeniyle maruz kalacakları risk artacağından yatırım iştahları da azalmaktadır (Lukkarinen ve diğerleri, 2016) (Paya dayalı model).</p>
YPMYT	Yatırım (Investment) Paylarına Minimum Yatırım Tutarı	<p>(1) Kampanyaya katılım için minimum yatırım tutarı belirlenmemesi fon toplama başarısını olumlu yönde etkileyen en önemli faktörlerdendir. Minimum yatırım tutarı yükseldikçe yatırımcıların daha fazla para yatırma mecburiyeti nedeniyle maruz kalacakları risk artacağından yatırım iştahları da azalmaktadır (Lukkarinen ve diğerleri, 2016) (Paya dayalı model).</p>

4.4.3.2. Kampanya hazırlık düzeyine ilişkin faktörler

Kampanyaya yapılan hazırlık düzeyine ilişkin faktörler kampanya hazırlıklarının KF kampanyasında başarı şansını etkileyebileceği düşünülen özelliklerine ilişkin olarak platformun kampanya sayfasında paylaşılan bilgilerdir.

KF'de kampanyanın başarılı olup olmaması ve yeni girişimin çekeceği fonların büyüklüğü konusunda girişimcinin hazırladığı kampanya oldukça önemli olabilmektedir. Kickstarter kampanyaya iyi hazırlanıldığını göstermek ve böylelikle kampanya başarısını artırmak açısından kampanya sayfasına video konulmasını tavsiye etmekte bu yolla yeni girişimle ilgili kişiler ile bunların motivasyonlarını, duygularını ve gösterdikleri çabanın büyüklüğünü paylaşmanın mümkün olduğunu ifade etmektedir (Mollick, 2013, s. 22).

Çeşitli araştırmacılar ise kampanya sayfasında paylaşılan yeni girişime ve girişimciye ilişkin bilgilendirici videoların, katılımcılara/yatırımcılara sağlayacakları fonlar karşılığında sunulan ödüllerin, girişimci tarafından kampanya öncesi ya da kampanya sırasında yeni gelişmelerle ilgili olarak kampanya sayfasında yapılan bilgilendirmelerin (updates) ve paylaşılan ilave bilgilendirme dokümanlarının kampanya başarısı üzerindeki etkilerini incelemişlerdir.

Bu kapsamda kampanyaya yapılan hazırlık düzeyine ilişkin söz konusu faktörler ve bunlara ilişkin literatür sonuçları Tablo 23'de özetlenmiştir.

Tablo 23. Kampanya Hazırlık Düzeyine İlişkin Faktörler

Faktör	Açıklaması	Literatür Sonuçları
KVS	Kampanyada Kullanılan Video Sayısı	<p>(1) Kampanya sayfasında video olması kalite sinyali olarak algılanarak kampanya başarısını artırmaktadır (Mollick, 2014) (Ödüle dayalı model).</p> <p>(2) Kampanya sayfasında kullanılan fotoğraf ve videoların çokluğu kampanya başarısını artıran yüksek maliyetli kalite sinyallerindedir (Kunz ve diğerleri, 2017) (Ödüle dayalı model).</p> <p>(3) Yeni girişimin medya kullanımı gibi çeşitli faaliyetleri girişimciler ve potansiyel destekçiler arasındaki bilgi asimetrisini azaltarak kampanyanın başarı şansını artırmaktadır (Courtney ve diğerleri 2017) (Ödüle dayalı model).</p> <p>(4) Kampanya sayfasında yer alan video sayısı kampanya başarısı üzerinde etkilidir (Bi ve diğerleri, 2017) (Ödüle dayalı model).</p> <p>(5) Katılımcılar kampanya sayfasında video bulunmasına pozitif tepki vermektedir (Petitjean, 2017) (Ödüle dayalı model).</p>
VTS	Kampanya Videolarının Toplam Süresi	Bilinen kayda değer bir çalışma bulunmamaktadır.
BGS	Kampanya Sayfasında Yapılan Bilgi Güncellemelerinin Sayısı (updates)	<p>(1) Yapılan bilgi güncellemelerinin sıklığı kalite sinyalleri olarak algılanarak kampanya başarısını artırmaktadır (Mollick, 2014) (Ödüle dayalı model).</p> <p>(2) Girişimci tarafından yapılan bilgi güncellemelerinin sayısı kalite sinyali olarak yatırımcıları yatırım yapmaya teşvik etmekte ve kampanya başarısını artırmaktadır (Hornuf ve Schwienbacher, 2018) (Paya dayalı model).</p> <p>(3) Kampanya sayfasında bilgi güncellemelerinin sayısının fazla olması kampanya başarısını artıran yüksek maliyetli kalite sinyallerindedir (Kunz ve diğerleri, 2017) (Ödüle dayalı model).</p> <p>(4) Girişimci tarafından kampanya sayfasına yüklenen bilgi güncellemeleri yüklendikten sonraki birkaç gün içinde hem kampanyaya yapılan yatırım sayısını hem de yatırım miktarını arttırmakta olup optimal sayıda güncelleme kalite sinyali görevi görmektedir (Block ve diğerleri, 2018a) (Paya dayalı model).</p> <p>(5) Girişimci bilgi güncellemelerinin kişi başı yatırım tutarının artırılmasında kalite sinyali görevi gördüğüne ilişkin bir tespiti ulaşılamamıştır (Kromidha ve Robson, 2016) (Ödüle dayalı model).</p>
SÖS	Kampanya Yatırımcılarına Sunulan Ödül Sayısı	(1) Sunulan ödül seviyesinin fazla olması kampanya başarısını artıran daha yüksek maliyetli kalite sinyalleridir (Kunz ve diğerleri, 2017) (Ödüle dayalı model).

		<p>(2) Girişimcilerin kampanyada iyi sonuçlar elde edebilmeleri için ödöl belirlenmesi süreçlerine stratejik olarak yaklaşmaları gerekir (Thürriğl ve Kamleitner, 2016) (Ödüle dayalı model).</p> <p>(3) Kampanya ödöl ve ödöl seviyesi sayısındaki artış daha fazla katılımcıyı kampanyaya çekmektedir (Kaur ve Gera, 2017) (Ödüle dayalı model).</p>
İBDS	Kampanya Sayfasında Sunulan İlave Bilgilendirme Dokümanı Sayısı	<p>(1) Yatırımcılara yatırım riskleri konusunda kapsamlı bilgi sunulması kalite sinyali olarak belirsizlik seviyesini azaltmakta ve kampanya başarısını artırmaktadır (Ahlers ve diğerleri, 2015) (Paya dayalı model).</p> <p>(2) Girişimin finansal durumuna ilişkin olarak kampanya sırasında bilgi sunulması ve kampanya konusu ürün ya da hizmetin yatırımcılar tarafından anlaşılabilir olması sağlanan fonların tutarını artırırsa da yatırımcı ilgisinin ve yatırımcı sayısının artırılması konusunda etkilidir (Lukkarinen ve diğerleri, 2016) (Paya dayalı model).</p>

4.4.4. Diğer destekleyici faktörler

Diğer Destekleyici Faktörler platformun kampanya sayfasında paylaşılan bilgilerden diğer yatırımcı/katılımcı ya da tarafların yeni girişime ilgili olduklarına veya yeni girişimi finansal olarak ya da fikir olarak desteklediklerine işaret edenlerdir.

Bu tür bilgiler yatırımcıları/katılımcıları yeni girişime fon sağlama konusunda cesaretlendirebilmektedir. Örneğin paya dayalı modelde bir kampanyada kampanya sayfasında yeni girişimin hâlihazırda diğer yatırımcılardan büyük yatırımlar almış olduğunu gören bir yatırımcı iyi bir yatırım alternatifi yakaladığını düşünebilmektedir. Gerek ödüle dayalı model olsun gerekse de paya dayalı modelde yeni girişime yakın dönemde yapılmış olan bağışlar da yine yeni girişimin desteklenmesi gerekli bir girişim olduğu fikrini uyandırabilmektedir. Kampanya sırasında da platform aracılığıyla diğer yatırımcı/katılımcılar tarafından yapılmış olan yüksek tutarlı yatırımlar/desteklemeler girişime olan ilgiyi artırabilmektedir. Öte yandan diğer mevcut ya da potansiyel yatırımcıların/katılımcıların yaptıkları yorumlar ve sordukları sorular da hem daha fazla bilgi akışına imkân vermekte hem de olumlu olması halinde yeni girişime olan desteklerini gösterebilmektedir. Son olarak yeni girişimin kampanya sayfasının takipçi sayısı da kampanyaya gösterilen ilginin derecesi hakkında bir fikir verebilmektedir.

Bu kapsamda yeni girişimin aldığı bağışlar veya büyük yatırımcılarının mevcudiyeti kampanya sırasında yapılmış olan en yüksek yatırım/destek tutarı ve bu tutarın tüm toplanan fonlar içindeki oransal büyüklüğü, yatırımcı yorum ve sorularının sayısı (comments/discussions) ve kampanya sayfası takipçi sayısı bilgilerinin KF’de başarıyı nasıl etkilediği konularında daha önce yapılmış çalışmalar Tablo 24’de verilmektedir.

Tablo 24. Diğer Destekleyici Faktörler

Faktör	Açıklaması	Literatür Sonuçları
BBYM	Kampanya öncesi dönemde yeni girişime yapılmış olan bağışlar veya	(1) Bireyler yatırım yaparken sertifikasyona önem verirler. Yeni girişimin hibe veya yatırım (risk sermayesi/melek yatırımcılar) almış olması başarısını artırmaktadır (Ralcheva ve Roosenboom, 2016) (Paya dayalı model). (2) Tanınmış melek yatırımcılardan ya da profesyonel risk sermayesi yatırımcılarından hâlihazırda finansman sağlamış girişimlerin başarı şansı artmaktadır (Mamonov ve Malaga, 2018) (Paya dayalı model). (4) Katılımcıların sonuçları etkileyebilecekleri inancı kampanya başarısını artırır. Kampanyanın ilk günlerde destekçisinin olmaması bu etkiyi doğuran durumlardandır (Kuppuswamy ve Bayus, 2017) (Ödüle dayalı model). (5) Önde gelen yatırımcıların oluşturduğu yatırımcı sendikaları yeni girişim hakkındaki yatırım öncesi incelemeleri (due diligence) yoluyla paya dayalı KF’de bilgi asimetrisi sorununu bir ölçüde azaltmakta ve kampanya başarısını artırmaktadır (Agrawal ve diğerleri, 2016). (6) Risk Sermayesi şirketleri ile yapılan işbirlikleri kampanya başarısını artırmaktadır (Courtney ve diğerleri, 2017) (Ödüle dayalı model).
EYYT	Kampanya Sırasında Alınan En Yüksek Yatırım Tutarı	(1) Yatırımcılar yatırım kararı alırken diğer yatırımcıların davranışlarından ve büyük tutarlı yatırımlarından etkilenmektedir. Bu tür yatırımlar kalite sinyali olarak yeni yatırımları teşvik etmekte ve kampanya başarısını artırmaktadır. (Hornuf ve Schwienbacher, 2018) (Paya dayalı model). (2) Önde gelen yatırımcıların oluşturduğu yatırımcı sendikaları yeni girişim hakkındaki yatırım öncesi incelemeleri (due diligence) yoluyla paya dayalı KF’de bilgi asimetrisi sorununu bir ölçüde azaltmakta ve kampanya başarısını artırmaktadır (Agrawal ve diğerleri, 2016).
EYYTY	En Yüksek Yatırım Tutarının Hedef Fon Tutarına Oranı (%)	(1) Yatırımcılar yatırım kararı alırken diğer yatırımcıların davranışlarından ve diğer büyük tutarlı yatırımlardan etkilenmektedir. Büyük tutarlarda yatırımlar kalite sinyali olarak yeni yatırımları teşvik ederek kampanya başarısını artırır (Hornuf ve Schwienbacher, 2018) (Paya dayalı model).
YYSS	Kampanya Sırasında Alınan Yatırımcı Yorum ve Sorularının Sayısı	(1) Fon sağlayanların olumlu yorumları kampanya başarısını artırmaktadır (Courtney ve diğerleri, 2017) (Ödüle dayalı model). (2) Kampanya sırasında cevaplanan katılımcı sorularının yüksekliği düşük maliyetli kalite sinyallerindedir (Kunz ve diğerleri, 2017) (Ödüle dayalı model).

		<p>(3) Girişimci ve yatırımcı arasındaki sinyal alışverişi ne kadar yoğunsa ortalama yatırım tutarı o kadar yükselmekte olup, kampanya sayfasındaki karşılıklı soru ve cevapların sayısının artması kalite sinyali olarak kampanya başarısını artırmaktadır (Kromidha ve Robson, 2016) (Ödüle dayalı model).</p> <p>(4) Kampanya başarısı bırakılan yorum sayısının artmasından pozitif yönde etkilenmektedir (Petitjean, 2017) (Ödüle dayalı model).</p> <p>(5) Yatırımcılar yatırım kararlarını diğer yatırımcıların yorumlarına dayandırır. Yorum sayısı kalite sinyali olarak yatırımcıları teşvik etmekte ve kampanya başarısını artırmaktadır. (Hornuf ve Schwienbacher, 2018) (Paya dayalı model).</p> <p>(6) Yatırımcı yorum ve sorularının sayısı, kampanyanın fon toplama başarısı ile doğru orantılıdır (Wang ve diğerleri, 2018).</p>
KSTS	Platformun Kampanya Sayfası Takipçi Sayısı	<p>(1) Platform üyeleri KF komünü içerisinde ilave bir sosyal sermaye olan İçsel Sosyal Sermayeyi oluşturmada ve kampanyaların ilk günlerinde yeni yatırımcıların ilgisinin çekilmesi açısından büyük önem arz etmektedir (Colombo ve diğerleri, 2015) (Ödüle dayalı model).</p>

BÖLÜM V. ARAŞTIRMA

KF’de katılımcı/yatırımcı ile girişimci arasında bir bilgi asimetrisi bulunmakta ve bu bilgi asimetrisi paya dayalı modelde daha da önemli hale gelmektedir. Öte yandan tüm KF modellerinde olduğu gibi paya dayalı modelde de yeni girişim hakkında girişimciliğin finansmanında geleneksel yöntemler olan risk sermayesi yatırımları ve melek yatırımcılıkta başvurulan bilgi alma yolları bulunmamaktadır. Buna ilaveten paya dayalı KF’de yatırımcı risk sermayesi yatırımcıları ve melek yatırımcılara kıyasla çok daha küçük bir yatırımcı türü olduğundan, girişimci hakkında tek başına bilgi sağlamaya çalışması hem maliyetli hem de zaman alıcı olmakta o nedenle de bu tür bir yola başvurması onun için rasyonel olmamaktadır. Bu durumun doğal sonucu olarak yatırımcılar yatırım kararlarını KF platformunca ilgili fon toplama kampanyasına tahsis edilen web sayfasında kendilerine sunulan bilgilere dayanarak almaktadırlar. Hangi bilgilerin yatırımcıların kararlarını ne şekilde etkilediğinin anlaşılması halinde ise düzenlenecek kampanyanın başarılı olup olmayacağına önceden değerlendirilebilmesi ve hatta başlatılacak kampanyaların da başarıya ulaşabilecek şekilde tasarlanabilmesi mümkün olabilecektir.

Bu kapsamda bu Tez’de paya dayalı modelde platformların kampanya sayfalarında yatırımcılara sunulan bilgilerden hangilerinin onların kampanyaya katılma kararlarını ve kampanya başarısını etkilediğine ilişkin olarak YEM kullanılmak suretiyle ampirik bir analiz gerçekleştirilmiş olup, bu bölümde söz konusu analize ve ulaşılan sonuçlarına yer verilmektedir.

Analiz çalışmasının literatürdeki diğer çalışmalara göre çeşitli üstünlükleri bulunmaktadır. Öncelikle analiz paya dayalı KF modeli üzerinde, mümkün olan en güncel veri kullanılarak yapılmıştır. Yapılan literatür taramasında bu alanda yapılmış çalışmalar arasında kampanya sayfasında yer alan bilgilerden kampanya başarısını etkileyenlerin tespitine yönelik olanlarda çalışmanın yöntemi olan YEM’in kullanımına rastlanmamıştır. Bu yöntemin diğer kullanılan yöntemlerden çok daha uygun olduğu ve isabetli sonuçlar vermiş olduğu düşünülmektedir. Çalışmada kampanya sayfalarında yer alan bilgilerin neredeyse tümü dikkate alınarak daha önceki çalışmalara göre çok daha fazla sayıda değişken analize dâhil edilmiştir. Bu nedenle daha önce analiz edilmemiş pek çok yeni değişkeni içermekte olan çalışmanın bugüne kadar yapılan en kapsamlı çalışma olduğu düşünülmektedir. Daha önceki birkaç çalışmada analiz edilmiş değişkenlere ilişkin

sonuçların ise, KF'nin çok hızlı gelişen bir olgu olduğu ve aradan geçen zaman dikkate alındığında değişebileceği düşünüldüğünde bu çalışmada yeniden değerlendirilmesi mümkün olmuştur.

5.1. Yöntem

5.1.1. Veri ve göstergeler

KF sektörünün kendine özgü dağılık yapısı nedeni ile kampanya sayfalarında yatırımcılara sunulan bilgilerin içeriği herhangi bir veri sağlayıcı ya da düzenleyici otorite gibi merkezi bir kaynaktan sağlanamamakta ancak doğrudan incelenecek Platforma başvurularak veyahut da söz konusu Platformun web sayfasında yer alan kamuya açık kampanya sayfalarından derlenerek temin edilebilmektedir. Bu kapsamda analizde kullanılacak verilerin belirlenen KF platformunun web sayfasından elle toplanması yöntemi benimsenmiştir.

Veri kaynağı olarak Pay Sahipliğine Dayalı Modelin en gelişmiş olduğu ülke olan BK'da kurulu olan ve 2017 yılında %48 (Crowdcube(a)) ve 2018 yılında %52(Crowdcube(b)) piyasa payı ile ülkesinde bu modelde faaliyet gösteren en büyük KF platformu olan Crowdcube Platformu seçilmiştir. Crowdcube Platformu'nda kuruluşundan itibaren 2019 yılı Mayıs ayına kadar toplam 900 başarılı kampanyada yaklaşık £689 milyon sterlin tutarında fon toplanarak girişimlere yatırılmış olup (Growth Business), aynı tarih itibariyle platformun hemen hemen 731,000 kayıtlı yatırımcısı bulunmaktadır. Öte yandan Platform tarafından yürütülmüş olan toplam kampanya sayısı başarısızlıkla sonuçlanan kampanyaları da dikkate aldığımızda daha da fazladır.

Analiz kapsamında öncelikle KF'de kampanya başarı faktörlerine ilişkin olarak literatür araştırması sonuçları çerçevesinde Crowdcube Platformu'nun kampanya sayfalarında yer alan bilgiler detaylı bir değerlendirmeye tabi tutulmuştur. Bu kapsamda Crowdcube Platformu'nda kampanya sayfalarında kampanya sonuçlarına ilişkin olarak yer alan bilgiler arasından muhtemel kampanya başarı ölçütleri belirlenmiş daha sonra da kampanya sayfalarında yer alan tanıtıcı bilgiler ile kampanya sürecine ilişkin bilgilerden

hangilerinin doğrudan veya dolaylı olarak kampanya başarısını etkileyebileceği ortaya konulmuştur.

Veriseti Crowdcube Platformu web sayfasında yer alan kamuya açık kampanya bilgilerinden bu çalışmada yapılacak analize uygun olanlarının bir excel sayfasına elle girilmesi sureti ile oluşturulmuştur. Veri olarak 2017 yılında ve 2018 yılının Mayıs ayı ortalarına kadar olan dönemde sona ermiş olan başarılı veya başarısız toplam 209 adet kampanyaya ilişkin olarak 30'ar kalem bilgi toplanmıştır (EK/1).

Crowdcube Platformu da dâhil olmak üzere KF platformlarının aracılık edip yürüttükleri kampanyalara ilişkin olarak genel uygulamaları; daha önce sonuçlanmış ve bitmiş kampanyalardan başarılı olmuş olanlara ilişkin tüm bilgilerin platformların ilgili web sayfalarında kamuya açık bir şekilde yer almaya devam etmesi şeklindedir. Bu nedenle başarılı kampanyalara ilişkin bilgiler herhangi bir analizde veri olarak kullanılmak üzere geriye dönük olarak kolaylıkla temin edilebilmektedir. Öte yandan başarısızlıkla sonuçlanmış kampanyaların bilgileri ise çoğunlukla platformların web sayfalarında yer almamakta hatta o kadar ki kampanya sonuçlandığı gün platformların web sayfalarından kaldırılmaktadır. Bunun sonucunda başarısız kampanyaların bilgilerini daha sonra kamuya açık web sayfaları kanalıyla temin etmek mümkün olamamaktadır. Bu çalışmada hem başarısız kampanya örneklerinin veri setine dâhil edilebilmesi için hem de verilerin mümkün olduğunca güncel olabilmesi için aktif kampanya verileri de toplanmış olup, aktif kampanyalarda kampanya sonları beklenerek nihai veriler verisetine dâhil edilmiştir.

Daha sonra verileri toplanan tüm olası değişkenler arasındaki korelasyonlar dikkate alınarak bir araştırma modeli oluşturulmuştur. Önerilen araştırma modeli kapsamında kampanya başarısı ölçütü olarak belirlenen “Toplanan Toplam Fon Tutarı” değişkeni ve onunla ilişkili olduğu düşünülen değişkenler ise Tablo 25’de verilmiştir.

Tablo 25. Araştırma Değişkenleri

Kampanya Başarısı Ölçütü	
Toplanan Toplam Fon Tutarı ₺	TTFT*
Kampanya Başarısını Etkileyen Faktörler	
Yatırım Öncesi Şirket Değeri ₺	YÖŞD*
Hedef Fon Tutarı ₺	HFT*
Toplam Yatırımcı Sayısı	TYS**
En Yüksek Yatırım Tutarı ₺	EYYT*
Kampanya Sayfası Takipçi Sayısı	KSTS**
Yatırımcı Yorum ve Sorularının Sayısı	YYSS

*Değişken, doğal logaritması alınarak modele dâhil edilmiştir.

**Değişken normalleştirme işleminden ardından modele dâhil edilmiştir.

5.1.1.1. Toplanan toplam fon tutarı

TTFT, KF kampanyası ile bireysel yatırımcılardan toplanmış olan fonların kampanya süre sonuna gelindiğinde ulaşılmış olduğu toplam tutarı ifade etmektedir. Crowdcube Platformu'nda genel olarak bu tutar HFT'nin altında kaldığında kampanya başarısız olmuş sayılmakta, üstüne çıktığında ise başarılı bir şekilde sonuçlandırılmış kabul edilmektedir. Başarısız kampanyalarda yatırımcıların vermiş oldukları ödeme talimatları iptal edilmekte ya da varsa ödemiş oldukları tutarlar iade edilmekte, başarılı kampanyalarda ise toplanan toplam fon tutarı gerekli prosedürler işletilmek suretiyle yeni girişimin hesaplarına aktarılmakta ve yatırımcılara yatırımlarının karşılığı olan paylar tevdi edilmektedir. Kampanya kapsamında yapılan yatırımların toplam tutarı bilgisi Crowdcube Platformu kampanya sayfasında kampanyanın başladığı ilk gün ilan edilmeye başlanmakta olup, bu bilginin günlük olarak takip edilmesi ile kampanyaya gösterilen ilginin de gözlemlenmesi mümkün olabilmektedir. Öte yandan analizde kullanılmak üzere veri olarak toplanan nihai tutar başarılı başarısız tüm kampanyalar için kampanya süresi sonunda Crowdcube Platformu kampanya sayfasında gözlenen TTFT'dir.

5.1.1.2. Yatırım öncesi şirket değeri

YÖŞD girişimciliğin finansmanı alanında sıklıkla kullanılan bir terimdir. Modelimizde bu tutar yeni girişimin KF kampanyası ile temin edilecek yatırımlar

öncesindeki Şirket değerlendirme tutarına karşılık gelmektedir. Literatürde yeni girişimin yatırım öncesi değeri ile KF kampanyasının başarısı arasında bir ilişki olup olmadığını araştıran fazla çalışma bulunamamıştır. Lukkarinen ve diğerleri bu ilişkiyi araştırdıkları çalışmalarında şirket değerlemesinin Pay Sahipliğine Dayalı modelde kampanya başarısı üzerinde doğrudan etkisi olduğuna dair bir kanıt bulamamışlardır (2016, s. 10). Mamonov ve Malaga (2018) ise çalışmalarında doğrudan şirket değerlemesinden bahsetmemişlerse de fikir aşamasındaki girişimlerin paya dayalı KF’de başarılı olamadığı buna karşılık ürün geliştirmeyi tamamlayan girişimlerin fon toplamada en şanslı olduğu tespitinde bulunmuşlardır. Bu kapsamda Şirket değerinin paylara yapılacak yatırımda yatırımcılara pek çok açıdan fikir verebilecek önemli bir bilgi olduğu ve kampanya başarısı üzerindeki etkisinin tekrar araştırılması gerektiği düşünülmektedir. Öte yandan Mamonov ve Malaga (2018) konuya riskler açısından yaklaşmışlar ve ürün geliştirmenin tamamlanmış olmasını kalite sinyali olup olmadığı açısından değerlendirmemişlerdir. Ancak yeni girişimin gelişmişlik düzeyi ile ilişkili bir özellik olarak Şirket değerinin yüksek olmasının değiştirilebilir, gözlemlenebilir ve maliyetli olması nedeniyle Sinyal Teorisi kapsamında sinyal etkisi taşıdığı anlaşılmaktadır (Block (a) ve diğerleri, 2018, s. 5; Connelly ve diğerleri, 2011, s. 45; Spence, 1973). Crowdcube Platformu kampanya sayfasında bu bilgiye yatırımcılar tarafından kolaylıkla görülecek bir şekilde yer verilmektedir. Analizde kullanılmak üzere veri olarak analiz kapsamındaki her bir kampanya sayfasından bu tutarlar toplanmıştır.

5.1.1.3. Hedef fon tutarı

HFT, girişimci tarafından KF kampanyası ile toplanmak istenen fon tutarı olup, platform kampanya sayfalarında kampanya başında ilan edilen en temel bilgi budur. Bu tutarın belirlenmesinde girişimci tarafından yeni girişimin hayata geçirilebilmesi, büyüebilmesi ya da projelerini gerçekleştirebilmesi için ihtiyaç duyduğu finansman tutarı dikkate alınmaktadır. Çeşitli çalışmalarda HFT arttıkça fon toplama başarısının düştüğü (Ahlers ve diğerleri, 2015; Cordova ve diğerleri, 2015; Mollick, 2014; Vulkan ve diğerleri, 2016) tespit edilmiştir. Bununla birlikte diğer bazı çalışmalarda aksine HFT’nin artmasının kampanya başarısını yatırımcı sayısını (Lukkarinen ve diğerleri, 2016) ya da toplanan fonları (Devaraj ve Patel, 2016) artırma suretiyle olumlu etkilediği tespitlerinde bulunulmuştur. Devaraj ve Patel yüksek HFT’nin girişimcinin yatırım yapmasını gerektiren ve böylelikle

projesine olan inancını kanıtlayan maliyetli kalite sinyallerinden biri olduğu tespitinde bulunmuşlardır (2016, s. 1243). Crowdcube Platformu kampanya sayfalarında bu bilgiye yatırımcılar tarafından kolaylıkla görülecek bir şekilde yer verilmekte olup, anılan tutarlar analizde kullanılmak üzere her bir kampanya web sayfasından veri olarak toplanmıştır.

5.1.1.4. Toplam yatırımcı sayısı

TYS, KF kampanyasının süresi içerisinde yeni girişime yatırım taahhüdünde bulunmuş veya doğrudan yatırım yapmış ve bu süreçte yatırımından vazgeçmemiş olan bireysel yatırımcıların sayısını ifade etmektedir. Kampanya kapsamında yatırım yapan bireysel yatırımcıların toplam sayısı bilgisi de yine Crowdcube Platformu kampanya sayfalarında kampanyaların başladığı ilk günden itibaren ilan edilmekte olup, bu bilginin de günlük olarak takip edilmesi ile kampanyalara gösterilen ilgi gözlemlenebilmektedir. Analizde kullanılmak üzere veri olarak toplanan sayılar kampanya süreleri sonunda Crowdcube Platformu kampanya sayfalarında gözlenen YYS bilgisidir.

5.1.1.5. En yüksek yatırım tutarı

EYYT, kampanya süresi içerisinde alınan en büyük bireysel yatırımın tutarını ifade etmektedir. Kampanyanın ilk günlerinde yapılan yüksek tutarlı yatırımlar genellikle aile fertleri ve arkadaşlardan gelmektedir. Öte yandan yeni girişimi ticari olarak destekleyen yabancı 3. kişiler, melek yatırımcılar veya yatırımcı sendikaları da yüksek tutarlı yatırımlar yapabilmektedir. Hornuf ve Schwienbacher'a göre yatırımcılar yatırım kararı alırken diğer yatırımcıların davranışlarından ve diğer büyük tutarlı yatırımlardan etkilenmekte olup, büyük tutarlarda yatırımlar kalite sinyali olarak yatırımcıları yatırım yapmaya teşvik etmekte ve kampanya başarısını artırmaktadır (2018). Agrawal ve diğerlerine göre ise yatırımcı sendikaları Pay Sahipliğine Dayalı modelde bilgi asimetrisi sorununu bir ölçüde azaltmaktadırlar (2016). Crowdcube Platformu kampanya sayfalarında bu tutara ilişkin bilgiye açıkça yer verilmekte olup, kampanya süresi içerisinde herhangi bir anda bakıldığında o ana kadar yapılan bireysel yatırımların arasında en yüksek olanın tutarı bu kısımda görülmektedir. Yeni daha yüksek bir yatırım gelmesi halinde ise sayfada ilan edilen tutar güncellenmektedir. Analizde kullanılmak üzere veri olarak toplanan ilgili tutarlar ise

her bir kampanya sayfasında tüm yatırımlar arasında en yüksek olanının tutarı olarak kampanya süresi sonunda ilan edilen tutarlardır.

5.1.1.6. Kampanya sayfası takipçi sayısı

KF platformları üzerinden kampanyalara yatırım yapabilmek, kampanyalar hakkında bilgi alabilmek ve kampanya süreçlerini takip edebilmek için genellikle platformlara üye olunması istenmektedir. Crowdcube Platformu'nda da aynı şekilde üyelik sistemi söz konusudur. KF platformuna üye olunduktan sonra yatırımcı tarafından o platform tarafından yürütülen KF kampanyaları incelenip, o an yatırım yapılınsın ya da yapılmasın beğenilen kampanyaların takibe alınması ve böylelikle kampanya sürecinde takip edilen kampanyalar hakkındaki yeni gelişmelerden de çeşitli bilgilendirme kanalları vasıtası ile haberdar olunması mümkün olmaktadır. Dolayısıyla KSTS mevcut yatırımcılara ilaveten potansiyel yatırımcıları da göstermesi açısından önemlidir. Colombo ve diğerleri ise platform üyelerinin İçsel Sosyal Sermayeyi oluşturduğu ve kampanyaların ilk günlerinde yeni yatırımcıların ilgisinin çekilmesi ve fon toplanması açısından çok önemli olduğunu savunmaktadırlar (2015). Crowdcube Platformu kampanya sayfalarında da bu bilgiye açıkça yer verilmekte olup, analizde kullanılmak üzere her bir kampanya sayfasından veri olarak bu tutarlar toplanmıştır.

5.1.1.7. Yatırımcı yorum ve sorularının sayısı

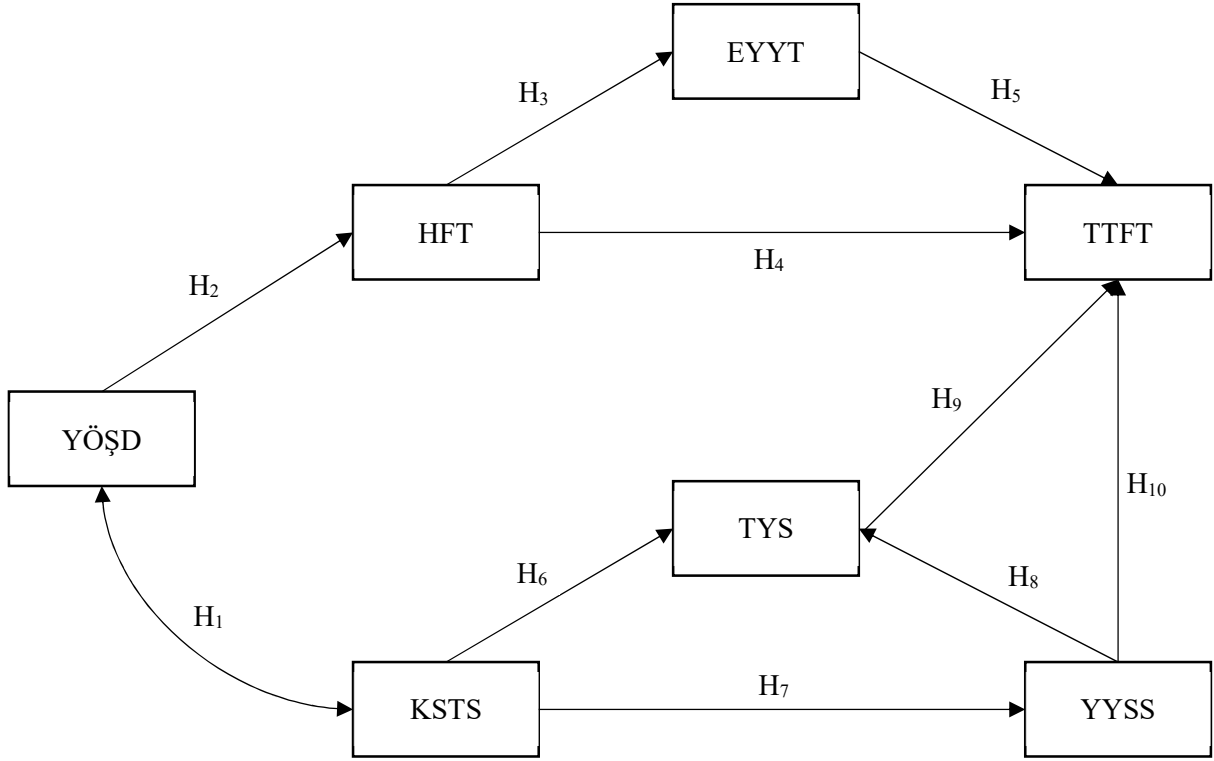
KF platformuna üye olunduktan sonra yatırımcı tarafından o platform tarafından yürütülen KF kampanyaları kapsamında ilave bilgi almak üzere girişimciye sorular sorulabilmekte veya tavsiye ve yorumlarda bulunulabilmektedir. Kromidha ve Robson da girişimci ve yatırımcı arasındaki sinyal alışverişi ne kadar yoğunsa ortalama yatırım tutarının o kadar yükseldiğini tespit etmişlerdir (2016). Yine Petitjean'a göre de kampanya başarısı bırakılan yorum sayısından etkilenmektedir (2017). Hornuf ve Schwienbacher yüksek YYSS'nin kalite sinyali olarak yatırımcıları yatırım yapmaya teşvik ettiği ve kampanya başarısını artırdığı tespitinde bulunmuştur (2018). Wang ve diğerlerine göre de YYSS, yatırımcıya verilen cevabın hızı ve uzunluğu da kampanyanın fon toplama başarısı ile doğru orantılıdır (2018). Crowdcube Platformu'nda da kampanya sayfalarında bu bilgiye açıkça

yer verilmekte olup, analizde kullanılmak üzere her bir kampanya sayfasından veri olarak bu sayılar toplanmıştır.

5.1.2 Araştırma modeli

Araştırmanın amacı, paya dayalı modelde; KF platformlarının kampanya sayfalarında yatırımcılara sunulan bilgilerden hangilerinin yatırımcıların yatırım kararlarını ve nihai kampanya başarısını olumlu yönde etkilediğinin tespit edilmesidir. Bu amaca yönelik olarak geliştirilen araştırma modeli Şekil 11 ile verilmiştir. TTFT, YÖŞD, HFT, TYS, EYYT, KSTS ve YYSS arasındaki ilişkilerden aşağıdaki hipotezler oluşturulmuştur:

- H₁: YÖŞD ile KSTS arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır.
- H₂: YÖŞD'nin HFT üzerindeki direkt etkisi istatistiksel olarak anlamlıdır.
- H₃: HFT'nin EYYT üzerindeki direkt etkisi istatistiksel olarak anlamlıdır.
- H₄: HFT'nin TTFT üzerindeki direkt etkisi istatistiksel olarak anlamlıdır.
- H₅: EYYT'nin TTFT üzerindeki direkt etkisi istatistiksel olarak anlamlıdır.
- H₆: KSTS'nin TYS üzerindeki direkt etkisi istatistiksel olarak anlamlıdır.
- H₇: KSTS'nin YYSS üzerindeki direkt etkisi istatistiksel olarak anlamlıdır.
- H₈: YYSS'nin TYS üzerindeki direkt etkisi istatistiksel olarak anlamlıdır.
- H₉: TYS'nin TTFT üzerindeki direkt etkisi istatistiksel olarak anlamlıdır.
- H₁₀: YYSS'nin TTFT üzerindeki direkt etkisi istatistiksel olarak anlamlıdır.



Şekil 11. Araştırma Modeli Yapısı

5.1.3 Verilerin analizi

Bu çalışmada, hipotezler maksimum olabilirlik tahmin yöntemi ile IBM AMOS (Analysis of Moment Structures) YEM yazılımı kullanılarak test edilmiştir.

YEM herhangi bir konudaki yapısal bir teorinin testine açıklayıcı yaklaşımdan ziyade doğrulayıcı bir yaklaşım getiren ve çok sayıda değişken arasındaki nedensellikleri belirleyen istatistiksel bir yöntemdir (Byrne, 2010, s. 3; Lei ve Wu, 2007, s. 33). YEM ile incelenen nedensel ilişkiler, bir dizi yapısal eşitlik denklemi ile temsil edilmekte ve aynı zamanda da kavramsal olarak daha iyi anlaşılabilmesi için görsel olarak modellenebilmekte olup, bunu takiben hipotezlenen model de tüm değişkenlerin eşanlı olarak analiz edilmesi suretiyle istatistiksel olarak test edilebilmektedir (Byrne, 2010, s. 3).

Modellerin şematik gösterimleri yol şemaları (path diagram) olarak adlandırılmakta olup, belirli bir YEM modelini gösteren bir yol şeması altında modelde incelenen

değişkenler arasında geçerli olduğu varsayılan matematiksel ilişkilerin grafiksel gösterimidir (Byrne, 2010, s. 9)

YEM denildiğinde akla yalnızca tek bir istatistiksel teknik gelmemeli daha ziyade kovaryans yapılarının analizi olarak da adlandırılacak bir prosedürler ailesi olarak değerlendirilmelidir (Kline, 2011, s. 7 ve 8). Literatürde YEM'i tanımlamak için yol analizi (path analysis), nedensel modelleme ve kovaryans yapı analizi gibi çok sayıda kavram kullanılmış olup, en basit şekliyle YEM bir ölçüm modeli (measurement model) ve bir yol modeli (path model) olmak üzere iki modelin değerlendirilmesini içermektedir (Lei ve Wu, 2007, s. 34).

YEM'in geleneksel çok değişkenli yöntemlere nazaran kuvvetli yönlerinden ilki sınırlı sayıda değişken kullanabilen temel istatistiksel yöntemlerin aksine çok sayıda değişken içeren karmaşık olayların istatistiksel olarak modellenmesine ve test edilmesine izin veriyor olmasıdır (Schumacker ve Lomax, 2010, s. 7). İkinci olarak YEM, aracı değişkenlerin mevcudiyeti durumunda doğrudan etkinin yanısıra dolaylı etkiyi de kapsayan modellerin geliştirilmesi, tahmini ve testini olanaklı kılmaktadır (Gökten, Başer ve Yalçın, 2017, s. 846) Üçüncü olarak YEM diğer yöntemlerde ortaya çıkan ölçüm hatasını da dikkate almakta olup, bu nedenle çeşitli araştırma alanlarında daha fazla (Byrne, 2010, s. 3; Schumacker ve Lomax, 2010, s. 7) tercih edilen bir yöntem haline gelmiştir. YEM'in bir diğer avantajlı yönü ise diğer analiz yöntemleri yalnızca gözlenen değişkenlere dayanıyorken YEM yöntemi ile gözlenen değişkenlerin yanısıra gizil (Latent) değişkenlerin de analize dâhil edilebiliyor olmasıdır (Byrne, 2010, s. 4; Schumacker ve Lomax, 2010, s. 7). Bu kapsamda YEM gizli yapılar arasındaki ilişkileri incelemek için de kullanılabilir (Lei ve Wu, 2007, s. 33).

Gizil değişkenler gözlemlenemediğinden aynı zamanda da doğrudan ölçülemeyen değişkenlerdir (Byrne, 2010, s. 4; Schumacker ve Lomax, 2010, s. 2). Bu nedenle ancak işlevsel olarak onu temsil ettiğine inanılan gözlemlenebilir bir davranış ile birlikte tanımlanarak ölçülebilir hale gelirler (Byrne, 2010, s. 4; Lei ve Wu, 2007, s. 34; Schumacker ve Lomax, 2010, s. 3). YEM'nde değişkenler, gözlemlenebilir veya gizil değişken olup olmamalarına bakılmaksızın ayrıca bağımsız (egzojen) veya bağımlı değişkenler (endojen) olarak da tanımlanabilmekte olup, bağımsız değişkenler modeldeki diğer değişkenlerden etkilenmeyen değişkenler iken bağımlı değişkenler modeldeki diğer bir ya da daha fazla değişkenden etkilenen değişkenlerdir (Schumacker ve Lomax, 2010, s. 3). YEM'de bir

değişken, nedensel hipotezler zincirinde hem bir sebep değişkeni hem de sonuç değişkeni olarak hizmet edebilmekte olup, bu tür bir değişkene genellikle aracı denilmektedir (Lei ve Wu, 2007, s. 34).

Yol analizi, Lei ve Wu'ya göre değişkenler arasındaki yapısal ilişkilerin yani yönlü ilişkiler veya nedensellik ilişkileri hakkındaki hipotezlerin modellendiği özel bir YEM durumu olup, bazen kısaca nedensel modelleme olarak da adlandırılmaktadır (2007, s. 34). Yol Analizinde, çoklu değişken ilişkilerinin incelenmesinde model oluşturulması gerekli olup, aynı değişkenler arasında farklı ilişki hipotezlerine dayalı olarak birçok farklı yol modeli oluşturulabilmektedir (Schumacker ve Lomax, 2010, s. 147).

Yol analizi, aynı anda tahmin edilen çeşitli çoklu regresyon modellerini veya denklemleri içerdiği için çoklu regresyonun bir uzantısı olup, bu yönüyle aracılık, dolaylı etkiler ve değişkenler arasındaki diğer karmaşık ilişkileri modellemenin daha etkili ve doğrudan bir yolunu sunmaktadır (Lei ve Wu, 2007, s. 34). Yol analizi yapılırken oluşturulan Yol Modelleri tamamen gözlemlenebilir değişkenlerle kurulur, ancak diğer taraftan bu modellerdeki esneklik birden çok bağımlı ve bağımsız gözlemlenebilir değişkenlerin analizine izin verdiği için Yol Analizi ile regresyon analizine göre daha karmaşık modelleri test edebilmek mümkündür (Schumacker ve Lomax, 2010, s. 4).

Veri setinin istatistiksel modele uyumluluğunu yani uyum iyiliğini belirlemek üzere pek çok farklı test istatistiği ve ilgili anlamlılık değerleri kullanılmaktadır. Bu çalışmada seçilen uyum iyiliği indeksleri, χ^2/df , Karşılaştırmalı Uyum İyiliği İndeksi (Comparative Fit Index - CFI), Uyum İyiliği İndeksi (Goodness of Fit Index - GFI), Normlu Uyum İyiliği İndeksi (Normed Fit Index - NFI) ve Yaklaşık Hataların Ortalama Kareköküdür (Root Mean Square Error of Approximation - RMSEA). CFI, GFI ve NFI değerleri 0 ve 1 arasında değişmekte olup, 1'e yakın bir değer modelin veriye oldukça uyumlu olduğunu göstermektedir. RMSEA değerinin 0.08'in ve χ^2/df değerinin de 3'ün altında olması uyum iyiliği için kabul edilebilir değerlerdir (Byrne, 2010).

5.2. Bulgular ve Yorum

Bu çalışmada öncelikle aşırı uç değerlerin belirlenmesine odaklanılmıştır. Bir veri setindeki aşırı uç değerler geri kalan veriler ile uyumlu olmayan bir gözlemler altkümesidir. Uç değerleri belirlemede kullanılan basit bir yöntem Boxplot kavramına dayanmakta ve iç sınır (innerfence) ve dış sınırın (outerfence) kullanımını içermektedir. Uç değerlerin tespitinde kullanılan bu grafiksel metot hem basit olmasından dolayı hem de daha önemlisi bir yayılım ölçüsünün hesaplanmasını bozabilecek veya uç değerlere duyarlılığını azaltabilecek potansiyel aşırı uç değerleri kullanmadığından dolayı tercih edilmektedir. İç ve Dış Sınır prosedürü veri setinde 1. ve 3. Çeyreklikler arasındaki mesafeye karşılık gelen Çeyreklikler Arası Aralık (Inter Quartile Range - IQR) kavramını kullanmaktadır. Spesifik olarak ifade edecek olursak İç Sınırlar f_1 ve f_3 ile ve Dış Sınırlar F_1 ve F_3 ile gösteriliyor ve q_1 ve q_3 veri setinin 1. ve 3. Çeyreklikleri iken $IQR = q_3 - q_1$; İç Sınırlar $f_1 = q_1 - 1.5 IQR$ ve $f_3 = q_3 + 1.5 IQR$ ve de Dış Sınırlar $F_1 = q_1 - 3 IQR$; $F_3 = q_3 + 3 IQR$ olacaktır. Tukey (1977) her iki tarafta da İç ve Dış Sınırların arasına düşen gözlemleri dışardaki uç değerler (outside outliers), F_1 ve F_3 Dış Sınırlarının da dışında kalan değerleri ise uzaklardaki uç değerler (far out outliers) olarak adlandırmıştır. Bu çalışmada F_1 ve F_3 ile belirlenen sınırların dışında kalan 12 adet uç gözlem veri setinden çıkartılmıştır.

YEM'de maksimum olabirlik tahmin yönteminin kabullerinden dolayı veriler normal dağılım göstermelidir. Verilerin çarpıklık ve basıklık değerleri normal dağılım gösterip göstermediğinin belirleyicisidir (Byrne, 2010). Normallik dağılımı ölçümlerinde, Basıklık değerinin 7'nin altında olması ve çarpıklık değerlerinin -2 ve +2 arası olması verilerin normalliğinin kabul edilebilir düzeyde olduğunu belirtmektedir (Byrne, 2010). Tablo 26'da görüleceği üzere çarpıklık değerleri -0.371 ve 1.480 arasında iken basıklık değerleri -0.728 ve 2.243 arasındadır. Çok değişkenli normalliğin değerlendirilmesinde ise Mardia'nın (1970) çok değişkenli basıklık testi kullanılmıştır. Mardia'nın çok değişkenli basıklık katsayısı 2.55 olarak hesaplanmış olup, önerilen 3 düzeyinin altında olduğundan verilerin çok değişkenli normallik kabulünden çok fazla ayrılmadığı tespitine ulaşılmıştır (Bentler, 2001; Ullman, 2006). Bu çerçevede verilerin çok değişkenli normalliği sağladığı dikkate alınarak YEM'de parametre tahminleri maksimum olabirlik tahmin yöntemi esas alınarak yapılmıştır.

Tablo 26. Değişkenlerin Normalliği

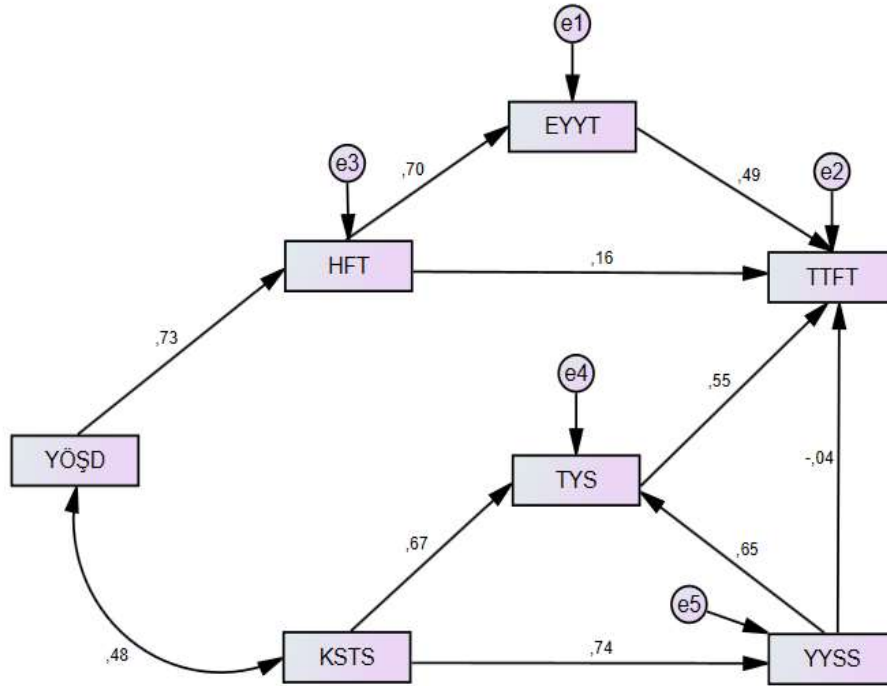
Değişken	Çarpıklık	Basıklık
TTFT	-0.371	-0.265
YÖŞD	0.221	-0.060
HFT	0.073	-0.728
TYS	1.236	1.003
EYYT	0.267	0.486
KSTS	1.415	1.553
YYSS	1.480	2.243

Bu analizdeki tüm değişkenler arasında bulunan korelasyonlar Tablo 27’de sunulmaktadır. Göstergeler (indicators) yani gözlenen değerler arasındaki korelasyonlar istatistiksel olarak anlamlıdır ($p < 0.05$). Bu korelasyonların incelenmesinden hipotezlerin test edilmesinde YEM kullanılmasının uygun olacağı anlaşılmıştır.

Tablo 27. Değişkenler Arası Korelasyonlar

Değişken	1	2	3	4	5	6	7
1. TTFT	-	0.631	0.690	0.743	0.764	0.634	0.552
2. YÖŞD		-	0.727	0.526	0.565	0.482	0.429
3. HFT			-	0.449	0.701	0.391	0.393
4. TYS				-	0.408	0.862	0.753
5. EYYT					-	0.333	0.307
6. KSTS						-	0.743
7. YYSS							-

TTFT, YÖŞD, HFT, TYS, EYYT, KSTS ve YYSS değişkenlerine ilişkin Yol Şeması Şekil 12’de verilmektedir. Tablo 28’de verilen çeşitli uyum iyiliği değerlerine göre paya dayalı KF için hipotezlenen model verilerle iyi bir uyum göstermiş ve dolayısıyla YEM tarafından doğrulanmıştır ($\chi^2/df = 2.222$, CFI=0.988, GFI=0.967, NFI=0.978, RMSEA=0.051).



Şekil 12. TTFT, YÖŞD, HFT, YYS, EYYT, KSTS ve YYS Değişkenlerine İlişkin Yol Şeması

Tablo 28. Uyum İyiliği Ölçütleri

Uyum Ölçütü	Model Değeri	Kabul Edilebilir Uyum
χ^2 / df	2.222	$\chi^2 / df \leq 2^a$, $\chi^2 / df \leq 5^b$
Karşılaştırmalı Uyum İyiliği İndeksi (CFI)	0.988	$CFI \geq 0.93^c$
Uyum İyiliği İndeksi (GFI)	0.967	$GFI \geq 0.90^c$
Normlu Uyum İyiliği İndeksi (NFI)	0.978	$NFI \geq 0.95^b$
Yaklaşık Hataların Ortalama Karekökü (RMSEA)	0.051	$RMSEA \leq 0.05^c$

a = Ullman (2001); b = Schumacker and Lomax (2004); c = Byrne (2010)

TTFT, YÖŞD, HFT, YYS, EYYT, KSTS ve YYS değişkenleri arasında istatistikî olarak anlamlı ilişkiler olup olmadığını tespit edebilmek için bulunan analiz sonuçları Tablo 29’da verilmektedir. Toplam on hipotezden dokuz tanesi veriler tarafından desteklenmektedir. Analiz sonuçları çerçevesinde ulaşılan tespitlerimiz ise aşağıdaki şekildedir.

- YÖŞD ve KSTS arasında orta düzeyde bir korelasyon bulunmaktadır (std $\hat{\beta} = 0.482$, $p < 0.05$).
- YÖŞD’nin HFT üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir (std $\hat{\beta} = 0.727$, $p < 0.05$).

- HFT'nin EYYT üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir (std $\beta^{\wedge} = 0.701$, $p < 0.05$). HFT'nin TTFT üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir (std $\beta^{\wedge} = 0.160$, $p < 0.05$).
- EYYT'nin TTFT üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir (std $\beta^{\wedge} = 0.487$, $p < 0.05$).
- KSTS'nin TYS üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir (std $\beta^{\wedge} = 0.675$, $p < 0.05$).
- KSTS'nin YYSS üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir (std $\beta^{\wedge} = 0.743$, $p < 0.05$).
- YYSS'nin TYS üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir (std $\beta^{\wedge} = 0.652$, $p < 0.05$).
- TYS'nin TTFT üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir (std $\beta^{\wedge} = 0.546$, $p < 0.05$).
- YYSS'nin TTFT üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı belirlenmiştir (std $\beta^{\wedge} = -0.037$, $p > 0.05$).

Tablo 29. TTFT, YÖŞD, HFT, TYS, EYYT, KSTS ve YYSS Arasındaki İlişkiler

Hipotez	Yol		Katsayı Tahmini	Standart Hata	t-Değeri	p Değeri	
H ₁	YÖŞD	↔	KSTS	0.482	0.009	6.078	0.000
H ₂	YÖŞD	→	HFT	0.727	0.033	14.843	0.000
H ₃	HFT	→	EYYT	0.701	0.076	13.768	0.000
H ₄	HFT	→	TTFT	0.160	0.069	3.439	0.000
H ₅	EYYT	→	TTFT	0.487	0.045	10.746	0.000
H ₆	KSTS	→	TYS	0.675	0.050	13.217	0.000
H ₇	KSTS	→	YYSS	0.743	6.347	15.525	0.000
H ₈	YYSS	→	TYS	0.652	0.001	4.927	0.000
H ₉	TYS	→	TTFT	0.546	0.564	10.966	0.000
H ₁₀	YYSS	→	TTFT	-0.037	0.004	-0.759	0.448*

* Değişkenler arasındaki ilişki anlamlı değildir ($p > 0.05$).

Şekil 12'den görüleceği üzere EYYT ve TYS değişkenleri TTFT'yi açıklamada aracı değişkenler olarak davranmaktadır. Bu çalışmada dolaylı etkilerin anlamlılığını analiz edebilmek için bootstrap yeniden örnekleme yöntemi kullanılmıştır. İlk olarak Bootstrap yöntemi ile (bknz. Shrout ve Bolger, 2002) orijinal veri setinden ($n=197$) iadeli seçkisiz örnekleme (random sampling with replacement) ile 500 tane bootstrap örnekleme oluşturulmuştur. İkinci olarak yol analizi modeli her bir bootstrap örnekleme ile test edilmiş ve her bir yol katsayısının 500 adet tahmini elde edilmiştir. Üçüncü aşamada bu 500 tahmin

değeri, HFT ve YYSS'nin TTFT üzerindeki EYYT ve TYS aracılığıyla dolaylı etkisi tahminlerini hesaplamak için kullanılmıştır. Bu, (a) bağımsız değişkenlerden (HFT veya YYSS) aracı değişkenlere (EYYT veya TYS) ve (b) aracı değişkenden (EYYT veya TYS) bağımlı değişkene (TTFT) 500 çift yol katsayısının çarpılması suretiyle yapılmıştır. Ve son olarak dolaylı etkilere ait katsayıların güven aralıkları belirlenmiş ve anlamlılıkları yorumlanmış olup, Shrout ve Bolger'in tavsiyesine dayalı olarak, bu 500 yol katsayısı tahminine dayanarak elde edilen tahmini dolaylı etkilerin %95 güven aralığı Tablo 30'da görüleceği üzere sıfırı içermediğinden dolaylı etkilerin tümünün 0.05 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna varılmıştır. Ek olarak, HFT'den TTFT'ye direkt etkinin yol katsayısı da 0.160'luk bir ağırlığa sahip (t-değeri = 3.439, p <0.05) olduğundan, HFT'nin TTFT ile olan ilişkilerine EYYT'nin kısmen aracılık ettiği sonucuna varılmıştır. Öte yandan TYS ise görüleceği üzere YYSS'nin TTFT ile olan ilişkisine tamamen aracılık etmektedir.

Tablo 30. Dolaylı Etkiye İlişkin Bootstrap Analizi

Independent Variable	Mediator Variable	Dependent Variable	Std. Indirect Effect	Mean Indirect Effect*	SE of Mean*	95% CI Mean Indirect Effect* (lower and upper)
HFT→	EYYT→	TTFT	0.341	0.363	0.043	(0.291, 0.434)
YYSS→	TYS→	TTFT	0.356	0.506	0.070	(0.398, 0.624)

*Bu Değerler standardize edilmemiş yol katsayılarına dayanmaktadır.

Analiz sonucunda elde edilen bulgular incelendiğinde YÖŞD, HFT, KSTS ve YYSS değişkenlerinin TTFT üzerinde dolaylı olarak etkisi olduğu tespit edilmiştir. Böylelikle TTFT'de artışın YÖŞD ve KSTS öncül değişkenleri ile gerçekleştirilebileceği anlaşılmıştır. Diğer taraftan TYS ve EYYT'nin TTFT üzerinde direkt etkisi olduğu; TYS ve EYYT'ndeki artışın TTFT'de artış sağlayacağı belirlenmiştir. Ayrıca gerçekleştirilen aracılık analizi sonucunda HFT'nin TTFT üzerindeki etkisinde EYYT'nin; YYSS'nin TTFT üzerindeki etkisinde TYS'nin aracılık rolü olduğu tespit edilmiştir. Buna göre TTFT'deki artışın HFT ve YYSS değişkenlerine bağlı olduğu, bu artışta sırasıyla EYYT ve TYS'nin aracılık etkisi olduğu görülmüştür.

6. SONUÇ VE ÖNERİLER

6.1. Araştırma Sonuçlarının Genel Değerlendirmesi

Bir önceki bölümde verilen analiz sonuçları genel olarak değerlendirildiğinde paya dayalı KF'de kalite sinyallerinin bu kapsama girmeyen diğer başarı faktörlerine göre kampanya başarısı açısından daha önemli olduğu anlaşılmıştır. Şu kadarki YÖŞD, HFT, EYYT ve YYSS kalite sinyali görevi görmekte iken KSTS ve TYS diğer başarı faktörleridir. Ayrıca araştırma bulgularından, yeni girişimin gelişim düzeyi ve yaratılmış katma değerinin YÖŞD'ye yansımalarının KF başarısında oldukça önem arz ettiği sonucuna varılmıştır.

Öte yandan, başarı faktörlerinin Tez'de gerçekleştirilen kaynağına göre sınıflandırmasının araştırma sonuçları çerçevesinde değerlendirilmesinde yeni girişimin kendisi, kurucusu, kampanya hedefleri, kampanyaya hazırlık düzeyi ve diğer destekleyici faktörler sınıflarından herhangi birinin diğer sınıflara göre daha önemli olduğuna ilişkin bir tespite ulaşılamamıştır. Aksine, YÖŞD'nin girişim şirketine ve HFT'nin kampanya hedeflerine ilişkin başarı faktörleri olduğu ve EYYT ile YYSS'nin ise diğer destekleyici faktörler sınıfında yer aldığı dikkate alınarak çeşitli sınıflardan faktörlerin başarıyı etkileyebildiği anlaşılmıştır.

6.2. Araştırma Sonuçlarına Göre Girişimcilere Öneriler

Bir önceki bölümde açıklanan YEM sonuçlarına göre Yüksek HFT ve yüksek YYSS'nin, yüksek TTFT ve de sonucundaki kampanya başarısının iki önemli belirleyicisi olduğu TTFT artışında sırasıyla EYYT ve TYS'nin aracılık etkisi olduğu anlaşılmaktadır. Bu sonuçlar çerçevesinde paya dayalı KF kampanyası düzenleyecek girişimcilere kampanya başarısını artırabilmeleri için kampanya düzenleme koşulları ve yeni girişimle ilgili sağlamaları gereken şartlar konusunda aşağıdaki önerilerde bulunulmuştur.

6.2.1. Düşük tutarlı kampanyalar düzenlenmemesi

Yüksek HFT'nin, TTFT'yi artırdığı şeklindeki analiz sonucu çerçevesinde HFT'nin yüksek belirlenmesinin TTFT'yi ve dolayısı ile de kampanya başarısını artıracığı

anlaşmaktadır. Ulaşılan bu tespit daha önceki bazı çalışmaların (Ahlers ve diğerleri, 2015; Cordova ve diğerleri, 2015; Mollick, 2014; Vulkan ve diğerleri, 2016) sonuçları ile çelişmekteyken Lukkarinen ve diğerleri (2016) ve Devaraj ve Patel'in (2016) sonuçlarıyla ise uyumludur. Bu noktada yüksek HFT'nin kalite sinyali olarak görev görmesi (Devaraj ve Patel, 2016) nedeniyle hem küçük yatırımcıların hem de büyük tutarda yatırım yapacak yatırımcıların kararlarını olumlu yönde etkilediği anlaşılmaktadır. Ayrıca EYYT'nin de TTFT üzerinde pozitif etkisinin olduğu görülmekte olup, EYYT'nin yüksek olmasının TTFT'yi artırdığı anlaşılmaktadır. Bu bulgu, Courtney ve diğerleri (2017) ve Hornuf ve Schvienbacher'in (2018) sonuçları ile de uyumlu olup, yüksek EYYT'nin kalite sinyali olduğu ve kampanya başarısını artırdığı anlaşılmaktadır. Bu sonuca göre yatırımcılar yüksek hedef fon tutarı belirlenmiş kampanyalara daha fazla finansman sağlamak isteyeceklerdir.

Bu kapsamda girişimcilerin düşük tutarlı fon ihtiyaçları için paya dayalı KF'ye başvuramaları yerinde olacaktır. Çünkü aksi takdirde gerekli fonları toplayamamalarının yanı sıra projelerini devam ettirme konusunda motivasyon kaybına da uğramaları söz konusu olabilecektir.

6.2.2. İlgili çekici projeler sunulması ve yatırımcılarla iletişimin güçlü tutulması

Yüksek YYSS'nin TTFT'yi artırdığı şeklindeki analiz sonucu çerçevesinde YYSS'nin artmasının kalite sinyali olarak görev görmesi nedeniyle TYS'yi artırdığı ve TYS'deki bu artışın da TTFT'yi artırdığı anlaşılmaktadır. Dolayısıyla YYSS'nin yüksekliği, TYS aracılığıyla TTFT'yi artırmaktadır. Bu durum literatürdeki diğer çalışmaların (Hornuf ve Schvienbacher, 2018; Kromidha ve Robson, 2016; Kunz ve diğerleri, 2017; Petitjean, 2017) YYSS'nin kalite sinyali olduğu tespitleri ile uyumludur.

Bu bulgular çerçevesinde girişimcilere TYS'yi artırabilmeleri ve kampanyayı başarıyla bitirebilmeleri için yatırımcı ilgisini daha çok çekecek ve üzerinde konuşulacak projelerle paya dayalı KF'ye başvurmaları ve sonrasında da kampanya sayfası üzerinden yatırımcılarla soru cevap yoluyla iletişimi güçlü tutmaları önerilmektedir.

6.2.3. Kampanya öncesi şirket değerinin yükseltilmesi ve yenilikçi girişimciliğin benimsenmesi

Diğer taraftan her ne kadar modelimizde YÖŞD ile TTFT arasında doğrudan bir bağlantı görülme de YÖŞD'nin HFT üzerindeki yüksek pozitif etkisinden YÖŞD arttıkça kurucu tarafından belirlenecek HFT'nin de artacağı anlaşılmaktadır. Yine YYSS'nin KSTS'den büyük ölçüde ve pozitif yönde etkilendiği ve KSTS'nin de YÖŞD ile arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunduğu görülmektedir. Ve tüm bunlardan hareketle de yeni girişimin yatırım öncesi değerinin yüksek olmasının dolaylı olarak kampanya başarısında etkili olduğu çıkarımını yapmanın yanlış olmayacağı düşünülmektedir. Dolayısıyla yeni girişimin gelişim düzeyi ve yaratılmış katma değerinin YÖŞD'ye yansımalarının KF başarısında oldukça önem arz ettiği ve yaşam döngüsünün henüz başlarında olan ya da gelecekte yaratacağı değer konusunda umut vaatmeyen girişimlerin paya dayalı KF'de başarılı olma şanslarının daha düşük olacağı söylenebilecektir. Bu çıkarım Mamonov ve Malaga'nın (2018) yeni girişimin gelişmişlik düzeyinin kampanya başarısını etkilediği ve fikir aşamasındaki hiçbir girişim başarılı olamazken ürün geliştirmeyi tamamlayan girişimlerin en şanslı olduğu şeklindeki tespiti ile de uyumludur.

Buradan hareketle KF yoluyla finansman sağlamayı hedefleyen girişimcilere bu konuda yapılacak ilk öneri henüz projelerinin çok başlarında iken ve girişimlerinin YÖŞD çok düşük iken erken evre finansman için bu yöntemi kullanmamalarıdır. İkinci öneri ise yenilikçi yani inovasyona dayalı girişimciliği benimsemeleri ve gelecekte değer yaratacağı belli olan, potansiyeli ve YÖŞD yüksek olan projeler için paya dayalı KF kampanyası düzenlemeleridir. Kurucular böylelikle, belirlenecek HFT'yi yükseltecekler ve girişimlerinin yüksek kalitede olduğu sinyalini vererek hem küçük hem de profesyonel yatırımcıların fonlarını çekebileceklerdir. Ayrıca, YÖŞD'nin kalite sinyali etkisi sayesinde KSTS'yi artırmak suretiyle hem YYSS'yi hem de TYS'yi artıracaklar ve nihayetinde de TTFT'nin ve kampanya başarısının artmasını sağlayabileceklerdir.

6.3. Paya Dayalı Model'in Türkiye'de Sağlıklı Gelişimi İçin Öneriler

Paya dayalı KF'nin ülkemizde sağlıklı bir gelişim gösterebilmesi için çok kısa bir süre önce hayata geçirilen yasal düzenlemeler ile bu Tez'de sunulan araştırma sonuçları çerçevesinde yapılan değerlendirme ve önerilere aşağıda yer verilmektedir.

Ülkemizde çok kısa bir süre öncesine dek girişimcilerin paya dayalı KF yöntemini kullanarak projelerine finansman sağlaması mümkün bulunmamakta idi. 7061 sayılı Kanun'un 05.12.2017 tarihinde yürürlüğe girmesi ile KF faaliyetinin 6362 sayılı SPKn'da tanımlanması ve III - 35/A.1 sayılı Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği'nin 3 Ekim 2019 tarihinde yürürlüğe girmesi ile bu faaliyetin Türkiye'de de başlaması için bir engel kalmamıştır. Tebliğ uyarınca, yalnızca platformlar tarafından oluşturulacak yatırım komitesinin yapacağı ön elemeyi geçebilen, yenilikçi ve teknoloji odaklı girişimler bu yolla para toplayabilecektir. Tebliğ ile nitelikli yatırımcılar için getirilmiş herhangi bir yatırım sınırlaması bulunmazken, nitelikli olmayan yatırımcıların bu yolla bir yıl içerisinde yapacakları toplam yatırım tutarı 20 bin lira ile (gelir düzeyine göre 100 bin liraya kadar çıkarılabilir) sınırlanmıştır.

Paya dayalı modelin ülkemizde hızlı bir gelişiminin mümkün olabilmesi için, oluşturulmuş bulunan yasal altyapının yöntemin sağladığı fırsatlara engel olmuyor olması yanında yöntemin risklerinden koruması ve zorluklarının da doğru yönetilmesine yardımcı olması gerekmektedir. İlk kampanya örneklerinin başarılı olması hem girişimcilerin hem de yatırımcıların ilgisinin bu finansman yöntemine daha fazla çekilmesini ve bu yolla toplanan fonların artmasını sağlayabilecektir. Diğer taraftan, düzenlenecek ilk kampanyalarda yöntemin içerdiği herhangi bir riskin gerçeğe dönüşmesi ise yöntemin ülkemizdeki gelişimi açısından oldukça talihsiz bir durum ortaya çıkarabilecektir.

Tebliğ hükümleri değerlendirildiğinde, yalnızca yenilikçi girişimlere yatırıma izin verilmiş olmasının Tez'de yer alan araştırma sonuçları ile uyumlu olduğu görülmektedir. Buna göre yalnızca katma değer yaratacak girişimler için düzenlenebilecek olan paya dayalı KF kampanyalarının başarı şansı da daha yüksek olabilecektir. Öte yandan Tebliğ'de yatırımcının korunması için nitelikli olmayan yatırımcılara getirilmiş yatırım tutarı sınırlamaları bulunmakla birlikte bu konuda sınır aşımına imkan veren esneklikler de sağlanmıştır. Böylelikle diğer yatırımcıların yatırımlarını çekme konusunda kalite sinyali

görevi gören yüksek tutarlı yatırımlara küçük yatırımcılar açısından da cevaz verilmiştir. Bu çerçevede Tez sonuçlarında yer alan, EYYT'nın kalite sinyali olarak kampanya başarısını artırdığı bulgusuna karşılık Tebliğ'de yüksek tutarlı yatırımları kısıtlayıcı bir düzenleme getirilmemesi olumlu değerlendirilmektedir.

Tebliğ hükümleri yöntemin riskleri karşısındaki durum açısından değerlendirildiğinde ise yatırımcının korunması için Tebliğ ile getirilmiş bulunan yatırım tutarı sınırlamalarının ve yatırım komitesi oluşturulması zorunluluğunun risklere karşı önemli ölçüde koruma sağlayabileceği anlaşılmaktadır. Ancak her ne kadar bir riskin gerçekleşmesi durumunda yatırımcının kaybedebileceği ana para tutarı sınırlandırılmış olsa da yöntemin saadet zincirlerince bir kez bile olsa kötüye kullanılmasının ya da herhangi bir tür dolandırıcılığa alet edilmesinin bir finansman yöntemi olarak itibarını ve gelişimini son derece olumsuz yönde etkileyebileceği düşünülmektedir. Bu kapsamda yatırım komitesinin görevlerini en iyi şekilde yerine getirmesinin temin edilmesinin önemli olduğu düşünülmektedir. Bu kapsamda paya dayalı modelin ülkemizde sağlıklı bir başlangıç yapabilmesi ve hızlı bir gelişim sürecine girebilmesi açısından belki de en hayati hususların düzenleyici kurumların platformlar ve kampanya süreçleri üzerindeki gözetim ve denetimlerinin en üst seviyede tutulması ve kurulacak platformların iç denetim ve iç kontrol süreçlerinin maksimum etkinliğinin sağlanması olduğu anlaşılmaktadır.

KAYNAKLAR

- Abraham, F., ve Schumkler, S. L. (2017). *Addressing the SME finance problem* (World Bank Research & Policy Briefs). <http://documents.worldbank.org/curated/en/809191507620842321/pdf/Addressing-the-SME-finance-problem.pdf>
- Agrawal, A. K., Catalini, C., ve Goldfarb, A. (2011). *The geography of crowdfunding* (NBER Working Paper Series, 16820). National Bureau of Economic Research. <https://www.nber.org/papers/w16820.pdf>
- Agrawal, A., Catalini, C., ve Goldfarb, A. (2013). *Some simple economics of crowdfunding* (NBER Working Paper Series, 19133). National Bureau of Economic Research. <https://www.nber.org/papers/w19133.pdf>
- Agrawal, A., Catalini, C., ve Goldfarb, A. (2015). Crowdfunding: Geography, social networks, and the timing of investment decisions. *Journal of Economics & Management Strategy*, 24(2), 253-274. doi: 10.1111/jems.12093
- Agrawal, A., Catalini, C., ve Goldfarb, A. (2016). Are syndicates the killer app of equity crowdfunding?. *California Management Review*, 58(2), 111-124. doi: 10.1525/cm.2016.58.2.111
- Ahlers, G. K., Cumming, D., Günther, C., ve Schweizer, D. (2015). Signaling in equity crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(4), 955-980. doi: 10.1111/etap.12157
- Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *The quarterly journal of economics*, 84(3), 488-500. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/B978012214850750022X>
- Allen, F., Carletti, E., Qian, J., ve Valenzuela, P. (2013). Financial intermediation, markets, and alternative financial sectors. In G. M. Constantinides, M. Harris ve R. M. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 2, pp. 759-798). <https://www.elsevier.com/books/handbook-of-the-economics-of-finance/constantinides/978-0-444-53594-8>

- Allison, T. H., Davis, B. C., Short, J. C., ve Webb, J. W. (2015). Crowdfunding in a prosocial microlending environment: Examining the role of intrinsic versus extrinsic cues. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 39(1), 53-73. doi: 10.1111/etap.12108
- Allison, T. H., Davis, B. C., Webb, J. W., ve Short, J. C. (2017). Persuasion in crowdfunding: An elaboration likelihood model of crowdfunding performance. *Journal of Business Venturing*, 32(6), 707-725. doi: 10.1016/j.jbusvent.2017.09.002
- Altaş, G. (2011). Yurtdışında KOBİ piyasaları. *Sermaye Piyasasında Gündem, Eylül, 109*, 6-22. https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Aylik_Yayinlar_2011_gundem_201109.pdf
- Aracıoğlu, B., Demirhan, D., Tatarlar, C. D., ve Zalluhoğlu, A. E. (2016). *Tüm Boyutlarıyla Girişimcilik* (1. baskı). İstanbul: Hümanist Kitap Yayıncılık. 25.
- Arıkovanı. 66 proje için kampanya başlatan Arıkovanı, 4,6 milyon TL destek topladı. <https://webrazzi.com/2018/12/26/66-proje-icin-kampanya-baslatan-arikovani-46-milyon-tl-destek-topladi/>
- Armour, J., ve Enriques, L. (2018). Individual Investors' Access to crowdfunding: Two regulatory models. In D. Cumming ve L. Hornuf (Eds.), *The Economics of Crowdfunding* (pp. 255-278). Palgrave Macmillan. doi: 10.1007/978-3-319-66119-3_11
- Ata, F.İ. (2018). Yeni nesil finansman yöntemi olarak kitle fonlama: Türkiye potansiyeli. *Celal Bayar University Sosyal Bilimler Dergisi*, 16(2), 273-296. <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/498773>
- Ateş, G., ve Öğütoğulları, E. (2012). Türkiye'de yoksullukla mücadelede mikrokredi uygulamaları. *Trakya University Journal of Social Science*, 14(2), 33-53. <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/321499>
- Atilla, O. (2006). *Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi* (Yayınlanmamış yüksek lisans tezi). Gazi Üniversitesi, Ankara.

- Audretsch, D. B., Lehmann, E. E., Paleari, S., ve Vismara, S. (2016). Entrepreneurial finance and technology transfer. *The Journal of Technology Transfer*, 41(1), 1-9. doi 10.1007/s10961-014-9381-8
- Avdeitchikova, S., Landström, H., ve Månsson 1, N. (2008). What do we mean when we talk about business angels? Some reflections on definitions and sampling. *Venture Capital*, 10(4), 371-394. doi: 10.1080/13691060802351214
- Aydın, A. D. (2018). Türkiye’de finans eğitimi ve finansal okuryazarlık üzerine eleştirel bir değerlendirme. *Ekonomi Maliye İşletme Dergisi*, 1(1), 12-20. <https://dergipark.org.tr/en/pub/emid/issue/41818/505083>
- Bal, A. S., Weidner, K., Hanna, R., ve Mills, A. J. (2017). Crowdsourcing and brand control. *Business Horizons*, 60(2), 219-228. doi: 10.1016/j.bushor.2016.11.006
- Baucus, M. S., ve Mitteness, C. R. (2016). Crowdfunding: Avoiding ponzi entrepreneurs when investing in new ventures. *Business horizons*, 59(1), 37-50. doi: 10.1016/j.bushor. 2015.08.003
- Barasinska, N., ve Schäfer, D. (2014). Is Crowdfunding Different? Evidence on the relation between gender and funding success from a German peer-to-peer lending platform. *German Economic Review*, 15(4), 436-452. doi: 10.1111/geer.12052
- Baum, J. A., ve Silverman, B. S. (2004). Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups. *Journal of business venturing*, 19(3), 411-436. doi: 10.1016/S0883-9026(03)00038-7
- Bayus, B. L. (2013). Crowdsourcing new product ideas over time: An analysis of the Dell IdeaStorm community. *Management science*, 59(1), 226-244. doi: 10.1287/mnsc.120.1599
- Beaulieu, T., Sarker, S., ve Sarker, S. (2015). A conceptual framework for understanding crowdfunding. *Communications of the Association for Information Systems*, 37, 1. doi: 10.17705/1CAIS.03701

- Bellavitis, C., Filatotchev, I., Kamuriwo, D. S., ve Vanacker, T. (2017). Entrepreneurial finance: New frontiers of research and practice. *Venture Capital*, 19(1-2), 1-16. doi: 10.1080/13691066.2016.1259733
- Belleflamme, P., Lambert, T., ve Schwienbacher, A. (2010, June). *Crowdfunding: An industrial organization perspective*. Paper presented at the workshop “Digital Business Models: Understanding Strategies”. Paris. https://www.researchgate.net/publication/228468454_Crowdfunding_An_Industrial_Organization_Perspective
- Belleflamme, P., Lambert, T., ve Schwienbacher, A. (2013). Individual crowdfunding practices. *Venture Capital*, 15(4), 313-333. doi: 10.1080/13691066.2013.785151
- Belleflamme, P., Lambert, T., ve Schwienbacher, A. (2014). Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing*, 29(5), 585-609. doi: 10.2139/ssrn.1836873
- Belleflamme, P., Omrani, N., ve Peitz, M. (2015). The economics of crowdfunding platforms. *Information Economics and Policy*, 33, 11-28. doi: 10.1016/j.infoecopol.2015.08.003
- Bentler, P. M. (2001). *EQS 6 structural equations program manual*. Encino, CA: Multivariate Software.
- Bi, S., Liu, Z., ve Usman, K. (2017). The influence of online information on investing decisions of reward-based crowdfunding. *Journal of Business Research*, 71, 10-18. doi: 10.1016/j.jbusres.2016.10.001
- BİAŞ. GİP, Gelişen İşletmeler Pazarı [Broşür]. İstanbul: Borsa İstanbul A.Ş. Erişim adresi: <https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Gelisen-%C4%B0sletmeler-Piyasasi.pdf>
- Bilginer, F. G. (2017). Küresel girişimcilik endeksi çerçevesinde Türkiye’de küresel girişimciliğin gelişimi: Küresel girişimciliğe teorik bir bakış açısı. *Uluslararası Ticaret ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 1(1), 29-46. <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/323472>

- Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik (2013, 15 Şubat). Resmi Gazete (Sayı: 28560). <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/02/20130215-2.htm>
- Blank, S. (2013). Why the lean start-up changes everything. *Harvard Business Review*, 91(5), 63-72. <https://hbr.org/2013/05/why-the-lean-start-up-changes-everything>
- Block, J., Hornuf, L., ve Moritz, A. (2018a). Which updates during an equity crowdfunding campaign increase crowd participation?. *Small Business Economics*, 50(1), 3-27. doi: 10.1007/s11187-017-9876-4?
- Block, J. H., Colombo, M. G., Cumming, D. J., ve Vismara, S. (2018b). New players in entrepreneurial finance and why they are there. *Small Business Economics*, 50(2), 239-250. doi: 0.1007/s11187-016-9826-6
- Bob Consulting. *China UK equity crowdfunding regulatory and market comparison study*. Erişim tarihi 04 Ekim 2019. http://bop.co.uk/assets/others/China_UK_Crowdfunding_Regulatory_and_Market_Report_Final_24072017.pdf
- Bonzanini, D., ve Giudici, G., Patrucco, A. (2015). The crowdfunding of renewable energy projects. In V. Ramiah ve G. N. Gregoriou (Eds.), *Handbook of Environmental and Sustainable Finance* (pp. 429-444). Academic Press. doi: 10.1016/B978-0-12-803615-0.00021-2
- Booth, J. R., ve Smith II, R. L. (1986). Capital raising, underwriting and the certification hypothesis. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 261-281. doi: 10.1016/0304-405X(86)90057-7
- Bottiglia, R., ve Pichler, F. (2016). *Crowdfunding for SMEs: A European Perspective*. London: Springer.
- Bradford, C. S. (2012). Crowdfunding and the federal securities laws. *Columbia Business Law Review*, 2012(1), 1-150. <https://digitalcommons.unl.edu/lawfacpub/119/>
- Brown, T. E., Boon, E., ve Pitt, L. F. (2017). Seeking funding in order to sell: Crowdfunding as a marketing tool. *Business Horizons*, 60(2), 189-195. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0007681316301264>

- Brown, R., Mawson, S., Rowe, A., ve Mason, C. (2018). Working the crowd: Improvisational entrepreneurship and equity crowdfunding in nascent entrepreneurial ventures. *International Small Business Journal*, 36(2), 169-193. doi: 10.1177/0266242617729743
- Brown, R., Mawson, S., ve Rowe, A. (2019). Start-ups, entrepreneurial networks and equity crowdfunding: A processual perspective. *Industrial Marketing Management*, 80, 115-125. doi: 10.1016/j.indmarman.2018.02.003
- Bruton, G., Khavul, S., Siegel, D., ve Wright, M. (2015). New financial alternatives in seeding entrepreneurship: Microfinance, crowdfunding, and peer-to-peer innovations. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(1), 9-26. doi: 10.1111/etap.12143
- Byrne, B. M. 2010. *Multivariate applications series. Structural equation modeling with AMOS: Basic concepts, applications, and programming*. New York: Routledge/Taylor ve Francis Group.
- Cansız, M., Kurnaz, Z., ve Yavan, N. (2018). Girişimcilik ekosisteminde Türkiye için yeni bir araç: Yenilik merkezleri/ağları. *Verimlilik Dergisi*, (4), 7-69. <https://dergipark.org.tr/tr/pub/verimlilik/issue/39530/432725>
- Celep, S. (2017). Girişimcilik türleri: Genel bir çerçeve. *Maliye Finans Yazıları*, 2017 Özel sayı, 71-93. <http://www.finanskulup.org.tr/wp-content/uploads/2018/06/O%CC%88zel-Say%C4%B1.pdf>
- Chavis, L.W., ve Klapper L. Love I. (2012). International differences in entrepreneurial finance. In D. Cumming (Eds.), *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance* (pp. 755-776). Oxford: Oxford University Press. doi: 10.1093/oxfordhb/9780195391244.001.0001
- Cholakova, M., ve Clarysse, B. (2015). Does the possibility to make equity investments in crowdfunding projects crowd out reward-based investments?. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(1), 145-172. doi: 10.1111/etap.12139

- Cicchello, A. F. (2019). Harmonizing the crowdfunding regulation in Europe: need, challenges, and risks. *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 1-22. Doi: 10.1080/08276331.2019.1603945
- Cole, R. A., ve Sokolyk, T. (2013). How do start-up firms finance their assets? Evidence from the Kauffman Firm Surveys. *Social Science Electronic Publishing*. <https://pdfs.semanticscholar.org/e049/c256ed4d1d2f07ebb2873e2e9cad17342921.pdf>
- Colombo, M. G., Franzoni, C., ve Rossi-Lamastra, C. (2015). Internal social capital and the attraction of early contributions in crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(1), 75-100. doi: 10.1111/etap.12118
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., ve Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39-67. doi: 10.1177/0149206310388419
- Conrad, J., Karpoff, J., Lewis, C., ve Ritter, J. R. (2016). Statement of the financial economists roundtable: Crowdfunding. *Financial Analysts Journal*, 72(4), 14-16. doi: 10.2469/faj.v72.n4.6
- Cordova, A., Dolci, J., ve Gianfrate, G. (2013, September). *The bearable lightness of crowdfunding: Evidences from technology projects*. Paper presented at the 4th European Conference on corporate R&D and innovation. Seville. <https://pdfs.semanticscholar.org/4e85/038b7d0f5f4583707ec2ca0fd15e7e1c3739.pdf>
- Cordova, A., Dolci, J., ve Gianfrate, G. (2015). The determinants of crowdfunding success: evidence from technology projects. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 181, 115-124. doi: 10.1016/j.sbspro.2015.04.872
- Cornell University, INSEAD, and WIPO (2019); *The Global Innovation Index 2019: Creating Healthy Lives—The Future of Medical Innovation*. Ithaca, Fontainebleau, and Geneva. https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo_pub_gii_2019.pdf
- Courtney, C., Dutta, S., ve Li, Y. (2017). Resolving information asymmetry: Signaling, endorsement, and crowdfunding success. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41(2), 265-290. doi: 10.1111/etap.12267

- Cosh, A., Cumming, D., ve Hughes, A. (2009). Outside entrepreneurial capital. *The Economic Journal*, 119(540), 1494-1533. doi: org/10.1111/j.1468-0297.2009.02270.x
- Crowdcube. *Crowdcube platformu kampanya sayfaları*. veri toplama döneminde çeşitli tarihlerde ziyaret edilmiştir. <https://www.crowdcube.com/>
- Crowdcube(a). Leading the way with 48% market share. Erişim tarihi 22 Temmuz 2019. <https://www.crowdcube.com/explore/2017/07/14/leading-the-way-with-48-market-share>
- Crowdcube(b). Crowdcube raises more for UK businesses than any other equity crowdfunding platform. Erişim tarihi 04 Kasım 2019. <https://www.crowdcube.com/explore/blog/investing/crowdcube-raises-more-for-uk-businesses-than-any-other-equity-crowdfunding-platform>
- CrowdfundingHub. (2016). *Current state of crowdfunding in Europe* (Industry Report). The Netherlands <http://www.crowdfundinghub.eu/current-state-crowdfunding-netherlands/>
- Cumming, D. J., Leboeuf, G., ve Schwiendbacher, A. (2015a). *Crowdfunding models: Keep-it-all vs. all-or-nothing* (Working Paper). <https://papers.ssrn.com/abstract=2447567>
- Cumming, D. J., Pandes, J. A., ve Robinson, M. J. (2015b). The role of agents in private entrepreneurial finance. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(2), 345-374. doi: 10.1111/2Fetap.12043
- Cumming, D., ve Zhang, Y. (2016). Alternative investments in emerging markets: A review and new trends. *Emerging Markets Review*, 29, 1-23. doi: 10.1016/j.ememar.2016.08.022
- Çiftçi, M., Tozlu, E., ve Akçay, A. (2014). Drucker perspektifinde inovasyonun işletmelerin gelişimi üzerine etkisi: Girişimci işletme. *Visionary E-Journal/Vizyoner Dergisi*, 5(10). <https://arastirmax.com/en/system/files/dergiler/243883/makaleler/5/10/arastirmax-drucker-perspektifinde-inovasyonun-isletmelerin-gelisimi-uzerine-etkisi-girisimci-isletme.pdf>

- Cohen, B. (2006). Sustainable valley entrepreneurial ecosystems. *Business Strategy and the Environment*, 15(1), 1-14. doi: 10.1002/bse.428
- Davies, W. E., ve Giovannetti, E. (2018). Signalling experience & reciprocity to temper asymmetric information in crowdfunding evidence from 10,000 projects. *Technological Forecasting and Social Change*, 133, 118-131. doi: 10.1016/j.techfore.2018.03.011
- De Buysere, K., Gajda, O., Kleverlaan, R., Marom, D., ve Klaes, M. (2012). *A framework for European crowdfunding* (1st ed.). Creative Commons. http://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2013/06/Framework_EU_Crowdfunding.pdf
- Decision Point. *Fintech: Disrupting & augmenting the financial landscape digitally savvy customers and diverse players driving innovation*. Erişim tarihi 23 Eylül 2019. https://www.wnsdecisionpoint.com/Portals/1/Documents/Reports/PDFFiles/5283/71/WNSDecisionPoint_FINTECH-Transforming-the-financial-services-landscape-finalversion.pdf
- Devaraj, S., ve Patel, P. C. (2016). Influence of number of backers, goal amount, and project duration on meeting funding goals of crowdfunding projects. *Economics Bulletin*, 36(2), 1242-1249. <http://www.accessecon.com/Pubs/EB/2016/Volume36/EB-16-V36-I2-P121.pdf>
- Dorff, M. B. (2013). The siren call of equity crowdfunding. *The Journal of Corporation Law*, 39(3), 493-524. doi:10.2139/ssrn.2325634
- Drucker, P. (2014). *Innovation and entrepreneurship*. New York: Routledge.
- Dushnitsky, G., Guerini, M., Piva, E., ve Rossi-Lamastra, C. (2016). Crowdfunding in Europe: determinants of platform creation across countries. *California management review*, 58(2), 44-71. doi.org/10.1525%2Fcmr.2016.58.2.44
- Elçi, Ş. (2006). *İnovasyon: Kalkınma ve Rekabetin Anahtarı*. Ankara: Nova Yayınları.
- EBRD. *FinTech*. Erişim tarihi 19 Ağustos 2019. <https://www.ebrd.com/ebrd-legal-reform-access-to-finance-and-fintech.html>

- European Commission. (2016). *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*. European Commission Staff Working Document, Brussels. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/crowdfunding-report-03052016_en.pdf
- European Parliament. (2017). *Report on FinTech: the influence of technology on the future of the financial sector* (Economic and Monetary Affairs Committee, 2016/2243(INI)). http://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2017-0176_EN.pdf
- Fatehi, S., ve Wagner, M. R. (2019). Crowdfunding via revenue-sharing contracts. *Manufacturing & Service Operations Management*, 21(4), 875-893. Doi: 10.1561/02000000071
- FCA. *About the FCA*. Erişim tarihi 15 Nisan 2019. <https://www.fca.org.uk/about/the-fca>
- Fenwick, M., McCahery, J. A., ve Vermeulen, E. P. (2018). Fintech and the financing of SMEs and entrepreneurs: From crowdfunding to marketplace lending. In D. Cumming ve L. Hornuf (Eds.), *The Economics of Crowdfunding* (pp. 103-129). Palgrave Macmillan. https://link.springer.com/content/pdf/10.1007%2F978-3-319-66119-3_6.pdf
- Financial Times. *Crowdfunding gives entrepreneurs cheaper and faster finance*. Erişim tarihi 29 Nisan 2019. <https://www.ft.com/content/0934d48c-ea4b-11e3-afb3-00144feabdc0>
- FSB. (2017). *Financial Stability Implications from FinTech*. Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities' Attention. <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/R270617.pdf>
- Gartner, W. B. (1985). A conceptual framework for describing the phenomenon of new venture creation. *Academy of management review*, 10(4), 696-706. doi: 10.5465/AMR.1985.4279094
- Gerber, E. M., Hui, J. S., ve Kuo, P. Y. (2012). *Crowdfunding: Why people are motivated to post and fund projects on crowdfunding platforms* (Northwestern University Creative Action Lab Working Paper). <https://pdfs.semanticscholar.org/c1e2/a1068f0af1c3120c62be5943340518860ecb.pdf>

- Global Entrepreneurship Research Association. (2017). *Global Entrepreneurship Monitor global report 2016-2017*. <https://www.gemconsortium.org/report/gem-2016-2017-global-report>
- Greenberg, J., ve Mollick, E. (2017). Activist choice homophily and the crowdfunding of female founders. *Administrative Science Quarterly*, 62(2), 341-374. doi: 10.1177/0001839216678847
- Growth Business. *Matt Cooper, Crowdcube Q&A – ‘What works well is when a business can tell a story*. Erişim tarihi 04 Kasım 2019. <https://www.growthbusiness.co.uk/matt-cooper-of-crowdcube-growth-business-qa-2556442/>
- Gökten, S., Başer, F., ve Yalçın, İ. S. (2017). F-skor göstergelerinin hisse senedi değeri üzerindeki etkisinin defter değerinin aracılık rolü çerçevesinde incelenmesi. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 9(4), 837-857. doi: 10.20491/isarder.2017.361
- Gürünlü, M. (2018). Gelişmekte olan piyasalarda inovasyon ve girişimciliğin finansmanı sorunu ve alternatif çözüm önerileri. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 10(4), 286-303. doi: 10.20491/isarder.2018.524
- Harwood, A., ve Konidaris, T. (2015). *SME exchanges in emerging market economies: A stocktaking of development practices* (Working Paper). The World Bank. <https://elibrary.worldbank.org/doi/abs/10.1596/1813-9450-7160>
- Hemer, J. (2011). *A snapshot on crowdfunding* (Working Papers “Firms and Region”, No. R2/2011). Fraunhofer Institute for Systems and Innovation Research (ISI). http://publica.fraunhofer.de/eprints/urn_nbn_de_0011-n-1859318.pdf
- Hornuf, L., ve Schwienbacher, A. (2018). Market mechanisms and funding dynamics inequity crowdfunding. *Journal of Corporate Finance*, 50, 556-574. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2017.08.009
- Huang, Z., Chiu, C. L., Mo, S., ve Marjerson, R. (2018). The nature of crowdfunding in China: initial evidence. *Asia Pacific Journal of Innovation and Entrepreneurship*, 12(3), 300-322. doi: 10.1108/APJIE-08-2018-0046/full/html

- Hung, A., Parker, A. M., ve Yoong, J. (2009). *Defining and measuring financial literacy* (RAND Working Paper Series, WR-708). https://www.rand.org/content/dam/rand/pubs/working_papers/2009/RAND_WR708.pdf
- Iansiti M & Levien R. (2004). Strategy as ecology. *Harvard Business Review*, 82(3), 68-79. <https://hbr.org/2004/03/strategy-as-ecology>
- IOSCO. (2016). *IOSCO Securities markets risk outlook 2016* (The IOSCO Outlooks, 3). <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD527.pdf>
- Ivanov, V., ve Knyazeva, A. (2017). *US securities-based crowdfunding under Title III of the JOBS Act* (DERA White paper). SEC. https://www.sec.gov/files/2017-03/RegCF_WhitePaper.pdf
- İçke, M. A. (2014). Schumpeter ve yeniliklerin finansmanı. *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 11(1), 17-38. <https://dergipark.org.tr/en/pub/ksusbd/issue/10272/126026>
- İşler, S.T. (2014). Modern finansmanda yeni bir dönem: Kitlese fonlama-crowdfunding. *Gösterge, Güz*, 50-65. https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/TSPB-GOSTERGE-GUZ_opt.pdf
- İşler, S.T. (2015). Kitlese fonlama (crowdfunding) düzenlemeleri. *Gösterge, Bahar*, 56-69. https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/gosterge_2015_bahar.opt_.pdf
- Jenik, I., Lyman, T., ve Nava, A. (2017). *Crowdfunding and financial inclusion* (Working Paper), Consultative Group to Assist the Poor. <https://www.cgap.org/sites/default/files/Working-Paper-Crowdfunding-and-Financial-Inclusion-Mar-2017.pdf>
- Johnson, D. (2001). What is innovation and entrepreneurship? Lessons for larger organisations. *Industrial and commercial training*, 33(4), 135-140. doi: 10.1108/00197850110395245
- Kaur, H., ve Gera, J. (2017). Effect of social media connectivity on success of crowdfunding campaigns. *Procedia Computer Science*, 122, 767-774. doi: 10.1016/j.procs.2017.11.435

- KGF. *KGF ne zaman kuruldu, ne iş yapar, kuruluş amacı nedir*. Erişim tarihi 17 Eylül 2019. <http://www.kgf.com.tr/index.php/tr/bilgi-merkezi/sikca-sorulan-sorular>
- Kibritçioğlu, A. (1998). İktisadi büyümenin belirleyicileri ve yeni büyüme modellerinde beşeri sermayenin yeri. *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 53(1), 207 - 230. <https://econwpa.ub.uni-muenchen.de/econ-wp/dev/papers/0505/0505009.pdf>
- Kickstarter. Erişim tarihi 07 Haziran 2018. <https://www.kickstarter.com/>
- Kickstarter(a). Erişim tarihi 07 Haziran 2018. https://www.kickstarter.com/about?ref=about_subnav
- Kirby, E., ve Worner, S. (2014). *Crowd-funding: An infant industry growing fast* (Working Paper of the IOSCO Research Department, SWP3/2014). <https://www.iosco.org/research/pdf/Internetfinancepart1.pdf>
- Kleemann, F., Voß, G. G., ve Rieder, K. (2008). Un(der) paid innovators: The commercial utilization of consumer work through crowdsourcing. *Science, technology & innovation studies*, 4(1), 5-26. doi: 10.17877/DE290R-12790
- Kline, B.R. (2011). *Principles and practice of structural equation modeling*. New York: The Guilford Press.
- Klöhn, L. (2018). The regulation of crowdfunding in europe. In D. Cumming ve L. Hornuf (Eds.), *The Economics of Crowdfunding* (pp. 219-253). Palgrave Macmillan. doi: 10.1007/978-3-319-66119-3_10
- Koch, J. A., ve Siering, M. (2015). *Crowdfunding success factors: the characteristics of successfully funded projects on crowdfunding platforms* (ECIS 2015 Completed Research Papers, 106). doi: 10.18151/7217393
- Koç, İ. (2017). Kitle fonlaması paneli düzenlendi. *Sermaye Piyasasında Gündem, Mart 2017*(175), 1-2. https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/Sermaye_Piyasasinda_Gundem_Mart_2017_03son.pdf

- KOSGEB. (2015). *Türkiye girişimcilik stratejisi ve eylem planı 2015-2018*.
https://www.kosgeb.gov.tr/Content/Upload/Dosya/Mali%20Tablolar/Gisep_2015-2018_TR.pdf
- KOSGEB. *KOBİ finansman destek programı*. Erişim tarihi 16 Eylül 2019.
<https://www.kosgeb.gov.tr/site/tr/genel/destekdetay/1233/kredi-faiz-destek-programi>
- Kromidha, E., ve Robson, P. (2016). Social identity and signalling success factors in online crowdfunding. *Entrepreneurship & Regional Development*, 28(9-10), 605-629. doi: 10.1080/08985626.2016.1198425
- Kunz, M. M., Bretschneider, U., Erler, M., & Leimeister, J. M. (2017). An empirical investigation of signaling in reward-based crowdfunding. *Electronic Commerce Research*, 17(3), 425-461. doi:10.1007/s10660-016-9249-0
- Kuppuswamy, V., ve Bayus, B. L. (2015). *Crowdfunding creative ideas: The dynamics of project backers in Kickstarter* (Working Paper). https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2234765
- Kuppuswamy, V., ve Bayus, B. L. (2017). Does my contribution to your crowdfunding project matter?. *Journal of Business Venturing*, 32(1), 72-89. doi: 10.1016/j.jbusvent.2016.10.004
- Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik (2005, 18 Kasım). Resmi Gazete (Sayı: 25997). <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2005/11/20051118-5.htm>
- Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik (2018, 24 Haziran). Resmi Gazete (Sayı: 30458). <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2018/06/20180624-7.pdf>
- Lehner, O. M., Grabmann, E., ve Ennsgraber, C. (2015). Entrepreneurial implications of crowdfunding as alternative funding source for innovations. *Venture Capital*, 17(1-2), 171-189. doi: 10.1080/13691066.2015.1037132

- Lei, P. W., ve Wu, Q. (2007). Introduction to structural equation modeling: Issues and Practical considerations. *Educational Measurement: issues and practice*, 26(3), 33-43. doi: 10.1111/j.1745-3992.2007.00099.x
- Leland, H. E., ve Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The journal of Finance*, 32(2), 371-387. doi: 10.1111/j.1540-6261.1977.tb03277.x
- Li, J. (2016). Equity crowdfunding in China: Current practice and important legal issues. *Asian Bus. Law*, 18, 59. <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/asbulaw18&div=5&id=&page=>
- Lichtig, B. (2015). Crowdfunding success: The short story-analyzing the mix of crowd-funded ventures. *Wharton Research Scholars*. 121. http://repository.upenn.edu/wharton_research_scholars/121
- Lucas, E. R. (1988). On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics*, 22(1), 3-42. <https://www.parisschoolofeconomics.eu/docs/darcillon-thibault/lucasmecanicseconomicgrowth.pdf>
- Lukkarinen, A., Teich, J. E., Wallenius, H., ve Wallenius, J. (2016). Success drivers of online equity crowdfunding campaigns. *Decision Support Systems*, 87, 26-38. doi: 10.1016/j.dss.2016.04.006
- Mack, E., ve Mayer, H. (2016). The evolutionary dynamics of entrepreneurial ecosystems. *Urban Studies*, 53(10), 2118-2133. doi: 10.1177/0042098015586547
- Mamonov, S., Malaga, R., ve Rosenblum, J. (2017). An exploratory analysis of Title II equity crowdfunding success. *Venture Capital*, 19(3), 239-256. doi: 10.1080/13691066.2017.1302062
- Mamonov, S., ve Malaga, R. (2018). Success factors in Title III equity crowdfunding in the United States. *Electronic Commerce Research and Applications*, 27, 65-73. doi: 10.1016/j.elerap.2017.12.001

- Marom, D., Robb, A., ve Sade, O. (2013). *Gender dynamics in crowdfunding* (Working Paper). <https://funginstitute.berkeley.edu/wp-content/uploads/2013/11/Gender-Dynamics-in-Crowdfunding.pdf>
- Mayer, C., Schoors, K., ve Yafeh, Y. (2005). Sources of funds and investment activities of venture capital funds: evidence from Germany, Israel, Japan and the United Kingdom. *Journal of Corporate Finance*, 11(3), 586-608. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2004.02.003
- Menteş, A. (2019). Finansal tabana yayılma aracı olarak finansal teknoloji şirketleri. *Sosyal Bilimler Araştırma Dergisi*, 8(1), 168-175. <https://dergipark.org.tr/tr/pub/ssrj/issue/43336/513029>
- M. Jones, D. (2010). *The industrial and commercial finance corporation: Lessons from the past for the future*. London: CIVITAS <http://www.civitas.org.uk/pdf/ICFC.pdf>
- Mishkin, F. S. (2016). *The economics of money, banking, and financial markets* (11th Ed.) Global Ed.: Pearson education.
- Mollick, E. R. (2013). *Swept away by the crowd? Crowdfunding, venture capital, and the selection of entrepreneurs* (Wharton - University of Pennsylvania Working Paper). https://repository.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1219context=mgmt_papers
- Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 29(1), 1-16. doi: 10.1016/j.jbusvent.2013.06.005
- Mollick, E., ve Robb, A. (2016). Democratizing innovation and capital access. *California Management Review*, 58(2), 72-87. doi: 10.1525%2Fcmr.2016.58.2.72
- OECD. (2016). *OECD/INFE International survey of adult financial literacy competencies*. Paris: OECD Publishing. <https://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/OECD-INFE-International-Survey-of-Adult-Financial-Literacy-Competencies.pdf>
- OECD. (2018). *Financing SMEs and entrepreneurs 2018: An OECD scoreboard*. Paris: OECD Publishing. <https://www.oecd.org/cfe/smes/Highlights-Financing-SMEs-and-Entrepreneurs-2018.pdf>

- P2PMarketData. *What is invoice trading?* Erişim tarihi 24 Eylül 2019. <https://p2pmarketdata.com/invoice-trading/>
- P2PMarketData(a). *The ultimate guide to real estate crowdfunding with examples.* Erişim tarihi 24 Eylül 2019. <https://p2pmarketdata.com/real-estate-crowdfunding-guide/>
- P2PMarketData (b). Balance sheet lending: What is it and how does it differ from P2P Lending? Erişim tarihi 24 Eylül 2019. <https://p2pmarketdata.com/balance-sheet-lending/>
- P2PMarketData(c). *Crowdfunding statistics worldwide: Volume by country and industry trends.* Erişim tarihi 24.09.2019. <https://p2pmarketdata.com/crowdfunding-statistics-worldwide/>
- P2PMarketData(d). *Crowdfunding in China: A look at the World's largest market.* Erişim tarihi 24 Eylül 2019. <https://p2pmarketdata.com/crowdfunding-china/>
- P2PMarketData(e). *Crowdfunding in the Americas: USA, Canada, Latin America & the Caribbean (2019).* Erişim tarihi 24 Eylül 2019. <https://p2pmarketdata.com/crowdfunding-americas/>
- P2PMarketData(f). *Crowdfunding in Europe: Market size by country & finance model (2019).* Erişim tarihi 24 Eylül 2019. <https://p2pmarketdata.com/crowdfunding-europe/>
- Petitjean, M. (2017). What explains the success of reward-based crowdfunding campaigns as they unfold? Evidence from the French crowdfunding platform KissKissBankBank. *Finance Research Letters*, 26, 9-14. doi: 10.1016/j.frl.2017.11.005
- Petty, R. E., ve Cacioppo, J. T. (1986). The elaboration likelihood model of persuasion. *Communication and persuasion*, 1-24. doi: 10.1007/978-1-4612-4964-1_1
- PwC. Türkiye’de alternatif bir finansman yöntemi olarak kitle fonlaması. Erişim tarihi 08 Ağustos 2019. <https://www.pwc.com.tr/tr/etkinlik/turkiyede-alternatif-bir-finansman-yontemi-olarak-kitle-fonlamasi.html>
- Ralcheva, A., ve Roosenboom, P. (2016). *The role of certification for equity crowdfunding success.* Paper presented at the 33rd International Conference of the French Finance

Association, Liège. [https://www.em-lyon.com/minisiteen/content/download/169567/6658169/file/Ralcheva,%20Roosenboom%20-%20On%20the%20Road%20to%20Success%20in%20Equity%20Crowdfunding%20\(Updated%20Version\).pdf](https://www.em-lyon.com/minisiteen/content/download/169567/6658169/file/Ralcheva,%20Roosenboom%20-%20On%20the%20Road%20to%20Success%20in%20Equity%20Crowdfunding%20(Updated%20Version).pdf)

Romer, M. P. (1986). Increasing returns and long-run growth. *The Journal of Political Economy*, 95(5), 1002-1037. doi: 10.1086/261420

Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The bell journal of economics*, 23-40. doi: 10.2307/3003485

Rossi, M. (2014). The new ways to raise capital: an exploratory study of crowdfunding. *International Journal of Financial Research*, 5(2), 8. doi: 10.5430/ijfr.v5n2p8

Rothschild, M., ve Stiglitz, J. (1976). Equilibrium in competitive insurance markets: An essay on the economics of imperfect information. *The Quarterly Journal of Economics*, 90(4), 629-649. <https://www.uh.edu/~bsorensen/Rothschild&Stiglitz.pdf>

Rubanov, P. M., ve Marcantonio, A. (2017). Alternative finance business-models: Online platforms. *Financial Markets, Institutions and Risks*, 1(3), 92-98. doi: 10.21272/fmir.1(3).92-98.2017

Sermaye Piyasası Kurulu(a). *2015 yılı ikinci Türkiye finansal okuryazarlık araştırması tamamlandı*. Erişim tarihi 15 Ağustos 2019. <http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Dosya/20151005/0>

Sermaye Piyasası Kurulu(b). *Paya dayalı kitle fonlaması tebliğ taslağı*. Erişim tarihi 30 Temmuz 2019. <http://spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20190103/0>

Sermaye Piyasası Kurulu(c). *Girişimcilere alternatif finansman imkanı – Kitle fonlaması*. Erişim tarihi, 04 Ekim 2019. <https://spk.gov.tr/Duyuru/Dosya/20191003/0>

Schmidt, K. M. (2003). Convertible securities and venture capital finance. *The Journal of Finance*, 58(3), 1139-1166. doi: 10.1111/1540-6261.00561

Schwienbacher, A., ve Larralde, B. (2012). Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. In D. Cumming (Eds.), *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance* (pp. 369-391). Oxford: Oxford University Press. doi: 10.2139/ssrn.1699183

- Schumacker, R. E., ve Lomax, R. G. (2010). *A beginner's guide to structural equation modeling* (3rd ed.). Mahwah, New Jersey, London: Lawrence Erlbaum Associates, Inc., Publishers.
- Schumpeter, J.A. (1934). *The theory of economic development*. Cambridge, MA, US: Harvard University Press.
- Schumpeter, J.A. (1939). *Business cycles. A theoretical, historical and statistical analysis of the capitalist process*. New York: McGraw-Hill.
- Schumpeter, J.A. (1942). *Capitalism, socialism and democracy* (2nd ed.). New York and London: Harper & Brothers.
- SEC. (2013a). *SEC fact sheet: Eliminating the prohibition on general solicitation and general advertising in certain offerings*. <https://www.sec.gov/news/press/2013/2013-124-item1.htm>
- SEC. (2013b). *SEC investor bulletin: Accredited investors*. <https://www.investor.gov/news-alerts/investor-bulletins/investor-bulletin-accredited-investors>
- SEC. (2015). *SEC spotlight: Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act*. <https://www.sec.gov/spotlight/jobs-act.shtml>
- Sermaye Piyasası Kurulu. (2014). *2014-2016 Stratejik plan* (Nisan: 28). <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1005>
- Segal, M. (2016). *What is alternative finance?* (Economic Research - Alternative Finance Series). US Small Business Administration, Office of Advocacy. <https://advocacy.sba.gov/2016/09/17/what-is-alternative-finance/>
- Shrout, P. E., ve Bolger, N. (2002). Mediation in experimental and nonexperimental studies: New procedures and recommendations. *Psychological Methods*, 7, doi: 422-445. 10.1037/1082-989X.7.4.422
- Skirnevskiy, V., Bendig, D. ve Brettel, M. (2017). The influence of internal social capital on serial creators' success in crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41(2), 209-236. doi: 10.1111/etap.12272

- Soriano, M. A. (2017). *Factors driving financial inclusion and financial performance in Fintech new ventures: An empirical study*. (Doctoral dissertation). https://ink.library.smu.edu.sg/etd_coll/145
- Soydemir, S. (2012). *KOBİ'lerin finansmanında borsalar* (Tartışma Metni, 2012/88). <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/81653/1/727027352.pdf>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. doi: 10.1016/B978-0-12-214850-7.50025-5
- Spence, M. (2002). Signaling in retrospect and the informational structure of markets. *American Economic Review*, 92(3), 434-459. doi: 10.1257/00028280260136200
- Spilling, O. R. (1996). The entrepreneurial system: On entrepreneurship in the context of a mega-event. *Journal of Business research*, 36(1), 91-103. doi: 10.1016/0148-2963(95)00166-2
- Stiglitz, J.E. (2000). The contributions of the economics of information to twentieth century economics. *Quarterly Journal of Economics*, 115(4), 1441-1478. doi: 10.1162/003355300555015
- Stiglitz, J. E. (2002). Information and the change in the paradigm in economics. *American Economic Review*, 92(3), 460-501. doi: 10.1257/00028280260136363
- Stiglitz, J. E., ve Weiss, A. (1992). Asymmetric information in credit markets and its implications for macro-economics. *Oxford Economic Papers*, 44(4), 694-724. <https://www.jstor.org/stable/2663385>
- Sudek, R. (2006). Angel investment criteria. *Journal of Small Business Strategy*, 17(2), 89-104. <https://libjournals.mtsu.edu/index.php/jsbs/article/view/68>
- Şen, A. (2006). Asimetrik bilgi-finansal kriz ilişkisi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 14. <https://dergipark.org.tr/tr/pub/dpusbe/issue/4756/65327>
- Tarısever, N. H. (2004). *Avrupa Birliği'nde girişimciliğin teşvik edilmesi için izlenen politikalar ve Türkiye'deki politikaların Avrupa Birliği uygulamalarına uyumu* (Uzmanlık Tezi). Avrupa Birliği Genel Sekreterliği Sektörel ve Bölgesel Politikalar

Dairesi.https://www.ab.gov.tr/files/Uzmanl%C4%B1k%20Tezleri/nazli_hezar_tanris_ever.pdf

TEB ve Boğaziçi Üniversitesi. (2014). *Türkiye’de finansal erişim ve okuryazarlık 2014*. https://www.teb.com.tr/upload/PDF/aile%20akademisi%20erisim%20endeksi%20raporu/foe_endeks_rapor_2014.pdf

TEB ve Boğaziçi Üniversitesi. (2015). *Türkiye’de finansal erişim ve okuryazarlık 2015*. https://www.teb.com.tr/upload/PDF/aile%20akademisi%20erisim%20endeksi%20raporu/2015_finansal_okuryazarlik_ve_erisim_endeksi_raporu.pdf

TEB ve Boğaziçi Üniversitesi. (2016). *Türkiye’de finansal erişim ve okuryazarlık 2016*. https://www.teb.com.tr/upload/PDF/aile%20akademisi%20erisim%20endeksi%20raporu/2016_finansal_okuryazarlik_ve_endeksi_raporu.pdf

TEB ve Boğaziçi Üniversitesi. (2017). *Türkiye’de finansal erişim ve okuryazarlık 2017*. https://www.teb.com.tr/upload/PDF/aile%20akademisi%20erisim%20endeksi%20raporu/TEB_FOE_Rapor_2017_12_29_online.pdf

TEB ve Boğaziçi Üniversitesi. (2018). *Türkiye’de finansal erişim ve okuryazarlık 2018*. https://www.teb.com.tr/upload/PDF/TEB-FOE-Rapor-2018_website.pdf

Tekeoğlu, N. (2015). Kitlesele fonlama ile alternatif film finansmanı oluşturma ve bir film analizi: Sıra dışı insanlar. *The Journal of Academic Social Science Studies*, 38, 295-302. <https://studylibtr.com/doc/2561977/ki%CC%87tlesel-fonlama-i%CC%87le-alternati%CC%87f-fi%CC%87lm-fi%CC%87nansmani>

T.C. Kalkınma Bakanlığı. (2014). *Onuncu kalkınma planı 2014-2018 - Girişimciliğin geliştirilmesi özel ihtisas komisyonu raporu 2023*. (Yayın No: KB:2899-ÖİK, 739). http://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2018/11/10_GirisimciliginGelistirilmesi.pdf

The Global Entrepreneurship and Development Institute. (2017). *Global Entrepreneurship Index 2017*. Washington, DC: The Global Entrepreneurship and Development Institute. <https://thegedi.org/2017-global-entrepreneurship-index/>

- The Global Entrepreneurship and Development Institute (a). *Global entrepreneurship index*. Erişim tarihi 31 Temmuz 2019. <https://thegedi.org/global-entrepreneurship-and-development-index/>
- Thürriidl, C., ve Kamleitner, B. (2016). What goes around comes around? Rewards as strategic assets in crowdfunding. *California management review*, 58(2), 88-110. doi: 10.1525/cm.2016.58.2.88
- Türkiye Büyük Millet Meclisi Başkanlığı. *Bakanlar Kurulunca 21 Kasım 2016 tarihinde kararlaştırılan Sermaye Piyasası Kanununda değişiklik yapılmasına dair Kanun tasarısı*. Erişim tarihi 14 Nisan 2017. 2016. <http://www2.tbmm.gov.tr/d26/1/1-0797.pdf>
- Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı. (2019). *Onbirinci kalkınma planı 2019 - 2023*. <http://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2019/07/OnbirinciKalkinmaPlani.pdf>
- Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği. “*Kitle Fonlaması*” paneli düzenlendi. Erişim tarihi, 15 Mayıs 2019. <https://www.tspb.org.tr/tr/sermaye-piyasasinda-yeni-finansman-modeli-kitle-fonlamasi-paneli/>
- Tukey, J.W. (1977). *Exploratory data analysis*. Addison-Wesley Publishing Company
- Türkiye İstatistik Kurumu. (2018). *Türkiye istatistikleri 2017* (Haziran: 1-10). <http://www.tuik.gov.tr/>
- Ullman, J. B. (2006). Structural equation modeling: Reviewing the basics and moving forward. *Journal of personality assessment*, 87(1), 35-50. doi: 10.1207/s15327752jpa8701_03
- UKBAA. *Syndication and co-investment*. Erişim tarihi 29 Ağustos 2019. <https://www.ukbaa.org.uk/services-for-investors/investing-your-money/syndication-and-co-investment/>
- Ünsal, S. (2017). *Kitlesel fonlama iş yapma yöntemini değiştirecek yeni sistem*. İstanbul: Ceres Yayınevi.

- Vismara, S. (2016). Equity retention and social network theory in equity crowdfunding. *Small Business Economics*, 46(4), 579-590. doi: 10.1007/s11187-016-9710-4
- Vulkan, N., Åstebro, T., ve Sierra, M. F. (2016). Equity crowdfunding: A new phenomena. *Journal of Business Venturing Insights*, 5, 37-49. Doi: 10.1016/j.jbvi.2016.02.001
- Wang, N., Li, Q., Liang, H., Ye, T., ve Ge, S. (2018). Understanding the importance of interaction between creators and backers in crowdfunding success. *Electronic Commerce Research and Applications*, 27, 106-117. doi: 10.1016/j.elerap.2017.12.004
- Wetzel Jr, W. E. (1983). Angels and informal risk capital. *Sloan Management Review*, 24(4), 23. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1505193
- Yağcı, M. (2018). Yükselen finansal teknolojilerin ekonomi politiği: Fintek ve bitcoin örnekleri. *İktisat ve Toplum*, 88(2), 17-24. https://www.academia.edu/35968666/Y%C3%BCkselen_Finansal_Teknolojilerin_Ekonomi_Politi%C4%9Fi_Fintek_Ve_Bitcoin_%C3%96rneklere
- Yazıcı, T. (2018). Amatör inovasyonun destekçisi" Crowdfunding": " Buluşum" sitesi üzerine bir inceleme. *Global Media Journal: Turkish Edition*, 9(17). https://globalmediajournaltr.yeditepe.edu.tr/sites/default/files/10_tulay_yazici.pdf
- Zaimoğlu, T. (1995). *Risk sermayesi ve Türkiye’de uygulama olanakları*. Ankara: SPK Yayınları No:19.
- Zengin, S., Yüksel, S., ve Kartal, M. T. (2017). Kitle fonlaması sisteminin Türkiye’ye faydaları. *Banka ve Sermaye Piyasası Araştırmaları Dergisi*, 1(2). <https://dergipark.org.tr/en/pub/bspad/issue/29048/337916>
- Zhang, B., Ziegler, T., Mammadova, L., Johanson, D., Gray, M., ve Yerolemou, N. (2018). *The 5'th UK Alternative finance industry report*. Cambridge: Cambridge Center for Alternative Finance, University of Cambridge. <https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/>

user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2018-5th-uk-alternative-finance-industry-report.pdf

Zheng, H., Li, D., Wu, J., ve Xu, Y. (2014). The role of multidimensional social capital in crowdfunding: A comparative study in China and US. *Information & Management*, 51(4), 488-496. doi: 10.1016/j.im.2014.03.003

Zider, B. (1998). How venture capital works. *Harvard business review*, 76(6), 131-139. <https://hbr.org/1998/11/how-venture-capital-works>

Ziegler, T., Johanson, D., King, M., Zhang, B., Mammadova, L., Ferri, F., Trappe, R., Suresh, K., Hao, R., Ryll, L., ve Yerolemu, N. (2018). *Reaching new heights the 3rd Americas alternative finance industry report*. Cambridge: Cambridge Center for Alternative Finance, University of Cambridge. https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2019-05-ccaf-3rd-americas-alternative-finance-industry-report.pdf

III-35/A.1 sayılı Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği (2019, 03 Ekim). Resmi Gazete (Sayı: 30907). <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2019/10/20191003-5.htm>

III-48.3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (2013, 9 Ekim). Resmi Gazete (Sayı: 28790). <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/10/20131009.htm>

III-52.4 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (2014, 2 Ocak). Resmi Gazete (Sayı: 28870). <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140102-4.htm>

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (2012, 30 Aralık). Resmi Gazete (Sayı: 28513). <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2012/12/20121230-1.htm>

7061 sayılı Bazı Vergi Kanunları ile Diğer Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun (2017, 5 Aralık). Resmi Gazete (Sayı: 30261). <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2017/12/20171205-12.htm>

EKLER

Ek-1. Crowdcube Platformu Kampanya Sayfalarından Derlenen Veriler

	KAMPANYA BAŞARISI ÖLÇÜTLERİ				GİRİŞİM ŞİRKETİNE İLİŞKİN FAKTÖRLER								GİRİŞİM ŞİRKETİNİN KURUCUSUNA İLİŞKİN FAKTÖRLER			KİTLE FONLAMASI KAMPANYASINA İLİŞKİN FAKTÖRLER							DİĞER DESTEKLEYİCİ FAKTÖRLER							
	TİFT	GFY	TYS	KBFT	TY	ÜH	YÖSD	KYBM	TÖPS	GKFTM	PÇSM	FIS	TIS	TKS	BKM	FHM	HFT	SPO	APMYT	YPMYT	KVS	VTS	BGS	SÖS	İBDS	BBYM	EYYT	EYYTY	YYS	KSTS
1	109.550	1.0900	145	755,52	2	0	589.000	0	0	0	1	6.124	3.324	2	0	1	100.000	0,1568	2.500	10	1	266	10	8	4	0	20.000	0,2000	12	242
2	423.110	1.4100	175	2.417,77	0	0	1.500.000	0	0	0	1	351	101	2	0	1	300.000	0,2200	3.000	10	1	260	17	7	5	0	70.000	0,2333	8	296
3	166.000	1.1000	277	599,28	3	1	2.500.303	0	0	0	0	5.165	425	2	0	1	150.000	0,0623	1.000	10	1	332	10	4	2	0	40.000	0,2667	8	447
4	386.200	1.6000	352	1.097,16	1	0	510.000	0	0	0	1	823	798	1	0	1	240.000	0,4309	2.500	10	1	186	22	8	7	0	50.000	0,2083	29	570
5	996.340	1.3200	433	2.301,02	2	0	4.000.000	0	0	0	1	41	1.449	2	0	1	750.000	0,1995	10	0	2	245	7	0	2	0	150.000	0,2000	17	639
6	292.220	1.1900	211	1.384,93	1	0	1.129.000	0	0	0	1	1.286	3.570	2	0	1	250.000	0,2056	10.000	10	1	193	16	0	5	1	15.000	0,0600	7	289
7	1.664.750	2.2200	907	1.835,45	4	1	5.929.699	0	7	1	1	16.757	2.938	2	0	1	750.000	0,2193	10	0	1	268	12	7	5	1	500.000	0,6667	40	1.153
8	1.916.430	1.9100	643	2.980,45	3	0	7.002.000	0	0	0	0	27.643	7.282	3	0	1	1.000.000	0,2149	10	0	1	206	3	3	3	0	600.000	0,6000	19	834
9	317.540	3.1700	473	671,33	3	0	1.500.000	1	0	0	0	74	254	2	0	1	100.000	0,1747	50	10	1	181	4	0	2	1	40.000	0,4000	16	713
10	2.950.950	5.1700	284	10.390,67	4	1	11.350.635	0	1	0	0	13.944	3.209	1	0	1	570.000	0,2064	0	0	1	174	3	0	3	1	2.859.580	5,0168	13	588
11	205.020	1.4600	407	503,73	0	1	430.000	1	1	0	1	153	510	1	0	1	140.000	0,3229	2.500	10	1	193	15	0	4	0	15.000	0,1071	20	520
12	311.480	1.2400	494	630,53	6	1	1.750.000	0	1	0	1	2.907	7.149	1	1	1	250.000	0,1511	5.000	10	1	220	26	8	5	1	50.000	0,2000	16	627
13	220.440	2.2000	302	729,93	3	1	800.000	0	0	0	1	53	193	1	1	0	100.000	0,2160	2.500	10	1	254	13	7	2	0	30.000	0,3000	15	380
14	297.000	1.1800	359	827,30	5	0	3.245.000	1	1	0	1	3.967	8.272	2	0	1	250.000	0,0839	5.000	10	1	126	6	8	4	0	20.000	0,0800	19	531
15	152.570	1.0100	318	479,78	2	0	4.000.000	0	0	0	1	932	1.327	1	0	0	150.000	0,0367	10	0	1	240	8	4	3	1	25.000	0,1667	30	453
16	990.490	1.3200	977	1.013,81	18	1	10.000.000	0	0	0	1	12.410	2.479	2	1	0	750.000	0,0901	5.000	10	3	279	17	7	2	1	300.000	0,4000	38	1.288
17	233.340	1.5500	329	709,24	1	0	1.850.000	0	0	0	0	206	131	2	0	1	150.000	0,1120	5.000	10	2	250	7	4	2	1	100.000	0,6667	14	473
18	217.800	1.8100	281	775,09	1	1	840.000	0	0	0	0	794	448	2	0	1	120.000	0,2059	5.000	10	1	326	5	5	1	0	10.000	0,0833	10	362
19	111.040	1.4800	328	338,54	0	1	675.000	0	0	0	1	73	715	2	0	1	75.000	0,1413	2.000	10	1	148	11	5	2	0	10.000	0,1333	17	399
20	984.110	1.9800	705	1.395,90	1	1	4.500.000	1	0	0	1	55	1.663	2	0	1	495.000	0,1794	8.000	10	1	498	17	4	3	0	200.000	0,4040	55	950
21	162.400	1.2900	159	1.021,38	0	1	850.000	0	0	0	1	2.689	325	1	1	1	125.000	0,1604	3.000	10	1	328	14	7	2	0	50.000	0,4000	6	185
22	145.810	1.4500	306	476,50	2	1	600.000	1	0	0	1	6.323	37.900	1	0	1	100.000	0,1955	10	0	1	207	10	6	3	0	50.000	0,5000	17	280
23	308.910	1.0200	370	834,89	1	0	2.000.000	0	1	0	1	84	199	2	1	1	300.000	0,1338	2.000	10	1	218	18	5	3	1	60.000	0,2000	23	282
24	219.760	1.0900	220	998,91	2	1	2.000.000	0	0	0	0	1.902	520	1	1	1	200.000	0,0990	5.000	10	1	349	6	2	4	0	27.000	0,1350	10	142
25	291.980	0,9700	261	1.118,70	3	1	1.650.000	1	0	0	0	913	1.147	1	0	1	300.000	0,1538	3.000	10	1	248	13	0	3	1	150.000	0,5000	40	240
26	299.760	1,6600	275	1.090,04	1	0	600.000	1	0	0	1	975	1.150	2	1	0	180.000	0,3332	3.000	10	1	232	6	4	3	0	44.090	0,2449	8	167
27	138.710	1,1000	112	1.238,48	2	0	750.000	1	0	0	0	117	400	1	0	1	125.000	0,1561	3.000	10	1	249	14	4	2	0	20.000	0,1600	19	126
28	172.780	1,7200	350	493,66	2	1	600.000	0	0	0	1	1.556	4.241	2	0	1	100.000	0,2236	2.500	10	1	248	7	0	4	1	24.500	0,2450	14	237
29	749.660	0,9300	566	1.324,49	2	0	4.914.986	0	0	0	1	4.974	68	1	0	1	800.000	0,1400	3.000	10	1	310	25	6	2	1	140.000	0,1750	33	422
30	394.630	1,1200	367	1.075,29	7	1	3.100.000	0	0	0	1	2.121	6.390	1	0	0	350.000	0,1129	1.000	10	1	181	21	5	3	1	50.000	0,1429	19	238

31	395.760	0,9800	674	587,18	8	1	4.000.000	0	0	1	0	3.785	13.600	2	0	1	400.000	0,0909	5.000	10	1	178	18	6	3	0	400.000	1,0000	36	634
32	176.020	1,7600	321	548,35	3	0	1.500.000	0	0	1	1	1.066	1.108	1	0	1	100.000	0,1050	2.500	10	1	203	15	4	3	0	17.500	0,1750	15	376
33	1.574.810	2,7600	1.262	1.247,87	5	0	8.083.548	0	1	1	1	335	1.166	2	0	0	750.000	0,2043	5.000	10	1	331	21	0	3	1	118.680	0,1582	33	838
34	1.263.380	1,2600	700	1.804,83	6	1	9.000.000	0	0	0	0	29.042	3.738	2	0	1	1.000.000	0,1232	10.000	10	2	150	22	7	3	1	250.000	0,2500	45	409
35	522.910	1,7400	453	1.154,33	2	0	1.800.000	0	0	0	0	1.265	1.376	2	0	1	300.000	0,2251	3.000	10	1	168	12	0	4	0	50.000	0,1667	20	372
36	186.020	1,2400	239	778,33	3	0	850.000	0	0	0	0	103	374	1	0	1	150.000	0,1796	10	0	1	412	16	5	3	0	62.500	0,4167	27	216
37	218.340	1,4500	307	711,21	2	1	1.800.000	0	1	1	1	654	2.245	1	1	1	150.000	0,1082	6.000	10	1	313	4	5	3	0	25.020	0,1668	6	223
38	1.316.370	1,1400	150	8.775,80	4	0	4.487.492	0	5	0	1	1.817	2.692	1	0	1	1.150.000	0,2268	10	0	1	274	2	5	2	1	500.000	0,4348	6	97
39	1.747.470	1,7400	1.740	1.004,29	3	1	5.500.000	0	0	0	1	17.440	3.708	3	0	1	1.000.000	0,2411	10	0	1	207	4	3	4	1	100.700	0,1007	28	483
40	561.600	1,1200	405	1.386,67	3	1	3.131.444	0	0	0	1	6.181	370	1	1	1	500.000	0,1521	7.500	10	1	389	20	6	5	1	50.000	0,1000	10	238
41	1.245.940	2,4900	1.037	1.201,49	3	0	6.402.630	0	0	1	1	361	1.013	1	0	1	500.000	0,1629	10	0	2	325	15	4	3	0	150.000	0,3000	37	350
42	763.960	1,1400	326	2.343,44	6	0	3.075.000	0	0	0	0	756	519	1	0	1	670.000	0,1990	2.000	10	1	122	21	1	4	1	370.000	0,5522	41	310
43	348.360	1,7400	487	715,32	4	0	1.750.000	0	0	0	0	5.708	1.581	1	1	1	200.000	0,1660	4.000	10	1	311	15	8	2	1	52.500	0,2625	14	353
44	848.850	2,1200	898	945,27	3	1	2.900.000	0	2	0	1	11.433	5.929	2	0	0	400.000	0,2265	10.000	10	1	168	4	0	4	1	50.000	0,1250	62	1.186
45	153.710	1,5300	240	640,46	3	0	797.000	1	0	0	1	510	2.007	1	0	1	100.000	0,1617	2.500	10	1	208	13	0	6	0	20.000	0,2000	10	168
46	519.550	1,3300	329	1.579,18	1	0	2.300.000	0	1	0	0	3.923	1.749	1	1	1	390.000	0,1843	7.000	50	1	214	11	0	4	1	58.800	0,1508	16	318
47	194.310	1,2900	325	597,88	0	0	600.000	0	0	0	1	709	405	1	0	1	150.000	0,2446	5.000	10	2	306	14	4	3	0	50.000	0,3333	12	270
48	131.550	1,0500	152	865,46	1	1	400.000	0	0	0	1	552	118	2	0	1	125.000	0,1189	5.000	10	1	79	6	8	3	0	26.000	0,2080	20	213
49	524.490	1,0400	334	1.570,33	3	0	5.765.000	0	0	0	1	0	210	3	0	1	500.000	0,0834	10	0	1	230	8	0	4	1	31.500	0,0630	17	200
50	89.900	1,1900	141	637,59	4	1	110.000	0	0	0	0	1.149	762	1	0	1	75.000	0,4497	2.000	10	1	212	1	3	3	0	40.000	0,5333	16	134
51	201.220	1,0100	168	1.197,74	0	0	800.000	0	0	0	1	713	0	2	0	1	200.000	0,2000	1.500	10	1	140	14	4	2	0	39.000	0,1950	16	169
52	499.820	1,9900	297	1.682,90	0	0	800.000	0	2	0	1	8.090	7.228	1	0	1	A	0,3845	5.000	10	1	242	4	4	3	0	50.000	0,2000	10	164
53	1.760.340	1,7600	1.937	908,80	5	1	25.000.000	1	1	0	0	17.216	29.600	2	0	1	1.000.000	0,0658	10.000	10	1	203	17	8	2	1	555.560	0,5556	72	765
54	1.345.260	1,9200	826	1.628,64	11	1	6.500.000	0	0	0	0	12.725	3.934	1	1	1	700.000	0,1715	10	0	1	350	13	5	4	1	200.000	0,2857	12	367
55	319.750	1,2700	333	960,21	3	1	1.750.000	0	2	1	1	183	230	2	0	1	250.000	0,1545	3.000	10	1	145	29	3	3	0	25.000	0,1000	41	148
56	1.528.970	0,9800	976	1.566,57	7	1	35.341.680	0	0	1	1	1.769	6.148	1	0	1	1.550.000	0,0420	10	0	1	229	4	0	3	1	210.000	0,1355	47	577
57	704.690	2,0100	540	1.304,98	3	0	4.200.000	1	0	1	1	2.535	7	2	0	1	350.000	0,1437	1.500	10	1	184	14	4	3	0	100.000	0,2857	36	64
58	1.071.850	3,5700	1.113	963,03	2	0	4.000.000	0	0	1	1	1.953	5.220	3	0	1	300.000	0,2113	5.000	10	1	154	0	5	4	0	300.000	1,0000	4	186
59	148.280	1,4800	154	962,86	1	1	650.000	0	0	0	1	409	329	1	0	1	100.000	0,1857	3.000	10	1	239	4	8	2	0	20.000	0,2000	6	64
60	187.340	1,2400	258	726,12	2	1	900.000	1	1	0	1	1.970	5.186	1	0	1	150.000	0,1723	10.000	10	1	110	17	4	3	0	25.000	0,1667	19	191
61	1.437.140	3,6600	1.009	1.424,32	4	1	8.000.000	0	5	1	1	16.426	2.493	2	1	0	400.000	0,1550	0	10	1	298	0	5	4	0	230.000	0,5750	2	470
62	1.098.190	1,0900	344	3.192,41	4	1	4.000.000	0	0	0	1	4.471	155	1	0	1	1.000.000	0,2154	10	0	1	180	26	8	9	1	250.000	0,2500	18	267
63	1.000.490	1,3300	376	2.660,88	6	0	6.315.791	1	1	0	1	4.977	4.530	3	1	1	750.000	0,1367	10	0	1	349	13	5	4	1	150.000	0,2000	18	190
64	1.896.080	1,0600	2.515	753,91	13	1	33.014.890	0	1	1	1	169.982	21.800	2	1	1	1.500.000	0,0462	20.000	10	1	286	9	2	5	1	100.000	0,0462	61	1.713
65	816.880	1,1600	175	4.667,89	5	0	3.000.000	1	0	0	0	3.330	609	2	1	1	700.000	0,2140	0	10	1	308	8	5	3	0	250.000	0,2140	4	112
66	716.150	1,1900	540	1.326,20	2	1	2.000.000	1	0	0	1	710	302	2	0	1	600.000	0,2637	10.000	10	1	141	18	0	5	1	100.000	0,2637	11	309
67	955.960	2,3800	769	1.243,12	1	1	6.987.000	0	20	0	1	4.505	1.470	3	0	1	400.000	0,1204	10	0	1	246	17	8	4	1	92.710	0,1204	42	398
68	1.237.500	2,4700	1.218	1.016,01	7	0	25.000.000	0	6	0	0	255	0	1	0	1	500.000	0,0472	10	0	1	289	13	5	4	1	100.000	0,2000	67	1.551
69	390.000	1,0200	415	939,76	0	0	1.140.000	0	0	0	1	115	213	2	0	1	380.000	0,4625	5.000	10	1	269	11	4	4	0	100.000	0,2632	19	677
70	636.420	1,2700	457	1.392,60	3	0	2.250.000	0	0	1	1	2.059	3.948	2	0	1	500.000	0,2205	10.000	10	1	180	23	8	4	0	75.000	0,1500	23	647

71	875.720	1,0300	1.055	830,07	1	0	44.000.000	1	7	0	0	19.102	334	2	0	1	850.000	0,0228	10	0	2	294	9	4	3	0	53.580	0,0630	59	1.392
72	179.770	1,5000	121	1.485,70	0	0	800.000	0	0	0	0	13	12	3	0	1	120.000	0,1872	1.000	10	1	237	5	7	2	0	40.000	0,3333	11	192
73	893.810	1,1900	712	1.255,35	7	1	9.750.000	1	9	0	1	3.520	3.519	2	0	1	750.000	0,0840	10	0	1	293	26	5	3	0	50.000	0,0667	39	991
74	670.590	1,1100	268	2.502,20	3	0	5.500.000	0	0	0	1	2.798	1.488	2	0	1	600.000	0,1323	10	0	1	204	24	6	2	1	120.000	0,2000	13	376
75	211.930	1,0800	333	636,43	2	1	1.800.000	0	1	1	1	684	1.364	2	0	1	196.000	0,0982	7.000	10	1	183	30	5	1	1	30.500	0,1556	16	543
76	486.300	1,2100	259	1.877,61	3	0	800.000	1	0	0	0	299	3.367	1	0	0	400.000	0,3788	10	0	1	239	20	0	3	1	150.000	0,3750	17	433
77	400.960	1,3300	434	923,87	3	0	2.400.000	0	0	1	1	3.539	1.284	1	0	1	300.000	0,1432	2.000	10	2	273	9	4	4	0	180.000	0,6000	18	654
78	275.010	1,3700	305	901,67	2	0	3.000.000	0	1	1	1	3.900	2.212	1	0	1	200.000	0,0840	2.500	10	1	213	15	4	3	0	50.000	0,2500	9	403
79	453.780	4,5300	802	565,81	2	0	1.500.000	1	2	0	1	333	179	2	1	1	100.000	0,2323	5.000	10	1	342	11	6	5	1	40.000	0,4000	24	1.021
80	1.999.750	2,6600	1.370	1.459,67	4	0	18.000.000	1	1	1	0	0	7.185	1	0	1	750.000	0,0996	2.000	10	1	266	4	8	2	0	60.000	0,0800	63	1.578
81	1.107.480	1,4700	732	1.512,95	8	0	5.500.000	0	0	0	0	76.548	3.024	2	0	1	750.000	0,1677	10	0	1	216	7	3	4	1	100.000	0,1333	21	941
82	162.500	1,0800	451	360,31	0	0	600.000	0	0	0	1	3.692	1.351	1	1	1	150.000	0,2496	5.000	10	1	220	25	7	2	0	10.100	0,0673	21	624
83	477.600	2,3800	727	656,95	1	0	1.200.000	0	0	0	1	545	159	1	0	1	200.000	0,2847	5.000	10	1	220	12	6	3	0	25.000	0,1250	33	1.013
84	1.090.260	2,1800	1.387	786,06	5	0	40.000.000	0	0	0	0	27.736	18.200	2	0	1	500.000	0,0265	10	0	1	272	13	0	5	1	250.000	0,5000	56	1.740
85	1.750.000	1,7500	2.585	676,98	6	1	44.339.860	1	1	0	0	21.268	12.500	2	0	0	1.000.000	0,0380	10	0	1	212	5	3	2	0	100.000	0,1000	33	2.989
86	243.920	1,2100	247	987,53	0	0	1.600.000	1	0	0	1	2.681	10.300	2	0	1	200.000	0,1323	10	0	1	106	6	7	3	0	90.000	0,4500	16	386
87	204.120	1,8500	406	502,76	3	1	1.309.355	1	1	1	1	1.366	4.365	1	1	1	110.000	0,1349	5.000	10	1	233	8	7	2	0	20.100	0,1827	16	596
88	186.500	1,2400	232	803,88	1	0	2.850.000	0	0	0	1	224	326	1	1	1	150.000	0,0798	10	0	2	474	27	7	2	1	25.000	0,1667	27	454
89	104.260	1,0400	119	876,13	0	0	900.000	0	0	0	1	199	1.242	1	0	1	100.000	0,1038	2.000	10	1	283	26	0	2	0	15.000	0,1500	9	205
90	1.078.860	1,7900	3.205	336,62	1	0	4.800.000	0	0	0	1	1.243	1.272	2	0	1	600.000	0,1850	3.000	10	1	198	13	6	2	0	12.000	0,0200	99	3.613
91	893.390	1,3700	547	1.633,25	1	0	5.850.000	0	0	1	548	512	1	0	1	850.000	0,1325	1.000	10	1	213	15	1	1	0	200.000	0,2353	21	831	
92	2.822.410	1,8800	2.452	1.151,06	11	0	33.000.000	0	1	0	0	18.321	7.006	1	0	1	1.500.000	0,0788	10	0	1	278	11	2	4	1	500.000	0,3333	63	2.865
93	156.890	1,0400	169	928,34	2	0	4.200.000	0	0	0	0	3.786	376	2	0	1	150.000	0,0360	10	0	2	471	23	1	2	0	50.000	0,3333	6	273
94	405.990	1,1500	320	1.268,72	2	0	0	0	0	0	0	4.128	470	2	0	1	350.000	0,1324	10	0	1	422	4	5	4	1	160.100	0,4574	19	459
95	737.450	1,1300	297	2.483,00	4	0	10.547.596	0	0	1	0	545	2	1	0	0	650.000	0,0653	50	0	2	488	7	1	6	1	50.000	0,0769	11	461
96	575.130	1,4300	805	714,45	4	0	7.000.000	0	9	0	0	2.009	1.698	2	0	1	400.000	0,0759	10	0	1	233	14	2	2	1	75.000	0,1875	24	1.194
97	905.900	1,2000	781	1.159,92	2	0	10.000.000	1	0	0	1	2.044	921	1	0	1	750.000	0,0799	10	0	1	211	21	5	4	0	50.000	0,0667	23	1.058
98	262.080	1,5400	367	714,11	5	0	3.910.684	0	0	0	0	16.346	4.283	2	1	1	170.000	0,0628	10	0	1	215	10	0	2	0	50.000	0,2941	11	531
99	188.330	1,2500	218	863,90	1	0	600.000	0	0	0	1	0	20	2	0	0	150.000	0,2389	1.000	10	1	343	8	2	2	0	50.000	0,3333	10	345
100	324.750	1,3000	373	870,64	4	0	2.500.000	1	0	0	1	11	87	2	0	1	250.000	0,1605	10	0	1	238	22	0	3	0	25.000	0,1000	16	521
101	170.270	1,1300	228	746,80	2	0	750.000	1	0	0	1	2.668	477	1	0	1	150.000	0,1850	2.500	10	1	302	37	1	2	0	20.000	0,1333	13	306
102	174.300	1,1600	91	1.915,38	6	0	2.021.750	0	0	0	1	2.028	675	1	0	1	150.000	0,0794	5.000	10	2	484	6	2	4	0	50.000	0,3333	8	188
103	650.000	2,1600	385	1.688,31	3	0	3.051.651	0	0	0	0	162	1.003	1	0	1	300.000	0,1756	10	0	1	272	6	4	3	1	150.000	0,5000	17	571
104	556.700	2,6500	722	771,05	2	0	3.600.000	0	1	0	1	279	530	1	0	1	210.000	0,1883	10	0	2	358	29	6	6	1	60.000	0,2857	29	947
105	850.000	1,3000	713	1.192,15	4	0	1.350.000	0	0	0	1	0	0	1	0	1	650.000	0,3864	10	0	1	285	12	0	7	1	150.000	0,2308	38	1.029
106	884.180	1,7600	1.185	746,14	4	0	6.000.000	1	0	0	1	0	238	1	0	1	500.000	0,1284	10	0	1	405	38	5	2	1	60.000	0,1200	60	1.584
107	1.215.430	2,4300	1.016	1.196,29	6	0	5.854.324	0	0	1	1	3.069	3.398	1	0	1	500.000	0,1719	5.000	10	1	245	11	8	1	0	140.000	0,2800	26	1.295
108	267.730	1,3300	339	789,76	9	1	3.250.000	1	4	0	1	7.466	4.694	1	0	1	300.000	0,1181	5.000	10	1	166	20	3	4	0	37.500	0,1250	20	530
109	751.060	1,5000	978	767,96	2	0	5.000.000	0	1	0	1	3.050	1.472	4	1	1	500.000	0,1306	20.000	10	2	288	4	4	2	1	44.200	0,0884	31	1.238
110	414.300	1,1800	438	945,89	3	1	2.000.000	0	4	0	0	6.854	5.386	1	0	1	350.000	0,1718	5.000	10	1	213	40	8	2	0	25.000	0,0714	23	619

111	1.947.950	2.5900	423	4.605,08	4	1	7.500.000	0	0	0	0	2.459	762	1	0	1	750.000	0,2061	10.000	10	1	286	9	7	2	0	755.550	1,0074	13	514
112	267.110	1,0600	487	548,48	1	0	730.000	0	0	0	0	425	109	1	0	1	250.000	0,2679	1.000	10	1	135	23	4	3	0	40.000	0,1600	19	913
113	391.250	111,0000	238	1.643,91	6	0	14.000.000	0	0	0	0	1.299	2.158	1	0	1	350.000	0,0272	10	0	2	490	25	2	4	1	100.000	0,2857	10	419
114	212.460	1,4100	372	571,13	2	1	2.000.000	1	2	0	0	1.163	4.382	2	1	1	150.000	0,0960	5.000	10	1	189	8	8	5	0	10.000	0,0667	20	491
115	740.300	1,8500	973	760,84	5	1	25.000.000	1	0	0	0	3.427	7.807	1	0	1	400.000	0,0288	10.000	10	1	122	24	4	3	0	30.000	0,0750	32	1.164
116	100.820	1,1200	225	448,09	2	0	600.000	0	0	0	1	520	14	2	1	1	90.000	0,1439	10	0	1	224	21	0	2	1	30.000	0,3333	8	340
117	256.500	1,0200	62	4.137,10	2	0	8.900.000	0	0	0	0	168	742	2	0	0	250.000	0,0280	10	0	1	85	3	0	2	0	148.000	0,5920	5	70
118	611.580	1,7400	627	975,41	3	1	4.137.179	1	0	0	0	8.590	1.057	1	0	1	350.000	0,1288	5.000	10	1	291	6	7	2	0	120.000	0,3429	27	775
119	385.330	128,0000	389	990,57	2	0	2.150.000	1	0	0	1	57	1.180	1	0	0	300.000	0,1520	5.000	10	1	213	27	4	4	1	65.000	0,2167	34	678
120	1.495.410	2,9900	2.156	693,60	5	1	10.000.000	1	1	0	0	11.183	15.200	1	0	1	500.000	0,1301	5.000	10	1	263	3	8	6	0	50.000	0,1000	42	2.501
121	119.870	1,1900	174	688,91	9	0	1.290.000	0	0	0	0	4.647	3.728	2	1	1	100.000	0,0850	0	10	1	272	13	0	1	0	15.000	0,1500	9	266
122	182.140	1,8200	214	851,12	3	1	638.000	1	0	0	1	202	1.118	2	1	1	100.000	0,2222	2.500	10	0	0	8	7	8	0	15.000	0,1500	8	326
123	270.000	1,3500	222	1.216,22	6	1	660.000	0	3	0	0	917	113	2	0	1	200.000	0,2903	3.000	10	1	113	8	5	1	0	111.600	0,5580	18	361
124	872.680	1,1600	478	1.825,69	5	0	5.680.000	0	0	0	0	193	402	1	1	0	750.000	0,1332	5.000	10	1	237	11	2	2	1	250.000	0,3333	33	682
125	1.146.270	3,2700	776	1.477,15	9	1	6.650.000	1	3	1	0	1.171	1.173	1	1	1	350.000	0,1474	7.500	10	1	255	8	6	4	1	100.000	0,2857	27	975
126	3.735.556	3,1100	1.537	2.430,42	7	1	25.380.610	0	1	0	0	390	850	1	0	0	1.200.000	0,1283	3.003	11	1	261	6	0	2	1	2.474.692	2,0622	65	2.036
127	866.860	1,7300	201	4.312,74	15	1	5.000.000	0	1	0	0	0	13	2	1	1	500.000	0,1478	5.000	10	1	195	19	0	3	0	500.000	1,0000	16	287
128	150.000	1,0000	286	524,48	4	1	1.750.000	1	7	0	0	6.656	2.322	2	1	1	150.000	0,0789	2.000	10	0	0	3	4	1	0	50.000	0,3333	6	378
129	516.600	1,9800	542	953,14	4	0	2.950.000	0	0	1	1	2.690	1.575	1	0	1	260.000	0,1490	2.500	10	1	435	5	6	3	0	46.000	0,1769	11	669
130	271.510	2,0800	591	459,41	1	1	1.280.000	0	0	0	0	2.518	0	1	0	1	130.000	0,1750	10	0	1	248	18	6	6	0	25.000	0,1923	23	786
131	137.520	1,3700	131	1.049,77	7	1	700.000	0	0	0	1	654	110	1	0	1	100.000	0,1642	10	0	1	308	35	1	7	0	80.000	0,8000	9	182
132	150.000	2,0000	163	920,25	6	1	531.000	0	0	0	1	113	39	1	0	0	75.000	0,2203	500	10	1	312	4	6	3	0	25.000	0,3333	12	242
133	631.530	1,8000	771	819,11	1	0	1.984.000	0	0	0	0	4.344	471	1	1	1	350.000	0,2415	10	0	1	148	21	5	3	0	30.100	0,0860	15	881
134	121.910	1,1000	103	1.183,59	4	0	885.000	0	0	0	0	6.487	453	1	0	1	110.000	0,1211	10.000	10	1	52	4	4	5	0	30.830	0,2803	7	167
135	117.450	1,1700	192	611,72	6	1	1.050.000	0	1	1	1	7.169	934	1	0	1	100.000	0,0966	10	0	1	213	8	5	4	0	30.000	0,3000	16	227
136	349.900	1,4000	259	1.350,97	8	1	2.500.000	1	0	0	0	700	427	2	1	1	250.000	0,1228	10.000	10	1	261	9	6	3	0	90.000	0,3600	10	379
137	846.970	1,6900	601	1.409,27	4	0	23.635.587	0	0	1	0	219.656	132.000	2	0	1	500.000	0,0347	10	0	1	200	11	0	8	1	133.450	0,2669	30	828
138	490.890	1,2400	563	871,92	1	1	2.765.000	0	0	0	1	0	0	1	0	1	395.000	0,1508	10	0	1	252	40	0	4	0	195.000	0,4937	37	861
139	276.500	1,1000	156	1.772,44	14	0	4.825.000	0	1	1	0	296	5.926	1	0	0	250.000	0,0542	10	0	1	261	19	0	4	0	80.000	0,3200	13	266
140	197.160	1,3100	330	597,45	2	0	1.100.000	1	0	0	0	326	465	2	0	1	150.000	0,1520	10.000	10	1	240	24	4	3	0	15.010	0,1001	29	486
141	1.068.570	2,3700	1.501	711,91	5	1	7.050.000	0	0	0	0	2.776	5.024	1	0	1	450.000	0,1316	5.000	10	1	209	8	8	5	0	80.000	0,1778	20	1.840
142	432.600	1,4400	230	1.880,87	4	0	1.700.000	0	0	0	1	57	25	1	0	0	300.000	0,2029	5.000	10	1	368	9	3	2	0	40.000	0,1333	16	307
143	366.450	1,2200	276	1.327,72	6	0	4.700.000	0	2	1	0	21.302	1.367	1	0	1	300.000	0,0723	5.000	10	1	252	13	0	2	0	210.000	0,7000	16	481
144	2.446.020	1,3500	768	3.184,92	4	0	10.000.000	0	6	0	0	4.309	4.876	1	0	1	1.800.000	0,1965	10	0	1	291	20	4	6	1	203.750	0,1132	36	1.052
145	216.930	2,8900	405	535,63	6	0	1.200.000	0	0	0	0	523	742	2	0	1	75.000	0,1532	5.000	10	1	62	13	0	4	0	15.000	0,2000	24	655
146	198.590	2,2000	27	7.355,19	4	0	9.350.000	0	0	0	0	0	220	2	0	0	90.000	0,0320	250	0	2	278	3	0	2	0	35.750	0,3972	0	119
147	581.090	1,1000	331	1.755,56	3	0	9.600.000	0	0	0	0	1.750	902	1	0	1	525.000	0,0571	5.000	10	1	283	15	4	4	0	290.000	0,5524	14	605
148	1.178.530	1,5700	1.623	726,14	6	1	12.500.000	1	1	0	0	5.581	23.000	2	0	1	750.000	0,0862	5.000	10	1	180	11	6	2	0	65.800	0,0877	29	2.021
149	500.000	2,0000	687	727,80	2	1	1.550.000	1	4	0	0	0	462	2	0	1	250.000	0,2439	10	0	1	317	4	4	2	0	25.000	0,1000	26	945
150	328.070	1,0900	528	621,34	5	1	3.530.450	0	0	0	0	166	0	2	1	0	300.000	0,1041	10	0	1	282	14	0	7	1	176.300	0,5877	15	792

151	357.650	1.1900	356	1.004,63	5	0	2.500.000	1	0	0	0	4.321	3.082	2	1	1	300.000	0,1252	20.000	10	1	187	27	3	3	0	100.000	0,3333	17	523
152	1.233.350	2.4600	754	1.635,74	5	0	7.311.024	0	0	0	0	4.341	2.699	2	0	1	500.000	0,1443	10	0	1	282	7	7	4	0	136.000	0,2720	27	1.099
153	206.600	1,0300	146	1.415,07	1	0	1.000.000	0	0	0	0	519	45	1	0	0	200.000	0,3079	10	0	1	180	16	2	2	0	70.000	0,3500	14	322
154	75.380	0,6200	65	1.159,69	4	1	800.000	1	0	0	0	6.942	9.991	1	0	1	120.000	0,1304	3.500	10	1	84	9	6	3	0	15.750	0,1313	6	161
155	19.340	0,0600	35	552,57	2	1	700.000	0	3	0	1	690	299	2	1	1	300.000	0,3000	5.000	10	1	188	10	7	1	0	10.000	0,0333	2	84
156	90.630	0,3600	115	788,09	1	0	410.000	0	0	1	1	4	681	2	0	1	250.000	0,3788	10	0	2	400	8	0	3	0	20.000	0,0800	8	244
157	93.640	0,4200	107	875,14	4	1	1.500.000	0	1	0	1	1.348	736	3	0	1	220.000	0,1279	2.000	10	1	181	5	3	2	0	50.000	0,2273	4	255
158	121.930	0,3400	120	1.016,08	7	1	3.300.000	0	1	0	1	22.718	3.432	1	1	1	350.000	0,0959	2.500	10	1	203	12	6	2	0	25.000	0,0714	7	206
159	17.360	0,2000	36	482,22	6	1	1.200.000	0	0	0	1	2.667	89	1	0	0	300.000	0,2000	15.000	10	1	174	7	5	2	1	15.000	0,0500	7	116
160	5.500	0,0500	41	#REF!	3	1	400.000	0	0	0	0	2.721	29.000	1	0	1	100.000	0,2000	10	0	1	80	7	7	4	0	4.000	0,0400	8	97
161	890	0,0100	17	52,35	3	0	2.100.000	1	0	0	0	1.776	2.639	1	0	1	300.000	0,1250	5.000	10	1	166	0	0	1	0	200	0,0007	7	54
162	18.230	0,1100	33	552,42	0	0	800.000	0	0	0	0	0	94	1	0	0	160.000	0,1667	2.000	10	1	208	6	0	2	0	15.250	0,0953	5	98
163	206.630	0,4100	56	3.689,82	3	0	4.200.000	0	0	0	1	9.380	1.090	1	0	0	500.000	0,1064	5.000	10	1	283	8	4	4	1	75.000	0,1500	11	178
164	166.240	0,4200	160	1.039,00	5	1	3.100.000	1	0	0	0	283	458	2	0	1	400.000	0,1143	10.000	10	3	624	13	4	2	1	25.000	0,0625	16	395
165	17.200	0,1400	28	614,29	1	1	542.143	1	0	0	1	997	1.065	2	0	1	115.000	0,1750	2.500	10	1	54	1	8	2	0	5.000	0,0435	9	100
166	206.310	0,4100	71	2.905,77	8	0	14.900.000	0	1	0	1	4.760	10.300	2	1	1	500.000	0,0325	5.000	10	2	254	4	2	2	1	50.000	0,1000	14	192
167	14.200	0,0200	39	364,10	0	0	4.250.000	0	0	0	1	147	78	1	0	1	500.000	0,1053	10	0	1	277	10	2	3	0	7.500	0,0150	10	105
168	224.860	0,3000	78	2.882,82	2	0	14.000.000	0	0	0	0	217	0	1	0	1	750.000	0,0698	10	0	1	64	8	4	4	0	180.000	0,2400	18	222
169	494.950	0,6600	87	5.689,08	1	0	5.500.000	0	0	0	1	0	129	2	1	1	750.000	0,1200	10	0	1	264	9	4	1	0	134.000	0,1787	8	185
170	295.580	0,5900	66	4.478,48	3	0	22.891.790	0	0	0	0	11.032	2.066	1	0	0	500.000	0,0214	10	0	2	290	3	0	1	1	177.230	0,3545	10	188
171	57.080	0,2900	55	1.037,82	1	0	1.000.000	0	0	0	1	0	60	2	1	1	195.000	0,1632	10	0	2	170	4	0	2	0	12.640	0,0648	10	125
172	23.790	0,1300	34	699,71	7	1	1.020.000	0	1	1	0	2.259	555	1	0	1	180.000	0,1500	5.000	10	1	298	2	4	3	0	6.260	0,0348	2	71
173	74.840	0,3000	67	1.117,01	5	0	1.700.000	0	0	0	0	537	749	2	0	1	250.000	0,1282	5.000	10	0	0	7	0	2	0	50.050	0,2002	8	214
174	117.700	0,2300	59	1.994,92	2	0	13.800.000	0	0	0	0	1.072	3.256	1	0	0	500.000	0,0350	20.000	10	0	0	2	2	2	0	55.000	0,1100	16	165
175	83.780	0,2300	63	1.329,84	2	1	800.000	0	0	0	0	446	2	1	0	1	350.000	0,3043	5.000	10	1	174	2	6	2	0	67.400	0,1926	9	133
176	54.830	0,4300	98	559,49	5	1	595.000	1	0	0	0	5.991	1.910	1	0	1	125.000	0,2000	3.500	10	1	165	16	6	3	0	15.000	0,1200	8	205
177	122.030	0,8100	120	1.016,92	7	1	150.000	0	16	0	0	41.160	15.000	1	0	1	150.000	0,0769	2.500	10	1	173	14	1	5	0	25.030	0,1669	8	278
178	84.630	0,1800	107	790,93	8	1	1.190.000	0	1	0	0	367	482	1	0	0	451.000	0,2748	10	0	2	569	8	0	5	0	10.000	0,0222	19	265
179	29.530	0,3400	27	1.093,70	1	1	1.654.625	0	0	0	0	0	0	2	0	1	85.000	0,0489	5.000	10	1	69	3	3	1	0	22.000	0,2588	14	112
180	40.670	0,2700	62	655,97	9	0	850.000	1	0	0	0	0	16	1	0	1	150.000	0,1500	5.000	10	1	211	1	0	3	1	30.000	0,2000	8	221
181	25.130	0,5000	96	261,77	5	0	283.333	0	0	0	0	110	437	2	1	1	50.000	0,1500	10	0	1	207	23	0	3	1	10.000	0,2000	18	171
182	79.090	0,3900	91	869,12	2	0	1.200.000	0	0	0	1	69	949	1	0	1	200.000	0,1429	3.000	10	1	233	8	1	3	0	37.500	0,1875	19	206
183	14.110	0,2800	36	391,94	1	0	700.000	0	0	0	0	9	16	1	0	0	50.000	0,0667	5.000	10	1	149	3	0	2	0	3.000	0,0600	7	100
184	142.640	0,2800	94	1.517,45	4	0	5.000.000	0	0	0	1	0	142	4	0	1	500.000	0,0909	10	0	1	212	5	1	3	0	30.200	0,0604	8	254
185	129.700	0,2500	115	1.127,83	11	0	2.500.000	0	0	0	1	2.846	416	1	0	1	500.000	0,3333	10	0	1	214	8	8	1	1	100.000	0,2000	31	269
186	56.970	0,2200	146	390,21	6	1	1.050.000	0	1	0	0	7.090	928	1	0	1	250.000	0,1923	10	0	1	213	5	5	4	0	20.000	0,0800	12	265
187	56.920	0,2800	84	677,62	1	0	1.704.761	0	0	0	0	2.830	1	1	0	1	200.000	0,1050	1.500	10	1	352	2	1	1	0	40.000	0,2000	22	190
188	21.060	0,2800	49	429,80	1	0	145.600	0	0	0	1	1.129	0	1	0	0	75.000	0,3400	750	10	1	39	17	1	5	0	9.000	0,1200	13	112
189	796.540	0,6600	145	5.493,38	11	0	1.200.000	1	0	0	0	8.003	7.509	2	0	1	1.200.000	0,1096	3.000	10	1	241	5	3	2	0	375.000	0,3125	10	263
190	64.480	0,6000	25	2.579,20	3	0	4.750.000	0	0	0	0	2.019	159	1	0	1	250.000	0,0500	2.000	10	2	393	10	5	8	0	50.000	0,2000	8	182

191	51.520	0,5100	127	405,67	3	0	500.000	1	2	0	0	534	1.689	1	0	1	100.000	0,1667	2.500	10	1	212	3	0	3	0	10.000	0,1000	8	211
192	38.190	0,2500	85	449,29	5	1	340.000	0	0	0	0	0	0	1	0	1	150.000	0,0423	10	0	0	0	3	0	3	0	30.000	0,2000	8	206
193	62.100	0,2100	34	1.826,47	8	0	1.643.333	0	0	1	0	42	0	1	0	1	290.000	0,1500	10	0	1	180	3	4	5	0	43.000	0,1483	4	88
194	40.990	0,2100	29	1.413,45	4	1	2.000.000	0	0	0	0	0	0	2	1	0	192.000	0,0876	100.000	10	1	191	2	0	2	0	10.000	0,0521	4	76
195	26.460	0,2600	118	224,24	2	0	1.900.000	0	0	0	0	191	58	4	0	1	100.000	0,0500	10	0	1	133	7	0	2	0	2.500	0,0250	11	187
196	34.970	0,3400	53	659,81	2	0	900.000	0	0	0	1	11	668	1	0	1	100.000	0,1000	5.000	10	1	283	11	5	8	0	5.000	0,0500	10	127
197	33.140	0,3300	36	920,56	1	0	900.000	1	0	0	1	17	0	2	1	1	100.000	0,1000	20.000	10	1	156	3	2	1	0	12.000	0,1200	10	82
198	57.900	0,2300	61	949,18	1	0	1.416.666	1	0	0	1	1.421	0	2	0	0	250.000	0,1500	10	0	1	287	10	4	2	0	40.000	0,1600	4	164
199	70.340	0,2800	22	3.197,27	0	0	1.535.414	0	0	0	0	13	3	2	0	1	250.000	0,1400	5.000	10	1	234	4	0	4	0	50.000	0,2000	5	75
200	24.020	0,2400	30	800,67	4	0	1.000.000	1	0	0	0	0	3.858	3	0	1	100.000	0,0909	20.000	10	1	254	0	0	4	0	20.000	0,2000	3	121
201	149.410	0,2900	86	1.737,33	5	0	5.000.000	0	1	0	0	15.394	132	2	0	1	500.000	0,0909	20.000	10	1	184	4	4	1	1	80.000	0,1600	1	131
202	30.280	0,3000	59	513,22	6	0	566.666	0	0	0	0	2.601	1.916	1	0	1	100.000	0,1500	1.000	10	1	174	5	1	3	0	15.500	0,1550	2	111
203	227.150	0,8200	120	1.892,92	21	1	2.017.000	0	0	0	1	9.340	117	1	1	1	275.000	0,1310	1.000	10	1	235	28	3	3	0	50.000	0,1818	10	294
204	157.490	0,2400	55	2.863,45	3	0	9.350.000	0	0	0	0	0	220	2	0	0	650.000	0,0650	10	0	2	278	6	4	2	0	35.750	0,0550	3	120
205	150.860	0,3700	49	3.078,78	5	1	6.000.000	0	2	0	0	0	0	2	1	1	400.000	0,0625	10	0	2	469	10	7	3	0	35.690	0,0892	5	161
206	71010	0,3700	47	1.510,85	1	0	865555	0	0	0	0	1	10	1	0	1	190000	0,1800	20.000	10	1	121	2	5	2	0	38.000	0,2000	3	102
207	332.470	0,7400	53	6.273,02	1	0	1.450.258	0	0	0	0	1.539	1.256	5	0	0	450.000	0,2368	10	0	1	351	6	3	5	0	178.410	0,3965	3	179
208	66.820	0,3800	84	795,48	3	1	2.216.312	1	0	0	0	8.872	649	1	0	0	175.000	0,0732	10	0	1	267	18	3	4	0	35.260	0,2015	8	164
209	183.350	0,3300	148	1.238,85	3	0	850.000	0	0	0	1	415	262	1	0	1	555.000	0,3950	10	0	1	166	8	8	6	0	50.000	0,0901	8	259
210	221.040	0,7300	52	4.250,77	2	0	4.382.890	0	0	0	0	20.936	508	2	0	1	300.000	0,0641	10	0	1	274	5	1	4	1	44.480	0,1483	5	144
211	980.840	2,4500	847	1.158,02	4	1	8.000.000	0	0	0	0	0	0	3	0	0	400.000	0,2141	10	0	1	329	21	0	4	1	89.200	0,2230	48	1.188