T.C.

İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ

FİNANS ENSTİTÜSÜ

FİNANS ANABİLİM DALI

ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

GİRİŞİMCİLİĞİN FİNANSMANINDA KULLANILAN PAYA DAYALI KİTLE FONLAMASI MODELİNİN YATIRIM RİSKİ ÜZERİNE ETKİLERİ

Yüksek Lisans Tezi

Assylbek ZHOLDYULY

200014681

İstanbul, 2022

T.C.

İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ

FİNANS ENTİTÜSÜ

FİNANS ANABİLİM DALI

ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

GİRİŞİMCİLİĞİN FİNANSMANINDA KULLANILAN PAYA DAYALI KİTLE FONLAMASI MODELİNİN YATIRIM RİSKİ ÜZERİNE ETKİLERİ

Yüksek Lisans Tezi

Assylbek ZHOLDYULY

200014681

Danışman: Doç. Dr. Sıtkı SÖNMEZER

İstanbul, 2022

Özet

Günümüzde girişimciliğin gelişimi çeşitli kanallarla desteklenmektedir. Ancak, bu desteklere rağmen yeni girişimciler finansal kaynak temininde sorunlar yaşamaktadır. Son yıllarda girişimcilik için alternatif bir finansman yöntemi olarak kullanılan kitle fonlamasının bu sorunlara çözüm olabileceği düşünülmektedir. Paya dayalı kitle fonlaması platformunda fonlamaya sunulan projelerin bilgi güvenilirliği, kitle fonlamasına ilişkin mevzuat düzenlemelerinin yeterliliği, platformun teknolojik risklerden korunması yatırımcılar için oldukça önemlidir. Mevcut çalışma ile paya dayalı kitle fonlaması modelinin yatırım riski üzerine etkilerinin analiz edilmesi amaçlanmıştır. Gerekli veri, Google Form uygulaması üzerinden çevrimiçi anket yöntemiyle toplanmıştır. Örnekleme yöntemleri olarak tesadüfi olmayan kolayda ve yargısal örnekleme yöntemleri kullanılmıştır. Anket çalışması "Fonbulucu" paya dayalı kitle fonlaması platformunun yatırımcılarına uygulanmıştır. Yapılan analizler sonucunda yasa ve düzenleme ile teknoloji riski, yatırım riskini pozitif yönde anlamlı bir şekilde etkilediği belirlenmiştir. Bilgi güvenilirliğinin, yatırım riski üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu tespit edilememiştir.

Anahtar Kelimeler: Girişimcilik Finansmanı, Kitle Fonlaması, Paya Dayalı Kitle Fonlaması.

Abstract

Nowadays, the development of entrepreneurship is supported in various ways. However, despite these supports, new entrepreneurs have problems in obtaining financial resources. Crowdfunding, which has been used as an alternative financing method for entrepreneurship in recent years, can be a solution to these problems. Information reliability of the projects offered for funding on the equity-based crowdfunding platform, the adequacy of the legislation on crowdfunding, and the protection of the platform from technological risks are very important for investors. With the present study, it is aimed to analyze the effects of the equity-based crowdfunding model on investment risk. The data have been collected by online questionnaire method via Google Form application. Non-random convenience and judgmental sampling methods have been used as sampling methods. The questionnaire has been applied to the investors of the "Fonbulucu" equity-based crowdfunding platform. As a result of the analysis, it has been determined that laws and regulations and technology risk have a significant positive effect on investment risk. Information reliability has not been found to have a significant effect on investment risk.

Keywords: Entrepreneurial Finance, Crowdfunding, Equity-Based Crowdfunding.

TEŞEKKÜR

Hayatım boyunca beni her zaman destekleyen, cesaretlendiren, çocukken anne ve babam vefat ettikten sonra beni büyüten, hiçbir koşulda desteğini benden esirgemeyen kıymetli ablam Amangul ZHUMAKULOVA'ya,

Tezimin her aşamasında değerli bilgileri ile beni yönlendiren, tez çalışma sürecimde ilgi ve desteğini hiçbir zaman eksik etmeyen tez danışmanım, değerli hocam Sayın Doç. Dr. Sıtkı SÖNMEZER'e,

TEŞEKKÜRLERİMİ SUNARIM.

İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

Özet (Abstract) iii

Tablolar Listesi v

Şekiller Listesi vii

Kısaltmalar viii

GİRİŞ 1

1. GİRİŞİMCİLİK FİNANSMANI VE KİTLE FONLAMASI 3

1.1. Girişimciliğin Tanımı 3

1.2. Girişimcilik Finansmanı Modelleri 6

1.2.1. Özkaynak 9

1.2.2. Aile, Akraba ve Arkadaş Yardımları 9

1.2.3. Ticari Banka Kredileri 10

1.2.4. Risk Sermayesi 11

1.2.5. Melek Yatırımcılar 14

1.3. Kitle Fonlamasının Kavramı 16

1.4. Kitle Fonlamasının Tarihçesi 19

1.5. Kitle Fonlamasının Modelleri 20

1.6. Kitle Fonlamasında Riskler 22

2. DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE KİTLE FONLAMASI PAZARI 24

2.1. Dünyadaki Kitle Fonlamasının Durumu 24

2.1.1. Avrupa 26

2.1.2. Asya ve Pasifik 29

2.1.3. ABD ve Kanada 32

2.1.4. Latin Amerika ve Karayipler 34

2.1.5. Orta Doğu ve Kuzey Afrika 37

2.1.6. Sahra Altı Afrika 40

Sayfa No.

2.2. Türkiye'deki Kitle Fonlamasının Durumu 43
2.2.1. Kitle Fonlaması Platformları 48
2.2.1.1. "Fonbulucu" Paya Dayalı Kitle Fonlaması Platformu 49
2.2.1.2. Diğer Paya Dayalı Kitle Fonlaması Platformları 51

3. VERİ VE YÖNTEM 52
3.1. Araştırma Modeli 52
3.2. Araştırma Hipotezleri 53
3.3. Örneklem ve Ana Kütlenin Belirlenmesi 53
3.4. Anket Geliştirme ve Veri Toplama 53
3.5. Verilerin Analizi 54
3.6. Bulgular 55
3.6.1. Güvenilirlik Analizi, KMO ve Bartlett Testleri 55
3.6.2. Araştırmanın Frekans Dağılımları 56
3.6.3. Ortalama Fark Analizi 59
3.6.4. Pearson Korelasyon Analizi 65
3.6.5. Çoklu Doğrusal Regresyon Analizi ve Hipotezlerin Değerlendirilmesi 66

SONUÇ 69
EKLER 73
KAYNAKÇA 75

Tablolar Listesi

Sayfa No.

Tablo 1. Risk Sermayesine Başvuracak İşletmelerin Gelişim Aşamalarına Göre Sınıflandırılması 12

Tablo 2. Melek Yatırımcılar İle Risk Sermayesi Şirketleri Arasındaki Farklılıklar 15

Tablo 3. Bölgelere Göre Alternatif Finansman Pazarı 24

Tablo 4. Dünya Genelinde Kitle Fonlaması Modellerine Göre Hacimler 26

Tablo 5. Avrupa'da Kitle Fonlaması Modellerine Göre Hacimler 27

Tablo 6. Asya-Pasifik Bölgesinde Kitle Fonlaması Modellerine Göre Hacimler (Çin Hariç) 30

Tablo 7. Çin'de Kitle Fonlaması Modellerine Göre Hacimler 32

Tablo 8. ABD'de Kitle Fonlaması Modellerine Göre Hacimler 33

Tablo 9. Kanada'da Kitle Fonlaması Modellerine Göre Hacimler 34

Tablo 10. Latin Amerika ve Karayipler Bölgesinde Kitle Fonlaması Modellerine Göre Hacimler 35

Tablo 11. Orta Doğu ve Kuzey Afrika Bölgesinde Kitle Fonlaması Modellerine Göre Hacimler 38

Tablo 12. Sahra Altı Afrika Bölgesinde Kitle Fonlaması Modellerine Göre Hacimler 40

Tablo 13. Türkiye'deki Kitle Fonlaması Modeliyle İlgili Yapılan Bazı Araştırmaların Sonuçları 47

Tablo 14. "Fonbulucu" Paya Dayalı Kitle Fonlaması Platformunda 2021 Yılı Başlatılan Projelerle İlgili Veriler 49

Tablo 15. "Fonbulucu" Paya Dayalı Kitle Fonlaması Platformunda 2022 Yılı Başlatılan Projelerle İlgili Veriler 50

Tablo 16. Cronbach's Alpha, KMO Değerleri ve Bartlett Testi 56

Tablo 17. Katılımcıların Yaşa Göre Dağılımları 56

Tablo 18. Katılımcıların Cinsiyete Göre Dağılımları 57

Tablo 19. Katılımcıların Meslek Gruplarına Göre Dağılımları 57

Tablo 20. Katılımcıların Eğitim Durumuna Göre Dağılımları 57

Sayfa No.

Tablo 21. Katılımcılarda BKY Lisansının Bulunup Bulunmadığına Dair Dağılım 58

Tablo 22. Katılımcıların Yatırım Tecrübelerine Göre Dağılımları 58

Tablo 23. Katılımcıların Daha Önce Kitle Fonlamasına Yatırım Yapıp Yapmadığına Dair Dağılımı 58

Tablo 24. Paya Dayalı Kitle Fonlaması Platformunda Yatırımcıların Yatırım Yapmalarında Yaş Kriterine Göre Kruskal-Wallis H Testi Sonuçları .. 60

Tablo 25. Paya Dayalı Kitle Fonlaması Platformunda Yatırımcıların Yatırım Yapmalarında Cinsiyet Kriterine Göre Mann-Whitney U Testi Sonuçları 61

Tablo 26. Paya Dayalı Kitle Fonlaması Platformunda Yatırımcıların Yatırım Yapmalarında Meslek Kriterine Göre Kruskal-Wallis H Testi Sonuçları 61

Tablo 27. Paya Dayalı Kitle Fonlaması Platformunda Yatırımcıların Yatırım Yapmalarında Eğitim Kriterine Göre Kruskal-Wallis H Testi Sonuçları 62

Tablo 28. Paya Dayalı Kitle Fonlaması Platformunda Yatırımcıların Yatırım Yapmalarında BKY Lisansına Sahiplik Kriterine Göre Mann-Whitney U Testi Sonuçları 63

Tablo 29. Paya Dayalı Kitle Fonlaması Platformunda Yatırımcıların Yatırım Yapmalarında Yatırım Tecrübesi Kriterine Göre Kruskal-Wallis H Testi Sonuçları 63

Tablo 30. Paya Dayalı Kitle Fonlaması Platformunda Yatırımcıların Yatırım Yapmalarında Kitle Fonlaması Yatırım Tecrübesi Kriterine Göre Bağımsız Örneklem T Testi Sonuçları 64

Tablo 31. Yatırım Riski, Bilgi Güvenilirliği, Yasa ve Düzenleme, Teknoloji Riski Arasındaki İlişki 65

Tablo 32. Çoklu Doğrusal Regresyon Analizi ANOVA Testi 66

Tablo 33. Yatırım Riski ile Bilgi Güvenilirliği, Yasa ve Düzenleme, Teknoloji Riski Arasındaki Regresyon Analizi 67

Tablo 34. Hipotezlerin Değerlendirilmesi Sonuçları 67

Şekiller Listesi

Sayfa No.

Şekil 1.	İşletmenin Gelişim Aşamaları ve Finansman Türleri	8
Şekil 2.	Risk Sermayesi Finansman Modelinin Tarafları	13
Şekil 3.	Kitle Fonlamasında Yer Alan Taraflar	17
Şekil 4.	Kitle Fonlamasının Modelleri	20
Şekil 5.	Dünya Genelinde Kitle Fonlamasının Hacmi	25
Şekil 6.	Borçlanmaya Dayalı Modelde Hacim Büyüklüğü Açısından Avrupa Bölgesindeki İlk Dört Ülke	28
Şekil 7.	Finansal Olmayan ve Paya Dayalı Modelde Hacim Büyüklüğü Açısından Avrupa Bölgesindeki İlk Dört Ülke	29
Şekil 8.	Borçlanmaya Dayalı Modelde Hacim Büyüklüğü Açısından Asya-Pasifik Bölgesindeki İlk Üç Ülke	31
Şekil 9.	Finansal Olmayan ve Paya Dayalı Modelde Hacim Büyüklüğü Açısından Asya-Pasifik Bölgesindeki İlk Üç Ülke	31
Şekil 10.	Borçlanmaya Dayalı Modelde Hacim Büyüklüğü Açısından Latin Amerika ve Karayipler Bölgesindeki İlk Üç Ülke	36
Şekil 11.	Finansal Olmayan ve Paya Dayalı Modelde Hacim Büyüklüğü Açısından Latin Amerika ve Karayipler Bölgesindeki İlk Üç Ülke	37
Şekil 12.	Borçlanmaya Dayalı Modelde Hacim Büyüklüğü Açısından Orta Doğu ve Kuzey Afrika Bölgesinde Üst Sıradaki Ülkeler	39
Şekil 13.	Finansal Olmayan ve Paya Dayalı Modelde Hacim Büyüklüğü Açısından Orta Doğu ve Kuzey Afrika Bölgesinde Üst Sıradaki Ülkeler	39
Şekil 14.	Borçlanmaya Dayalı Modelde Hacim Büyüklüğü Açısından Sahra Altı Afrika Bölgesindeki İlk Üç Ülke	41
Şekil 15.	Finansal Olmayan ve Paya Dayalı Modelde Hacim Büyüklüğü Açısından Sahra Altı Afrika Bölgesindeki İlk Üç Ülke	42
Şekil 16.	Araştırmanın Modeli	52

Kısaltmalar

ABD : Amerika Birleşik Devletleri

BAE : Birleşik Arap Emirlikleri

BKY : Bireysel Katılım Yatırımcısı

KMO : Kaiser-Meyer-Olkin

KOBİ : Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler

MKK : Merkezi Kayıt Kuruluşu

SPK : Sermaye Piyasası Kurulu

TCMB : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

TL : Türk Lirası

USD : ABD doları

GİRİŞ

Girişimcilik, ekonomileri sürdürülebilir kalkınmaya dönüştürmek için bir araç olarak büyük bir potansiyel sunmaktadır. Genel olarak girişimciler, geleneksel finansman yöntemlerinden finansman sağlama konusunda zorluklarla karşılaşmaktadır. Finansal kaynakların yetersizliği, özellikle gelişmekte olan ülkelerde bulunan erken aşamadaki girişimcilerin karşılaştığı önemli bir sorundur. Finans sektöründe dijital teknolojilerin gelişmesi, girişimcilik finansmanı için yenilikçi araçların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Ayrıca, temel işlevi yatırımcılar ile ihraççılar arasında sermaye hareketi için etkili mekanizmalar sağlamak olan finansal piyasanın gelişiminde yeni bir aşamanın başlangıcını bildirmiştir. Sermaye artırımına olanak sağlayan kredi piyasası ve hisse senedi piyasası uzun süredir sermaye akışının ana kanalları olmuştur. Finansman maliyetlerinin yüksek olması ve bu sürecin devlet ve borsalar tarafından sıkı bir şekilde düzenlenmesi nedeniyle ilk halka arz yoluyla borsaya girme fırsatı bulamayan şirketlerin, finans piyasasında geniş yatırımcı gruplarından özkaynak sağlamaları etkin bir şekilde engellenmiştir. Borsada işlem görmeyen şirketlere piyasa şartlarında sermaye artırma ve bunu geniş bir yatırımcı kitlesine sunma fırsatı sağlayan yenilikçi mekanizmalardan biri de paya dayalı kitle fonlaması modelidir.

Aslında kitle fonlamasının dört türü vardır; bağış bazlı ve ödül bazlı kitle fonlaması modelleri finansal olmayan modeller iken, borçlanmaya dayalı ve paya dayalı kitle fonlaması modelleri finansal olan modellerdir. Bu çalışma, paya dayalı kitle fonlaması modeline odaklanmaktadır. Paya dayalı kitle fonlaması platformunda sunulan projelerin bilgi güvenilirliği, modele ilişkin mevzuat düzenlemelerinin yeterliliği ve platformun teknolojik altyapısının korunması yatırımcılar için önem taşımaktadır. Dolayısıyla paya dayalı kitle fonlaması modeli, diğer kitle fonlaması modellerinden daha risklidir. Çalışmanın amacı, paya dayalı kitle fonlaması modelinin yatırım riski üzerindeki etkilerini analiz etmektir.

Veri toplama Google Form uygulaması üzerinden çevrimiçi anket yöntemiyle gerçekleştirilmiştir. Maliyet ve zamanın sınırlı olmasından ötürü araştırmada tesadüfi olmayan yargısal örnekleme ve kolayda örnekleme yöntemleri kullanılmıştır. Frekans analizi, pearson korelasyon analizi ve çoklu regresyon analizi kullanılarak bulgular değerlendirilmiştir.

Araştırmanın en önemli sınırlılığı, analizin paya dayalı kitle fonlaması modelini Türkiye'de ilk kez uygulayan "Fonbulucu" kitle fonlaması platformunun yatırımcıları ile sınırlı olmasıdır. Anket çalışmasının maliyet ve zaman kısıtlamaları nedeniyle yargısal ve kolayda örneklemelerden yararlanılarak çevrimiçi yapılması ise, araştırmanın sınırlılıklarından bir değerini oluşturmaktadır. Bu bağlamda araştırma sonuçlarının genelleştirilmesi sakıncalı olabilmektedir.

Paya dayalı kitle fonlaması modelinin yatırım riski üzerindeki etkisini analiz eden bu çalışma, 3 bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın ilk bölümünde girişimcilik ve kitle fonlaması kavramları üzerinde durulmuş, girişimcilik finansmanı modelleri ile kitle fonlamasının modelleri anlatılmıştır. İkinci bölümde ise dünyadaki ve Türkiye'deki kitle fonlamasının durumundan bahsedilmiştir. Son bölüm olan üçüncü bölümde anket çalışması ile elde edilen veriler incelenmiş ve hipotezlerin değerlendirilmesine yer verilmiştir.

1. GİRİŞİMCİLİK FİNANSMANI VE KİTLE FONLAMASI

Girişimci işletmelerin karşılaştığı en önemli sorunlardan biri yeterli sermayeye erişebilmeleridir. Yeni bir ürün veya hizmetin ortaya çıkmamasına ya da bazı önemli projelerin uygulanmamasına neden olan finansal kaynakların yetersizliğidir. Teknolojik gelişme ve sosyal medyanın büyümesi, ticari finans piyasası üzerinde büyük bir etkiye sahip olmaktadır. Girişimcilik için finansman fırsatlarını artıran yeni oyuncular ve yeni finansal aracılar ortaya çıkmaktadır.

1.1. Girişimciliğin Tanımı

"Girişimci" kelimesi ilk olarak 1755'te Fransız filozof Richard Cantillion tarafından ekonomik bağlamda kullanılmıştır. Cantillon girişimciyi, bir şeyi bilirli bir fiyattan satın alıp belirsiz bir fiyata satan, bu nedenle risk altında çalışan ve kâr elde etmeyi amaçlayan basit bir tüccar olarak tanımlamıştır. Girişimcinin ekonomik tanımı birkaç yıl sonra başka bir Fransız ekonomist Jean Baptiste Say tarafından değiştirilmiştir. Say, Avrupa'da tanınan ilk Ekonomi Profesörü olmuş ve aynı zamanda kendi işini yönetmiştir. Say ise girişimciyi, önemli bir pazar ihtiyacını tespit edebilen ve bu ihtiyacı karşılamak için gereken insan gücü, hammaddeler ve finansman dahil olmak üzere kaynakları düzenleyebilen daha bilgili ve tecrübeli bir birey olarak ifade etmiştir. (Pearce ve Barnes, 2006, s.4).

Daha sonra Joseph Schumpeter (1883-1950) de girişimcilik tartışmalarına katkıda bulunmuştur. Schumpeter girişimciyi yenilikçi olarak tanımlamıştır. Schumpeter girişimcinin nasıl hareket ettiğine odaklanmış ve inovasyon kavramının kapsadığı beş eylem kategorisi sıralamıştır. Onlar; yeni bir malın veya bir malın kalitesinin tanıtılması, endüstride henüz denenmeyen yeni bir üretim yönteminin tanıtılması, yeni

bir pazarın açılması, hammaddeler veya ara mallar için bazı yeni tedarik kaynaklarının kullanılması ve endüstrinin bazı yeni organizasyon biçimlerinin gerçekleştirilmesidir.

Böylece Schumpeter için girişimcilik, yeni kombinasyonların gerçekleştirilmesi olarak tanımlanmıştır (Ripsas, 1988, s.107). Modern zamanlarda girişimci, pazarda bir fırsat gören, kaynakları toplayan, pazarın ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik bir iş kuran ve büyüten kişi olarak tanımlanabilmektedir (Nieman ve Pretorius, 2004, s.4).

Dollinger'e göre girişimcilik, risk ve belirsizlik koşulları altında kazanç veya büyüme amacıyla yenilikçi bir ekonomik organizasyon ya da organizasyonlar ağı yaratmak için kaynakların kontrol edilmesi ve dağıtımıdır (2008, s.9).

Yeni bin yıllık dönemde girişimciliği teşvik eden fikirler, yetenekler, beceriler ve bilgiler dünyanın her yerindeki insanlarda, özellikle günümüz neslinde belirgindir. Bu yeni yön, ekonomik büyüme güçlerinin kurumsal dünyadan daha yerleşik iş adamlarını destekleme eğiliminde olduğu önceki zamanlardan bir değişikliktir. Ancak dünya ekonomisinin yüzü değişmiştir ve bugünün gençleri girişimci faaliyetler için çok uygundur.

Girişimcilik; belirli bir işletmenin kurulması, pazarlama ve üretim yönündeki bütün risklerin üstlenilmesi, idari süreçlerin yönetilmesi gibi faaliyetlerin bütünü olarak belirlenmektedir. Sürekli ortaya çıkan yeniliklerin gerçekleştirilmesi, girişimciliğin modern toplumdaki önemidir. Bu bakımdan çağdaş girişimcinin gücü; iş dünyasında yenilikler getirme ve getirdiği yenilikleri ticari ürünlere dönüştürebilme yeteneğine dayanmaktadır. Bu hususta girişimci devamlı yenilikler yapan birey ya da bireyler anlamında kullanılmaktadır (Küçük, 2014, s.28). Değerli kaynak ve yapı yaratmak amacıyla sosyo-ekonomik işleyişleri organize etme, başarısızlık ya da riskleri kabul etme ve inisiyatif alma gibi ortak noktalar, girişimcilik kavramına ilişkin yapılan tanımlarda mevcuttur (Yurtseven, 2007, s.60).

Girişimcinin tüm olası özelliklerini belirlemenin bir yolu olmamasına rağmen, girişimcilerin görevlere karşı tutumunda belirli bir tutarlılık vardır. Bir girişimcinin başarılı olabilmesi için belirli özelliklere sahip olması gerekmektedir (Grigorii, 2016, ss. 21-22). En başta çalışkanlık özelliği olmalıdır. Başarılı girişimci, bir girişimin geliştirilmesinin çok fazla zihinsel ve fiziksel çaba gerektirdiğini anlamaktadır.

Girişimcinin ne zaman, nasıl ve neden çalışması gerektiğine dair hiçbir talimata ihtiyacı yoktur. Bu nedenle kendi kendine başlama özelliği de başarılı girişimcinin sahip olması gerektiği özelliklerden biridir. Başarılı girişimci görevleri kendisi belirlemekte ve başkalarından herhangi bir onay almadan bunları takip etmektedir. Kişisel hedefler belirleme – girişimciler kendilerine net ve zorlu hedefler belirlemektedir. Başarılarını bu kişisel hedeflerle kıyaslamaktadır. Sonuç olarak, girişimciler, performanslarının değerlendirilmesi için başkalarına bakmak yerine iç standartları takip etmektedir.

Dayanıklılık – girişimci, başarısızlığın girişimcilik sürecinin ortak bir parçası olduğunu anlamaktadır. Başarılı girişimci sadece işler ters gittikten sonra nasıl çalışmaya devam edeceğini bilmekle kalmamalı, aynı zamanda bu bilgiyi öğrenerek ve daha fazla gelişme için kullanarak bu deneyimden nasıl faydalanacağını da bilmelidir. Aynı zamanda başarılı girişimcide güven olması gerekmektedir. Girişimciler kendilerine ve özellikle de kurdukları girişime inandıklarını göstermelidirler. Potansiyel müşterilerin ya da girişime fon sağlayacak yatırımcıların bu girişime inanabilmeleri için girişimcilerin öncelikle kendilerine güvenmeleri gerekmektedir. Ancak, girişimcilerin eksikliklerini görmek istemedikleri bir aşırı güven sorunu her zaman vardır.

Yeni fikirlere açık olma özelliği modern çağda son derece önemlidir. Aşırı güven sorununu çözmek için girişimcilerin kendi sınırlarını ve bunların üstesinden nasıl gelebileceklerine dair olasılıkları bilmeleri gerekmektedir. Yeni deneyimlerin ışığında fikirlerini gözden geçirmeye istekli olmalıdırlar. İddiacılık – girişimcilerin ne elde etmek istediklerini net bir şekilde anlamaları ve niyetlerini ifade etmeleri gerekmektedir. İddialı olmak, agresif veya inatçı olmak anlamına gelmemektedir. Sonuç için bir taahhütte bulunmak anlamına gelmektedir. Gerçek iddiacılık karşılıklı anlayışa ve iyi iletişim becerilerine dayanmaktadır.

Başarılı girişimci için bilgi arayışı rakiplerinin önünde kalmasına yardımcı olmaktadır. Bir girişimci genellikle meraklılıkla karakterize edilmektedir. Girişimci başarılı olmak için her zaman yeni ilgili bilgiler aramalıdır. Başarılı girişimciler açıklama yapmaktan çok soru sormaya eğilimlidirler. Ayrıca başarılı girişimciler, potansiyel olarak daha iyi çalışabileceklerinin her zaman farkındadır. Hem sahip oldukları becerilerin hem de sınırlarının her zaman farkındadırlar ve becerilerini geliştirme şansına açıktırlar. Bu nedenle girişimciler öğrenmeye istekli olma özelliğine sahip olmaları gerekmektedir.

Başarılı girişimciler sürekli olarak yeni fırsatlar aramakta ve değişime direnmek yerine değişimin sunduğu fırsatları aktif olarak kabul ederek, değişimi olumlu bir şekilde kabul etmeye her zaman motive olmaktadırlar.

Girişimciler başkalarının imkansız olarak gördüğü ya da hiç görmediği fırsatları fark edip yararlanabilen ve çeşitli yeni işyerleri açarak istihdam oluşturabilen bireylerdir. Küresel ekonomi girişimcilerin çabaları sayesinde canlanmakta ve dünya şimdi ekonomik kalkınma için en önemli güç olarak özel girişimi benimsemektedir (Kuratko, 2016, s.3).

Hem iş fikri olan hem de kendi işi olan tüm girişimciler için fon ve finansal kaynak bulmak son derece önemlidir. Bir iş adamı için finansal kaynak yetersizliği, iş geliştirme ve büyümenin önündeki en büyük engeldir. Yeni bir iş kurarken ve yeni bir iş fikrini uygularken finansal kaynak aramak genellikle çok zor bir iştir. Ancak bu iş fikri hayata geçirilirse yüzlerce yeni işin ortaya çıkması veya çok sayıda insanın sorunlarının çözülmesi mümkündür.

İş süreçlerinin dönüşümü ve bilgi teknolojisinin yaygın gelişimi ile karakterize edilen modern ekonomi, yeni gereksinimler belirlerken aynı zamanda girişimciler için yeni fırsatlar da getirmektedir. Bu doğrultuda girişimciler finansal kaynak bulmak amacıyla çeşitli ve alternatif finansman modellerini kullanabilmektedir.

1.2. Girişimcilik Finansmanı Modelleri

Yeni işletmeler ve küçük girişimler, istihdam artışı, rekabet ve inovasyondaki rolleri göz önüne alındığında, yükselen ekonomik sistemlerin daha önemli ve vazgeçilmez bir unsuru haline gelmiştir. Günümüzde teknolojik ilerlemeler hızlı bir biçimde devam etmektedir. Girişimciler, teknolojik gelişmelerden yararlanarak yeni fikirlerini hayata geçirmek istediklerinde yeterli sermaye bulmakta zorlanmaktadırlar.

Girişimciler yeni fikirlerini faaliyete geçirmeleri ve işlerini başarılı bir şekilde devam ettirmeleri için işletmelerine kolayca fon sağlayabilmeleri gerekmektedir. Türkiye'de girişimciler bakımından fikirlerinin ya da projelerinin finansmanındaki büyük bir sıkıntılardan biri, yeterli sermayenin temin edilememesidir (Akbaş, 2019, s.12). Sermaye yetersizliği, girişimciliğin başarısızlığa uğrama nedenlerinden biridir. Bugünlerde, özellikle işletme sermayesi yetersizliğinden dolayı işletilemeyen ya da düşük kapasite kullanım oranları ile faaliyet gösteren birçok kuruluş bulunmaktadır (Marangoz, 2017, s.104).

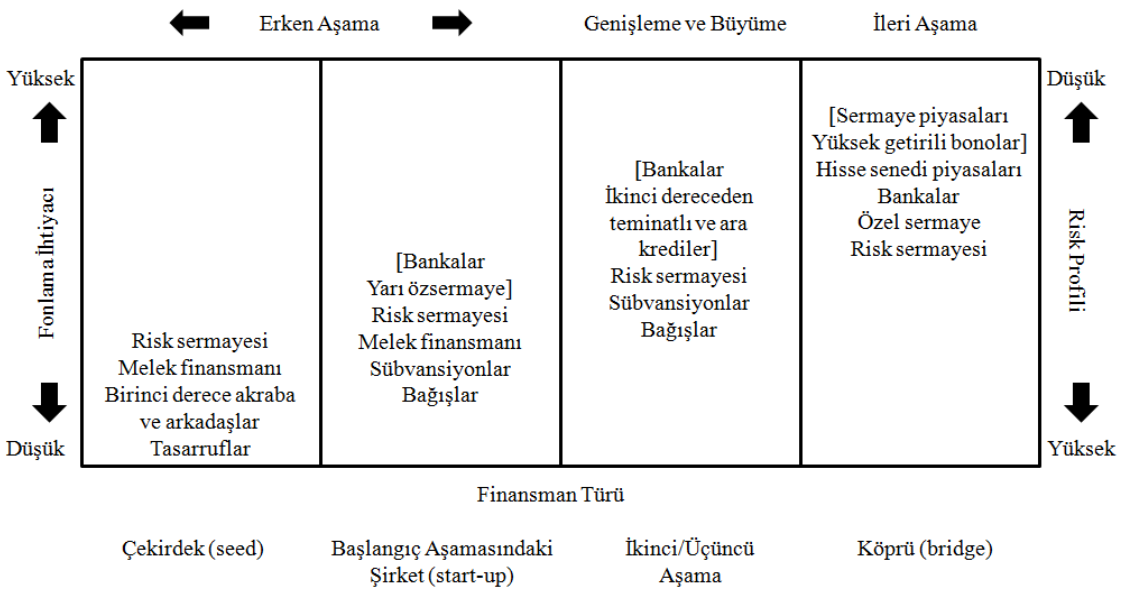
Girişimciler, fikirlerini gerçekleştirmenin ilk adımında gerekli fon miktarı için ailelerine, yakın arkadaşlarına ya da akrabalarına bağımlıdır. Bazen kendilerini görece fon sağlamaya ihtiyaç duymaktadırlar. Ancak bu fon sağlama türlerinde başlangıç sermayesi az miktarda olabilmektedir. Kendi kendine fon sağlama durumunda proje sahibi parayı kimseye iade etmemekte ve karar verme hususunda özgür olmaktadır.

Yine de, tüm masrafları karşılayacak kadar fon sağlanamamakta ve gerekli fonları toplamak için ilave zamana ihtiyaç duyulabilmektedir. Diğer taraftan ise, burada bir al-ver söz konusudur. Gerekli fon toplanana kadar proje önemini kaybedebilmekte ve bu proje sermaye yeterliliği açısından sorunu olmayan diğer kişiler tarafından yürütülebilmektedir. Bu sebeplerle işletmeler fikirlerini gerçekleştirmek için genellikle ticari banka kredilerini kullanmaktadır. Ek olarak, risk sermayesi yoluyla gerekli finansal kaynağı bulmaktadır.

Günümüzde girişimcilere kredi sunan bankalar yeterlidir. Ancak krediyi faiz oranıyla iade etmek ve kredi alabilmek için teminat olarak bir mülk, senet gibi varlık sunmak gerekmektedir. Ticari bankalar, teminat olarak sunacak varlıkları olmayan girişimciliğin ilk aşamasındaki yeni girişimcilerle ilgilenmemektedir.

Girişimciliği finanse etmenin bir başka yöntemi de özel vakıflardan veya melek yatırımcılardan fon toplamaktır. Bu durumda girişimcilerin iş planını ve projenin gerçekleşme sürecini fon sağlayıcıya göstermeleri gerekmektedir. Ayrıca bazı durumlarda projenin belirli bir bölümünün yatırımcıya tanıtıldığı zamana kadar gerçekleştirilmesi gerekli görülmektedir. Bu nedenle, özel vakıflar "hiçten" başlayan girişimciliğin gelişimini fonlamaya ilgi göstermemektedir.

Erken aşamadaki girişimciler henüz gelir elde etmemekte ve yeterli sermayeye sahip değillerdir. Dolayısıyla bu tür girişimciler için geleneksel borçlanma finansmanı bir seçenek olmamaktadır. Yeni girişimciler için sermaye kaynağı bulmada melek yatırımcılık ve risk sermayesi gibi alternatif finansman yöntemleri tercih edilmektedir. Şekil 1'de işletmenin gelişim aşamalarına dayalı finansman türleri gösterilmiştir (Bayar, 2012, s.134).



Şekil 1. İşletmenin Gelişim Aşamaları ve Finansman Türleri

Kaynak: (Bayar, 2012, s.134).

Şekil 1'de gösterildiği gibi, risk sermayesinin bir işletmenin gelişiminin erken ve genişleme aşamalarında öncü bir rol oynadığı, özel sermaye ve diğer finansman biçimlerinin giderek önem kazanacağı sonraki aşamalarda öneminin azaldığı görülmektedir. Risk sermayesi, erken aşamadaki girişimcilik finansmanında baskın yöntemdir. Ancak "melek yatırımcı" olarak bilinen kişiler, özellikle bir şirketin yaşam döngüsünün ilk aşamalarında, temel sermaye sağlayarak ve rehberlik ederek önemli bir rol oynamaya devam etmektedir (Christofidis ve Debande, 2001, s.7).

Risk sermayesi ve melek yatırımcılık finansmanı geleneksel olarak banka veya borç finansmanına erişmeyi zor bulan erken aşamadaki yeni girişim firmaları için önemli

finansman kaynakları olarak bilinmektedir. Bununla birlikte, girişimcilik finansmanı için pazar ve ortam son yıllarda değişmiştir.

Özellikle 2008-2009 mali krizinin ardından, girişimcilerin ve erken aşamadaki yeni girişimlerin fon sağlamada karşılaştığı zorluklar nedeniyle yeni finansman yöntemi olarak kitle fonlaması ortaya çıkmıştır. Kitle fonlaması, yalnızca finansal hedeflere değer vermekle kalmamakta, aynı zamanda finansal olmayan hedeflerle de ilgilenmektedir (Block, Colombo, Cumming ve Vismara, 2018, s.240).

1.2.1. Özkaynak

Özkaynak yönteminde girişimcilerin projeleri kendileri tarafından finanse edilmektedir. Fikirlerini gerçekleştirmek için kendilerinin biriktirdiği sermayelerini kullanarak işe başlamaktadır. Özkaynaklar, girişimcilerin pazarda yer alarak rekabete dayanabilmeleri, yatırım yapabilmeleri ve işletmelerini büyütebilmeleri için yeterli olmamaktadır. Girişimcilikte faaliyetin başlanması ve gelişerek devam etmesi için sermayenin yeterli olması son derece önemlidir (Akbaş, 2019, s.14).

Girişimciler, özkaynaklarını artırmak için genel olarak iki yöntemi kullanabilmektedir. Otofinansman yönteminde girişimciler, faaliyetlerinde belirli bir miktarda elde ettikleri kazançları dağıtmadan işletmede bırakarak fon sağlamaktadır. Girişimcilerin özkaynaklarını artırmada kullandıkları ikinci yöntem ise, hisse senetleri ihraç etmektir. Bununla birlikte, yeterli finansal güce ve tassarrufa sahip olmayan yeni ve küçük işletmeler otofinansman potansiyeli açısından büyük işletmelere göre dezavantajlıdır (Uluyol, 2008, s.47).

1.2.2. Aile, Akraba ve Arkadaş Yardımları

Yeni proje sahipleri ve girişimciler, girişiminin ilk aşamasında yeterli olarak sermaye sağlayamamaktadır. Ticari kredileri kullanabilmeleri için mali durumları da yeterince iyi olmayan küçük ve yeni işletmeler bulunmaktadır. Bu durumda girişimciler yakın çevresindeki insanlar (aile, akraba ve arkadaşları) tarafından girişimlerine fon

sağlayabilmektedir. Böylece, girişimciler fikirlerini gerçekleştirmek için arkadaş, aile ve akrabaları yardımlarını kullanabilmektedir.

Bu yardımlar girişimciler için yeterli kaynağı bulmada faydalı olabilir. Ancak, paranın geri ödemesinde gecikme olduğundan iş kurmak isteyen bireyler özellikle akrabalar ve arkadaşların güvenlerini kaybedebilirler. Bu nedenle, girişimciler sağlanan desteği mümkün olabildiğince kısa sürede ödemek isterler. Bunun için bu finansman yöntemi etkili bir yöntem değildir (Vural, 2019, s.21).

1.2.3. Ticari Banka Kredileri

Bankalar ekonomide en büyük finansal aracılar olarak tanınmaktadır. Genellikle yeni iş kuracak girişimciler, otofinansman yoluyla ve aile, arkadaşlar tarafından sağlanan finansmanın ardından, ayrıca sermaye piyasalarına girişten önceki aşamada banka kredisi almaktadırlar (De Rassenfosse ve Fischer, 2016, s.236). Gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde, girişimcilerin yatırımlarını ya da faaliyetlerini desteklemek için önemli miktarda yeni fona ihtiyaçları vardır. Türkiye'de sermaye piyasası araçlarıyla fon toplamak yaygın olmadığı için bankalar baskın finansal kurumlar olarak faaliyet göstermektedir. Ancak, bankalar baskın finansal kurumlar olsalar bile çeşitli tiplerdeki projeler ve girişimleri finanse etmekten kaçınmaktadırlar (Sancak, 2016, s.99).

Bankalar tarafından finansman sağlanmasında girişimcilerin kredi notu ağırlıklı olarak dikkate alınmaktadır. Girişimciler ticari banka kredisini kullanmadan önce mali ihtiyaçlarını kararlaştırırken taksit ve kredi faiz oranlarını dikkate almalıdır. Öncelikle kredi kullanmak isteyen işletme bankaya başvuruda bulunmaktadır. Başvuru yapıldıktan sonra işletmenin finansal gücü kontrol edilmektedir. Finansal güç; firmanın ticari durumu, aktifleri ve alacaklarını içermektedir. Kredinin geri ödenmesinde sorun yaşamamak için işletmenin kredi geri ödeme sırasındaki sahip olacağı finansal gücü incelenmektedir. İşletmeyle ilgili tüm bilgiler incelendikten sonra işletmeye kredi notu verilmektedir. Kredi notu yüksek olduğunda kredi talebi kabul edilmekte, düşük olduğunda reddedilmektedir (Baysoy ve Özkul, 2020, s.613).

Genel olarak Türkiye'de mali kaynaklar girişimcilere serbest pazar ile kamu kaynakları suretiyle gelmektedir. Serbest pazarda önemli fon sağlayıcı olarak bankacılık bilinmektedir. Kamu kaynaklarında ise, çeşitli bakanlıklar tarafından temin edilen teşvikler ve çeşitli devlet yardımları yer almaktadır. Analiz edilebilecek finansal verilerinin bulunmaması, bankalara teminat sağlanmaması, verilen kredilerin yerine getirilmeme riski gibi nedenlerden dolayı bankalar kurulmakta olan işletmelere kredi vermeyi istememektedir.

Bankalarda bulunan mevduatların büyük kısmı çoğu zaman büyük ölçekli işletmelere kredi olarak verilmektedir. Bu nedenle Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeleri (KOBİ) kredilendirme miktarı düşük olup, genel olarak bankalar, KOBİ'leri değerlendirirken oldukça riskli saydıkları için, girişimcilerin daha çok teminat göstermelerini istemektedir. İşletmeler kazançlılık, borç ödeme yeteneği ve olumlu nakit akımına sahip olunca ticari bankalardan teminatsız kredi alabilirler. Genelde, ticari bankalar işletmelere başlangıçta yalnızca kısa vadeli borç verebilmektedir. Bu nedenle, beklenmeyen maliyet artmaları veya satışlardaki düşüş, yaklaşan likidite krizlerine sebep olabilir. Dolayısıyla, büyümenin erken aşamalarında finanse edilmesine ilişkin zor durumlar daha sonra ciddi likidite krizlerini yaratabilmektedir (Akbaş, 2019, ss. 15-16).

1.2.4. Risk Sermayesi

Finansal piyasaların temel işlevi, fon fazlası olan iktisadi birimlerin fonlarını, fon gerektiren iktisadi birimlere aktarmaktır. Risk sermayesi finansman yöntemi genel olarak yeni girişimciliğin finanse edilmesi ve faaliyet yürüten şirketlerin dağıtım ve üretim işlemlerindeki aşamalarının fonlanmasıdır (Soydemir, 1994, s.80). Ticari bankalar ya da finansal aracılık yapan kurumlar KOBİ'lere elverişli ve yeterli şartlarda fon sağlayamadığı için alternatif finansman yöntemi olarak tanılan risk sermayesi yöntemi ortaya çıkmıştır.

Seçilen girişimciler ve projeler iyice incelenip değerlendirildikten sonra, çeşitli yollarla fon toplayan risk sermayesi şirketleri tarafından finanse edilmektedir. Risk sermayesi şirketleri özkaynak şeklindeki bu mali destek suretiyle girişimcilerin işletmelerini büyütebilmeleri ve geliştirmeleri için oldukça önemli bir olanak sağlamaktadır. Ayrıca tekniksel ve idari yardım vermektedir (Çonkar, 2017, s.102). Risk sermayesi başvurusunda bulunacak işletmelerin gelişim aşamalarına göre sınıflandırılması Tablo 1'de gösterilmiştir.

Tablo 1. Risk Sermayesine Başvuracak İşletmelerin Gelişim Aşamalarına Göre Sınıflandırılması

Aşama Adı	Aşama Özelliği
Çekirdek (seed)	Piyasaya çıkmadan önce ek araştırma yapmak veya pilot ürün örnekleri oluşturmak için finansmana ihtiyaç duyan yalnızca bir iş fikri veya projesi, bir iş planı vardır.
Başlangıç (start-up)	Bu aşamada finansman, yeni kurulan işletmelerin pazar araştırması yapması ve satış başlatması için gereklidir.
Erken Aşama	İşletmenin ilk müşterileri vardır, ürünleri hazırdır ve düzenli olarak satılarak satışları artırılmaktadır.
Geçit ve Büyüme Aşaması	İşletmenin faaliyetlerini finanse etmek için ek yatırımlara ihtiyacı vardır. Yatırımlar, üretim ve satış hacimlerini genişletmek, ek pazarlama araştırması yapmak, işletme sermayesini artırmak için kullanılabilmektedir.

Kaynak: (Davydyants vd., 2011, s.38).

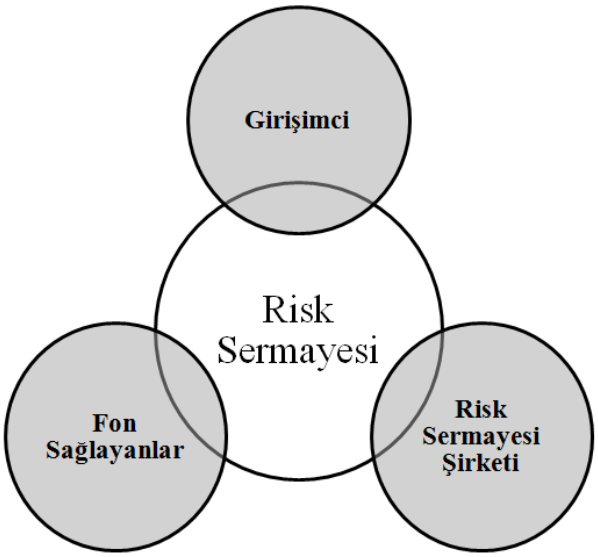
Çekirdek aşamasında firmanın kuruluşu ve ilk faaliyet yılı finanse edilmektedir. Ürün geliştirme ve test etme, deneme pazarlaması, başlangıç sermayesinin kullanılması gereken faaliyet türleridir. Piyasada ürün ve hizmetlerini satmaya başlayan işletmeler erken aşamada desteklenirken, geçit ve büyüme aşamasında daha büyüme odaklı üretim ve satış hacimlerini genişletmek isteyen işletmelere fon sağlanmaktadır.

Bankalarca fon sağlanmayan girişimciliklere destekte bulunma, vadesinin uzun olması, sermaye aktarımı suretiyle yatırım yapıldığında karşılık olarak hisse senedi kullanılması ve işletmenin belirli bir ilerleme ya da büyüme seviyesine ulaştığı zaman hisselerin satılması risk sermayesinin özellikleri olarak sayılmaktadır (Kuğu, 2004, s.141).

Şekil 2'de görüldüğü gibi, yenilikçi ve büyüme odaklı girişimlerin başlatılmasını, büyümesini veya genişletilmesini hedefleyen risk sermayesi finansman modelinde genellikle üç taraf mevcuttur. Yeni teknoloji ve fikirler üreterek projelerini

gerçekleştirmek isteyen girişimciler, risk sermayesi şirketleri aracılığıyla fon sağlayacılara ulaşabilmektedir.

Risk sermayesi şirketleri finansal kaynaklar arayan girişimciler ile sermayedarları bir araya getirerek aracılık yapan kurumdur. Fon sağlayanlar, maddi birikimlerini risk sermayesi şirketi tarafından çıkarılan katılma belgelerine yatırarak fonlama yapmaktadır (İştar, 2013, s.190).



Şekil 2. Risk Sermayesi Finansman Modelinin Tarafları

Kaynak: (İştar, 2013, s.190).

Risk sermayesi şirketi yüksek miktarda kazanç elde etmek amacıyla gelişme potansiyeline sahip yeni kurulmuş işletmelere ya da yeni girişim fikrine sahip girişimcilere hisse senedi karşılığı ortak olarak yönetim ve özsermaye desteği sağlamaktadır. İşletmenin planlanan gelişim düzeyine ulaştığı zaman hisse senetleri satılarak yatırılan sermayeler geri alınmaktadır (İçerli ve Akkaya, 2001, s.67).

Tıpkı bir bankanın mevduat sahiplerinden para alıp bunu işletmelere ve bireylere kredi olarak vermesi gibi, bir risk sermayesi şirketi de yatırımcılarından para almakta ve portföy şirketlerine öz sermaye yatırımları yapmaktadır. Risk sermayesi finansman modeli genellikle melek yatırımcılıkla karşılaştırılmakta ve aynı zamanda karıştırılmaktadır. Genellikle "melek" olarak adlandırılan melek yatırımcılık, bazı

yönlerden risk sermayesine benzemekte ancak melek yatırımcılar kendi sermayelerini kullandıkları için farklılık göstermektedir.

Melek yatırımcılığın birçok türü vardır. Bir uçta arkadaşının veya akrabasının işine yatırım yapan, hiçbir ticari geçmişi olmayan varlıklı kişiler varsa, diğer uçta, belirli bir sektördeki şirketlere sermaye ve tavsiye sağlamak için bir araya gelen, ilgili ticari veya teknik geçmişe sahip melek yatırımcılar vardır. Risk sermayesi şirketleri ile karşılaştırıldığında, melek yatırımcılar daha genç şirketlere odaklanmakta ve daha fazla sayıda daha küçük yatırım yapmaktadır (Metrick ve Yasuda, 2021, s.1).

1.2.5. Melek Yatırımcılar

Melek yatırımcılara bazen "resmî olmayan" yatırımcılar denilmektedir. Melek yatırımcıların tanımı, erken aşamadaki bir şirkete fon sağlayan zengin insanlar olmalarıdır (Morrissette, 2007, s.52). Girişimcilere sağladıkları finansal kaynaklar, bir kerelik başlangıç sermayesi veya sürekli finansal destek olabilmektedir. Melek yatırımcılık ayrıca risk sermayesi ile bir takım benzerlikleri paylaşmaktadır. Risk sermayesi gibi, melek yatırımcılar da yukarı yönlü potansiyelleri ile bilinen ancak maddi varlıkları olmayan yeni girişimlere yatırım yapmaktadır. Yatırım yaptıktan sonra yeni girişime dahil olarak ortaya çıkacak riskleri yönetebilmektedir.

Risk sermayedarları sadece büyümeyi ve ardından işten başarıyla çıkmayı amaçlamaktadır. Ancak melek yatırımcıların girişimcilere mentorluk yapma, genç girişimlerin başarılı olmasına yardımcı olma, diğer yatırımcılarla ortak yatırım yapma ve yeni kurulan girişimin büyümesine ve gelişmesine katılma gibi farklı motivasyonları vardır (Edelman vd., 2017, s.272).

Melek yatırımcıların kendileri, potansiyel girişimcilere uygunluklarını şekillendiren davranışsal özellikler sergileme eğilimindedir. Melek yatırımcılar yeterince deneyim ve bilgi sahibi oldukları alanlara yatırım yapmaktadırlar. Bunu yaparken de finansman sağladıkları girişimciye önemli bir bilgi ve uzmanlık kaynağı sağlamakta ve girişimciyle düzenli olarak buluşarak veya çalışarak projeye dahil olmaktadırlar.

Tablo 2. Melek Yatırımcılar İle Risk Sermayesi Şirketleri Arasındaki Farklılıklar

	Melek Yatırımcılar	**Risk Sermayesi Şirketleri**
Finansman Kaynağı	Merek yatırımcının kendi parası	Yatırımcıların paraları
Yıllık Anlaşma Sayısı	Her iki yılda bir	Yılda 5-10
Şirket başına standart yatırım	25.000-250.000 USD; ort. 50.000-75.000 USD	1-10 milyon USD; ort. 4 milyon USD
Şirketin Gelişim Aşaması	Çekirdek, başlangıç, erken	Geçit ve büyüme
Coğrafi Odaklanma	Genellikle ikamet yerine yakın	Genellikle ülke çapında, bazen bölgesel
Sektörel Odaklanma	Odaklanma yok, ancak bildikleri sektörler tercih edilmektedir	Genellikle bir veya iki sektöre odaklanılmaktadır.
Anlaşmların Kaynağı	Diğer melek yatırımcılar, arkadaşlar, iş bağlantıları	Sunulan teklifler, diğer risk sermayesi şirketleri
Karar Verici	Bireysel, deneyimli girişimci	Uzmanlar, komiteler, iş yönetimi uzmanları
Analiz/Durum Tespiti	Minimal, resmî olmayan, öznel	Kapsamlı, resmî, analitik
Yatırım Yapısı	Basit, adi hisse senetleri	Kompleks, değiştirilebilir tercihli hisseler
Katılım	Aktif katılımlı	Stratejik, yönetim kurulu
Yatırım Süresi	Daha uzun, 5 veya daha fazla yıl	Daha kısa, 3 ila 5 yıl
Çıkış	Daha az önemli, uzun vadeli yatırım ufku	Önemli, ilk halka arz (IPO) veya şirketi satma
Yatırım Getirisi Beklentileri	%20-30, ancak genellikle önceden belirlenmiş bir yatırım getirisi beklentisi yoktur	Genellikle %30-50 yatırım getirisi beklenmektedir

Kaynak: (Morrissette, 2007, s.54).

Tablo 2'de, melek yatırımcılar ve risk sermayesi şirketileri arasındaki kısaltılmış bir karşılaştırmaya yer verilmiştir. Hill ve Power, belirli bir girişime melek yatırımcılar kendi paralarını yatırırken, risk sermaye şirketleri diğer insanların parasını yatırdıklarını belirtmiştir (Hill ve Power, 2002, s.5). Bu şekilde melek yatırımcılar ve risk sermayesi şirketleri arasında kısa ve anlayışlı bir karşılaştırma sunmuştur. Melek yatırımcılar çok çeşitli sektörlere yatırım yapmaktadır. Ancak melek yatırımcılar, biraz deneyim sahibi oldukları sektörlere yatırım yapmayı tercih etmektedirler. Melek yatırımcıların çoğunluğu yeni kurulan ve erken aşamadaki şirketlere fon sağlamaktadır. Melek yatırımcılar paraları konusunda çok dikkatli olsalar da, durum tespiti süreçleri profesyonel risk sermayedarlarınınkinden farklıdır; daha az analitik, daha az kapsamlı ve daha kişiseldir (Morrissette, 2007, s.59).

Melek yatırımcılar kavramı Türkiye'de "Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik" ile 15 Şubat 2013 tarihinde yasalaşmıştır. Bu yönetmelikte melek yatırımcılara "Bireysel Katılım Yatırımcısı" (BKY) adı verilmektedir. Ayrıca BKY, girişimciliğin başlangıcında ya da büyüme aşamasında bulunan şirketlere bireysel maddi varlıklarını veya deneyimlerini aktaran gerçek kişiler olarak ifade edilmektedir. Bu tür yatırımcılara devlet tarafından vergi desteği sağlanmaktadır. Melek yatırımcılar bundan yararlanmak için BKY Lisansı'na sahip olmaları gerekmektedir. Ancak tecrübeli olmaları veya yüksek gelir veya servete sahip olmaları koşuluyla BKY Lisansı alabilmektedir (Uçar, 2020, ss.18-19).

On yıl önce borsada işlem görmeyen genç şirketlere yatırım yapma fırsatı genellikle profesyonel yatırımcılara, özellikle melek yatırımcılar ve risk sermayedarlarına açıkken, profesyonel olmayan yatırımcılar için böyle bir fırsat sınırlı olmuştur. Kitle fonlamasının gelişmesiyle birlikte yatırımcılar dünyanın herhangi bir yerinden herhangi bir işletmeye yatırım yapma fırsatına sahip olmuştur (Berezinets vd., 2021, s.133).

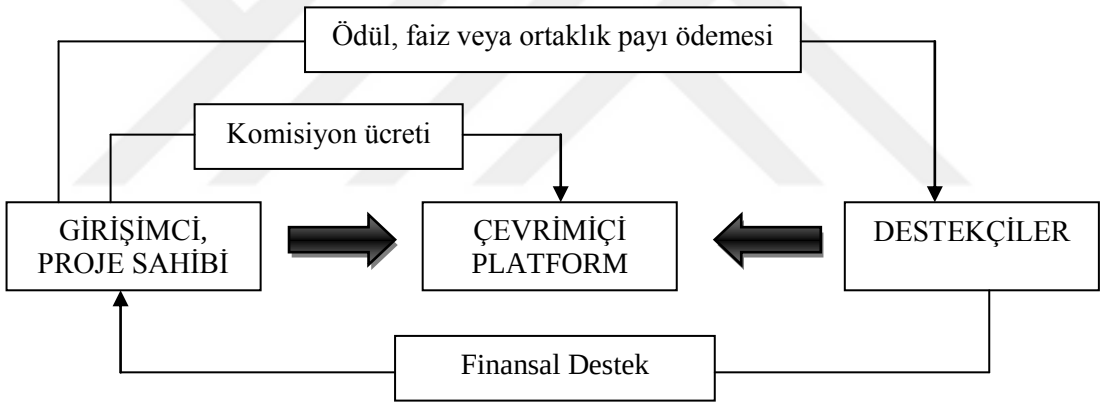
1.3. Kitle Fonlamasının Kavramı

Son yıllarda kitle fonlaması, girişimcilerin erken aşamadaki girişimlerini finanse etmeleri için yeni bir finansman yöntemi olarak ortaya çıkmıştır. Yeni girişimcilik projeleri bankalar için çok riskli, risk sermayesi fonları için getirileri oldukça küçük ve işlem maliyetleri çok yüksektir. Ayrıca, aile ve arkadaşların yatırımcı olarak yardım etmeleri için projenin sermaye gereksinimi çok büyüktür. Bu nedenle yeni girişimcilik projelerinin çoğu finanse edilememektedir. Kitle fonlaması girişimciliğin finansmanında fon döngüsünün erken aşamadaki önemli bir boşluğunu doldurabilmektedir (Hornuf ve Schmitt, 2016, s.16).

Kitle fonlaması, internet aracılığıyla gerçekleştirilen, genel halk ve girişimciler arasında finansal kaynakların yeniden dağıtılması yoluyla belirli projelerin (kültürel, sosyal, bağış, ticari, endüstriyel ve teknolojik) finansmanı için kullanılan bir yöntemdir. Bu tanım, kitle fonlamasının birkaç önemli özelliğini vurgulamayı sağlamaktadır. İlk olarak, kitle fonlamasının yenilikçi girişimcilik finansmanında risk sermayesi finansmanı dahil diğer geleneksel finansman seçeneklerinden daha uygun olduğu

düşünülmektedir. İkincisi, kitle fonlaması yalnızca internet teknolojileri sayesinde ortaya çıkmakta ve gelişmektedir. Üçüncüsü ise, böyle bir finansal yöntem, çok çeşitli profesyonel olmayan yatırımcıları yatırımcı olarak çekmeye olanak sağlamaktadır. Dördüncüsü, girişim ve inovasyonu finanse eden kitle fonlaması modelinde yatırımcılar kampanya ararken, diğer tüm modellerde çoğu durumda kampanya sahiplerinin kendileri yatırımcı aramaktadır (Ermakova vd., 2017, s.42). Bu yöntemin faydalarından biri, projelerin sadece finansmana değil, aynı zamanda özgürlüğe de sahip olmasıdır (Zholdyuly, 2022, s.82).

Kitle fonlamasında fon talep eden girişimciler, girişim veya projelere yatırım yapmak isteyen destekçiler (yatırımcılar) ve bu ikisine aracılık eden kitle fonlaması platformları olmak üzere üç taraf bulunmaktadır. Aralarındaki finansal ilişki Şekil 3'te gösterilmektedir.



Şekil 3. Kitle Fonlamasında Yer Alan Taraflar

Kaynak: (Açıkgöz vd., 2020, s.62).

Kitle fonlaması platformları, sermaye arayan girişimciler ve yatırımcılar arasında aracılık yaparak faaliyet gösteren web siteleridir. Bu platformlar girişimcilere fikirlerinin gerçekleştirilmesi ve projelerinin tamamlanması için çeşitli destekçilerden fon talep etme imkanı sunmaktadır (Koch ve Siering, 2019, s.661). Kitle fonlaması platformları sadece girişimcilerin projelerini çok sayıda potansiyel destekçiye sunmalarını sağlayan teknolojik bir temel oluşturmakla kalmamaktadır. Aynı zamanda girişimciler ile finansal destekçiler arasında etkileşim için bir ortam sağlamakta ve

ödemelerin işlenmesi, gizlilik ve güvenliklerin sağlanması gibi önemli işlevleri yerine getirmektedir. Bu durumda kitle fonlaması platformları, katılımcılar için belirlenen belirli kural ve gerekliliklere uyulmasından ve sürecin şeffaflığından sorumludur. Platformların komisyon ücreti yaklaşık %1 ila %10 arasında olup, toplanan tutardan alınmaktadır (Abu Amuna, 2019, s.55).

Girişimciler finansal kaynak yetersizliğini ortadan kaldırmak için çeşitli bireylerden veya kuruluşlardan kitle fonlaması mekanizmasını kullanarak fon toplayabilmektedir. Girişimciler potansiyel destekçilerin ilgisini çekebilmeleri ve yeterli finansal kaynak bulabilmeleri için projenin veya ürünün uygulama planını açık ve net bir şekilde yatırımcılara sunmalıdır. Kitle fonlaması yöntemini kullanacak girişimcilerin kitle fonlaması kavramı ve süreci hakkında yeterli bilgi ve anlayışa sahip olmaları önemlidir.

Destekçilerin rolü girişim veya projelere finansal kaynak sağlamaktan daha çok geniştir. Önerilen projeler veya ürünler, destekçiler tarafından test edilmektedir. Ayrıca destekçiler, girişimcilerin öne sürdüğü fikirlerinin değeri ve uygulanabilirliği hakkında bir fikir oluşturmaktadır. Bu tür katılımcıların katkısının sadece finansal değil, aynı zamanda bilgilendirici de olabileceği unutulmamalıdır (Beletskaya, 2019, s.3).

Kitle fonlaması, çeşitli yeni girişim veya projelerin finansmanında kullanılan yeni bir yöntemdir. Girişimcilere gelecekte üretilecek ürünler ya da özsermaye karşılığında birçok kişiden fon talep etmelerine yardımcı olabilmektedir (Mollick, 2014, s.1). Girişimci, küçük bir deneyimli yatırımcı grubundan yatırım aramak yerine, her bir kişinin az miktarda fon sağladığı kitle fonlaması ile geniş bir kitleden dış finansman elde edebilmektedir. Son yıllarda girişimciler sermaye yetersizliğinden dolayı dış finansmana oldukça ihtiyaç duymaktadır. Bu girişimciler için kitle fonlaması değerli bir alternatif finansman yöntemi haline gelmiştir (Belleflamme vd., 2014, s.585).

Junge, Laursen ve Nielsen, kitle fonlamasının çeşitli girişimciler için giderek daha yaygın bir finansman kaynağı haline geldiğini belirtmiş ve girişimcilerin neden kitle fonlamasına katılmayı seçtiklerini niteliksel olarak araştırmışlardır. Girişimcilerin genellikle sermaye artırmak, bir iş fikrini doğrulamak veya marka bilinirliği yaratmak gibi nedenlerle ilk çare olarak kitle fonlamasını kullandıkları tespit edilmiştir (Junge vd., 2022, s.1).

Kitle fonlaması, yenilikçi ve dijital çözümler yoluyla sermaye arttırma ihtiyaçlarını karşılayan fintek gelişmelerinin bir kategorisini temsil etmektedir. Girişimcilik finansmanında alternatif yöntem olarak ortaya çıkan kitle fonlaması ve bununla ilgili faaliyetler, daha önce yetersiz hizmet verilen veya hizmet verilmeyen alanlarda finansal erişimi potansiyel olarak etkinleştirebilmekte ve genişletebilmektedir. Ayrıca geleneksel finansal kurumların hâlihazırda hizmet verdiği alanlarda yeni çözümler sunabilmektedir (Ziegler vd., 2020, s.44).

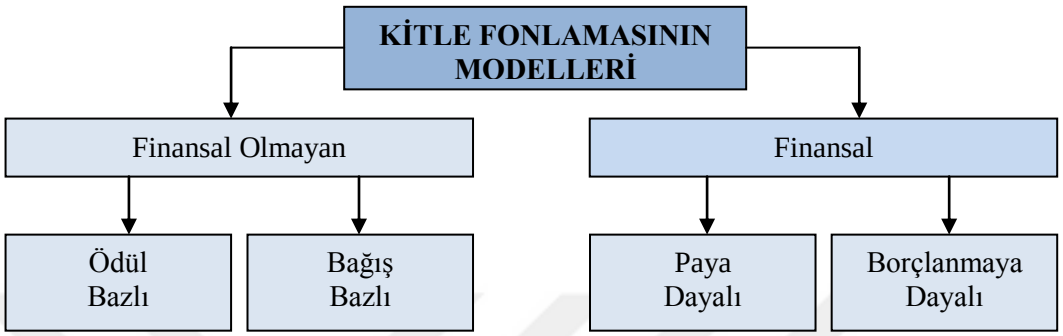
1.4. Kitle Fonlamasının Tarihçesi

Kitle fonlamasının tarihi, İrlandalı yazar Jonathan Swift'in halk arasındaki yoksulluğu yenmek için bir tür mikro finansman enstitüsü olan "İrlanda Kredi Fonu"nu kurduğu 19.yüzyıla kadar uzanmaktadır. Kitle fonlamasının en ünlü projesi, 1997'de Amerika Birleşik Devletleri'ndeki (ABD) turlarına destekçi olan hayranlarından yaklaşık 60.000 USD toplayan Marillon grubunun projesidir. Bu proje, destekçilerin sayesinde sanat ve müzik projelerine fon sağlamak amacıyla 2003 yılında oluşturulan "Artistshare" kitle fonlaması platformunun fon sağlayıcıları için bir ilham kaynağı olmuştur (Çağlar, 2019, s.21).

Dünyadaki ünlü kitle fonlaması platformları olan "Indiegogo" kitle fonlaması platformu 2008 yılında ve "Kickstarter" kitle fonlaması platformu 2009 yılında kurulmuştur. Kitle fonlaması modeli ortaya çıktıktan sonra ilk olarak kurulan bu platformlar ödüle dayalı olarak hizmet vermektedir. Bir başka ifadeyle, finansmana katkıda bulunanlar, katkılar karşılığında yalnızca küçük bir ödül almaktadır. Katkıda bulunanların projeden getiri alabilecekleri ilk paya dayalı platformlar ancak 2010'da tanıtılmıştır. Finansman sayesinde yeni girişimleri geliştirmeyi amaçlayan "GrowVC" ve "CrowdCube" paya dayalı kitle fonlaması platformları 2010 ve 2011 yıllarında kurulmuştur. Ancak paya dayalı kitle fonlaması platformlarının gelişimi düzenleme eksikliği nedeniyle yavaşlamıştır (Sartorato, 2016, s.12).

1.5. Kitle Fonlamasının Modelleri

Kitle fonlamasının ödül bazlı kitle fonlaması, bağış bazlı kitle fonlaması, paya dayalı kitle fonlaması ve borçlanmaya dayalı kitle fonlaması olmak üzere dört modeli vardır (Gabison, 2015, s.361).



Şekil 4. Kitle Fonlamasının Modelleri

Ödül bazlı kitle fonlaması modelinde destekçiler bir projeyi destekledikleri için karşılık olarak bir ödül almaktadırlar. İlk önce bir proje, ürün veya fikre sahip girişimci tarafından kitle fonlaması platformunda kampanya başlatılmaktadır. Kampanya hedeflenen tutara ulaştıktan sonra, destekçilere katkıda bulundukları para miktarına göre sıralanmış farklı düzeylerde ödüller verilmektedir. Ancak destekçilere hiçbir zaman faiz ya da ticari kâr payı ödenmemektedir (Bradford, 2012, s.16). Genellikle ödüle dayalı kitle fonlaması modelinde girişim veya projeyi destekleyenler ilk müşteri olarak kabul edilmektedir. Bu model, destekçilerin finanse edilen projeler tarafından üretilen ürünlere daha erken bir tarihte, daha iyi fiyatla veya başka bazı özel avantajlarla erişmelerini sağlamaktadır. Ayrıca kitle fonlaması finansman yönteminin kullanılmaya başlandığı dönemlerde en yaygın olan model olarak bilinmektedir.

En basit kitle fonlaması türü olan bağış bazlı kitle fonlaması modelinde fon verenler hayırsever amaçlar için bağışta bulunmaktadırlar. Bu bağışlar genellikle sosyal ve hayır amaçlı girişimlere yapılmakta ve fon verenler yatırımlarından finansal getiri beklememektedir (Mollick, 2014, s.3). Geleneksel bağış toplama stratejileriyle karşılaştırıldığında, bağışa dayalı kitle fonlaması potansiyel bağışçıların fiziksel mesafe kısıtlaması olmaksızın yardıma ihtiyacı olan insanlara/gruplara ulaşması için bir yol sağlamaktadır (Tanaka ve Voida, 2016, s.4551).

Borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modeli, geleneksel finansal kurumların faaliyet göstermediği ve sermayeyi artırmanın doğrudan bir yolu yerine alternatif finansal yardım sunduğu kurumsal boşlukları doldurmanın bir yolu olarak kullanılmaktadır (Meyskens ve Bird, 2015, ss. 158-159). Bu model, iş geliştirme için fon sağlayan katılımcıların belirli bir gelir yüzdesi elde etme ve yatırılan sermayeyi belirli bir süre sonra iade etme ilgisine dayanmaktadır. Bu mekanizma aynı zamanda taraflar arası borç verme olarak da bilinmektedir.

Borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modeli borç alanlar için faiz oranı açısından değil, daha düşük gereksinimler açısından bankalara göre daha uygun olabilmektedir. Paya dayalı kitle fonlaması gibi, borçlanmaya dayalı kitle fonlaması da belirli bir düzenleme alanına giren kurallara tabidir. Borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modelinin kredileri tüketici, ticari ve konut kredileri olarak üçe ayrılmaktadır (Beletskaya, 2019, s.4).

Paya dayalı kitle fonlaması modeli, işletmeler tarafından yatırımcılara çevrimiçi bir platform üzerinden payların sunulması olarak tanımlanmaktadır (Collins ve Pierrakis, 2012, s.10). Son yıllarda en çok gelişen paya dayalı kitle fonlaması modelinde fon sağlayıcılar, finansal getiri karşılığında projelere veya girişimlere yatırım yapmaktadır. Girişimciler ise, insanları girişimin gelecekteki kazançlarından pay alabilmeleri için yatırım yapmaya teşvik etmektedir (Belleflamme vd., 2013, s.317). Genel olarak yeni kurulan işletmeler veya yenilikçi projelere sahip işletmeler tarafından bu yöntemle yatırımcılardan fon toplanmaktadır (Hacıömeroğlu, 2020, s.282).

Büyük ölçüde finansal getiriler bekleyen yatırımcılar, genç işletmelere özsermaye yatırımı yapmanın içerdiği risklerin ve birçok işletmenin başarısız olacağının farkında olmalıdır. Aynı zamanda yatırımcılar, işletmeleri değerlendirmek için kendilerine sunulan tüm araç ve bilgileri iyice kontrol etmeleri gerekmektedir. Girişimci ve ortak yatırımcılarla etkileşim, gerekli tüm bilgilerin bulunmasına ve işletmelerin etkin bir ortak değerlendirmesinin yapılmasına yardımcı olacaktır (Collins ve Pierrakis, 2012, s.31).

Girişimcilik araştırması, giderek artan sayıda çalışmada incelenen yeni, çok yaratıcı bir pazar gelişimiyle karşı karşıyadır. Paya dayalı kitle fonlaması modeli buna bir örnektir. Hagedorn ve Pinkwart'a göre, paya dayalı kitle fonlaması modeli sermaye açığını kapatmak için evrensel bir çözüm olamamakta, ancak küçük işletmeleri finanse etmek

için iyi bir alternatif olabilmektedir (2016, s.82). Aksine, paya dayalı kitle fonlaması pazarı hâlâ yeni, ama platformların iş modelleri açısından hâlâ gelişmekte ve finanse edilen proje sayısı açısından hızlı büyümektedir (Hagedorn ve Pinkwart, 2016, s.82).

Bugünlerde yeni girişime yapılacak yatırımlar sadece melek yatırımcılar ve risk sermayesi şirketleri tarafından değil, aynı zamanda paya dayalı kitle fonlaması modeli ile sağlanmaktadır. Ayrıca, dünyanın birçok ülkesinde uzun süredir başarılı bir şekilde faaliyet göstermektedir. Bu model, ödül bazlı kitle fonlaması modeline benzemektedir. Paya dayalı modelin ödül bazlı modelden farkı, kampanyanın hedeflenen tutara ulaşması ve başarılı olması sonrasında bir ürün veya hizmet yerine pay verilmesidir.

Paya dayalı kitle fonlaması modeli için yasal çerçevenin ortaya çıkmasından önce, girişimlere yapılan yatırımlar yalnızca profesyonel yatırımcılara ve fonlara açık olmuştur. Paya dayalı kitle fonlaması platformları daha fazla potansiyel özel yatırımcıya kapı açarak yatırım sürecinin demokratikleşmesine yardımcı olmaktadır.

1.6. Kitle Fonlamasında Riskler

Kitle fonlaması tüm iş projeleri gibi katılımcılar için risk taşımaktadır. Bu riskler hem projeyi başlatanları hem de yatırımcıları etkilemektedir. Destekçiler (yatırımcılar) için doğrudan riskler arasında proje başarısızlığı, platformun kapanması, projeden çıkamama ve kara para aklama sayılabilmektedir. Projenin başarısızlığı veya kapanması, yalnızca kitle fonlamasına özgü olmayan oldukça ciddi bir risktir. Siber saldırılar, kişisel verilerin ve ödemelerin çalınması ve şeffaflık eksikliği gibi dolaylı risklerin birçoğu geleneksel finansman yöntemlerinde de mevcut olabilmektedir. Ancak kitle fonlaması faaliyetleri yeni olduğu için daha savunmasızdır. Kitle fonlaması modelinde girişime para sağlayan yatırımcı için girişimciden daha fazla potansiyel risk vardır.

Yatırımcıların finansal okuryazarlıklarının olmaması, onları, projenin başarı olasılığı ve beklenen getirisinden ziyade, diğer finansal olmayan bilgilere dayalı olarak reklamı yapılan projelere yatırım yapmaya yönlendirebilmektedir. Ayrıca, nispeten küçük miktarlarda yatırım yapmak, yatırımcının projeyi ayrıntılı olarak inceleme teşvikini azaltmaktadır. Kitle fonlaması mekanizmaları kullanılırken dolandırıcılık göz ardı

edilmemelidir. Kitle fonlamasında dolandırıcılık fırsatları, destekçilerin (yatırımcıların) projeyi başlatan tarafından sağlanan proje hakkında sahip oldukları sınırlı bilgi ile ilişkilidir. Yatırımcılara proje hakkında sınırlı bilgi sağlanması, kitle fonlamasında dolandırıcılık fırsatlarına yol açabilmektedir (Beletskaya, 2019, s.7). Paya dayalı kitle fonlamasında yatırımcılar için potansiyel risklerden biri, hisselerin yeniden satılması sırasında gerçek likidite sorunlarına neden olabilecek ikincil bir piyasanın olmamasıdır (Debbabi ve Kaplan, 2022, s.437). Çoğu platformun ikincil piyasası olmadığı için likidite riski mevcuttur.

Kitle fonlaması mekanizmasının açıklığı ve şeffaflığı, belirli bir koruyucu bariyer oluşturmaktadır. Dolandırıcılık, proje başlatıcısının olumlu bir geçmişinin olmaması, sosyal medyaların kullanılmaması ve reklam tekliflerinin karışıklığından kaynaklanmaktadır. Dolandırıcılığı önlemek için birçok kitle fonlaması platformu tarafından benimsenen ilke, bir projeyi ancak gerekli fon miktarını tam olarak topladığı zaman finanse etmektir, yani proje çok sayıda yatırımcının onayını almalıdır. Ancak uzmanlar, önceden var olan kısıtlamaların hafifletilmesi ve buna bağlı olarak paya dayalı kitle fonlaması mekanizmasının kullanımının genişletilmesi dikkate alınarak ilgili yasanın kabul edilmesinin, bu alanda dolandırıcılığın genişlemesini de tetikleyebileceğine inanmaktadır (Epstein ve Hashemi, 2018, s.5).

Paya dayalı kitle fonlaması için önemli bir risk, gerekli sermaye miktarını girişimcinin kendisinin belirlemesi, aynı zamanda işine az veya fazla değer vermesidir. Bunlar yatırımcılar için olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir. Genel olarak kitle fonlaması modelinde ortaya çıkabilecek riskler kara para aklama ve yasa dışı faaliyetlerin finansmanıdır. Bunlar, projeyi başlatan ile yatırımcılar arasındaki gizli anlaşma temelinde mümkündür (Robock, 2014, s.113).

Daha risklerden biri, platformun gerektirdiği gibi toplam hedef tutara ulaşamayan girişimcilerin toplanan fonları iade etmesi gerektiğidir. Bu durumda yatırımcılar zaman kaybetmekle beraber yatırımın fırsat maliyetleri nedeniyle zarara uğramaktadırlar. Ayrıca projelerin beklenen sonuçları getirmeme ve yatırımcıların yatırımlarından gerekli getiriyi alamama riski de yüksektir. Ancak, bu belirsizlik diğer yatırım türlerinde de mevcuttur (Berezinets vd., 2021, s.157).

2. DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE KİTLE FONLAMASI PAZARI

Kitle fonlaması girişimciliği finanse etmenin alternatif yöntemi olarak bilinmektedir. Son yıllarda dünya çapında bu finansman modeline çok ilgi duyulmaktadır. Aynı zamanda dünyanın her yerinde kitle fonlaması platformları çeşitli ilginç fikirlerin, teknoloji ile inovasyon odaklı projelerin ve sosyal açıdan önemli projelerin uygulanması için etkili bir araç haline gelmiştir.

2.1. Dünyadaki Kitle Fonlamasının Durumu

Genel olarak dünyadaki alternatif finansman pazarına bakıldığında, COVID-19 pandemisinin bazı bölgeleri etkileyip bazı bölgeleri etkilemediği görülmektedir.

Tablo 3. Bölgelere Göre Alternatif Finansman Pazarı

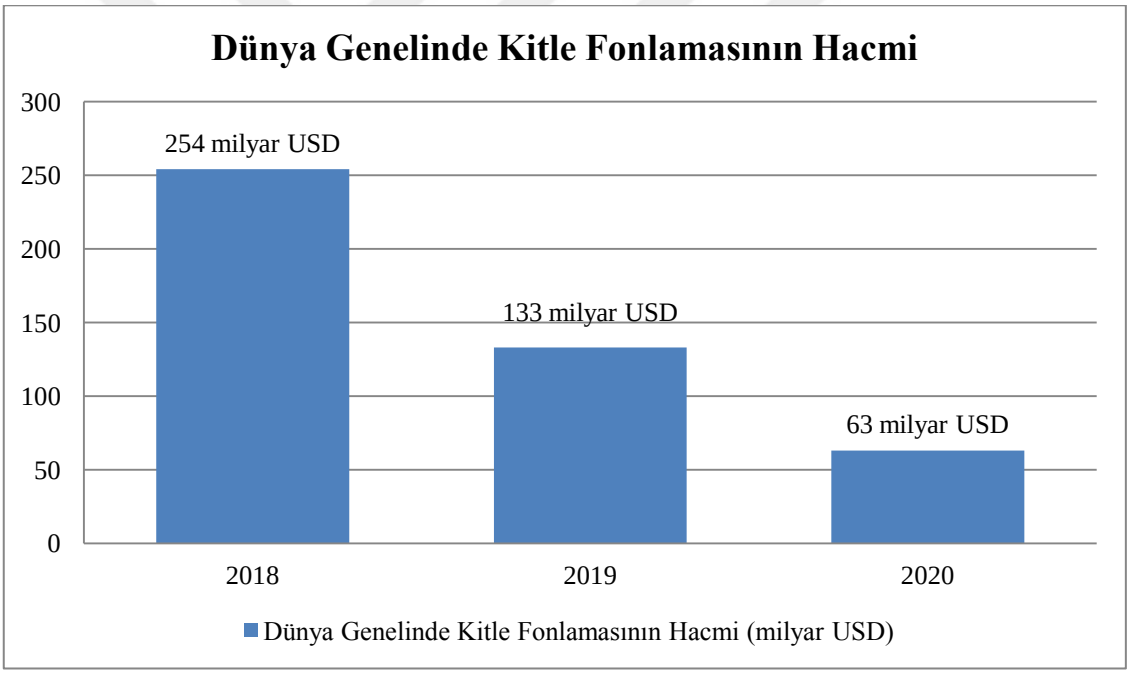
	2018		2019		2020	
Bölge	**Toplam Hacim (milyar USD)**	**Pazar Payı (%)**	**Toplam Hacim (milyar USD)**	**Pazar Payı (%)**	**Toplam Hacim (milyar USD)**	**Pazar Payı (%)**
Asya-Pasifik	6.17	2	9.54	5	8.91	8
Çin	215.4	71	84.35	48	1.16	1
Avrupa	7.73	3	12.23	7	9.94	9
Latin Amerika ve Karayipler	1.81	0.6	4.83	3	5.27	4.5
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	0.8	0.3	0.76	0.4	0.59	0.5
Sahra Altı Afrika	0.21	0.1	1.11	0.6	1.22	1
Birleşik Krallık	10.37	3	11.02	6	12.64	11
ABD ve Kanada	62.05	20	51.87	30	73.93	65
TOPLAM	**304.54**	**100**	**175.71**	**100**	**113.66**	**100**

Kaynak: (Ziegler vd., 2021, s.36).

Tablo 3'te görüldüğü gibi zaman içinde pazar payındaki düşüş göz önüne alındığında, Çin alternatif finansman piyasasının düşüşü açık bir şekilde görülebilmektedir. Tarihsel

olarak pazar faaliyetinin en büyük payını oluşturan Çin piyasası, 2020 yılında küresel hacimlerin %1'inden biraz fazlasını oluşturmuştur. Çin piyasasının düşüşüyle birlikte, ABD ve Kanada küresel pazar hacimlerinin %65'ine ve Birleşik Krallık %11'ine sahip olmalarıyla pazar dinamikleri değişmiştir. 2019 ile 2020 yılları karşılaştırıldığında, COVID-19'un çeşitli coğrafyaları farklı şekillerde etkilediği görülmektedir.

Örneğin, Asya-Pasifik ve Avrupa'daki hacim 2018'den 2019'a yükselmiş, ancak daha sonra 2019'dan 2020'ye düşmüştür. Bu bölgelerde kaydedilen düşüşlerin gerçek olup olmadığı veya 2019 ile 2020 arasındaki hacimlerdeki küçük fiili değişiklikleri kamufle edip etmediği belirsizdir. Buna göre, bu bölgelerin 2019 ve 2020 yılları arasında hacimlerde düşüş veya büyüme açısından önemli değişiklikler yaşamamış olması kuvvetle muhtemeldir (Ziegler vd., 2021, s.37).



Şekil 5. Dünya Genelinde Kitle Fonlamasının Hacmi

Kaynak: (Ziegler vd., 2020, s.40; Ziegler vd., 2021, s.41).

Kitle fonlaması dünya çapında 2011'de 2 milyar USD'lik bir pazardan 2012'de 6 milyar USD'ye, 2014'te 16 milyar USD'ye katlanarak büyümüştür. Bu hacmin 2025'te 95 milyar USD'ye ulaşacağı belirtilmiş (Cumming vd., 2017, s.293) ve öngörülen bu fon miktarına önceden ulaşılmıştır. Ancak, kitle fonlaması pazar faaliyetinin en büyük

payını oluşturan Çin'de koronavirüs hastalığının ortaya çıkması nedeniyle 2018 yılında 254 milyar USD'ye ulaşan hacim, 2020'de keskin bir düşüşle 63 milyar USD'ye düşmüştür. Bu nedenle, Çin deneyimi piyasa gelişiminde düzenlemenin önemli olduğunu bildirmiştir.

Tablo 4. Dünya Genelinde Kitle Fonlaması Modellerine Göre Hacimler

(milyar USD)

Kitle Fonlaması Modeli	Çin dahil		Çin hariç	
	2019	2020	2019	2020
Bağış Bazlı	2.68	7	2.68	7
Ödül Bazlı	0.89	1.25	0.89	1.24
Paya Dayalı	1.09	1.52	1.09	1.52
Borçlanmaya Dayalı	128.4	53.2	45.07	53.17

Kaynak: (Ziegler vd., 2021, s.41).

Borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modeli 2013'ten bu yana en büyük çevrimiçi alternatif finansman modeli olarak kabul edilmektedir. Tablo 4'te görüldüğü gibi, Çin'de borçlanmaya dayalı kitle fonlamasının düşüşü nedeniyle 2019'da 128.4 milyar USD olan hacim, 2020'de önemli bir düşüşle 53.2 milyar USD'ye gerilemiştir. Ancak, Çin hariç tutulduğunda, herhangi bir model türünün yıldan yıla gelişimi hakkında daha zengin bir tartışmaya izin veren daha net bir resim ortaya çıkmaktadır. Kitle fonlaması modellerinin toplam işlem hacimleri COVID-19 döneminde bile aslında artmaya devam etmiştir.

Bağış bazlı kitle fonlaması modelinde yıllık %160'ın üzerinde büyüme gözlenmiştir. Bu, COVID-19 salgını sırasında bölgesel ve küresel olarak hayırsever, sosyal ve sağlıkla ilgili bağış toplama faaliyetleriyle doğrudan ilgilidir.

2.1.1. Avrupa

Avrupa ülkeleri arasında Birleşik Krallık, alternatif finansman işlemleri hacminde liderdir (Canbaz ve Çonkar, 2018, s.48). Avrupa'daki en popüler kitle fonlaması modeli, paya dayalı kitle fonlamasıdır. Birleşik Krallık'taki paya dayalı kitle fonlaması

modelinin pazar büyüklüğü, bu modelin tüm Avrupa pazar büyüklüğü ile hemen hemen aynıdır. Avrupa'daki kitle fonlaması projelerinin evrimi, ulusal özellikler dikkate alınarak gerçekleşmiştir. Kitle fonlaması başlangıçta yerel müşterilere odaklanmış, yatırımcılar ile girişimcilerin belirli bir ülkenin sakinleri olup olmadığına dair kısıtlamalar getirmiştir. Bu bir yandan genişlemelerini sınırlandırırken, diğer yandan sadece kendi projelerini finanse etme arzusunu teşvik ettiği için ulusal fikirle uyumlu olmuştur (Korsun, 2021, s.50).

Tablo 5. Avrupa'da Kitle Fonlaması Modellerine Göre Hacimler

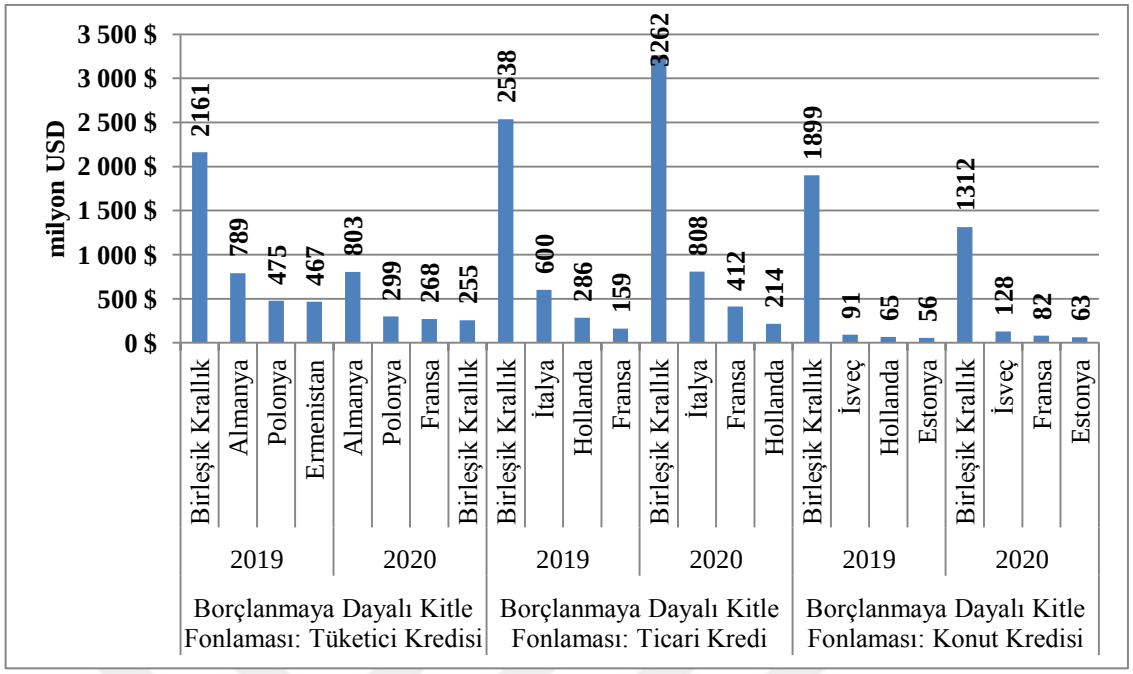
(milyar USD)

Kitle Fonlaması Modeli	**2018**	**2019**	**2020**
Bağış Bazlı	0.062	2.175	6.065
Ödül Bazlı	0.275	0.254	0.331
Paya Dayalı	0.778	0.699	0.829
Borçlanmaya Dayalı	10.431	12.637	10.074

Kaynak: (Ziegler vd., 2020, s.78; Ziegler vd., 2021, s.74).

Tablo 5'te yer alan kitle fonlaması modellerine göre piyasa hacimleri göz önüne alındığında, Avrupa genelinde (Birleşik Krallık dahil) piyasa hacimlerinin dağılımı, hem 2019 hem de 2020 yılında aşağı yukarı benzer olmuştur. Avrupa'da hacim açısından en büyük model olarak görülen borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modeli ile 2020'de yaklaşık 10.1 milyar USD toplanmıştır. Bağış bazlı kitle fonlaması modeli 2019'da 2.2 milyar USD'den 2020'de 6.1 milyar USD'ye ulaşmıştır. Bağış bazlı kitle fonlaması modelinde hayırseverlik, toplumsal yardıma odaklanıldığı için, bu artış muhtemelen COVID-19 pandemisinden kaynaklanmıştır.

Borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modelinde tüketici kredisi ve konut kredisi gibi çeşitli borç modelleri için Birleşik Krallık, her iki yılda da diğer ülkelerden önemli ölçüde daha iyi performans göstermiştir. Şekil 6'daki veriler dikkate alındığında, 2020'de ticari kredilerde Birleşik Krallık yaklaşık 3.3 milyar USD'lik piyasa hacmine ulaşmıştır. Tüketici kredisinde 2019'da Birleşik Krallık 2.2 milyar USD'lik hacme sahip olmuştur.

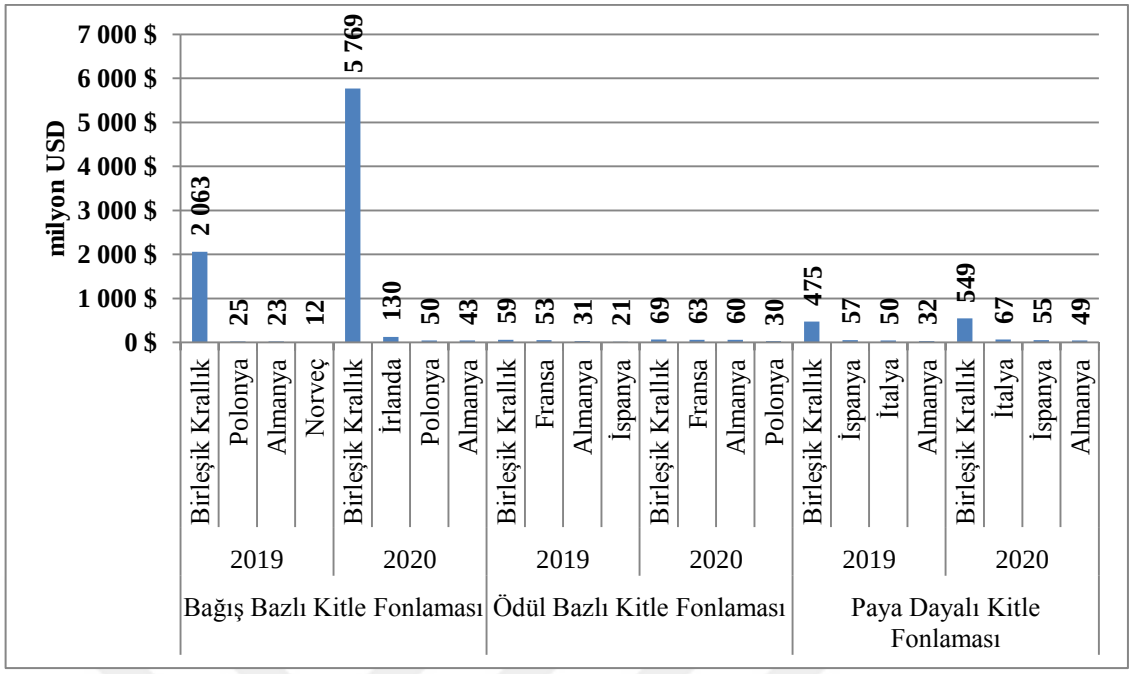


Şekil 6. Borçlanmaya Dayalı Modelde Hacim Büyüklüğü Açısından Avrupa Bölgesindeki İlk Dört Ülke

Kaynak: (Ziegler vd., 2021, s.76).

Ancak, 2020'de ilk dört ülke listesi değişmiş ve Birleşik Krallık'taki borçlanmaya dayalı kitle fonlamasının tüketici kredisi hacmi önemli bir düşüşle 255 milyon USD'ye düşmüştür. Dolayısıyla, 2020'de Almanya, tüketici kredilerinde lider ülke olurken, Birleşik Krallık diğer Avrupa ülkeleri arasında dördüncü sırada yer almıştır.

Finansal olmayan ve paya dayalı kitle fonlaması modelleriyle ilgili hacimlerde Birleşik Krallık her iki yılda da diğer ülkelerin önünde yer almıştır. Özellikle bağış bazlı kitle fonlaması modelinde 2020 yılında toplam 5.7 milyar USD fon toplanmıştır. Bağış ve ödül bazlı kitle fonlaması gibi finansal olmayan modeller, pandemiden etkilenen sağlık, sosyal ve hayır sektörlerini desteklemeyi amaçlayan kampanyalar yoluyla para toplamak için önemli bir kaynak haline gelmiştir.



Şekil 7. Finansal Olmayan ve Paya Dayalı Modelde Hacim Büyüklüğü Açısından Avrupa Bölgesindeki İlk Dört Ülke

Kaynak: (Ziegler vd., 2021, s.77).

Örneğin, Birleşik Krallık'ta Kaptan Sir Tom Moore, pandeminin ilk günlerinde bir kampanya başlatmış ve Ulusal Sağlık Hizmetleri'nin yardımı ile 33 milyon sterlin toplamıştır (Shearing, 2021). Koronavirüs hastalığı sırasındaki bağış toplama başarıları, kitle fonlamasının önemli sosyal finansman sağlayabileceğini ve kriz zamanlarında alternatif bir finansal güvenlik ağı olarak işlev görebileceğini göstermiştir.

2.1.2. Asya ve Pasifik

Asya ve Pasifik bölgesindeki ülkeler, gelir grupları (gelişmekte olan ve gelişmiş) açısından çeşitlilik arz eden bir ekosistem ile karakterize edilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modelinin tüketici ve ticari kredileri yaygın olarak kullanılırken, gelişmiş ülkelerde paya dayalı kitle fonlaması modeli daha fazla kullanılmaktadır (Ziegler vd., 2021, s.99).

Tablo 6. Asya-Pasifik Bölgesinde Kitle Fonlaması Modellerine Göre Hacimler (Çin Hariç)

(milyon USD)

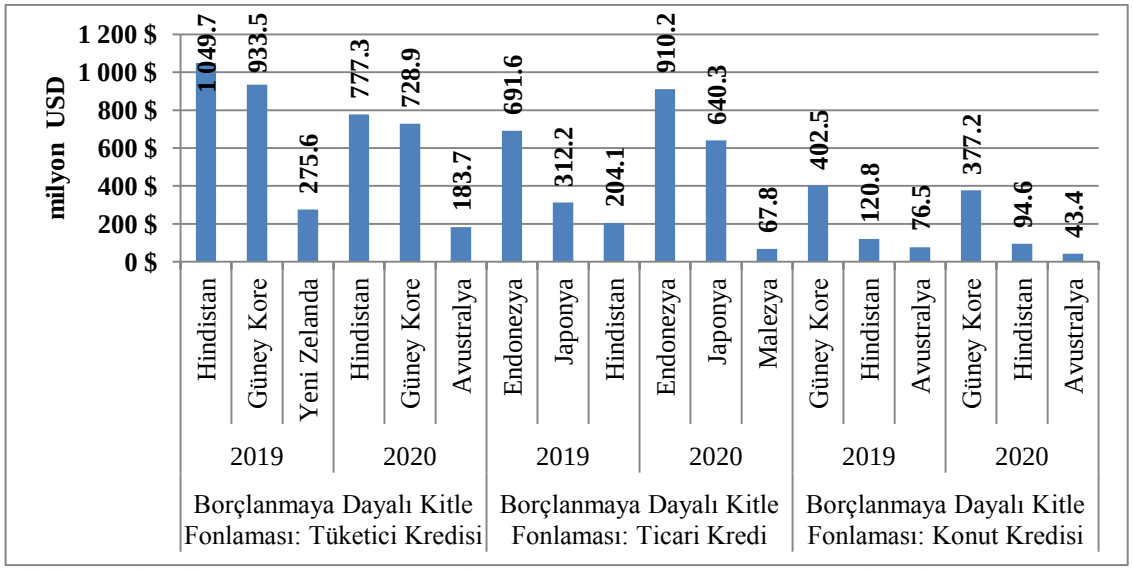
Kitle Fonlaması Modeli	**2018**	**2019**	**2020**
Bağış Bazlı	75.78	96.09	143.34
Ödül Bazlı	201.50	217.48	405.72
Paya Dayalı	162.07	219.45	333.54
Borçlanmaya Dayalı	3413.61	5377.89	4725.08

Kaynak: (Ziegler vd., 2021, s.100).

Tablo 6'da gösterildiği gibi, Asya-Pasifik bölgesindeki kitle fonlaması modelleri arasında farklılıklar olduğu görülmektedir. Borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modeli 2020'de 4.7 milyar USD fon toplayarak piyasaya öncülük etmeye devam etmiştir. Ancak 2019'a kıyasla hacimlerde %12'lik düşüş gözlenmiştir. Bu düşüş, esas olarak COVID-19 nedeniyle 2020'nin ilk yarısında kredi faaliyetlerindeki düşüşten kaynaklanmaktadır.

Bağış ve ödül bazlı kitle fonlaması gibi finansal olmayan modeller 2020'de sırasıyla %49'luk ve %87'lik artış göstermiştir. Hem Doğu Asya hem de Güneydoğu Asya, piyasa faaliyetlerinde artış kaydetmiş ve COVID-19 pandemisinin zorluklarına rağmen büyümeye devam etmiştir. Bu, perakendeciler ile telekom şirketleri tarafından ürün tekliflerinde alternatif finansman kullanımıyla ve bölgedeki akıllı telefon kullanımındaki artışlarla ilgilidir (Ziegler vd., 2021, s.101).

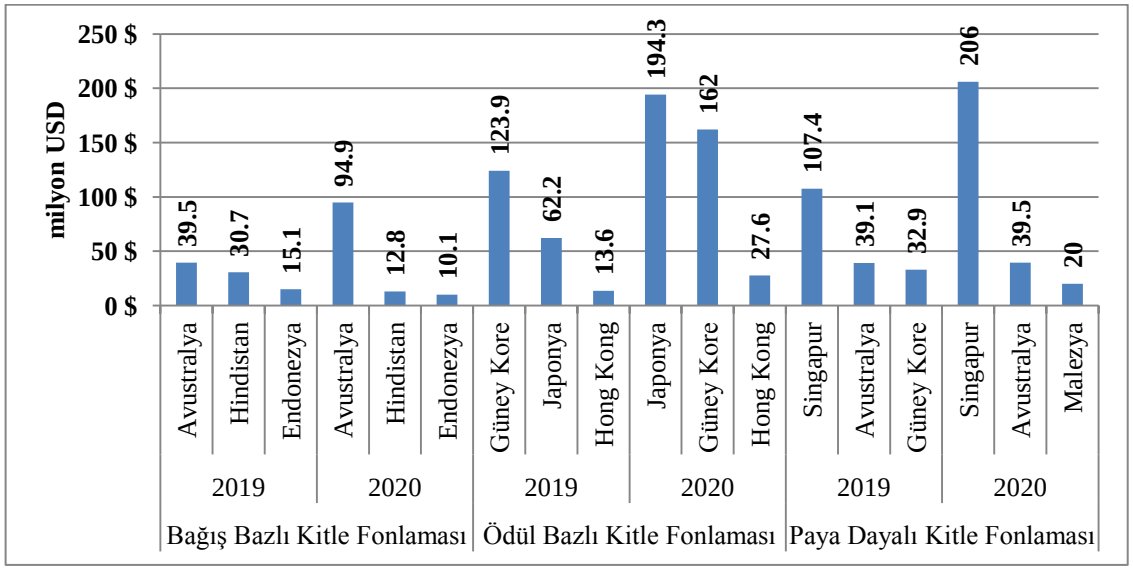
Şekil 8'de gösterildiği gibi borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modeli 2019 ve 2020'de toplam hacimlerin %84'ünden fazlasını oluşturmuş ve ilk üç ülke önemli ölçüde farklılık göstermiştir. Hindistan, Güney Kore, Avustralya ve Endonezya gibi düzenli olarak ilk üçe giren ülkelerin göreli konumları model türlerine göre değişmiştir. Her iki yılda da borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modeli tüketici kredisi hacimlerinde Hindistan, ticari kredi hacimlerinde Endonezya ve konut kredisi hacimlerinde Güney Kore ilk sırada yer almıştır.



Şekil 8. Borçlanmaya Dayalı Modelde Hacim Büyüklüğü Açısından Asya-Pasifik Bölgesindeki İlk Üç Ülke

Kaynak: (Ziegler vd., 2021, s.102).

Paya dayalı kitle fonlaması modeli ve borçlanmaya dayalı modelin konut kredisi hacimleri Singapur, Güney Kore gibi ekonomik olarak daha gelişmiş ülkelerde yüksek olmuştur. Yüksek nüfuslu, gelişmekte olan ekonomiye sahip Hindistan, borçlanmaya dayalı kitle fonlamasının tüketici kredisi hacimlerinde ilk sırada yer almıştır.



Şekil 9. Finansal Olmayan ve Paya Dayalı Modelde Hacim Büyüklüğü Açısından Asya-Pasifik Bölgesindeki İlk Üç Ülke

Kaynak: (Ziegler vd., 2021, s.103).

Borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modeli, Çin'in kitle fonlaması ekosisteminde önemli bir rol oynamaktadır. Diğer kitle fonlaması modelleri daha az tercih edilmektedir. Bu anlamda, Çin'de önemli bir model çeşitliliği eksikliği vardır.

Tablo 7. Çin'de Kitle Fonlaması Modellerine Göre Hacimler

(milyon USD)

Kitle Fonlaması Modeli	**2018**	**2019**	**2020**
Bağış Bazlı	0.12	0.13	0.41
Ödül Bazlı	5.68	9.87	7.89
Paya Dayalı	5.73	0.07	0.04
Borçlanmaya Dayalı	207889.65	83434.56	7.29

Kaynak: (Ziegler vd., 2021, s.120).

Çin kitle fonlaması sektöründe, son birkaç yılda önemli bir değişiklik olmuştur. Kitle fonlaması sektörünün hacmi 2017'de 207.9 milyar USD'den keskin bir düşüşle önce 2019'da 83.4 milyar USD'ye, ardından 2020'de 15.6 milyon USD'ye düşmüştür. Bu sert düşüşün altında iki ana neden yatmaktadır. Birincisi, COVID-19 pandemisinin çeşitli bölgelerdeki daralan kredi sektörleri üzerindeki etkisidir. Özellikle daha önce Çin alternatif finansman piyasasına hakim olan borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modelinin tüketici kredileri üzerindeki etkisi ile ilgilidir. Ancak daha önemli bir neden, yüksek düzeyde dolandırıcılık ve temerrütler hakkında artan kamu şikayetlerinin ardından, denetleyici ve düzenleyici kuralların sıkılaştırılması ve uygunsuz lisanslı platformlar üzerindeki baskıdır (Ping ve Yu, 2020).

2.1.3. ABD ve Kanada

ABD alternatif finansman piyasası, Amerika Kıtası'ndaki diğer ülkelerin alternatif finansman piyasalarına kıyasla en büyük hacimli itici güçtür. Ayrıca, 2020'de küresel lider olarak dünya hacminin %65'ini oluşturmuştur.

Tablo 8. ABD'de Kitle Fonlaması Modellerine Göre Hacimler

(milyar USD)

Kitle Fonlaması Modeli	2018	2019	2020
Bağış Bazlı	0.31	0.25	0.64
Ödül Bazlı	0.38	0.38	0.47
Paya Dayalı	0.51	0.14	0.33
Borçlanmaya Dayalı	28.08	25.34	36.69

Kaynak: (Ziegler vd., 2021, s.124-126).

Bağış bazlı modelin hacmi, 2019'da %18'lik bir düşüş yaşadıktan sonra 2020'de %156'lık bir büyümeye ulaşmıştır. Benzer şekilde ödül bazlı kitle fonlaması modelinde 2020'de olumlu bir eğilim gözlemlenerek 470 milyon USD'lik fon toplanmıştır. Bu veriler, finansal olmayan modellerin küresel pandemi ortamından yararlanmış olabileceğini öne sürmüştür.

Borçlanmaya dayalı kitle fonlaması hacminde, 2019'da %9,7'lik bir düşüşün ardından 2020'de %44'ün üzerinde önemli bir büyüme gözlenmiştir. Hem pazaryeri hem de dengeye dayalı olarak faaliyet gösterebilen firmalar, modele ilişkin yeni tüketici kredisi ürünlerini piyasaya sürmüşlerdir (Dickler, 2020). Aynı zamanda, küçük işletmelere yönelik devlet desteği, fintek çözümlerini kullanan işletmelere çok ihtiyaç duyulan likiditeyi sağlamıştır. Borçlanmaya dayalı kitle fonlaması kredilerini işleten birkaç fintek firmasının ABD Küçük İşletmeler İdaresi kredisi kapsamında kredi oluşturmalarına izin verilmiştir (U.S. Small Business Administration [SBA], 2020).

Paya dayalı kitle fonlaması hacminde, 2019'da %72'lik bir düşüşün ardından 2020'de %134'ün üzerinde önemli bir büyüme gözlenmiştir. 2020'deki artış, ABD Sermaye Piyasası Kurulu tarafından küçük işletmelere COVID-19 salgını sonrasında hızlandırılmış kitle fonlaması tekliflerine devam etmeleri için sunulan geçici ve koşullu destekten kaynaklanmıştır (U.S. Securities and Exchange Commission [SEC], 2020).

Kanada kitle fonlaması piyasası, Kanada Ulusal Kitle Fonlaması ve Fintek Derneği tarafından düzenlenmektedir (Korsun, 2021, s.21). Kanada, hem ABD'deki kitle fonlaması sektörünün gelişiminden hem de sermayenin ABD'ye olası hareketinden endişe duymuştur. Bu nedenle ülkede paya dayalı kitle fonlaması modelinin kuralları

üzerinde çalışmalar yapılmış ve her yıl toplanabilecek maksimum miktar 1.5 milyon USD olarak belirlenmiştir (Fettahoğlu ve Khusayan, 2017, s.512).

Tablo 9. Kanada'da Kitle Fonlaması Modellerine Göre Hacimler

(milyon USD)

Kitle Fonlaması Modeli	**2018**	**2019**	**2020**
Bağış Bazlı	136.09	104	118
Ödül Bazlı	22.85	23.15	22.02
Paya Dayalı	19.91	0.15	-
Borçlanmaya Dayalı	138.68	54.11	80.4

Kaynak: (Ziegler vd., 2021, s.126).

Kanada'daki bağış bazlı kitle fonlaması modelinin hacmi 2020'de 118 milyon USD'ye ulaşmış olup, diğer kitle fonlaması modellerinin hacimlerine göre önemli ölçüde farklılık göstermiştir. Borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modelinin azalan hacminin olası bir nedeni, bu kitle fonlaması modelini kullanan dijital kredi sağlayıcıların devlet destekli programlardan hariç tutulmasıyla ilgili olabilmektedir (Schwartz, 2020).

Paya dayalı kitle fonlaması modelinde, 2019 ve 2020'de art arda yıllık hacim düşüşleri olmuş ve hacimler 2018'de 19.91 milyon USD'den 2020'de nispeten ihmal edilebilir miktarlara düşmüştür. Ödül bazlı kitle fonlaması modeli 2018'den 2020'ye kadar benzer piyasa hacimleri göstermiştir.

2.1.4. Latin Amerika ve Karayipler

Latin Amerika ve Karayipler'deki kitle fonlaması güçlü bir büyüme potansiyeline sahiptir. 2016 yılında bu bölge, şaşırtıcı derecede hızlı bir büyümeyle %209,3'lük bir büyüme yaşamıştır (Gambeeva vd., 2020, s.107). Kitle fonlaması modelinde hacim açısından Brezilya, Meksika, Kolombiya ve Şili bu bölgede liderlerdir.

Tablo 10. Latin Amerika ve Karayipler Bölgesinde Kitle Fonlaması Modellerine Göre Hacimler

(milyon USD)

Kitle Fonlaması Modeli	**2018**	**2019**	**2020**
Bağış Bazlı	26.62	35.36	15.62
Ödül Bazlı	12.42	12.80	10.15
Paya Dayalı	19.16	49.42	36.92
Borçlanmaya Dayalı	756.67	260.85	300.12

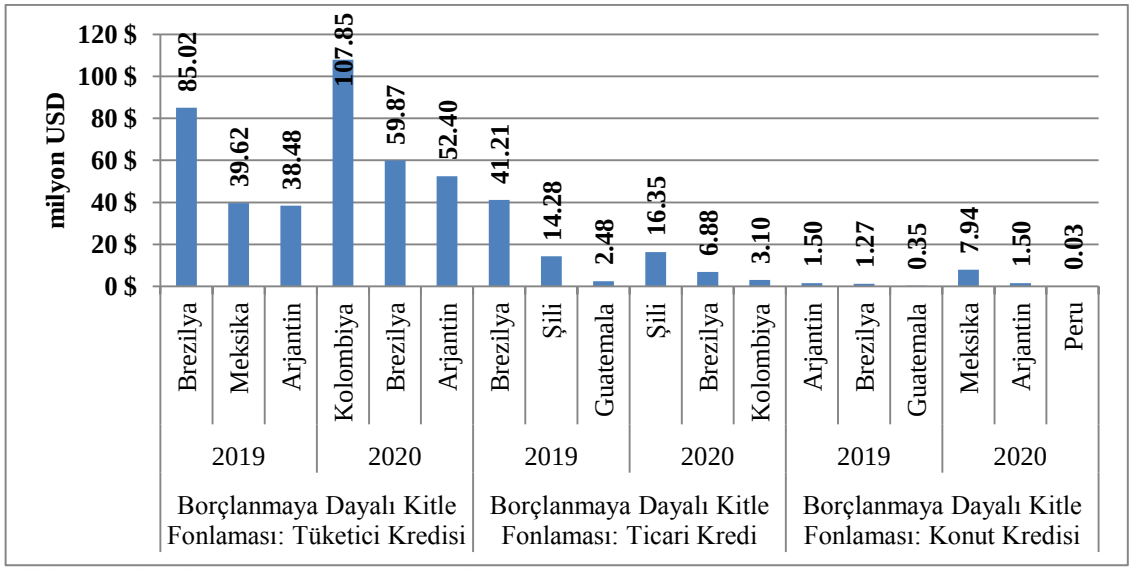
Kaynak: (Ziegler vd., 2021, s.133-137).

Tablo 10'da görüldüğü gibi, bölgede borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modeli alternatif finansman piyasası hacmine öncülük etmiştir. Ayrıca, diğer kitle fonlaması modelleri 2020 yılında hacimlerinde düşüş yaşarken, borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modelinin hacminde artış yaşanmıştır.

COVID-19 pandemisinin etkisine ve bölgedeki bazı para birimlerinin önemli ölçüde devalüasyona maruz kalmasına rağmen, çevrimiçi alternatif finansman piyasası yükseliş eğilimi göstermiştir (Archyde, 2020). Bu, özellikle Brezilya, Arjantin, Şili ve Kolombiya piyasalarında borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modelinin hacmindeki artışla ilgilidir. Brezilya, borçlanmaya dayalı kitle fonlaması platformlarının tüketici ve ticari kredi kaynağı olarak kullanımı açısından Latin Amerika'nın önde gelen ülkelerinden biridir.

Şekil 10'da görüldüğü gibi 2020'de borçlanmaya dayalı kitle fonlaması, özellikle tüketici kredi hacimlerindeki düşüş, Meksika ve Brezilya'da iş modellerini değiştiren bazı önemli platformlardan kaynaklanmıştır. 2019'da Meksika'daki kitle fonlaması platformları, faaliyet izni almaları için Ulusal Bankacılık ve Menkul Kıymetler Komisyonu'na başvurmaları gerekli olmuştur. Bu kurala uymayan platformlardan faaliyetlerini durdurmaları veya iş modellerini değiştirmeleri istenmiştir.

Bununla birlikte, Kolombiya'daki şirketler tüketicilere finansman sağlanmasına öncülük etmiş ve 2020'de 260.000'den fazla müşteri çevrimiçi bir platform aracılığıyla kredi almıştır (Ziegler vd., 2021, s.133-134).



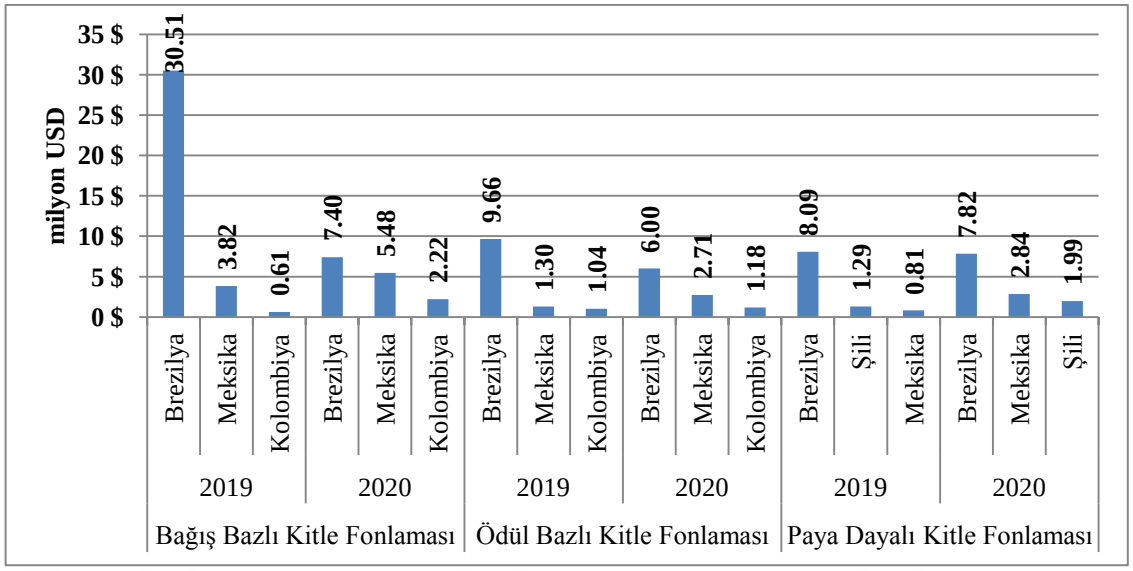
Şekil 10. Borçlanmaya Dayalı Modelde Hacim Büyüklüğü Açısından Latin Amerika ve Karayipler Bölgesindeki İlk Üç Ülke

Kaynak: (Ziegler vd., 2021, s.135).

Aynı zamanda Şili'de dijital kredilendirme faaliyetleri önem kazanmaktadır. Bu, borçlanmaya dayalı kitle fonlamasının tüketici kredileri hacmindeki artıştan kaynaklanmaktadır. Hükümetin sağlıklı bir girişimcilik ekosistemi yaratma çabalarının sonucu, Şili'nin önde gelen borçlanmaya dayalı kitle fonlaması ticari kredi platformlarının önemini yansıtmaktadır.

Borçlanmaya dayalı kitle fonlamasının konut kredisi hacminde ise, Meksika'da 7.9 milyon USD fon toplanmıştır. Meksika kitle fonlaması piyasasında bu model türü 2015 yılında ortaya çıkmıştır (Vasilieva, 2019, ss.140-142).

Ödül bazlı kitle fonlaması 2020 yılında Brezilya, Meksika ve Kolombiya piyasalarının öncülüğünde 10 milyon USD'yi aşan bir hacme ulaşmıştır. Bu veriler Şekil 11'de gösterilmiştir. Ödül bazli kitle fonlaması modelinde toplam pazarın %50'sini oluşturan Brezilya, bölgede bu model için önemli bir oyuncu olmaya devam etmektedir. Paya dayalı kitle fonlaması hacminde Brezilya, 2019'da yaklaşık 8 milyon USD ve 2020'de 7.8 milyon USD fon toplayarak ilk sırada yer almıştır.



Şekil 11. Finansal Olmayan ve Paya Dayalı Modelde Hacim Büyüklüğü Açısından Latin Amerika ve Karayipler Bölgesindeki İlk Üç Ülke

Kaynak: (Ziegler vd., 2021, s.136-137).

Bağış bazlı kitle fonlaması modelinin küresel yükselişine rağmen, bu model Latin Amerika'daki bölgesel pazar payının küçük bir bölümünü temsil etmektedir. 2019 yılında seri verilerinin başlamasından bu yana, başta Brezilya, Meksika ve Kolombiya ülkeleri olmak üzere en yüksek hacme ulaşılmıştır. Ancak, Brezilya pazarındaki daralma nedeniyle 2020'de sert bir düşüş yaşamıştır (Gaglioni, 2021).

2.1.5. Orta Doğu ve Kuzey Afrika

Orta Doğu ve Kuzey Afrika bölgesi, dünyadaki çevrimiçi alternatif finansman piyasasının en küçük pazar payına sahiptir. İslami finansın kilit merkezlerinden biri olan bu bölgede, girişimcilerin veya proje sahiplerinin İslami ilkelere göre finansal kaynaklara erişimine aracılık eden çok sayıda platform bulunmaktadır. Ancak bu finansal aracıların bir kısmı geleneksel sermaye piyasası paydaşlarının yan kuruluşları oldukları için kendilerini alternatif finansman kuruluşları olarak görmemektedirler.

Tablo 11. Orta Doğu ve Kuzey Afrika Bölgesinde Kitle Fonlaması Modellerine Göre Hacimler

(milyon USD)

Kitle Fonlaması Modeli	**2019**	**2020**
Bağış Bazlı	6.1	3.0
Ödül Bazlı	2.2	3.3
Paya Dayalı	12.9	12.5
Borçlanmaya Dayalı	655.5	531.4

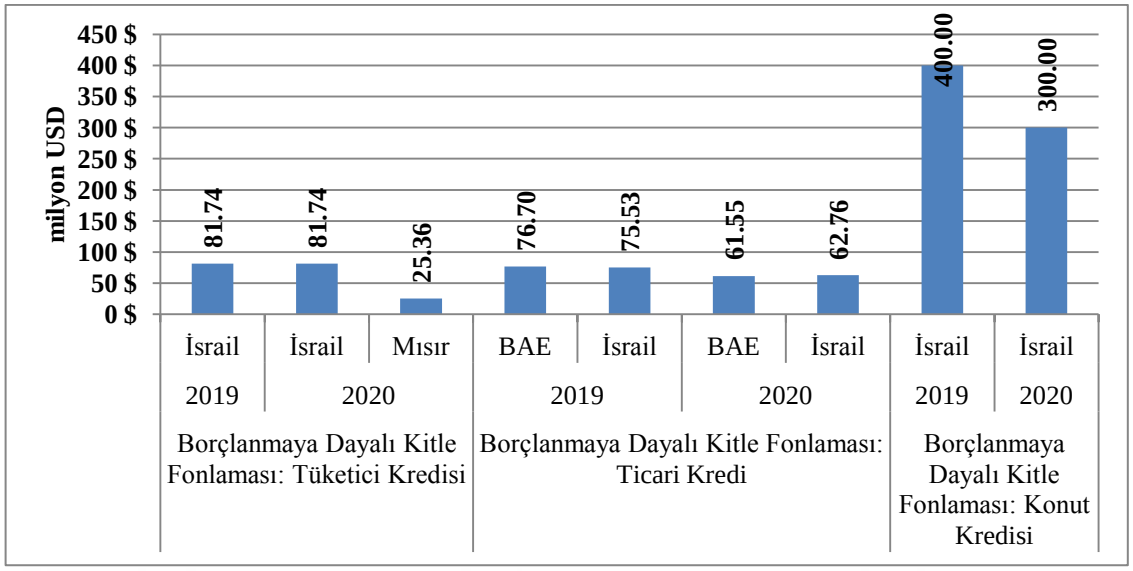
Kaynak: (Ziegler vd., 2021, s.155).

Borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modeli, Orta Doğu ve Kuzey Afrika bölgesinde çevrimiçi alternatif finansman hacminin en büyük itici gücü olmuş ve bu model ile sırasıyla 2019'da 655.5 milyon USD ve 2020'de 531.4 milyon USD fon toplanmıştır. Orta Doğu, bölgedeki hacimlerin çoğuna katkıda bulunsa da, Kuzey Afrika hacimleri mütevazı bir başlangıç noktasından da olsa 2019 ve 2020 arasında katlanarak büyümüştür.

Ancak, Mısır, Tunus ve diğer Kuzey Afrika ülkelerinde Dönen Tasarruflar ve Kredi Kurumları modelinin eşler arası kredi vermenin popüler türü olduğunu belirtmekte fayda vardır. Bu, piyasada alternatif finansman türleri olmasına rağmen, dijital tezahürlerinin hâlâ geride kaldığı anlamına gelmektedir. Yine de, Mısır ve Fas gibi ülkelerde bu modelin dijital biçimlerini denetleyen birkaç firma vardır (Chehade, 2020, s.35). Bazı çevrimdışı işlemleri çevrimiçi işlemlere ne ölçüde dönüştürebilecekleri gelecekte görülecektir.

Daha küçük olmasına rağmen, paya dayali kitle fonlaması modeli bölgedeki hacimlerin ikinci en büyük itici gücü olmuş ve 2019'da toplam 12.9 milyon USD ve 2020'de 12.5 milyon USD fon toplamıştır.

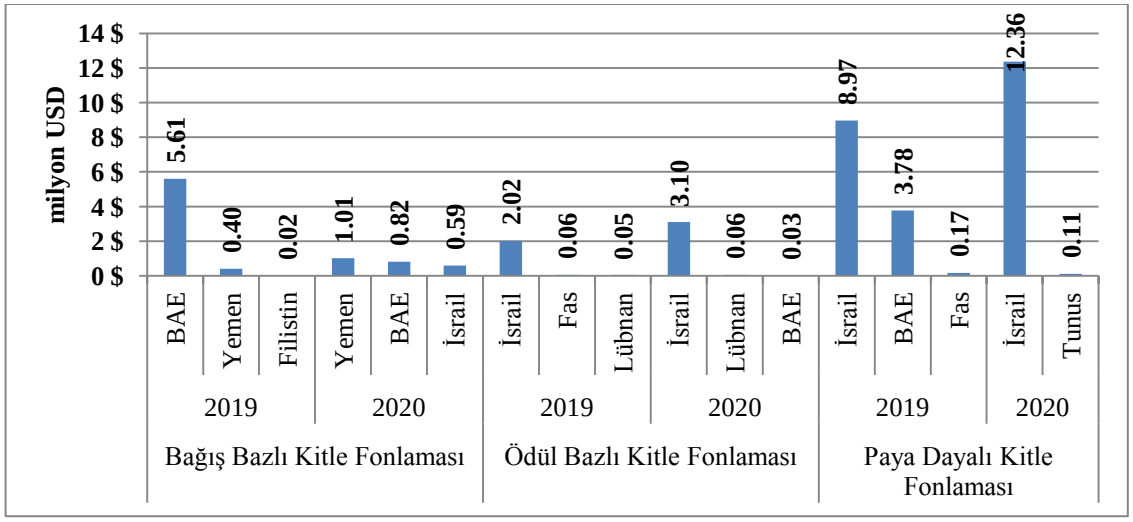
Birleşik Arap Emirlikleri (BAE), hem 2019 hem de 2020'de bölgedeki çevrimiçi alternatif finansman hacmine en çok katkıda bulunan ikinci ülke olmuştur. Borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modelinin ticari kredilerinde BAE 2019'da 76.7 milyon USD ve 2020'de 61.55 milyon USD fon toplamıştır.



Şekil 12. Borçlanmaya Dayalı Modelde Hacim Büyüklüğü Açısından Orta Doğu ve Kuzey Afrika Bölgesinde Üst Sıradaki Ülkeler

Kaynak: (Ziegler vd., 2021, s.158).

Mısır 2019'da fazla bir hareketlilik kaydetmese de 2020'de bölgedeki üçüncü en büyük çevrimiçi alternatif finansman piyasası olarak ortaya çıkmıştır. Borçlanmaya dayalı kitle fonlamasının tüketici kredilerinde toplam 25.36 milyon USD toplayarak hacim bazında ikinci sırada yer almıştır. Ödül bazlı ve paya dayalı kitle fonlaması modellerinde de İsrail 2019 ve 2020 yıllarında bölgedeki diğer ülkelere göre daha fazla fon toplamıştır.



Şekil 13. Finansal Olmayan ve Paya Dayalı Modelde Hacim Büyüklüğü Açısından Orta Doğu ve Kuzey Afrika Bölgesinde Üst Sıradaki Ülkeler

Kaynak: (Ziegler vd., 2021, s.158).

İsrail, bölgedeki çevrimiçi alternatif finansman sektöründe bölgesel hakimiyetini sürdürmüştür. Bu ülke, hem 2019 hem de 2020 yılında borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modelinin tüketici ve konut kredileri ile ödül bazlı ve paya dayalı kitle fonlaması modellerinde en yüksek hacme sahip olmuştur.

Her durumda Orta Doğu ve Kuzey Afrika bölgesi çevrimiçi alternatif finansman piyasalarının en küçüğüdür. Bu nedenle yeni bir sektör geliştirmeye çalışan birkaç kilit yenilikçi ve erken aşamadaki bir piyasa olarak anlaşılmalıdır. Özellikle, bu bölgedeki tüm ülkeler için model hacimleri, tipik olarak bir ile üç arasında olan az sayıda platform tarafından yönlendirilmiştir.

2.1.6. Sahra Altı Afrika

Afrika ülkelerinin Sahra Altı Afrika ve Kuzey Afrika bölgeleri olarak ayrı ayrı çalışmaya dahil edilmesinin nedeni, bu bölgelerin piyasa koşullarının farklı olmasıdır. Bu bölgeler arasındaki temel farklılıklardan biri, Kuzey Afrika bölgesinde çoğunlukla yerli tabanlı platformlar faaliyet göstermektedir. Sahra Altı Afrika bölgesinde ise, daha çok yabancı tabanlı platformlar mevcuttur (Ziegler vd., 2021, s.165).

Tablo 12. Sahra Altı Afrika Bölgesinde Kitle Fonlaması Modellerine Göre Hacimler

(milyon USD)

Kitle Fonlaması Modeli	**2019**	**2020**
Bağış Bazlı	12.84	15.81
Ödül Bazlı	1.24	1.08
Paya Dayalı	10.33	1.18
Borçlanmaya Dayalı	528.62	782.77

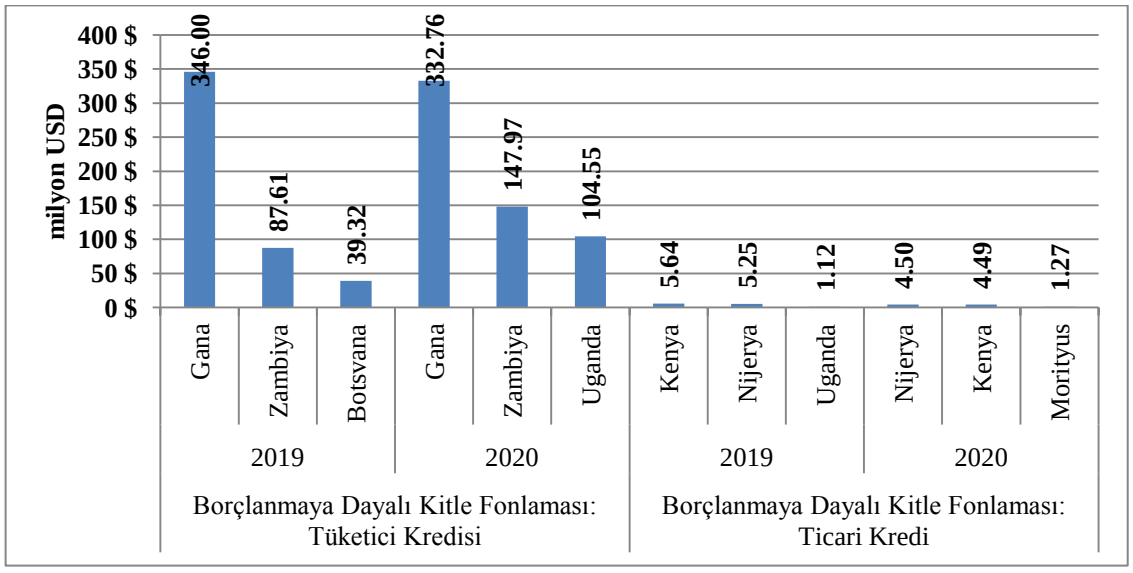
Kaynak: (Ziegler vd., 2021, s.168).

Hem 2019 hem de 2020'de Sahra Altı Afrika bölgesinde en yüksek hacme sahip model, borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modeli olmuştur. Borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modelinin tüketici kredisi platformları Sahra Altı Afrika bölgesinde aktiftir. Çünkü bunlar yüksek oranda dijitalleştirilmiştir ve bu bölgede mobil ödemeler ile

tüketici kredilerini birleştiren çeşitli platformlar vardır (Ziegler vd., 2021, s.168). Finansal olmayan modeller arasında, bağış bazlı kitle fonlaması modeli son iki yılda artan hacimler sergileyerek 2019'da 12.84 milyon USD'den 2020'de 15.81 milyon USD'ye yükselmiştir. Ancak, ödül bazlı kitle fonlaması modeli 2019'da 1.24 milyon USD olan hacimlerde %12,90'lık bir düşüşle 2020'de 1.08 milyon USD'ye gerilemiştir.

Paya dayalı kitle fonlaması modelinin hacmi, 2019'da 10.33 milyon USD'den 2020'de 1.18 milyon USD'ye hızlı bir şekilde düşmüştür. Bu model, bölgedeki yasaklayıcı düzenlemeler nedeniyle hâlâ geliştirilme aşamasındadır. Çoğu ülkede, platformların paya dayalı kitle fonlaması için bir borsacı lisansına sahip olması gerekmektedir. Bu gereksinim, küçük platformlar için yüksek bir yüktür.

Borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modelinin tüketici kredilerinde, 2019 ve 2020 yıllarında Gana ve Zambiya ülkeleri bölgedeki diğer ülkelere göre daha fazla fon toplamıştır. Bölgedeki çoğu çevrimiçi alternatif finansman hacminin tüketici kredileriyle ilişkilendirilmesine rağmen, KOBİ sektörünün bölgede kritik öneme sahip olduğunu vurgulamak önemlidir. Çünkü KOBİ sektörü bölgedeki istihdamın büyük kısmını (on işten yedisini) oluşturmaktadır (The World Bank, 2020).

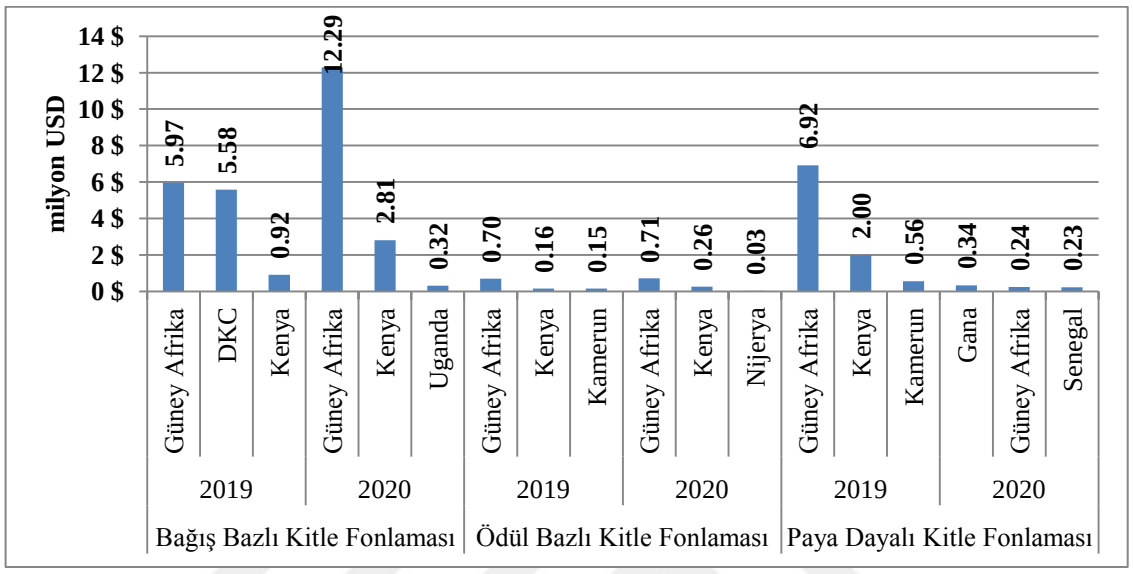


Şekil 14. Borçlanmaya Dayalı Modelde Hacim Büyüklüğü Açısından Sahra Altı Afrika Bölgesindeki İlk Üç Ülke

Kaynak: (Ziegler vd., 2021, s.170).

Girişimciler tarafından ticari krediler tüketici kredisi olarak alındığından, Şekil 14'te gösterilen verilerin KOBİ'lere tahsis edilen finansmanı, olduğundan az göstermesi

muhtemeldir. Ayrıca, çoğu Sahra Altı Afrika ülkesinde ticari kredileri hâlâ yüksek düzeyde düzenlemelere tabidir. KOBİ'ler için ticari krediler bulunmadığından, tüketici kredilerinin büyük bir bölümünün aslında ticari kredileri temsil ettiğini belirtmek önemlidir.



Şekil 15. Finansal Olmayan ve Paya Dayalı Modelde Hacim Büyüklüğü Açısından Sahra Altı Afrika Bölgesindeki İlk Üç Ülke

Kaynak: (Ziegler vd., 2021, s.170).

Paya dayalı ve finansal olmayan kitle fonlaması modellerindeki hacme bakıldığında, Güney Afrika'nın diğer ülkelere göre daha fazla fon topladığı görülmektedir. Güney Afrika'daki paya dayalı kitle fonlaması modelinin hacmi, 2019'da 6.92 milyon USD'den 2020'de 0.24 milyon USD'ye düşmüştür. Genel olarak, bölgede finteklere verilen sınırlı devlet desteği, bazı platformların pandemiden daha ciddi bir şekilde etkilenmesine neden olmuştur (Cambridge Centre for Alternative Finance [CCAF] vd., 2020, s.80).

2.2. Türkiye'deki Kitle Fonlamasının Durumu

Son yıllarda kitle fonlaması, girişimcilerin çevrimiçi platformlardan küçük katkılar yoluyla daha fazla yatırım toplamasına olanak tanıdığı için geleneksel fonlamaya bir alternatif olarak popülerlik kazanmıştır. Türkiye için kitle fonlaması yönteminin faydalı olacağı ve bu yöntemin ülkedeki yatırımların artmasını etkileyerek ekonomik büyümeye katkıda bulunacağı düşünülmüştür (Zengin vd., 2017, s.30).

Çonkar ve Canbaz (2018), çalışmalarında kitle fonlaması yöntemi Türkiye'de gerektiği kadar kullanılmadığını ve bilinmediğini açıklamışlardır. Girişimcilik kültürünün geliştirilmesi, güvenilir giriçimcilik ekosisteminin meydana getirilmesi ve ülkede teknik ve ekonomik eğitim fırsatlarının yeterli düzeye ulaştırılması önerilmiştir. Yeni yöntemin gelişmesinde en büyük engel olarak yasal düzenlemelerin eksikliği tespit edilmiştir (Çonkar ve Canbaz, 2018, s.130).

Demirdöğen'in (2020) çalışmasında kitle fonlaması sistemi teknoloji kullanan yeni nesilin aradığı kolaylık olarak gösterilmiştir (Demirdöğen, 2020, s.46). Canbaz ve Çonkar'ın (2018) çalışmalarında kitle fonlaması islami mikrofinans kurumları yerine kullanılabilecek alternatif bir yöntem olarak görülmüştür. Ayrıca kitle fonlamasının faizsiz modelleri hakkında hem Türkiye'de hem de müslüman ülkelerde iyice bilgi verildiğinde halk tarafından gerekli destek sağlanacağı düşünülmüştür (Canbaz ve Çonkar, 2018, s.53).

Türkiye, 5 Aralık 2017 yılında 7061 sayılı Kanun ile kitle fonlamasına ilişkin yasal düzenlemeyi resmi olarak hayata geçirmiştir. Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan değişikliklere göre Türkiye'de kitle fonlaması bir finansal araç olarak sınıflandırılmış, düzenlemesi ve denetimi Sermaye Piyasası Kurulu'na (SPK) verilmiştir. Bu doğrultuda, kitle fonlaması platformlarının tescili SPK tarafından onaylanmalıdır. Kitle fonlaması platformları bir yatırım veya yönetim şirketi olarak kabul edilmeyeceği ve bu bağlamda kitle fonlaması platformlarını yürürlükteki yasalara uygun olarak SPK tarafından denetleneceği belirtilmiştir (Iqdecision, 2021). Ancak Türkiye'de kitle fonlamasına ilişkin kurallar sınırlı kalmış ve bu nedenle ikincil düzenlemelerin oluşturulması ihtiyacı doğmuştur.

SPK tarafından hazırlanan “Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği” 3 Ekim 2019 tarihinde Resmî Gazete’de yayımlanarak paya dayalı kitle fonlaması modeli yasalaşmıştır. Bu ikincil düzenlemede sadece paya dayalı kitle fonlaması modeline dair usul ve esasların düzenlenmesi amaçlanmış olup borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modeli düzenleme kapsamına alınmamıştır (Anbar, 2020, s.250).

Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği’ne uyum amacıyla 12 Mart 2020 tarihinde, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın (TCMB) 10865/20464 Sayılı Kararı ile “kitle fonlaması sistemi işleticiliği” Merkezi Kayıt Kuruluşu'nun (MKK) faaliyet listesine dahil edilmiştir. TCMB kararı, MKK'nın kitle fonlaması yoluyla toplanan fonları temsil eden tüm payların kaydileştirilmesi ve MKK sistemi aracılığıyla fon sahiplerine devredilmesi sorumluluğuna açıklık getirmektedir (Keskin, 2020).

Kitle fonlamasının gelişmesi için hukuki bir çerçevenin oluşturulması, girişimcilik kültürü ve internet kullanımının yaygınlaşması önem taşımaktadır. Kitle fonlaması piyasasının büyümesi hem girişimcilikte yeni fikirlerin gerçekleşmesini hem de bu fikirlerin finanse edilmesini kolaylaştırdığı için girişimcilik açısından önemlidir (Anbar, 2020, s.251).

Vural ve Doğan (2019) çalışmalarında, dünyada en yüksek kaynak sağlanan ve en çok uygulanan borçlanma bazlı kitle fonlaması modeli Türkiye’de yasallaşmadığından dolayı ülkede kitle fonlamasının kullanımı düşük olduğunu açıklamışlardır. Kullanımını artırmak için borçlanma bazlı kitle fonlaması modelinin uygulanması gerektiği belirlenerek yeni bir model önerilmiştir (Vural ve Doğan, 2019, s.88).

Çağlar’ın (2019) çalışmasında Türkiye’de bulunan yatırımcıların risk almasının oldukça düşük olması, gerektiği kadar tanıtımın yapılmaması ve yasal düzenlemelerin borçlanma ve hisse bazlı modellerde tamamlanmaması ülkede kitle fonlaması hacminin 10 milyon TL’ye ulaşamamasının nedenleri olarak gösterilmiştir. Gelecekte borçlanma bazlı modelin kullanılması için yasal bir düzenleme yapıldığında kitle fonlaması hacminin yükseleceği öngörülmüştür (Çağlar, 2019, s.31).

Borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modelini yasalaştırmak için SPK tarafından "Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği" revize edilmiş olup paya dayalı kitle fonlaması modeline ilişikin ortaya çıkan durumlar iyice incelenerek "Kitle Fonlaması Tebliği" hazırlanmış ve 27 Ekim 2021 tarihinde Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu Tebliğ ile "Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği" yürürlükten kaldırılmıştır (Sermaye Piyasası Kurulu [SPK], 2021). Böylece paya dayalı ile borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modelleri bir araya getirilerek kitle fonlaması sisteminin hukuki çerçevesi oluşturulmuştur.

Paya dayalı kitle fonlaması; yatırımcıların finansal destek karşılığında bir işletme veya projede pay sahibi olmalarını sağlamaktadır. Kitle fonlaması faaliyetlerine başlamadan önce kitle fonlaması platformları SPK'dan ön onay alması gerekmektedir. Kitle fonlaması faaliyetlerinde önemli araçlardan biri, platform ile belirli projelerin sahibi olan girişim şirketleri veya girişimciler arasında akdedilecek olan "kitle fonlaması sözleşmesi"dır.

Kitle fonlaması sözleşmesi, projenin kapsamı ve amacı ile ilgili ayrıntılar gibi zorunlu unsurları içermelidir. Düzenleme, kitle fonlaması faaliyetleri için ayrı bir ikili şeffaflık mekanizması sağlamaktadır. Her platform, tüm girişimcileri startuplara yüklenen yükümlülükler hakkında bilgilendirmelidir (Resmî Gazete, 2021).

Yatırımcılar kitle fonlamasına katılmadan önce platforma üye olarak kaydolmalıdır. Paya dayalı kitle fonlaması platformlarının faiz, diğer herhangi bir ücret veya kredi karşılığında işlemler için aracı olarak hareket etmesi yasak, sadece pay karşılığında faaliyet göstermeleri gerekmektedir. Paya dayalı kitle fonlaması platformunda kampanya başlatacak girişimciler ya da girişim şirketleri teknoloji veya üretim faaliyetlerinde bulunmalıdır. Fon transferi, kayıtlı sermaye artırılarak yapılmalı ve hisse ihracı artan kısmı temsil etmelidir. Bu nedenle kitle fonlaması, startupların mevcut hisselerini satmak için kullanılamamaktadır (Iqdecision, 2021).

Türkiye'de kitle fonlaması ile ilgili akademik çalışmaların başlangıcı 2013 yılına dayanmaktadır. Ergen vd. (2013) yaptıkları çalışmada, Türkiye'de kitle fonlaması alanındaki en çok söz edilen problemler olarak konunun yasallaştırılmaması ve insanları teşvik edecek motivasyon ve bilgilerin sağlanmaması olduğunu belirtmişlerdir (Ergen vd., 2013, s.9).

İşler'in (2014) çalışmasında kitle fonlamasının tanımı, sistem işleyişi, kitle fonlaması modelleri, dünyadaki ve Türkiye'deki gelişmelere değinilmiştir. Ayrıca, kitle fonlaması sistemindeki risk ve fırsatlardan bahsedilmiştir. Ülkede pay ve borçlanmaya dayalı kitle fonlaması sistemlerinin oluşması ve finans sektörünün bir parçası olarak yaygınlaşmasının yasal çerçevenin oluşturulmasına bağlı olacağı belirtilmiştir. Kitle fonlaması sisteminin büyümesini destekleyecek yasal bir çerçevenin oluşturulmasının ve risk yönetimi, denetim ve gözetim mekanizmalarının etkin kullanımının sistem için önemli olduğu sonucuna varılmıştır (İşler, 2014, s.63).

Yegen'in (2015) çalışmasında, sadece "Fonlabeni" kitle fonlaması platformu seçilerek içerik analizi yöntemi ile incelenmiştir. Çalışma sonucunda "Fonlabeni" kitle fonlaması platformunun Türkiye'de kitle fonlaması konusunda başarılılık ve çeşitlilik açısından öne çıkan bir platform olduğu gösterilmiştir (Yegen, 2015, s.108). Ancak, iki yıl sonra Çubukçu'nun (2017) yaptığı çalışmada "Fongogo" kitle fonlaması platformu en çok başarılı projesi olan platform olarak belirlenmiştir. "Crowdfon", "Fonlabeni", "Fongogo", "Arıkovanı" ve "Buluşum" kitle fonlaması platformları içerik analizi yöntemi ile incelenmiştir. İncelenen platformlarda yayınlanan projelerin başarı yüzdesi %30 olduğu ve projeler en çok kültür, teknoloji ve film kategorilerinde yayınlandığı açıklanmıştır (Çubukçu, 2017, s.169).

Atsan ve Erdoğan (2015) yaptıkları çalışmada, Türkiye'de kitle fonlamasına ilişkin mevzuatın hazır olmaması nedeniyle paya dayalı ve borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modellerinin çalışmadığını belirtmişlerdir. Bağış bazlı kitle fonlaması modelinin yasal sorunlarla karşılaşması nedeniyle, yalnızca ödül bazlı kitle fonlaması modelinin uygulanabilirliğini açıklamışlardır (Atsan ve Erdoğan, 2015, s.315).

Sancak'ın (2016) çalışmasında Türkiye'de kitle fonlamasının uygulanabilirliği ve hazır olma durumu tartışılmıştır. Ülkede sermaye piyasalarının yeterince gelişmediği ve sermaye piyasası araçları ile para toplamanın yaygın olmadığı açıklanmıştır. Bu nedenle yeni girişimler için alternatif finansman yöntemlerine ihtiyaç duyulduğu belirtilmiştir. Kitle fonlamasının Türkiye'de gerekli düzenlemeler çerçevesinde başarılı bir şekilde uygulanabileceği ancak Türkiye'nin toplum katılımı, mevcut düzenlemeler ve girişimcilik kültürü açısından bu alternatif finansman yöntemine hazır olmadığı

sonucuna varılmıştır (Sancak, 2016, s.99). Kitle fonlaması ile ilgili bazı araştırmaların sonuçları Tablo 13'te verilmiştir.

Tablo 13. Türkiye'deki Kitle Fonlaması Modeliyle İlgili Yapılan Bazı Araştırmaların Sonuçları

Yazar	Sonuç
Sakarya ve Bezirgan, (2018)	Türkiye'de aktif olarak faaliyette olan üç kitle fonlaması sitesi dünyada tanınmış olan kickstarter sitesi ile karşılaştırılarak analiz edilmiştir. Dünyadaki diğer kitle fonlaması platformlarının istatistik verilerine erişim imkanları sınırlı olduğu için sadece bir internet platformu ile karşılaştırma yapılmıştır. Daha geniş kapsamlı istatistiksel araştırma yapabilmek için kitle fonlaması platformlarının verilerine erişim olanaklarının genişletilmesi gerektiği belirtilmiştir.
Daştan ve Gürler, (2018)	Çalışmada karmaşıklık, algılanan davranışsal kontrol, güven, öznel norm ve tutum faktörlerinin kitle fonlaması kampanyalarına katılım niyetine belli bir etkisi olup olmadığı incelenmiştir. Tutum hariç diğer faktörlerin kitle fonlamasına bireylerin katılım niyetlerini anlamlı bir biçimde etkilediği belirlenmiştir.
Ayhan ve Ertemsir, (2019)	Firma ve sivil toplum kuruluşlarının düzenleyeceği faaliyetler kitle fonlamasının yaygın bir duruma gelmesine katkı sağlayacağı ve farkındalığın artmasını hızlandıracağı düşünülmüştür.
Açıkgöz vd., (2020)	Muhasebe düzenlemeleri ve vergi mevzuatı dikkate alınarak ödül ve bağış bazlı kitle fonlaması modellerine değerlendirme yapılmıştır. Konuyla ilgili Türkiye'de düzenlenecek yasal düzenlemelerde toplanmış para miktarının her yönden vergiye tabi olmaması kitle fonlamasının yaygınlaşmasını etkileyeceği düşünülmüştür.
Yakar ve Kandır, (2020)	Girişimci, platform ve yatırımcıdan oluşan üç taraflı hisse bazlı kitle fonlaması modelinin hızlıca uygulanması için vergi teşvikleri verilmesi gerektiği önerilmiş ve bu düzenleme yöntemin gelişimine katkı sağlayacağı sonucuna varılmıştır.
Hıdıroğlu, (2020)	Finansal piyasaların yabancı fon sağlayıcılar bakımından aktif olarak kabul görülmesi için kitle fonlaması kampanyalarının iyi bir şekilde planlanması gerektiği düşüncesine ulaşılmıştır. Küçük ölçekli kitle fonlaması platformlarının analizlerine özellikle bağış ve hisse bazlı model analizlerine gereksinim duyulmaktadır. Geniş kapsamlı incelemeler yatırımcılara ve literatüre çok fayda sağlayacağı öngörülmüştür.
Kılınç vd. , (2020)	Yeni proje ve fikirler platformlarda iyi bir şekilde sunulduğunda proje sahibi destekçiler tarafından yeterli miktarda fon sağlayabileceği sonucuna varılmıştır. Bu günlerde kitle fonlaması platformları tasarımı iyi olmayan projelerle dolu olduğundan başarı oranı çok düşük olduğu gösterilmiştir. Bu nedenle projeler başarılılık anlamında test edilmesi gerektiği ortaya koyulmuştur.
Sezgin ve Orçun, (2020)	Çalışmada Covid-19 pandemisine ilişkin ödül ve bağış bazlı kitle fonlaması projeleri irdelenerek pandemiye karşı mücadeleye tesirleri tartışılmıştır. Yöneteceği projesi pandemiyle ilgili olan girişimciler projelerinin kategorileri, amacı ve başlangıcına bütüncül bir şekilde değerlendirme yaparak harekete geçtiğinde proje başarılarına etki edebileceği düşünülmüştür.

Kaynak: (Yazar tarafından oluşturulmuştur).

Türkiye'de kitle fonlaması finansman yöntemi gelişmekte olan yeni bir yöntemdir. Ülkede kitle fonlaması ile ilgili akademik çalışmalar sınırlı olup hâlihazırda artmaktadır. Finans piyasasında yeni bir finansman yöntemi olarak bilinen kitle fonlaması, yerel araştırmacılar tarafından oldukça ilgi görmeye başlamıştır. Kitle fonlaması ile ilgili 2011-2021 yılları arasında erişime açık 17 Yüksek Lisans ve 7 Doktora tezi Ulusal Tez Merkezi veri tabanında yayımlanmıştır (Bahçe ve Tolon, 2022, s.127).

2.2.1. Kitle Fonlaması Platformları

Türkiye'de ilk olarak 2011 yılında kurulan "Projemefon" kitle fonlaması platformu, 2013'te "Crowdfon" adı altında faaliyetlerine devam etmiştir. Ayrıca 2013 yılında kurulan "Fongogo" ve "Fonlabeni" platformları sektöre bir hareketlilik getirmiştir. Daha sonra "Buluşum" ve "Arıkovanı" gibi kurumsal şirketlerin kurduğu kitle fonlaması platformları faaliyete geçmiştir (Çubukçu, 2017, ss. 163-164). Türkiye'de bulunan kitle fonlaması platformlarının arasında sadece bağış bazlı kitle fonlaması modelini kullanan "Buluşum" platformudur. "Hepsini tut" fonlama mekanizmasının kullanıldığı bu platform, 2015 yılında Boyner Vakfı tarafından kurulmuş ve sosyal girişimciliğe ve topluma yararlı olacak projelere odaklanmıştır.

Teknoloji ve inovasyon odaklı projeleri içeren ödül bazlı "Arıkovanı" kitle fonlaması platformu ise, 2016'da Turkcell tarafından kurulmuştur. "Arıkovanı" platformunda toplam 73 proje fonlamaya sunulmuş ve 7,5 milyon Türk Lirası (TL) fon miktarı toplanarak teknoloji ve inovasyon odaklı girişimlere aktarılmıştır. Maalesef "Arıkovanı" kitle fonlaması platformu 2021 yılında faaliyetlerine son vermiştir (Öğütcü, 2021).

"Fongogo" kitle fonlaması platformu, finansal olmayan ödül ve bağış bazlı kitle fonlaması modellerini kullanmaktadır. Platformda "Kumbara" projeleri ve "Gogopazar" hizmeti sunulmaktadır. "Kumbara" projelerinde destekçiler projeleri abone olarak desteklemektedir. Ayrıca ödüller destekçilere her ay verilmekte ve destekçilerin aboneliklerini iptal etmedikleri durumlarda destek parası her ay hesabından çekilmektedir. "Gogopazar" hizmetinde ise, projeleri hedeflenen miktara ulaşarak başarılı olan proje sahipleri ürünlerini süresiz olarak satabilmektedir (Fongogo, 2022).

2.2.1.1. “Fonbulucu” Paya Dayalı Kitle Fonlaması Platformu

8 Nisan 2021 tarihinde SPK tarafından paya dayalı kitle fonlaması faaliyetlerinde bulunmak üzere listeye alınan “Fonbulucu”, Türkiye'de paya dayalı kitle fonlaması modelini uygulayan ilk platformdur. En büyük hedeflerinden biri, küresel bir platformla hizmet vermek ve dünyanın her yerinden yabancı sermaye ve yatırımcıları çekmektir.

Tablo 14. “Fonbulucu” Paya Dayalı Kitle Fonlaması Platformunda 2021 Yılı Başlatılan Projelerle İlgili Veriler

Proje Adı	**Durumu**	**Hedeflenen Tutar (TL)**	**Toplanan Tutar (TL)**	**Pay Alan Yatırımcı Sayısı**	**Nitelikli Yatırımcı Sayısı**
Akıllı Bakteri Teknolojisi	Başarılı	250.000	416.921	291	9
Sensiball VR	Başarılı	800.000	1.128.101	384	6
Fernvaille	Başarılı	430.000	932.181	544	18
Hamurla	Başarılı	600.000	849.796	373	14
Bilge Tunga Dünyaya Açılıyor	Başarılı	280.000	306.558	256	9
Otonom Odyometre Projesi	Başarılı	690.000	858.526	591	22
AuthTake User Authentication	Başarılı	800.000	1.548.744	695	22
Classest	Başarılı	700.000	797.767	504	13
Robotik Kodlama Seti	Başarılı	650.000	788.369	666	24
İngilizce Korkunuzu Yenin	Başarılı	400.000	496.480	554	13
Kültürel Mirası Keşfet	Başarılı	1.150.000	1.249.487	1008	32
Pastacıdan	Başarılı	800.000	972.434	610	23
Biyo Feedback VR Meditasyon	Başarılı	925.000	1.150.201	693	26
Shopalm	Başarılı	1.200.000	1.633.433	799	26
Byqee	Başarılı	1.600.000	2.751.935	1066	34
CranioCatch	Başarılı	1.050.000	1.764.438	1039	30
Savity Safe with Virtuality	Başarılı	1.680.000	2.172.276	1154	60
Co Print	Başarılı	2.500.000	3.388.363	1587	55
Türkiye’nin Online Kuyumcusu	Başarısız	1.250.000	179.214	175	6
CroMagnon Art	Başarısız	570.000	121.608	281	9
TOPLAM		**18.325.000**	**23.506.832**	**13.196**	**451**

Kaynak: (Fonbulucu, 2021).

Tablo 14'te yer alan verilere göre fonlamaya sunulan toplam 20 projenin 18'i başarılı olmuş, diğer 2 tanesi hedeflenen fon miktarına ulaşamamıştır. Hedef tutara ulaşan projelerde, 12740 yatırımcı tarafından toplam 23.206.010 TL fon toplanmıştır. "Co Print" üretim ve teknoloji projesinde, diğer projelere göre daha büyük bir fon miktarı hedeflenmiş ve toplam 1587 yatırımcıdan 3.388.363 TL fon toplanmıştır. Yatırımcılar arasında nitelikli yatırımcı sayısının daha fazla olduğu projelerde hedeflenen tutarın, toplanan tutarın ve pay alan yatırımcı sayısının da yüksek olduğu görülmektedir. Birçok nitelikli yatırımcının tercih ettiği projenin başarılı olma şansının diğer projelere göre daha yüksek olduğu anlaşılmaktadır.

Tablo 15. "Fonbulucu" Paya Dayalı Kitle Fonlaması Platformunda 2022 Yılı Başlatılan Projelerle İlgili Veriler*

Proje Adı	Durumu	Hedeflenen Tutar (TL)	Toplanan Tutar (TL)	Pay Alan Yatırımcı Sayısı	Nitelikli Yatırımcı Sayısı
SecurifyID	Başarılı	6.240.000	10.195.954	1716	88
SeyirDefteri	Başarılı	4.500.000	5.278.692	1410	71
Egirişim Ekosistemle Büyüyor	Başarılı	2.250.000	3.174.936	1247	57
Test Otomasyon Platformu	Başarılı	2.200.000	2.519.279	1314	67
SeraCell Akıllı Sera Sistemi	Başarılı	1.500.000	1.755.968	1046	67
Dijital Deneme Kabini	Başarılı	2.150.000	2.987.070	1382	80
Üreticiden Yöresel Lezzetler	Başarılı	1.133.000	1.784.590	793	56
Shiftplanner	Başarılı	1.560.000	1.875.952	1024	63
Bewell	Başarısız	990.000	529.851	466	23
Neobebek	Başarısız	2.700.000	1.014.181	467	28
Arı Kids and Parents	Başarısız	1.360.000	1.060.821	509	31
TOPLAM		**26.583.000**	**32.177.294**	**11.374**	**631**

*Yazar tarafından 15.05.2022 tarihinde https://invest.fonbulucu.com/ web sitesinde ulaşılan verilerden oluşturulmuştur.

Tablo 15'te "Fonbulucu" paya dayalı kitle fonlaması platformunda 2022'de başlatılan projelerle ilgili veriler yer almıştır. 15 Mayıs 2022 tarihi itibariyle yılbaşından beri platformda finansman için sunulan 11 projeden 8'i başarılı olarak toplam 29.572.441 TL fon toplamıştır. Başarılı projelerde payı olan toplam yatırımcı sayısı 9932 olup,

bunların 549'u nitelikli yatırımcıdır. Siber güvenlik, yazılım ve yapay zeka kategorisinde yer alan, teknoloji ve üretim projesi "SecurifyID", toplam 1716 yatırımcıdan 10.195.954 TL toplamıştır. 2022'nin ilk beş ayında toplanan tutar, 2021'de toplanan tutardan daha yüksektir. Buradan "Fonbulucu" paya dayalı kitle fonlaması platformunun gelişerek faaliyetlerini başarıyla sürdürdüğü anlaşılmaktadır.

2.2.1.2. Diğer Paya Dayalı Kitle Fonlaması Platformları

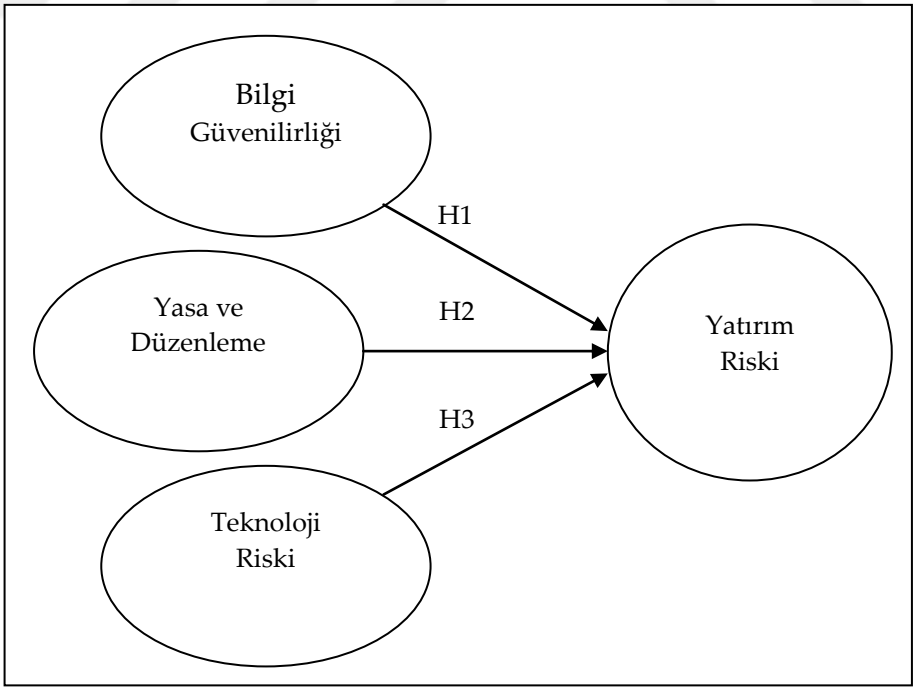
Paya dayalı kitle fonlaması modelinin yasallaşmasının ardından 2021'de ilk olarak "Fonbulucu", 2022 yılında "Fongogo" ve "Efonla" kitle fonlaması platformları faaliyetlerine başlamıştır. "Fongogo" kitle fonlaması platformu 6 Ocak 2022 tarihinde SPK tarafından paya dayalı kitle fonlaması faaliyetlerinde bulunmak üzere listeye alınmıştır. 19 Mayıs 2022 tarihi itibariyle "Fongogo" kitle fonlaması platformunda yayınlanan toplam 3 projeden 2'si halen fon toplamaya devam etmektedir. "Tamamliyo" projesi ise, 234 yatırımcı tarafından 798.585 TL toplayarak başarıya ulaşmıştır (Fongogo, 2022). Paya dayalı kitle fonlaması faaliyetlerinde bulunmak üzere 14 Ekim 2021 tarihinde SPK tarafından listeye alınan "Efonla" kitle fonlaması platformunda, 19 Mayıs 2022 tarihi itibariyle sadece 1 proje fonlamaya sunulmuş olup, fon arayışını sürdürmektedir (Efonla, 2022).

3. VERİ VE YÖNTEM

Tez çalışmasının bu bölümünde, ilk olarak araştırmanın modeli ve hipotezleri sunulmuştur. Devam eden kısımlarda, veri toplama ve veri analizlerinden bahsedilmiştir. Son olarak analiz sonucunda elde edilen bulguların değerlendirilmesine yer verilmiştir.

3.1. Araştırmanın Modeli

Literatür taramasında bulunan çalışmalardan yararlanılarak oluşturulan araştırma modeli Şekil 16'da verilmiştir.



Şekil 16. Araştırmanın Modeli

3.2. Araştırmanın Hipotezleri

Yatırım riski bağımlı değişken iken, bilgi güvenilirliği, yasa ve düzenleme, teknoloji riski bağımsız değişkenlerdir. Araştırmanın amacına uygun olarak oluşturulan hipotezler aşağıdaki gibidir;

H_1: Bilgi güvenilirliği ile yatırım riski arasında anlamlı ilişki vardır.

H_2: Yasa ve düzenleme ile yatırım riski arasında anlamlı ilişki vardır.

H_3: Teknoloji riski ile yatırım riski arasında anlamlı ilişki vardır.

3.3. Örneklem ve Ana Kütlenin Belirlenmesi

Türkiye'de kitle fonlaması sistemine pek ilgi olmadığı için kitle fonlaması hakkında bilgisi olan kişiler üzerinde araştırma yapılması gerekmiştir. Bu nedenle doğru sonuçlara ulaşmak için yalnızca kitle fonlaması hakkında bilgi sahibi olanlar dikkate alınmıştır. Ulaşılabilen en geniş kitle olan "Fonbulucu", Türkiye'de paya dayalı kitle fonlaması modelini uygulayan ilk platformdur. Bu çalışmanın ana kütlesini, "Fonbulucu" paya dayalı kitle fonlaması platformunun yatırımcıları oluşturmaktadır.

3.4. Anket Geliştirme ve Veri Toplama

Veri toplamada anket yönteminden yararlanılmıştır. Anket soruları, Wasiuzzaman'ın çalışmasında kullanılan yatırım riski, bilgi güvenilirliği, yasa ve düzenleme, teknoloji riski ölçeklerinden uyarlanmıştır (Wasiuzzaman, 2021, s.358). Anket formu iki bölümden oluşturulmuştur. Birinci bölümde, katılımcıların demografik bilgileri ile ilgili sorulara yer verilmiştir. İkinci bölümde ise toplam 15 madde katılımcılara sunulmuştur.

Anket uygulamasına İstanbul Ticaret Üniversitesi Etik Kurulu'nun E-65836846-044-249787 Sayılı Etik Kurulu Onayı ile başlanmıştır. Maliyet ve zaman kısıtları sebebiyle tesadüfi olmayan örnekleme yöntemlerinden yargısal örnekleme ve kolayda örnekleme yöntemi kullanılarak veriler Google Form uygulaması aracılığıyla elektronik ortamda toplanmıştır. Kolayda örnekleme yöntemi, ankete katılımcıların hazır ve kolay

erişilebilir oldukları için öğrenciler arasında diğer örnekleme yöntemlerine göre daha fazla tercih edilen bir örnekleme yöntemidir (Taherdoost, 2016, s.22). Yargısal örnekleme yönteminde ana kütlenin bir kısmı olan daha temsili bir örneklem seçilmektedir. Ancak yargısal örnekleme yöntemi ile seçilen örneklemin evreni ne kadar temsil ettiği bilinmediği için evren hakkında genelleme yapmak mümkün değildir (İslamoğlu ve Alnıaçık, 2014, s.206). Google Form üzerinden oluşturulan anket formu, Haziran 2022'de "Fonbulucu" platformu yetkilileri yardımıyla platform yatırımcılarına sunulmuş olup, toplam 149 kişi tarafından yanıtlanmıştır.

İlk önce ankette yer alan ifadelerin yatırımcılar tarafından anlaşılıp anlaşılmadığını test etmek amacıyla 40 kişi ile pilot çalışma yapılmıştır. Pilot çalışmanın güvenilirlik analizi sonuçlarına göre Cronbach's Alpha değeri yatırım riski ölçeğinde ($\alpha = 0.754$), bilgi güvenilirliği ölçeğinde ($\alpha = 0.856$), yasa ve düzenleme ölçeğinde ($\alpha = 0.891$) ve teknoloji riski ölçeğinde ($\alpha = 0.864$) olarak bulunmuştur.

3.5. Verilerin Analizi

Araştırmada 4 değişken üzerinden analiz yapılmıştır;

1) Yatırım riski; yatırımcı tarafından algılanan yatırım riskidir.
2) Bilgi güvenilirliği; platformda sunulan projenin güvenilirliği ve bilgi kalitesine ilişkin yatırımcının algısıdır.
3) Yasa ve düzenleme; yatırımcının kitle fonlaması ile ilgili yasa ve düzenlemelerin yeterliliğine ilişkin algısıdır.
4) Teknoloji riski; kitle fonlaması internet üzerinde gerçekleştirildiğinden, teknoloji kullanımında yaygın olan siber saldırılara maruz kalma olasılığı riskidir.

Bu değişkenler için ankete katılımcıların sunulan maddelere katılıp katılmadıklarını değerlendirmek amacıyla yanıt formatı olarak beşli Likert ölçeği kullanılmıştır. Likert ölçeği değerleri 1'den 5'e kadar değişmektedir. Burada 1 "Kesinlikle Katılmıyorum", 2 "Katılmıyorum", 3 "Kararsızım", 4 "Katılıyorum" ve 5 "Kesinlikle Katılıyorum" anlamına gelmektedir.

Anket çalışmasından elde edilen verileri analiz etmek için "SPSS" istatistik paket programı kullanılmıştır. Araştırmadaki ölçeklerin güvenilirliğini test etmek için cronbach alpha katsayısından yararlanılmıştır. Örneklemin yeterli olup olmadığını öğrenmek için Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) testi ve Bartlett testi kullanılmıştır. Ayrıca, her bir demografik değişken için farklı katılımcı gruplarındaki olası farklılıkları analiz etmek amacıyla ortalama fark analizleri yapılmıştır. Alt boyutlardaki örneklem büyüklüğü 30'dan küçük ise (n<30), parametrik olmayan testlerin kullanılması gerekmektedir (Tanrıverdi, 2019, s.14). Bu nedenle gruplar arasında anlamlı fark olup olmadığını öğrenmek için Mann-Whitney U ve Kruskal-Wallis H testleri kullanılmıştır. Ayrıca, daha önce kitle fonlamasına yatırım yapanlar ve yapmayanların arasındaki farklılığı test etmek için Bağımsız Örneklem T testinden yararlanılmıştır. Daha sonra Pearson Korelasyon analizi kullanılarak bazı değişkenler arasında anlamlı ilişki olup olmadığı incelenmiştir. Son olarak Çoklu Doğrusal Regresyon analizi yapılarak hipotezler test edilmiştir.

3.6. Bulgular

Bu kısımda, yatırımcıların yanıtladığı anketten elde edilen verilerin incelenmesi sonucunda ulaşılan bulgular sunulmaktadır. Devamında araştırmanın amacına uygun olarak oluşturulan hipotezlerin değerlendirilmesine yer verilmektedir.

3.6.1. Güvenilirlik Analizi, KMO ve Bartlett Testleri

Cronbach's Alpha güvenilirliği, örgütsel ve sosyal bilimlerde en yaygın kullanılan güvenilirlik ölçütlerinden biridir. Ölçümler en yaygın uygulama olan birden fazla anket/test maddesini temsil ettiğinde, Cronbach's alpha "iç tutarlılık" güvenilirliğinin bir ölçüsü olarak adlandırılmaktadır (Bonett ve Wright, 2015, s.3). İç tutarlığın bir ölçüsü olan Cronbach's Alpha katsayısı kullanılarak ankette yer alan ifadelere ilişkin güvenilirlik analizi yapılmıştır. $0.80 < R_2 < 1.00$ arasındaki Cronbach's Alpha değerlerinin yüksek güvenilir olduğu varsayılmaktadır (Uzunsakal ve Yıldız, 2018, s.19). KMO değeri 0.50'den büyük olduğunda örneklem yeterli görünmekte ve 0.50-

0.70 arasında “orta”, 0.70-0.80 arasında “iyi”, 0.80-0.90 arasında “mükemmel” olarak değerlendirilmektedir (Field, 2009: 647).

Tablo 16. Cronbach’s Alpha, KMO Değerleri ve Bartlett Testi

	Cronbach’s Alpha	**KMO**	**Bartlett’s Test**
Yatırım Riski	0.873	0.828	0.000
Bilgi Güvenilirliği	0.831	0.737	0.000
Yasa ve Düzenleme	0.898	0.835	0.000
Teknoloji Riski	0.876	0.693	0.000

Tablo 16'daki analiz sonuçları, ölçeklerin yüksek güvenilir olduğunu göstermektedir. Her değişken için 0.80'den büyük olarak bulunan Cronbach's Alpha değeri, ölçeklerin kendi içinde tutarlı olduğunu ve gruptaki maddelerin birbiriyle yakından ilişkili olduğunu göstermektedir. Her bir ölçeğin KMO değeri 0.50’den büyük bulunduğundan örneklemin yeterli olduğu sonucuna varılmıştır. Aynı zamanda elde edilen bulgular incelendiğinde, ölçeklerin Bartlett Testi sonuçları anlamlı ($p<0.05$) bulunmuştur.

3.6.2. Araştırmanın Frekans Dağılımları

Tablo 17. Katılımcıların Yaşa Göre Dağılımları

Yaş	**Frekans**	**Yüzde**
20 veya daha genç	4	2.7
21 ila 40	110	73.8
41 ila 60	32	21.5
61 veya daha yaşlı	3	2.0
Toplam	**149**	**100**

Tablo 17’de katılımcıların yaşa göre dağılımları gösterilmiştir. Tablodaki verilere göre, katılımcıların %2.7’sinin 20 veya daha genç, %73.8’inin 21 ila 40 yaş aralığında, %21.5’inin 41 ila 60 yaş aralığında ve %2’sinin 61 veya daha yaşlı olduğu görülmektedir. Anketi cevaplayanların çoğu 21 ila 40 yaş aralığında olduğu anlaşılmaktadır. Kitle fonlamasının 41 yaş ve üzeri yatırımcılar tarafından pek kullanılmadığı tanımlanmıştır.

Tablo 18. Katılımcıların Cinsiyete Göre Dağılımları

Cinsiyet	Frekans	Yüzde
Kadın	22	14.8
Erkek	127	85.2
Toplam	**149**	**100**

Tablo 18'de anketi cevaplayanların cinsiyete göre dağılımları verilmiştir. Toplam 149 katılımcının 22'si (%14.8'i) kadın, 127'si (%85.2'si) erkeklerden oluşmaktadır. Kadın katılımcıların erkek katılımcılara göre daha az olduğu ve aralarında büyük bir fark olduğu görülmüştür.

Tablo 19. Katılımcıların Meslek Gruplarına Göre Dağılımları

Meslek	Frekans	Yüzde
Çalışan	105	70.5
Emekli	3	2.0
İş adamı	30	20.1
Diğer	11	7.4
Toplam	**149**	**100**

Tablo 19'da gösterildiği üzere, ankete katılanların meslek gruplarına göre dağılımları; %70.5 oranında çalışan, %2 oranla emekli, %20.1 oranıyla iş adamı ve diğerleri %7.4 oranında olmuştur. Frekans analizi sonucuna göre ankete cevap veren yatırımcılar arasında daha fazla çalışanın olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 20. Katılımcıların Eğitim Durumuna Göre Dağılımları

Eğitim	Frekans	Yüzde
Lise	2	1.3
Önlisans	4	2.7
Lisans	108	72.5
Yüksek Lisans	25	16.8
Doktora	10	6.7
Toplam	**149**	**100**

Tablo 20'de anketi yanıtlayan paya dayalı kitle fonlaması platformunun yatırımcılarının eğitim durumlarına göre dağılımları verilmiştir. Katılımcıların 2'si (%1.3'ü) lise, 4'ü

(%2.7'si) önlisans, 108'i (%72.5'i) lisans, 25'i (%16.8'i) yüksek lisans ve 10'u (%6.7'si) doktora mezunudur.

Tablo 21. Katılımcılarda BKY Lisansının Bulunup Bulunmadığına Dair Dağılım

BKY Lisansı	Frekans	Yüzde
Evet	5	3.4
Hayır	144	96.6
Toplam	**149**	**100**

Tablo 21'de gösterilen bulgulara göre, katılımcıların %3.4'ü BKY lisansına sahip olduğunu belirtirken, %96.6'sı BKY lisansının olmadığını göstermiştir. Ankete katılan yatırımcıların çoğunluğu BKY lisansına sahip olmadığını ifade etmiştir. Bu da kitle fonlamasının daha az tasarruflu yatırımcılar tarafından kullanıldığını ispat etmektedir.

Tablo 22. Katılımcıların Yatırım Tecrübelerine Göre Dağılımları

Yatırım Tecrübesi	Frekans	Yüzde
Tecrübem Yok	23	15.4
1-4 yıl	77	51.7
5-8 yıl	30	20.1
9-12 yıl	13	8.7
12 yıl ve üzeri	6	4.0
Toplam	**149**	**100**

Tablo 22'de anketi cevaplayan katılımcıların yatırım tecrübelerine göre dağılımları gösterilmiştir. Cevaplayıcıların %51.7'si 1-4 yıllık, %20.1'i 5-8 yıllık, %8.7'si 9-12 yıllık ve %4'ü yatırım tecrübelerinin 12 yıl ve üzeri olduğunu belirtmiştir. Ayrıca, ankete katılımcıların %15.4'ü yatırım tecrübelerinin olmadığını göstermiştir. Katılımcılar arasında 1-4 yıllık yatırım tecrübesine sahip bireylerin çoğunluğunun, kitle fonlaması sisteminin girişimcilik finansmanında yeni bir yöntem olmasından kaynaklanmış olabileceği düşünülmektedir.

Tablo 23. Katılımcıların Daha Önce Kitle Fonlamasına Yatırım Yapıp Yapmadığına Dair Dağılımı

Kitle Fonlaması Yatırım Tecrübesi	Frekans	Yüzde
Evet	102	68.5
Hayır	47	31.5
Toplam	**149**	**100**

Tablo 23'te katılımcıların daha önce kitle fonlaması yatırım tecrübesine ilişkin bulgular gösterilmiştir. Toplam 149 katılımcının 102'si (%68.5'i) daha önce kitle fonlamasına yatırım yapmış, 47'si (%31.5'i) henüz kitle fonlamasına yatırım yapmamıştır. Bazı yatırımcıların "Fonbulucu" paya dayalı kitle fonlaması platformuna yatırımcı olarak üye olmalarına rağmen yatırım yapmadıkları belirlenmiştir.

3.6.3. Ortalama Fark Analizi

Farklı katılımcı gruplarındaki olası farklılıkları analiz etmek için demografik değişkenlerde kategori sayısına bağlı olarak Mann-Whitney U veya Kruskal-Wallis H testleri yapılmıştır. Parametrik olmayan testlerden biri olan Mann-Whitney U testi, iki bağımsız grup için bağımlı değişkende farklılık olup olmadığını karşılaştırmak için kullanılmaktadır. Özellikle örneklemdeki birim sayısı 30'dan az olduğunda Mann-Whitney U testi uygulanmaktadır (Turanlı ve Güriş, 2018, s.555). Aynı zamanda güçlü bir parametrik olmayan test olarak da bilinmektedir. Mann-Whitney U testinde grupların medyanları karşılaştırılmaktadır. Sürekli değişkenlerin değerleri iki grup içinde sıraya çevrilerek sıralamanın farkı değerlendirilmektedir (Karagöz, 2010, s.23).

Üç ve daha fazla kategoriye sahip demografik değişkenlerin ortalamaları arasında anlamlı bir fark olup olmadığını analiz etmek için özellikle örneklem sayıları az olduğu durumlarda Kruskal-Wallis H testi uygulanmalıdır. Kruskal-Wallis H testi, örneklemlerin biçimi ile ilgili hiçbir varsayım gerektirmemektedir (Bülbül, 2001, s.89). Değişkenler her iki grupta da normal dağılıma sahip ise, eşit oranlı ölçme düzeyinde ve örnek büyüklüğü 30'dan büyükse parametrik testler kullanılmaktadır (Tanrıverdi, 2019, s.14). Buna göre, daha önce kitle fonlamasına yatırım yapan ve yapmayanlar arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığını test etmek için Bağımsız Örneklem T testi uygulanmıştır.

Tablo 24. Paya Dayalı Kitle Fonlaması Platformunda Yatırımcıların Yatırım Yapmalarında Yaş Kriterine Göre Kruskal-Wallis H Testi Sonuçları

	Yaş	N	Sıra Ortalaması	sd	X^2	p	Anlamlı Fark
Yatırım Riski	20 veya daha genç	4	66.63	3	0.185	0.980	Anlamsız
	21 ila 40	110	75.57				
	41 ila 60	32	74.20				
	61 veya daha yaşlı	3	73.67				
Bilgi Güvenilirliği	20 veya daha genç	4	72.75	3	6.046	0.109	Anlamsız
	21 ila 40	110	79.84				
	41 ila 60	32	61.48				
	61 veya daha yaşlı	3	44.83				
Yasa ve Düzenleme	20 veya daha genç (A)	4	72.88	3	15.269	0.002***	B-C
	21 ila 40 (B)	110	82.92				
	41 ila 60 (C)	32	50.44				
	61 veya daha yaşlı (D)	3	49.33				
Teknoloji Riski	20 veya daha genç	4	71.63	3	0.620	0.892	Anlamsız
	21 ila 40	110	74.99				
	41 ila 60	32	73.72				
	61 veya daha yaşlı	3	93.67				

*** %99, ** %95, * %90

Tablo 24'te çeşitli yaş gruplarındaki yatırımcıların yatırım riski, bilgi güvenilirliği, yasa ve düzenleme, teknoloji riski puanlarına ilişkin Kruskal-Wallis H testi sonuçları yer almaktadır. Test sonuçlarına göre yatırımcıların yatırım riski ($X^2 = 0.185$, $p>0.05$), bilgi güvenilirliği ($X^2 = 6.046$, $p>0.05$) ve teknoloji riski ($X^2 = 0.620$, $p>0.05$) puanları anlamlı düzeyde farklılık göstermemektedir. Yaş gruplarına göre yasa ve düzenleme ($X^2 = 15.269$, $p<0.05$) puanlarında anlamlı düzeyde farkılaşma gözlenmiştir. Sıra ortalamalarının durumu değerlendirildiğinde, yasa ve düzenlemede en düşük sıra ortalaması 61 veya daha yaşlı yatırımcılarda (49.33), en büyük sıra ortalaması ise 21 ila 40 yaş grubundaki yatırımcılarda (82.92) olduğu görülmektedir.

Gruplar arasındaki anlamlı farklılığı tanımlamak için yapılan Mann-Whitney U testi sonucunda, 21 ila 40 (B) yaş grubundaki yatırımcıların 41 ila 60 (C) yaş grubundaki yatırımcılardan daha yüksek kitle fonlamasıyla ilgili yasa ve düzenlemenin yeterliliği algısına sahip olduğu belirlenmiştir ($p<0.05$).

Tablo 25. Paya Dayalı Kitle Fonlaması Platformunda Yatırımcıların Yatırım Yapmalarında Cinsiyet Kriterine Göre Mann-Whitney U Testi Sonuçları

	Cinsiyet	N	Sıra Ortalaması	Sıra Toplamı	U	p
Yatırım Riski	Kadın	22	72.59	1597.00	1344.00	0.776
	Erkek	127	75.42	9578.00		
Bilgi Güvenilirliği	Kadın	22	68.80	1513.50	1260.50	0.463
	Erkek	127	76.07	9661.50		
Yasa ve Düzenleme	Kadın	22	67.20	1478.50	1225.50	0.357
	Erkek	127	76.35	9696.50		
Teknoloji Riski	Kadın	22	86.82	1910.00	1137.00	0.162
	Erkek	127	72.95	9265.00		

Tablo 25'te cinsiyete göre yatırımcıların yatırım riski, bilgi kalitesi, yasa ve düzenleme, teknoloji riski puanlarının Mann-Whitney U testi sonuçları yer almıştır. Analiz sonucuna göre yatırım riski (U=1344.00; p=0.776), bilgi güvenilirliği (U=1260.50; p=0.463), yasa ve düzenleme (U=1225.50; p=0.357) ve teknoloji riski (U=1137.00; p=0.162) puanları arasında istatistiksel olarak anlamlı düzeyde farkılaşma saptanmamıştır.

Tablo 26. Paya Dayalı Kitle Fonlaması Platformunda Yatırımcıların Yatırım Yapmalarında Meslek Kriterine Göre Kruskal-Wallis H Testi Sonuçları

	Meslek	N	Sıra Ortalaması	sd	X^2	p	Anlamlı Fark
Yatırım Riski	Çalışan	105	79.85	3	6.250	0.100	Anlamsız
	Emekli	3	94.50				
	İş Adamı	30	60.28				
	Diğer	11	63.50				
Bilgi Güvenilirliği	Çalışan	105	77.66	3	1.516	0.679	Anlamsız
	Emekli	3	64.50				
	İş Adamı	30	67.52				
	Diğer	11	72.91				
Yasa ve Düzenleme	Çalışan	105	78.45	3	4.780	0.189	Anlamsız
	Emekli	3	67.33				
	İş Adamı	30	60.32				
	Diğer	11	84.23				
Teknoloji Riski	Çalışan	105	76.90	3	0.819	0.845	Anlamsız
	Emekli	3	64.83				
	İş Adamı	30	69.83				
	Diğer	11	73.68				

Tablo 26'da, mesleğe göre yatırımcıların yatırım riski, bilgi kalitesi, yasa ve düzenleme, teknoloji riski puanlarının Kruskal-Wallis H testi sonuçları yer almıştır. Bulgulara göre, yatırımcıların yatırım riski (X^2 = 6.250, p>0.05), bilgi güvenilirliği (X^2 = 1.516, p>0.05), yasa ve düzenleme (X^2 = 4.780, p>0.05) ve teknoloji riski (X^2 = 0.819, p>0.05) puanları anlamlı düzeyde farklılık göstermemektedir.

Tablo 27. Paya Dayalı Kitle Fonlaması Platformunda Yatırımcıların Yatırım Yapmalarında Eğitim Kriterine Göre Kruskal-Wallis H Testi Sonuçları

	Eğitim	N	Sıra Ortalaması	sd	X^2	p	Anlamlı Fark
Yatırım Riski	Lise	2	69.00	4	0.406	0.982	Anlamsız
	Önlisans	4	69.25				
	Lisans	108	76.35				
	Yüksek Lisans	25	72.02				
	Doktora	10	71.40				
Bilgi Güvenilirliği	Lise	2	77.75	4	2.623	0.623	Anlamsız
	Önlisans	4	50.88				
	Lisans	108	77.90				
	Yüksek Lisans	25	70.12				
	Doktora	10	65.00				
Yasa ve Düzenleme	Lise	2	89.50	4	2.177	0.703	Anlamsız
	Önlisans	4	94.00				
	Lisans	108	75.93				
	Yüksek Lisans	25	66.00				
	Doktora	10	76.95				
Teknoloji Riski	Lise	2	16.00	4	4.510	0.341	Anlamsız
	Önlisans	4	83.50				
	Lisans	108	74.41				
	Yüksek Lisans	25	81.38				
	Doktora	10	73.80				

Tablo 27'de eğitim durumuna göre yatırımcıların yatırım riski, bilgi güvenilirliği, yasa ve düzenleme, teknoloji riski puanlarının Kruskal-Wallis H testi sonuçları yer almıştır. Bulgulara göre, yatırımcıların yatırım riski (X^2 = 0.406, p>0.05), bilgi güvenilirliği (X^2 = 2.623, p>0.05), yasa ve düzenleme (X^2 = 2.177, p>0.05) ve teknoloji riski (X^2 = 4.510, p>0.05) puanları anlamlı düzeyde farklılık göstermemektedir.

Tablo 28'de yatırımcıların BKY Lisansına sahip olup olmadığına göre yatırım riski, bilgi güvenilirliği, yasa ve düzenleme, teknoloji riski puanlarının Mann-Whitney U testi sonuçları yer almıştır.

Tablo 28. Paya Dayalı Kitle Fonlaması Platformunda Yatırımcıların Yatırım Yapmalarında BKY Lisansına Sahiplik Kriterine Göre Mann-Whitney U Testi Sonuçları

	BKY Lisansı	N	Sıra Ortalaması	Sıra Toplamı	U	p
Yatırım Riski	Evet	5	91.90	459.50	275.50	0.372
	Hayır	144	74.41	10715.50		
Bilgi Güvenilirliği	Evet	5	80.20	401.00	334.00	0.783
	Hayır	144	74.82	10774.00		
Yasa ve Düzenleme	Evet	5	95.00	475.00	260.00	0.290
	Hayır	144	74.31	10700.00		
Teknoloji Riski	Evet	5	82.00	410.00	325.00	0.711
	Hayır	144	74.76	10765.00		

Tablo 28'deki analiz sonucuna göre, yatırım riski (U=275.50; p=0.372), bilgi güvenilirliği (U=334.00; p=0.783), yasa ve düzenleme (U=260.00; p=0.290) ve teknoloji riski (U=325.00; p=0.711) puanları arasında istatistiksel olarak anlamlı düzeyde farkılaşma saptanmamıştır.

Tablo 29. Paya Dayalı Kitle Fonlaması Platformunda Yatırımcıların Yatırım Yapmalarında Yatırım Tecrübesi Kriterine Göre Kruskal-Wallis H Testi Sonuçları

	Yatırım Tecrübesi	N	Sıra Ortalaması	sd	X^2	p	Anlamlı Fark
Yatırım Riski	Tecrübem yok (A)	23	58.91	4	12.236	0.016**	C-A D-A D-B D-C D-E
	1-4 yıl (B)	77	73.48				
	5-8 yıl (C)	30	80.38				
	9-12 yıl (D)	13	107.77				
	12 yıl ve üzeri (E)	6	58.25				
Bilgi Güvenilirliği	Tecrübem yok (A)	23	65.67	4	11.834	0.019**	B-A B-C B-E
	1-4 yıl (B)	77	85.96				
	5-8 yıl (C)	30	62.02				
	9-12 yıl (D)	13	70.19				
	12 yıl ve üzeri (E)	6	45.42				
Yasa ve Düzenleme	Tecrübem yok	23	63.37	4	3.906	0.419	Anlamsız
	1-4 yıl	77	81.19				
	5-8 yıl	30	69.22				
	9-12 yıl	13	74.58				
	12 yıl ve üzeri	6	70.00				
Teknoloji Riski	Tecrübem yok	23	78.76	4	1.418	0.841	Anlamsız
	1-4 yıl	77	71.37				
	5-8 yıl	30	80.65				
	9-12 yıl	13	78.88				
	12 yıl ve üzeri	6	70.50				

*** %99, ** %95, * %90

Tablo 29'da yatırım tecrübesi değişkenine göre yatırımcıların yatırım riski, bilgi güvenilirliği, yasa ve düzenleme, teknoloji riski puanlarının Kruskal-Wallis H testi sonuçları yer almıştır. İstatistiksel analiz sonuçlarına göre yatırımcıların yasa ve düzenleme (X^2 = 3.906, p>0.05) ve teknoloji riski (X^2 = 1.418, p>0.05) puanları anlamlı düzeyde farklılık göstermemektedir. Yatırımcıların yatırım tecrübelerine göre yatırım riski (X^2 = 12.236, p<0.05) ve bilgi güvenilirliği (X^2 = 11.834, p<0.05) puanlarında anlamlı düzeyde farkılaşma gözlenmiştir. Sıra ortalamalarının durumu değerlendirildiğinde, yatırım iskinde en düşük sıra ortalaması 12 yıl ve üzeri yatırım tecrübesi olan yatırımcılarda (58.25), en büyük sıra ortalaması ise 9-12 yıllık yatırım tecrübesine sahip olan yatırımcılarda (107.77) olduğu görülmektedir. Bilgi güvenilirliği boyutunda ise en yüksek sıra ortalaması 1-4 yıllık yatırım tecrübesi olan yatırımcılarda olduğu görülmektedir (85.96).

Gruplar arasındaki anlamlı farklılığı tanımlamak için yapılan Mann-Whitney U testi sonucunda, 9-12 yıllık (D) yatırım tecrübesi olan yatırımcıların 1-4 yıllık (B), 5-8 yıllık (C), 12 yıl ve üzeri (E) yatırım tecrübesi olan yatırımcılardan daha yüksek yatırım riski algısına sahip olduğu belirlenmiştir (p<0.05). Ayrıca tecrübesi olmayan (A) yatırımcıların 5-8 yıllık (C) ve 9-12 yıllık (D) yatırım tecrübesi olan yatırımcılardan daha düşük yatırım riski algısına sahip olduğu bulunmuştur (p<0.05). Bilgi güvenilirliği boyutunda, 1-4 yıllık (B) yatırım tecrübesi olan yatırımcıların bilgi güvenilirliğine ilişkin algısı 12 ve üzeri (E), 5-8 yıllık (C) tecrübeye sahip ve tecrübesi olmayan yatırımcıların bilgi güvenilirliğine ilişkin algısından daha yüksek olduğu bulunmuştur (p<0.05).

Tablo 30. Paya Dayalı Kitle Fonlaması Platformunda Yatırımcıların Yatırım Yapmalarında Kitle Fonlaması Yatırım Tecrübesi Kriterine Göre Bağımsız Örneklem T Testi Sonuçları

	Kitle Fonlaması Yatırım Tecrübesi	Ortalama	t	p
Yatırım Riski	Evet	3.1814	0.490	0.625
	Hayır	3.0798		
Bilgi Güvenilirliği	Evet	3.5735	1.650	0.101
	Hayır	3.2819		
Yasa ve Düzenleme	Evet	3.0711	0.095	0.925
	Hayır	3.0532		
Teknoloji Riski	Evet	3.1373	0.362	0.718
	Hayır	3.0638		

Tablo 30'da görüldüğü üzere, projenin bilgi güvenilirliği açısından daha önce kitle fonlamasına yatırım yapanların ortalaması, kitle fonlaması yatırım tecrübesi olmayanlardan daha yüksektir. Fakat aralarında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık mevcut değildir. Yapılan Bağımsız Örneklem T testi sonucunda boyutların anlamlılık değeri 0.05'ten büyük olduğu için ($p>0.05$) gruplar arasında istatistiksel olarak anlamlı farklılık bulunmamıştır.

3.6.4. Pearson Korelasyon Analizi

Pearson Korelasyon katsayısı, hem iki sürekli değişken arasında bulunan iki yönlü doğrusal bir ilişkinin büyüklüğünü ve yönünü veren, hem de yaygın bir şekilde kullanılan ilişki katsayılarından biridir. Ayrıca, -1 ve 1 aralığında değer alan Pearson Korelasyon katsayısının negatif olması, değişkenlerin ilişkisinin ters yönde, pozitif olması ise değişkenlerin ilişkisinin aynı yönde olduğunu ifade etmektedir. İki değişken arasındaki Pearson Korelasyon katsayısı değeri 0.1 ve 0.3 aralığındaysa zayıf ilişkiyi, 0.3 ve 0.5 aralığındaysa orta düzeyde bir ilişkiyi, 0.5'ten büyük ise güçlü düzeyde bir ilişkiyi göstermektedir (Mert, 2016, ss. 105-106).

Tablo 31. Yatırım Riski, Bilgi Güvenilirliği, Yasa ve Düzenleme, Teknoloji Riski Arasındaki İlişki

	Yatırım Riski	**Bilgi Güvenilirliği**	**Yasa ve Düzenleme**	**Teknoloji Riski**
Yatırım Riski	1			
Bilgi Güvenilirliği	-0.286**	1		
Yasa ve Düzenleme	0.615**	-0.056	1	
Teknoloji Riski	0.592**	-0.465**	0.404**	1
**. Korelasyon, 0.01 düzeyinde anlamlıdır (2-kuyruklu).				

Tablo 31'de, ölçekler arasındaki ilişkiye dair elde edilen bulgular gösterilmiştir. Bilgi güvenilirliği ile yatırım riski arasında zayıf düzeyde negatif ($r= -0.286$) ve anlamlı ($p<0.05$) bir ilişki bulunmuştur. Bu sonuç paya dayalı kitle fonlaması platformunda yayınlanan projenin bilgi güvenilirliği arttıkça yatırımcıların yatırım risklerinin azaldığını göstermektedir. Değişkenlerin negatif yönlü bir ilişkiye sahip olması kitle fonlaması platformunda yayınlanan proje bilgilerinin güvenilirliği, yatırımcıların yatırım risklerini negatif yönde etkileyeceğini doğrulamaktadır. Yasa ve düzenleme ile

yatırım riski arasında güçlü düzeyde pozitif (r= 0.615) ve anlamlı (p<0.05) bir ilişki bulunmuştur. Kitle fonlamasına ilişkin yasa ve düzenlemeler arttıkça yatırımcıların yatırım riskleri de artmaktadır. Teknoloji riski ile yatırım riski arasında güçlü düzeyde pozitif (r= 0.592) ve anlamlı (p<0.05) bir ilişki bulunmuştur. Paya dayalı kitle fonlaması platformunun teknoloji riski arttıkça yatırımcıların yatırım riskleri de artmaktadır.

3.6.5. Çoklu Doğrusal Regresyon Analizi ve Hipotezlerin Değerlendirilmesi

Paya dayalı kitle fonlaması modelindeki proje bilgi güvenilirliğinin, kitle fonlamasına yönelik yasa ve düzenlemelerin yeterliliğinin ve platformda ortaya çıkabilecek teknoloji riskinin yatırımcıların yatırım risklerini ne ölçüde etkilediğini ortaya çıkarmak için çoklu doğrusal regresyon analizi yapılmıştır.

Tablo 32. Çoklu Doğrusal Regresyon Analizi ANOVA Testi

	Kareler Toplamı	**df**	**Kareler Ortalaması**	**F**	**Anlamlılık**
Regresyon	107.059	3	35.686	53.521	0.000
Hata	96.681	145	0.667		
Toplam	203.740	148			
R: 0.725 R^2: 0.525 Düzeltilmiş R^2: 0.516 Tahmini Standart Hatası: 0.81656					
Bağımlı değişken: Yatırım Riski *Bağımsız değişkenler:* Bilgi Güvenilirliği, Yasa ve Düzenleme, Teknoloji Riski					

Tablo 32'de görüldüğü gibi, analiz sonucunda bağımlı değişkendeki varyansın %51.6'sının ($R^2_{düzeltilmiş}$ = 0.516) bağımsız değişkenler (bilgi güvenilirliği, yasa ve düzenleme, teknoloji riski) tarafından açıklandığı bulunmuştur.

Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni etkileyip etkilemediğini test etmek için yapılan ANOVA analizine göre, bulunan anlamlılık düzeyi 0.05'ten küçük olduğundan (p=0.000) modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

Tablo 33. Yatırım Riski ile Bilgi Güvenilirliği, Yasa ve Düzenleme, Teknoloji Riski Arasındaki Regresyon Analizi

	Standartlaştırılmamış Katsayılar		**Standartlaştırılmış Katsayılar**	**t**	**Anlamlılık**
	B	Std. Sapma	Beta		
(Sabit)	0.911	0.411		2.217	0.028**
Bilgi Güvenilirliği	-0.106	0.076	-0.091	-1.393	0.166
Yasa ve Düzenleme	0.474	0.065	0.463	7.312	0.000***
Teknoloji Riski	0.371	0.073	0.362	5.069	0.000***

*** %99, ** %95

Bağımsız değişken standartlaştırılmamış regresyon katsayılarına göre, bağımsız değişkenlerin yatırımcıların yatırım riskleri üzerindeki göreli etkisi, bilgi güvenilirliği için B = -0.106; yasa ve düzenleme için B = 0.474 ve teknoloji riski için B = 0.371'dir. Elde edilen bulgulara göre hipotezlerin sonuçları değerlendirildiğinde; paya dayalı kitle fonlaması modelindeki proje bilgi güvenilirliğinin yatırımcıların yatırım riskleri üzerinde anlamlı olmayan ve negatif yönlü etkisinin olduğu tespit edilmiş (H_1: B=-0.106, $p>0.05$) ve H_1 hipotezi reddedilmiştir. Kitle fonlamasına yönelik yasa ve düzenlemelerin yeterliliğinin yatırımcıların yatırım riskleri üzerinde anlamlı ve pozitif yönlü bir etkiye sahip olduğu belirlenmiş (H_2: B=0.474, $p<0.05$) ve H_2 hipotezi desteklenmiştir. Kitle fonlaması platformunda ortaya çıkabilecek teknoloji riskinin yatırımcıların yatırım riskleri üzerinde anlamlı ve pozitif yönlü bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiş (H_3: B=0.371, $p<0.05$) ve H_3 hipotezi desteklenmiştir. Tablo 34'te hipotezlerin değerlendirilmesi sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 34. Hipotezlerin Değerlendirilmesi Sonuçları

Hipotezler	**Durumu**
H_1: Bilgi güvenilirliği ile yatırım riski arasında anlamlı ilişki vardır.	Reddedilmiştir
H_2: Yasa ve düzenleme ile yatırım riski arasında anlamlı ilişki vardır.	Reddedilememiştir
H_3: Teknoloji riski ile yatırım riski arasında anlamlı ilişki vardır.	Reddedilememiştir

Bağımsız değişken bilgi güvenilirliği ile bağımlı değişken yatırım riski arasında negatif yönde anlamlı olmayan bir ilişki bulunmuştur (B=-0.106, t=-1.39, p=0.166). Anlamlılık değeri (p=0.166) 0.05'ten büyük olduğu için hipotez 1 reddedilmiştir. Bilgi

güvenilirliğinin yatırım riski üzerinde olumsuz etkisi olduğu, ancak bu etkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir.

Bağımsız değişken yasa ve düzenleme ile bağımlı değişken yatırım riski arasında pozitif yönde anlamlı bir ilişki bulunmuştur (B=0.474, t=7.31, p=0.000). Anlamlılık değeri (p=0.000) 0.05'ten küçük olduğu için hipotez 2 desteklenmiştir. Bu sonuç, kitle fonlamasına ilişkin mevzuat düzenlemelerinin yeterli olması, yatırımcıların yatırım risklerini artırdığını göstermektedir. Araştırmanın hipotezleri oluşturulurken yasa ve düzenleme yatırım riskini olumsuz etkileyeceği düşünülmüştür. Bir başka ifadeyle, kitle fonlaması modeline yönelik yapılan yasal düzenlemelerin yeterliliğinin yatırımcıların yatırım risklerinin düşük olmasına neden olabileceği düşünülmüştür. Ancak bulgular değerlendirildiğinde, yasa ve düzenlemenin yatırım riski üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkisinin olduğu belirlenmiştir. Bu sonuç, kitle fonlaması modeliyle ilgili yasal bir risk olduğunu ortaya koymaktadır.

Bağımsız değişken teknoloji riski ile bağımlı değişken yatırım riski arasında pozitif yönde anlamlı bir ilişki bulunmuştur (B=0.371, t=5.07, p=0.000). Anlamlılık değeri (p=0.000) 0.05'ten küçük olduğu için hipotez 3 desteklenmiştir. Kitle fonlaması platformunun geçici veya kalıcı olarak kapatılması ve siber saldırıya uğrama gibi teknoloji riskleri arttıkça yatırımcıların yatırım risklerinin arttığı anlaşılmaktadır.

SONUÇ

Girişimcilerin karşılaştığı en önemli sorunlardan biri sermaye eksikliğidir. Genel olarak, finansman ihtiyacı olan yenilikçi fikirlere sahip girişimciler, bankalardan, risk sermayesinden ve diğer kaynaklardan sermaye talebinde bulunmaktadır. Ancak, bu geleneksel finansman modelleri ile finansal kaynak temininde bazı zorluklar vardır. Geçtiğimiz on yılda, kitle fonlaması erken aşamadaki girişimler için alternatif bir finansman modeli olarak ortaya çıkmıştır. Kitle fonlaması, girişimcilik finansmanı alanında hızla gelişmekte olan bir modeldir. Ayrıca, kitle fonlaması sektörünün büyümesi dikkat çekicidir. Bu tür bir büyüme, çok sayıda kitle fonlaması çalışmasına ilham vermiştir. Bunların çoğu, kitle fonlamasının teorisine, kitle fonlaması kampanya sonuçlarını tahmin etmeye ve en uygun kampanya tasarımına odaklanmıştır. Ancak, kitle fonlamasının bir finansal modeli olan paya dayalı kitle fonlamasına ilişkin daha geniş kapsamlı sorular, özellikle Türkiye'de nispeten daha az ilgi görmüştür. Bu çalışmada paya dayalı kitle fonlaması modelinin yatırım riski üzerine etkileri incelenmiştir. Yapılan literatür taramasında, Türkiye kapsamında benzer bir çalışmaya rastlanmamıştır.

Araştırmanın demografik bulgularına göre ankete katılanların çoğu 21 ila 40 yaş aralığında olduğu, kitle fonlamasının 41 yaş ve üzeri yatırımcılar tarafından pek çok kullanılmadığı tanımlanmıştır. Fundable (2022) web sitesindeki kitle fonlamasının istatistik bilgilerine göre 24-35 yaş arası bireylerin kitle fonlaması kampanyalarına katılma olasılığı çok daha yüksek olduğu, ancak 45 yaşın üzerindekilerin kampanyaları destekleme olasılığı önemli ölçüde daha düşük olduğu gösterilmiştir. Bu sonuçlar değerlendirildiğinde, kitle fonlaması finansman modelinin yeni olması nedeniyle yaşlılara göre daha gençlerin arasında yaygın olduğu düşünülmektedir. Ayrıca, erkeklerin bilinmeyen bir girişimde risk alma olasılığının kadınlara göre daha çok yüksek olduğu belirtilmiştir (Fundable, 2022). Araştırmada yapılan frekans analizi sonucunda erkek sayısının kadınlardan fazla olması bunu doğrulamaktadır.

Wasiuzzaman (2021) çalışmasında, kitle fonlaması piyasasının yeni olması nedeniyle yatırımcıların bu piyasadaki risklerin tam olarak farkında olamadıklarını açıklamıştır. Yatırımcıların paya dayalı kitle fonlamasına yatırım yapmanın risklerini olduğundan daha yüksek tahmin edebileceklerini belirtmiştir. Ayrıca, bilginin güvenilirliği ve düzenlemenin önemi hakkında daha net bir görüş elde etmek için diğer ülkelerdeki çalışmalara duyulan ihtiyacın altını çizmiştir. Malezya'daki paya dayalı kitle fonlaması yatırımcıları üzerinde yapılan çalışmada, bilgi güvenilirliğinin yatırım riski üzerinde olumsuz bir etkisi olduğu ve düzenlemelerin yatırım riski üzerinde zayıf bir etkisi olduğu sonucuna varılmıştır (Wasiuzzaman, 2021, ss. 353-364).

Platformda fonlamaya sunulan projenin bilgi güvenilirliği yatırımcılar için çok önemlidir. Bu nedenle, projenin başarılı bir şekilde fonlanmasını sağlamak ve yatırımcıları teşvik etmek için projeyle ilgili bilgilerin açık ve net bir şekilde sunulması gerekmektedir. Bu durumun ortaya çıkması yatırımcıların riskinin azalmasına katkı sağlayabilmektedir. Bu bağlamda, bilgi güvenilirliği ile yatırım riski arasındaki ilişkiyi incelemek önemli olmuştur.

Analiz sonuçlarına bakıldığı zaman bilgi güvenilirliğinin yatırım riski üzerinde negatif yönlü etkisinin olduğu bulunmuştur. Ancak iki değişken arasındaki ilişki istatistiksel olarak anlamlı olmamıştır. Platformlar veya projeyi yürüten girişimciler tarafından platformda fonlamaya sunulan proje bilgilerinin güvenilirliği konusunda yatırımcılara sürekli güven verilmelidir. Aynı zamanda, paya dayalı kitle fonlaması platformları, yatırımcıların fon toplama kampanyası ile ilgili doğru, yeterli ve zamanında bilgi almalarını sağlamalıdır.

Güçlü yatırımcı koruması sağlamak, piyasa bütünlüğünü desteklemek ve piyasa gelişimini sağlamak için mevzuat düzenlemelerinin yeterli olması gerekmektedir. Paya dayalı kitle fonlaması sektöründe bilgileri doğru değerlendiremeyen veya yanlış bilgileri tespit edemeyen yatırımcıların olduğu düşünülmektedir. Tüm yatırımcıların, özellikle de bunun gibi yatırımcıların korunmaları önem taşımaktadır. İlgili mevzuat düzenlemeleri proje sahipleri tarafından paylaşılacak bilgilerin güvenilirliğinin ve kalitesinin artmasına katkı sağlayacaktır. Ayrıca, yatırımcıların bilgileri kullanarak daha iyi finansal karar vermelerini ve yatırım riskini azaltmalarını sağlayacaktır.

Bu çalışmada kitle fonlamasına dair yasa ve düzenleme yeterliliğinin yatırımcıların yatırım risklerine etkisi incelenmiştir. Yasa ve düzenleme ile yatırım riski arasında pozitif yönde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Bu bulgu, kitle fonlaması ile ilgili yasal düzenlemelerin yeterli olması, yatırımcıların yatırım risklerini artıracağı anlamına gelmektedir. Dolayısıyla, kitle fonlaması modelinde yasal bir riskin olduğu sonucuna varılmıştır.

Yasal risk, mevcut yapıyı olumsuz etkileyebilecek yeni yasa ve düzenlemelere bağlı bir risk türüdür (Sonğur ve Top, 2018, s.171). Türkiye'de kitle fonlamasına ilişkin mevzuat yeni çıktığı için ileride ortaya çıkabilecek durumlar dikkate alınarak ilgili mevzuatta bazı değişiklikler yapılabilmektedir. Bu bağlamda, düzenlemelerin yeterli olmasına rağmen, ilerideki olası değişiklikler nedeniyle yasal risk ortaya çıkabilmektedir. Kitle fonlaması ile ilgili hukuki durumun net belirtilmemiş olması da yatırımcılar açısından endişe ve güvensizliğe yol açabilmektedir. Bu nedenle, düzenleyiciler tarafından kitle fonlaması sistemine aşırı kısıtlamalar getirilmemelidir. Ayrıca, kitle fonlamasının taraflarına yönelik yasal düzenlemelere ilişkin açıklayıcı bilgiler verilmelidir.

Kitle fonlaması faaliyeti çevrimiçi platform üzerinden yürütüldüğünden, teknolojik riskler yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilmektedir. Açıkçası, platformun beklenmedik şekilde kapanması, veri saldırıları ve veri hırsızlığı gibi öngörülemeyen durumlar ortaya çıkabilmektedir. Bu durumun yatırımcıların kararlarını etkilemesi muhtemeldir.

Analiz sonuçları da bunu göstermiştir. Teknoloji riski ile yatırım riski arasında pozitif yönlü bir ilişkinin bulunması kitle fonlaması platformunun siber saldırıya uğrama ve geçici veya kalıcı olarak kapatılma risklerinin, yatırımcıların yatırım risklerini pozitif yönde etkileyeceğini doğrulamaktadır. Platformun teknoloji altyapısının siber saldırılara karşı sağlam bir şekilde korunması, yatırımcıların yatırım risklerini azaltarak projelere yatırım yapmalarını sağlayabilecektir. Paya dayalı kitle fonlaması platformunun siber saldırı risklerine maruz kalma olasılıklarının daha az olması durumunda, yatırımcıların yatırım risklerinin azalacağı sonucuna varılmıştır. Bu nedenle kitle fonlaması platformu, teknolojik riskleri önlemek için gerekli önlemleri alarak yatırımcıların güvenini kazanabilmelidir. Finansal teknolojideki hızlı gelişmeler yatırımcılar için yeni riskler getirebileceğinden, düzenleyiciler riskleri sürekli olarak belirlemelidir.

Araştırmada yargısal ve kolayda örnekleme yöntemleri kullanıldığı için anket çalışması "Fonbulucu" paya dayalı kitle fonlaması platformu yatırımcılarının sadece belirli bir kısmını kapsamıştır. Bu sınırlılıklardan dolayı analiz sonuçlarını genelleştirmek doğru olmayacaktır. Gelecekte, 2022'de faaliyetlerine başlayan "Fongogo" ve "Efonla" paya dayalı kitle fonlaması platformlarının yatırımcılarını da içeren kapsamlı çalışmaların ilgili alana bilimsel açıdan katkı sağlayacağı ve bu çalışmanın da faydalı olacağı düşünülmektedir.

EKLER

EK 1: Anket Formu

“FONBULUCU” PAYA DAYALI KİTLE FONLAMASI PLATFORMUNUN YATIRIMCILARINA YAPILACAK ANKET FORMU

DEMOGRAFİK BİLGİ FORMU

Yaşınız	○ 20 veya daha genç ○ 21 ila 40 ○ 41 ila 60 ○ 61 veya daha yaşlı
Cinsiyetiniz	○ Kadın ○ Erkek
Çalışma Durumunuz	○ Çalışan ○ Emekli ○ İş adamı ○ Diğer
Eğitiminiz	○ Lise ○ Ön Lisans ○ Lisans ○ Yüksek Lisans ○ Doktora
Bireysel Katılım Yatırımcısı (Melek Yatırımcı) lisansınız var mı?	○ Evet ○ Hayır
Kaç yıllık yatırım tecrübeniz var?	○ Tecrübem yok ○ 1-4 ○ 5-8 ○ 9-12 ○ 12 ve üzeri
Daha önce kitle fonlamasına yatırım yaptınız mı?	○ Evet ○ Hayır

ANKET SORULARI

Lütfen aşağıdaki bilgileri kendi düşünceleriniz doğrultusunda; 1: Kesinlikle katılmıyorum, 2: Katılmıyorum, 3: Kararsızım, 4: Katılıyorum, 5: Kesinlikle katılıyorum seçeneklerinden birini işaretleyerek değerlendiriniz.

	Kesinlikle katılmıyorum	Katılmıyorum	Kararsızım	Katılıyorum	Kesinlikle katılıyorum
	1	2	3	4	5
Girişim veya yatırım projesi başarısız olursa, sermayemi ve getirilerimi geri alamayabilirim.					
İlgili yatırımlar için ikincil piyasa çok az veya hiç yok, bu nedenle yatırımımı taahhüt ettikten sonra satmam zor olacak.					
Bir kitle fonlaması projesinin özsermayesine değer biçmek zordur, bu nedenle yatırımımı önemli bir kayıpla satmak zorunda kalabilirim.					
Projedeki özsermaye yatırımımın (hisselerinin) değeri, şirket daha fazla özsermaye ihraç ederse seyreltmeye tabi olabilir.					
Proje bilgileri güvenilirdir.					
Bu projenin ne kadar güvenilir olduğunu önceden tahmin edebiliyorum.					
Yatırım yapmadan önce projenin karlılığını ve faydalarını değerlendirmek mümkündür.					
Yatırım yapmadan önce projenin olumsuz sonuçlarını öngörmek mümkündür.					
Çevrimiçi kitle fonlaması ile ilgili yeterli yasa ve düzenleme vardır.					
Yeterli yatırımcı koruması vardır.					
Yeterli raporlama ve kamuyu aydınlatma yükümlülükleri vardır.					
Kitle fonlama platformlarının şeffaflığı nedeniyle finansal dolandırıcılık riski düşüktür.					
Kitle fonlaması platformunun geçici veya kalıcı olarak kapatılma riski vardır.					
Kitle fonlama platformunun siber saldırıya uğrama riski vardır.					
Kitle fonlaması faaliyetlerine dahil olduğum için siber saldırı risklerine (bir platformun altyapısını aşırı yüklemek, hesapları karıştırmak, kimlik hırsızlığı ve/veya kişisel verileri çalmak gibi) maruz kalabilirim.					

KAYNAKÇA

Abu Amuna, Y. M. (2019). Crowdfunding financing model effect on entrepreneurship aspirations. *International Journal of Academic Accounting, Finance & Management Research (IJAAFMR), 3*(1), 53-60. https://ssrn.com/abstract=3327688

Açıkgöz, B., Ayanoğlu, Y. ve Yanık, S. S. (2020). Muhasebe bakış açısından bağış (yardım) ve ödüle dayalı kitlesel fonlama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi,* (86), 57-78. https://doi.org/10.25095/mufad.710215

Akbaş, S. Y. (2019). *Girişimciler ve Yatırımcıları Buluşturan Alternatif Finansman Yöntemi: Kitlesel Fonlama*. Yayımlanmamış yüksek lisans tezi. Pamukkale Üniversitesi/Sosyal Bilimler Enstitüsü, Denizli.

Anbar, A. (2020). Girişimcinin finansmanında alternatif bir yöntem: Kitlesel fonlama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi,* (88), 237-254. https://doi.org/10.25095/mufad.801477

Archyde. (2020). Coronavirus How can the collapse of currencies in Latin America affect? https://www.archyde.com/coronavirus-how-can-the-collapse-of-currencies-in-latin-america-affect/ (Erişim Tarihi: 08.07.2022).

Atsan, N. ve Erdoğan, E. O. (2015). Girişimciler için alternatif bir finansman yöntemi: Kitlesel fonlama (crowdfunding). *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 10*(1), 297-320.

Ayhan, F. ve Ertemsir, E. (2019). Girişimciler İçin Yeni Bir Finansman Yöntemi Olarak Kitlesel Fonlama. *Yıldız Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi,* 3(2), 221-237.

Bahçe, H. ve Tolon, M. (2022). Kitlesel Fonlama: Türkiye'de Son 10 Yılın Bibliyometrik Analizi. *Anadolu Akademi Sosyal Bilimler Dergisi, 4*(1), 123-134. https://dergipark.org.tr/en/pub/anadoluakademi/issue/69008/1091726

Bayar, Y. (2012). Girişimcilik Finansmanında Risk Sermayesi ve Melek Finansmanı. *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi, 7*(2), 133-144.

Baysoy, E. ve Özkul, G. (2020). Girişimciliğin finansmanında banka finansmanına karşı risk sermayesi: ODTÜ teknokent örneği. *İşletme Araştırmaları Dergisi, 12*(1), 610-630. https://doi.org/10.20491/isarder.2020.866

Beletskaya, M. (2019). USA crowdfunding sector development. *Russia and America in the 21 st Century,* (4), 12, 1-14. https://rusus.jes.su/s207054760006884-9-1/

Belleflamme, P., Lambert, T. and Schwienbacher, A. (2013). Individual crowdfunding practices. *Venture Capital, 15*(4), 313-333. https://doi.org/10.1080/13691066.2013.785151

Belleflamme, P., Lambert, T. and Schwienbacher, A. (2014). Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing, 29*(5), 585-609. https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.07.003

Berezinets I. V., Ilina Yu. B. and Klyarovskaya N. A. (2021). Equity crowdfunding: Determinants of company's success on a crowdfunding platform. *Vestnik of Saint Petersburg University. Management*, 20 (2), 131–164. https://doi.org/10.21638/11701/spbu08.2021.201

Block, J. H., Colombo, M. G., Cumming, D. J. and Vismara, S. (2018). New players in entrepreneurial finance and why they are there. *Small Business Economics, 50*(2), 239-250. https://doi.org/10.1007/s11187-016-9826-6

Bonett, D. G. and Wright, T. A. (2015). Cronbach's Alpha reliability: Interval estimation, hypothesis testing, and sample size planning. *Journal of Organizational Behavior, 36*(1), 3-15. https://doi.org/10.1002/job.1960

Bradford, C. S. (2012). Crowdfunding and the Federal Securities Laws. *Columbia Business Law Review*, 1-150. https://digitalcommons.unl.edu/lawfacpub/119

Bülbül, S. E. (2001). Kruskal-Wallis Testi ve Friedman Testinin Alternatif Parametrik Tekniklerle Karşılaştırılması ve Bazı Parametrik ve Parametrik Olmayan Çoklu Karşılaştırma Yöntemleri ile İncelenmesi. *Öneri Dergisi, 4*(15), 89-96. https://doi.org/10.14783/maruoneri.735494

Cambridge Centre for Alternative Finance [CCAF], World Bank and World Economic Forum. (2020). The Global Covid-19 FinTech Market Rapid Assessment Report. University of Cambridge, World Bank Group and the World Economic Forum. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3770789 (Erişim Tarihi: 07.07.2022).

Canbaz, M. F. ve Çonkar, M. K. (2018). Girişimcilere faizle borçlanmaya alternatif islami bir yöntem: Kitle fonlaması. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, 10*(18), 37-55. https://doi.org/10.14784/marufacd.460651

Chehade, N. (2020). Fintechs Across the Arab World. CGAP. https://www.cgap.org/research/reading-deck/fintechs-across-arab-world (Erişim Tarihi: 07.07.2022).

Christofidis, C. and Debande, O. (2001). Financing innovative firms through venture capital. *EIB Sector Papers.*

Collins, L. and Pierrakis, Y. (2012). *The venture crowd: crowdfunding equity investments into business.* London: Nesta.

Cumming, D. J., Leboeuf, G. and Schwienbacher, A. (2017). Crowdfunding cleantech. *Energy Economics, 65,* 292-303. https://doi.org/10.1016/j.eneco.2017.04.030

Çağlar, M. T. (2019). Yeni nesil alternatif finansman yöntemi olarak kitlesel fonlama: Dünya ve Türkiye'deki uygulamaların etkinliği. *Uygulamalı Sosyal Bilimler Dergisi, 3*(2), 18-34. https://dergipark.org.tr/en/pub/iuusbd/issue/49387/572366

Çonkar, M. K. (2017). Bir İslami Finansman Aracı Olarak Girişim (Risk) Sermayesi Finansman Yöntemi: İşleyişi, Finans Sistemimize Katkıları. *International Journal of Islamic Economics and Finance Studies, 3*(2), 100-124. https://doi.org/10.25272/j.2149-8407.2017.3.2.05

Çonkar, M. K. ve Canbaz, M. F. (2018). Kitle fonlaması finansman yöntemi: Türkiye'de sistemin geliştirilmesine yönelik öneriler. *Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi, 5*(2), 119-132. https://doi.org/10.17541/optimum.359492

Çubukçu, C. (2017). Kitlesel Fonlama: Türkiye'deki Kitlesel Fonlama Platformları Üzerinden Bir Değerlendirme. *Girişimcilik ve İnovasyon Yönetimi Dergisi, 6*(2), 155-172.

Daştan, İ. ve Gürler, C. (2018). Online Sermaye Aracı Olarak Kitlesel Fonlama. *Yalova Sosyal Bilimler Dergisi,* 8(17), 169-186.

Davydyants, D. E., Mirzakhanyan, L. S., Doronin, B. A. and Doronin, A. B. (2011). *Venture capital in a market economy: Theory, practice, mechanisms to support innovative entrepreneurship, efficiency.* Stavropol: Staurolite Press.

De Rassenfosse, G. and Fischer, T. (2016). Venture debt financing: Determinants of the lending decision. *Strategic Entrepreneurship Journal, 10*(3), 235-256. https://doi.org/10.1002/sej.1220

Debbabi, R. and Kaplan, B. (2022). Why crowdfunding? Understanding crowdfunding and the marketing roots of this fundraising model in Turkey. *Business & Management Studies: An International Journal, 10*(1), 429-446. https://doi.org/10.15295/bmij.v10i1.1996

Demirdöğen, Y. (2020). Finteklerin gelişimini etkileyen faktörler. *Uygulamalı Sosyal Bilimler ve Güzel Sanatlar Dergisi, 2*(Özel Sayı), 43-55. https://dergipark.org.tr/en/pub/sosguz/issue/57566/778863

Dickler, J. (2020). Buy now, pay later plans are booming in the Covid economy. CNBC. https://www.cnbc.com/2020/12/14/buy-now-pay-later-plans-are-booming-in-the-covid-economy.html (Erişim Tarihi: 06.07.2022).

Dollinger, M. J. (2008). *Entrepreneurship: strategies and resources* (4.Baskı.). Lombard: Marsh Publications.

Edelman, L. F., Manolova, T. S. and Brush, C. G. (2017). Angel investing: A literature review. *Foundations and Trends in Entrepreneurship, 13*(4-5), 265-439. http://dx.doi.org/10.1561/0300000051

Efonla. (2022). Hakkımızda. https://www.efonla.com/Hakkimizda (Erişim Tarihi: 19.05.2022).

Epstein, M. M. and Hashemi, N. (2018). Crowdfunding in Wonderland issuer and investor risks in non-fraudulent creative arts campaigns under the Jobs Act. *American University Business Law Review*, *6*(1), 1-29. http://digitalcommons.wcl.american.edu/aublr/vol6/iss1/2

Ergen, M., Lau, J. ve Bilginoğlu, K. (2013). Dağıtık girişimci sermayesi: Kitle fonlaması. Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı'nın 2013 yılında düzenlediği 3.Sanayi Şurası, Ankara, Türkiye.

Ermakova, E. A., Nesterenko, E. A. and Larionov, N. A. (2017). *Crowdfunding as a tool for financing innovations.* Saratov: Saratov Socio-Economic Institute (branch) of the PRUE named after G.V. Plekhanov.

Fettahoğlu, S. ve Khusayan, S. (2017). Yeni finansman olanağı: Kitle fonlama. *Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 10*(4), 497-521. https://dergipark.org.tr/en/pub/usaksosbil/issue/33405/371726

Field, A. (2009). *Discovering Statistics Using SPSS.* London: SAGE.

Fonbulucu. (2021). İstatistiklerimiz. https://invest.fonbulucu.com/sayfa/istatistiklerimiz-42?b=2 (Erişim Tarihi: 15.05.2022).

Fongogo. (2022). Hakkımızda. https://yatirim.fongogo.com/Page/About (Erişim Tarihi: 19.05.2022).

Fongogo. (2022). Sık Sorulan Sorular. https://fongogo.com/Faq#7 (Erişim Tarihi: 19.05.2022).

Fundable. (2022). Crowdfunding Statistics. https://www.fundable.com/crowdfunding101/crowdfunding-statistics (Erişim Tarihi: 12.05.2022).

Gabison, G. A. (2015). Equity crowdfunding: All regulated but not equal. *DePaul Business & Commercial Law Journal*, 13(3), 359-409. https://via.library.depaul.edu/bclj/vol13/iss3/2

Gaglioni, C. (2021). The drop in donations in the pandemic. And the ways to help. NEXO. https://www.nexojornal.com.br/expresso/2021/03/23/A-queda-das-doa%C3%A7%C3%B5es-na-pandemia.-E-os-caminhos-para-ajudar (Erişim Tarihi: 07.07.2022).

Gambeeva Y. N., Medvedeva S. N. and Gotovtsev D. P. (2020). Comparative analysis of the development of crowdfunding in Russia and abroad. *Research Azimuth: Economics and Management*, *9*(3(32)), 106-110. https://cyberleninka.ru/article/n/sravnitelnyy-analiz-razvitiya-kraudfadinga-v-rossii-i-za-rubezhom

Grigorii, R. (2016). *Crowdfunding and Entrepreneurship: Threats and Success Factors in Reward-Based Crowdfunding. The Case of USA and Russian Companies.* Master's Thesis. St. Petersburg University/Graduate School of Management, St. Petersburg.

Hacıömeroğlu, A. O. (2020). Paya dayalı kitle fonlamasında kamuyu aydınlatma. *Uyuşmazlık Mahkemesi Dergisi,* (15), 273-307. https://doi.org/10.18771/mdergi.757584

Hagedorn, A. and Pinkwart, A. (2016). The financing process of equity-based crowdfunding: An empirical analysis. In D. Brüntje and O. Gajda (Eds.), *Crowdfunding in Europe* (pp. 71-85). Cham: Springer.

Hıdıroğlu, D. (2020). COVID-19 Salgın Krizinde Etkin Bir Finansal Ortam Sağlama ve Yabancı Yatırım Projelerinin Teşviki: Kitle Fonlaması Uygulamaları. *Sosyal Bilimler Araştırma Dergisi,* 9(3), 209-216.

Hill, B. E. and Power, D. (2002). *Attracting capital from angels: How their money-and their experience-can help you build a successful company.* New York: John Wiley & Sons.

Hornuf, L. and Schmitt, M. (2016). Success and failure in equity crowdfunding. *CESifo DICE Report, 14*(2), 16-22. http://hdl.handle.net/10419/167259

Iqdecision. (2021). Türkiye'de Kitle Fonlamasının Temel Unsurları. https://iqdecision.com/kraudfanding-v-turczii-osnovnye-aspekty/ (Erişim Tarihi: 15.05.2022).

İçerli, M. Y. ve Akkaya, G. C. (2001). Kobilerin Finansal Problemlerinin Çözümünde Risk Sermayesi Modeli. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 3*(3), 61-70.

İslamoğlu, A. H. ve Alnıaçık, Ü. (2014). *Sosyal bilimlerde araştırma yöntemleri.* İstanbul: Beta Yayınevi.

İşler, S. T. (2014). Modern finansmanda yeni bir dönem: kitlesel fonlama-crowdfunding. *Gösterge*, Sonbahar, 51-65.

İştar, E. (2013). Alternatif Bir Finansman Modeli Olarak Risk Sermayesi. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, 12*(46), 183-198.

Junge, L. B., Laursen, I. C. and Nielsen, K. R. (2022). Choosing crowdfunding: Why do entrepreneurs choose to engage in crowdfunding?. *Technovation, 111,* 102385, 1-10. https://doi.org/10.1016/j.technovation.2021.102385

Karagöz, Y. (2010). Nonparametrik Tekniklerin Güç ve Etkinlikleri. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, 9*(33), 18-40. https://dergipark.org.tr/en/pub/esosder/issue/6147/82524

Keskin, M. (2020). Kitle Fonlamasında MKK'ya Önemli Rol. Esin Avukatlık Ortaklığı. https://www.esin.av.tr/tr/2020/03/23/kitle-fonlamasinda-mkkya-onemli-rol/ (Erişim Tarihi: 15.05.2022).

Kılınç, M., Tarhan, Ç. ve Aydın, C. (2020). Kitle Fonlaması Projelerinin Karar Ağacı ve Rastgele Orman Algoritmalarıyla Sınıflandırılması. *Journal of Information Systems and Management Research,* 2(2), 16-25.

Koch, J. A. and Siering, M. (2019). The recipe of successful crowdfunding campaigns. *Electronic Markets, 29*(4), 661-679. https://doi.org/10.1007/s12525-019-00357-8

Korsun, D. V. (2021). *Comparative Analysis of Crowdfunding in Russia and Abroad.* Final bachelor's work. Tomsk State University/ Institute of Economics and Business, Tomsk.

Kuğu, T. D. (2004). Finansman Yöntemi Olarak Risk Sermayesi. *Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 11*(2), 141-152.

Kuratko, D. F. (2016). *Entrepreneurship: Theory, process, and practice.* Boston: Cengage learning.

Küçük, O. (2014). *Girişimcilik ve küçük işletme yönetimi* (Gözden Geçirilmiş 7.Baskı.). Ankara: SEÇKİN | İşletme & Finans.

Marangoz, M. (2017). *Girişimcilik* (Güncellenmiş 4.Baskı.). İstanbul: Beta.

Mert, M. (2016). *SPSS, STATA yatay kesit veri analizi bilgisayar uygulamaları.* Ankara: Detay Yayıncılık.

Metrick, A. and Yasuda, A. (2021). *Venture capital and the finance of innovation*. New York: John Wiley & Sons.

Meyskens, M. and Bird, L. (2015). Crowdfunding and value creation. *Entrepreneurship Research Journal, 5*(2), 155-166. https://doi.org/10.1515/erj-2015-0007

Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing, 29*(1), 1-16. https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.06.005

Morrissette, S. G. (2007). A profile of angel investors. *The Journal of Private Equity, 10*(3), 52-66. https://www.jstor.org/stable/43503520

Nieman, G. and Pretorius, M. (2004). *Managing growth: A guide for entrepreneurs.* Cape Town: Juta and Company Ltd.

Öğütcü, H. (2021). Kitle Fonlama Platformu Arıkovanı, Faaliyetlerini Sonlandırdı. Egirişim. https://egirisim.com/2021/12/24/kitle-fonlama-platformu-arikovani-faaliyetlerini-sonlandirdi/ (Erişim Tarihi: 18.05.2022).

Pearce, R. and Barnes, S. (2006). *Raising venture capital*. New York: John Wiley & Sons.

Ping, C. K. and Yu, H. (2020). China Hails Victory in Crackdown on Peer-to-Peer Lending. The Wall Street Journal. https://www.wsj.com/articles/china-hails-victory-in-crackdown-on-peer-to-peer-lending-11607515547 (Erişim Tarihi: 06.07.2022).

Resmî Gazete. (2021). Kitle Fonalaması Tebliği (III – 35/A.2). https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2021/10/20211027-3.htm (Erişim Tarihi: 15.05.2022).

Ripsas, S. (1988). Towards an interdisciplinary theory of entrepreneurship. *Small Business Economics, 10*(2), 103-115. https://doi.org/10.1023/A:1007975330428

Robock, Z. (2014). The risk of money laundering through crowdfunding: A funding portal's guide to compliance and crime fighting. *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review, 4*(1), 113-130.

Sakarya, Ş. ve Bezirgan, E. (2018). Kitlesel Fonlama Platformları: Türkiye ve Yurtdışı Karşılaştırması. *Düzce Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi,* 8(2), 18-33.

Sancak, I. E. (2016). Applicability and readiness of crowdfunding in Turkey. *International Journal of Business and Social Science, 7*(1), 99-110. https://ssrn.com/abstract=2863328

Sartorato, B. (2016). *Let's Bite the Dog Linphoma: A Proposal For Crowdfunding Campaign.* Master's Thesis. University of Padua/School of Economics and Political Science, Padua.

Schwartz, G. (2020). Why governments should include fintech lenders to deliver support during COVID-19. The Globe and Mail. https://www.theglobeandmail.com/business/commentary/article-why-governments-should-include-fintech-lenders-to-deliver-support (Erişim Tarihi: 07.07.2022).

Sermaye Piyasası Kurulu [SPK]. (2021). Kitle Fonlaması Tebliği Basın Duyurusu. https://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20211027/1 (Erişim Tarihi: 16.05.2022).

Sezgin, O. ve Orçun, Ç. (2020). Koronavirüs Pandemisiyle İlgili Kitle Fonlaması Projelerine İlişkin Betimleyici Bir Çalışma. *Gaziantep University Journal of Social Sciences,* 19(COVID-19 Special Issue), 520-540.

Shearing, H. (2021). Capt Tom donations: What was the £33m spent on? BBC News. https://www.bbc.com/news/uk-52758683 (Erişim Tarihi: 06.07.2022).

Songür, C. ve Top, M. (2018). Türkiye'de Sağlık Sektöründe Kamu-Özel İşbirliği Modeli: Paydaş Görüşlerine Dayalı Bir Alan Araştırması. *SGD-Sosyal Güvenlik Dergisi, 8*(1), 159-186. https://doi.org/10.32331/sgd.422862

Soydemir, S. (1994). Risk Sermayesi. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi, 4*(11), 75-98.

Starteed. (2021). İtalya'da Kitle Fonlaması. https://www.crowdfundingreport.it/# (Erişim Tarihi: 02.07.2022).

Taherdoost, H. (2016). Sampling methods in research methodology; how to choose a sampling technique for research. *International Journal of Academic Research in Management (IJARM), 5*(2), 18-27. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3205035

Tanaka, K. G. and Voida, A. (2016). Legitimacy work: Invisible work in philanthropic crowdfunding. In *Proceedings of the 2016 CHI conference on human factors in computing systems* (pp. 4550-4561). ACM, New York: May 07-12.

Tanrıverdi, E. (2019). *Parametrik Olmayan Testler: Teori ve Uygulama.* Yayımlanmamış yüksek lisans tezi. İnönü Üniversitesi/Sosyal Bilimler Enstitüsü, Malatya.

The World Bank. (2020). Improving SMEs' access to finance and finding innovative solutions to unlock sources of capital. https://www.worldbank.org/en/topic/smefinance (Erişim Tarihi: 07.07.2022).

Turanlı, M. ve Güriş, S. (2018). *Temel istatistik* (6. Basım.). İstanbul: Der Yayınları.

U.S. Securities and Exchange Commission [SEC]. (2020). SEC Provides Temporary, Conditional Relief to Allow Small Businesses to Pursue Expedited Crowdfunding Offerings. https://www.sec.gov/news/press-release/2020-101 (Erişim Tarihi: 06.07.2022).

U.S. Small Business Administration [SBA]. (2020). COVID-19 relief options. https://www.sba.gov/funding-programs/loans/covid-19-relief-options (Erişim Tarihi: 06.07.2022).

Uçar, G. (2020). Risk sermayesi ve melek sermaye finansman yönteminin girişimciliğin finansmanı açısından değerlendirilmesi. *İşletme Bilimi Dergisi, 8*(1), 1-33. https://doi:10.22139/jobs.685201

Uluyol, O. (2008). Girişimcilikte Alternatif Bir Finansman Modeli Olarak Melek Finansman Yöntemi. *Çanakkale On Sekiz Mart Üniversitesi Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi, 3*(2), 43-68.

Uzunsakal, E. ve Yıldız, D. (2018). Alan Araştırmalarında Güvenilirlik Testlerinin Karşılaştırılması ve Tarımsal Veriler Üzerine Bir Uygulama. *Uygulamalı Sosyal Bilimler Dergisi, 2*(1), 4-28.

Vasilieva, E. V. (2019). The alternative financing market for the countries of the American continent. *Bulletin of the Academy of the Investigative Committee of the Russian Federation, 3*(21), 135-144. https://elibrary.ru/download/elibrary_41464401_97748849.pdf

Vural, A. (2019). *Girişimciler İçin Yeni Nesil Bir Finansman Modeli "Kitle Fonlaması – Crowdfunding": Dünya ve Türkiye Uygulamaları Üzerine Bir İnceleme ve Model Önerisi.* Yayımlanmamış doktora tezi. Başkent Üniversitesi/Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Vural, A. ve Doğan, D. U. (2019). Girişimcilik finansmanında yeni bir model: Kitle fonlaması. *İşletme Araştırmaları Dergisi, 11*(1), 88-100. https://doi.org/10.20491/isarder.2019.584

Wasiuzzaman, S. (2021). Regulations, perceived information quality and perceived risk of equity crowdfunding: A study of Malaysian investors. *Strategic Change, 30*(4), 353-366. https://doi.org/10.1002/jsc.2429

Yakar, S. ve Kandır, S. Y. (2020). Türkiye'de paya dayalı kitle fonlaması için bir vergi teşviki önerisi. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,* (1), 189-202. https://doi.org/10.18070/erciyesiibd.846370

Yegen, C. (2015). İletişim teknolojileriyle gelişen crowdsourced bir system olarak crowdfunding ve "FonlaBeni" örneği. Erkan Saka, Anıl Sayan ve Vehbi Görgülü (Ed.), *Yeni Medya Çalışmaları III* içinde (s. 87-111). İstanbul: Taşmektep Yayınları.

Yurtseven, H. R. (2007). *Girişimcilik küçük bir işletme kurmak ve yönetmek.* Ankara: Detay Yayıncılık.

Zengin, S., Yüksel, S. ve Kartal, M. T. (2017). Kitle Fonlaması Sisteminin Türkiye'ye Faydaları. *Bankacılık ve Sermaye Piyasası Araştırmaları Dergisi, 1*(2), 22-32.

Zholdyuly, A. Türkiye kitle fonlaması platformlarının analizi. *Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 15*(1), 72-84. https://doi.org/10.18221/bujss.1059442

Ziegler, T., Shneor, R. and Zhang, B. Z. (2020). The global status of the crowdfunding industry. In R. Shneor, L. Zhao, & B. T. Flaten (Eds.), *Advances in crowdfunding* (pp. 43-61). Cham: Palgrave Macmillan.

Ziegler, T., Shneor, R., Wenzlaff, K., Suresh, K., Paes, F. F. D. C., Mammadova, L., Wanga, C., Kekre, N., Mutinda, S., Wang, B. W., Closs, C. L., Zhang, B., Forbes, H., Soki, E., Alam, N. and Knaup C. (2021). The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report. https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/the-2nd-global-alternative-finance-market-benchmarking-report/ (Erişim Tarihi: 02.07.2022).

Ziegler, T., Shneor, R., Wenzlaff, K., Wang, B. W., Kim, J., Odorovic, A., Paes, F. F. D. C., Suresh, K., Zhang, B. Z., Johanson, D., Lopez, C., Mammadova, L., Adams, N. and Luo, D. (2020). The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report. https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/the-global-alternative-finance-market-benchmarking-report/ (Erişim Tarihi: 02.07.2022).