

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

FİNANS TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

GİRİŞİMCİLİK FİNANSMANINDA YENİ GELİŞMELER: PLATFORM FİNANSMANI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Mohammad Sharif BABAK

Temmuz-2022

TRABZON

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANS TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

GİRİŞİMCİLİK FİNANSMANINDA YENİ GELİŞMELER: PLATFORM FİNANSMANI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Mohammad Sharif BABAK

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Halil İbrahim BULUT

Temmuz-2022

TRABZON

ONAY

Mohammad Sharif BABAK tarafından hazırlanan “Girişimcilik Finansmanında Yeni Gelişmeler: Platform Finansmanı” adlı bu Çalışma 07/09/2022 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği oyçokluğu ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından İşletme Anabilim Dalı Finans Tezli **Yüksek Lisans** Programında yüksek lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Jüri Üyesi		Karar		İmza
Unvanı- Adı ve Soyadı	Görevi	Kabul	Ret	
Prof. Dr. Halil İbrahim BULUT	Başkan	☐	☐	
Prof. Dr. Ahmet KURTARAN	Üye	☐	☐	
Doç. Dr. Uğur SEVİM	Üye	☐	☐	

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylarım....../.../2022.

Prof. Dr. Tülay İLHAN NAS
Enstitü Müdürü

BİLDİRİM

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada orijinal olmayan her türlü kaynağa eksiksiz atıf yapıldığını, aksinin ortaya çıkması durumunda her tür yasal sonucu kabul ettiğimi beyan ediyorum.

Mohammad Sharif BABAK

29.07.2022

ÖNSÖZ

Girişimlerin hayata geçirilmesi için gerekli finansman ve sermaye temini her zaman en önemli sıkıntı olarak göze çarpmaktadır. Doğru ve faydalı finansman kaynaklarına ulaşmak ve elde etmek, girişimi hayata geçirmekten çok daha zor olmaktadır. Özellikle herhangi bir başarılı finansman geçmişine sahip olmayan girişimciler için elindeki fikirleri hayata geçirmek günümüzde neredeyse imkânsız bir hal almıştır. Girişimci hem bulduğu fikri uygulamada karşılaşacağı sıkıntı ve sorunları hesaplarken hem de fikrini hayata geçirmekte ihtiyaç duyacağı sermayenin teminini dikkate alması gerekmektedir. Bunun hayata geçmesinde önemli yer tutan ticari faaliyetlerin ifa edilmesinde gereken sermayenin temininde özellikle geçmişte başarı ile uygulandığı iddia edilen dijital girişimcilik finansmanı araçlarının kontrol edilerek günümüze uyarlanması önem arz etmektedir. Günümüzde sermaye temininde yüksek faiz gibi girişimcilerin üzerine yüksek riski bindiren yöntemlerden çok riski beraber paylaşarak beraber kazanç yollarını sağlayacak alternatif yöntemlerin idrak edilmesi gerekmektedir.

Çalışmada girişimcileri alternatif finansman kaynaklarından haberdar etmek ve tercih aşamasında kendilerine uygun olan finansman kaynağı tercihini kolayca yapmasına yardımcı olacak bilgilere yer verilmektedir. Yani girişimciler için alternatif sermaye/finansman yöntemleri tetkik edilerek, girişimlerin yapısına ve aşamasına göre hangi tür modelin daha uygun olacağı tespit edilmeye çalışılmıştır. Bununla beraber özellikle teknolojinin gelişmesiyle beraber ortaya çıkan kitle finansman (hisse bazlı kitle fonlaması ve eşler arası kredi) ve yeni gelişmeler platform finansmanı (ilk coin arzları ve menkul kıymet tokeni) uygun finansal bir mimari önerisi sunulmuştur.

Araştırmamdaki her aşamada bana yardımcı olan, görüşleri ve tavsiyeleriyle katkıda bulunan değerli tez danışmanım Saygılı Prof. Dr. Halil İbrahim BULUT'a saygı ve şükranlarımı sunarım. Ayrıca katkılarından dolayı Finans Anabilim Dalı'ndan Sayın Prof. Dr. Ahmet KURTARAN ve Prof. Dr. Bünyamin ER'e eğitim dönemlerimde teşvik ve sabırlarından dolayı ve diğer taraftan çalışmamı hazırlarken bana yardımcı olan ve beni destekleyen arkadaşlarıma ve tüm aileme teşekkür eder, çalışmanın herkese yararlı olmasını dilerim.

İÇİNDEKİLER

ONAY	II
BİLDİRİM	III
ÖNSÖZ	IV
İÇİNDEKİLER	V
ÖZET	VIII
ABSTRACT	IX
TABLolar LİSTESİ	X
ŞEKİLLER LİSTESİ	XI
KISALTMALAR LİSTESİ	XII
GİRİŞ	1-7

BİRİNCİ BÖLÜM

1. ARAŞTIRMANIN TARAMASI	8-10
1.1. Problem	8
1.2. Araştırmanın Amacı	9
1.3. Araştırmanın Önemi	9
1.4. Araştırmanın Yöntemi	10

İKİNCİ BÖLÜM

2. DİJİTAL GİRİŞİMCİLİK FİNANSMANI	11-99
2.1. Kitle Fonlaması	11
2.2. Kitle Fonlamasının Türleri	24
2.2.1. Hisse Bazlı Kitle Fonlaması	26
2.2.1.1. Hisse Bazlı Kitle Fonlamasının Avantajları	29
2.2.1.2. Hisse Bazlı Kitle Fonlamasının Riskleri.....	32
2.2.1.3. Hisse Bazlı Kitle Fonlamasının Risk Yönetimi	34
2.2.2. Eşler Arası Kredi	36
2.2.2.1. Eşler Arası Kredinin Avantajları	43
2.2.2.2. Eşler Arası Kredinin Dezavantajları	43
2.2.2.3. Eşler Arası Kredinin Riskleri.....	44
2.2.2.4. Eşler Arası Kredinin Risk Yönetimi	48

2.2.2.5. Eşler Arası Kredi ve Banka Kredileri	49
2.2.3. İlk Coin Arzları	53
2.2.3.1. İlk Coin Arzlarının Ekosistemi	60
2.2.3.1.1. İlk Coin Arzlarının Süreci.....	61
2.2.3.1.2. İlk Coin Arzları İhracının Maliyetleri	64
2.2.3.1.3. İlk Coin Arzlarının Yasal Çerçeve	66
2.2.3.2. İlk Coin Arzlarının Avantajları ve Dezavantajları.....	69
2.2.3.3. İlk Coin Arzlarının Riskleri	73
2.2.3.4. İlk Coin Arzlarının Risk Yönetimi	74
2.2.3.5. İlk Coin Arzları ve Kitle Fonlaması	76
2.2.4. Menkul Kıymet Tokeni	78
2.2.4.1. Menkul Kıymet Tokenin Ekosistemi	81
2.2.4.2. Menkul Kıymet Tokenin Süreci	81
2.2.4.3. Menkul Kıymet Tokenin Avantajları.....	83
2.2.4.4. Menkul Kıymet Tokenin Gelecekteki Gelişimi İçin Zorluklar.....	84
2.2.4.5. Menkul Kıymet Tokenlerin Riskleri.....	86
2.2.4.6. Menkul Kıymet Tokenleri ve İlk Coin Arzları	86
2.2.4.7. Token Türleri.....	89

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. DİJİTAL GİRİŞİMCİLİK FİNANSMANI VE KONVANSİYONEL

FİNANSMANI.....	93-119
3.1. Girişim Sermayesi	94
3.2. Mudarebe Finansmanı	98
3.3. Melek Yatırım	102
3.4. Özel Sermaye Fonu	105
3.5. Hisse Bazlı Kitle Fonlaması ve Hisse Senetleri	109
3.6. Hisse Bazlı Kitle Fonlaması ve Girişim Sermayesi.....	110
3.7. Hisse Bazlı Kitle Fonlaması ve Melek Yatırım.....	111
3.8. Hisse Bazlı Kitle Fonlaması ve Özel Sermaye Fonu.....	112
3.9. İlk Coin Arzları ve Girişim Sermayesi	113
3.10. İlk Coin Arzları ve Halka Arzlar	115

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. DİJİTAL GİRİŞİMCİLİK FİNANSMANINDA BİLGİ ASİMETRİSİ..... 120-145

4.1. Bilgi Asimetrisi	120
4.2. Temsil İlişkisi	123
4.3. Ahlaki Tehlike	123

4.4. Temsilci maliyetleri.....	124
4.5. Hisse Bazlı Kitle Fonlaması ve Bilgi Asimetrisi.....	126
4.6. Hisse Bazlı Kitle Fonlaması ve Ahlaki Tehlike	129
4.7. Hisse Bazlı Kitle Fonlaması ve Temsilci Maliyetleri.....	130
4.8. Eşler Arası Kredi ve Bilgi Asimetrisi.....	131
4.9. Eşler Arası Kredi ve Ahlaki Tehlike	134
4.10. Eşler Arası Kredi ve Temsilci Maliyetleri.....	136
4.11. İlk Coin Arzları ve Bilgi Asimetrisi	137
4.12. İlk Coin Arzları ve Ahlaki Tehlike	139
4.13. İlk Coin Arzları ve Temsilci Maliyetleri	140
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	146
KAYNAKÇA	154
EKLER.....	177
ÖZGEÇMİŞ.....	179

ÖZET

2008 küresel finansal krizin başlaması ve kriz sonrası çeşitli projeler finanse etmede yeni alternatif yollar arayışı hızlanmaktadır. Girişimciliklerin gerçekleştirilmesi için gereken finansman ve kaynaklar her zaman en önemli sorun olarak öne çıkmaktadır. Doğru ve faydalı kaynaklara ulaşmak ve elde etmek girişimleri hayata geçirmekten çok daha zordur. Bunu başarmada tüm alternatif kaynakların farkında olmak ve bunları karşılaştırarak değerlendirmek gerekecektir. Bunda girişimcinin alternatif kaynakların seçeneklerini bilmesi gerekir. Akıllı dijital araçların ortaya çıkması, fintek endüstrisini de beraberinde getirmektedir. Fintek, tüm dünyadaki finansal hizmetleri tamamen değiştirerek, birçok yeni alternatif finansman yolu (kitle fonlaması) ile bir finansman kanalı sunmaktadır.

Çalışmanın amacı girişimcilerin dijital girişimcilik finansmanını tanıma (açıklama) ve hangi tür modelin daha uygun olacağını tespit etmeye çalışmak, geleneksel girişimcilik finansmanı ve dijital girişimcilik finansmanı ile karşılaştırmak, girişimcilerin ekonomik ve sosyal fayda sağlayarak uygulamak istedikleri iş fikirlerinin finansmanında yeni alternatif kaynakları anlatmaktır. Girişimcilerin finansal yetersizliklerini gidermede başvuracakları alternatif finansal araçlarını, dijital girişimcilik finansmanına (hisse bazlı kitle fonlaması, eşler arası kredi, ilk coin arzları ve menkul kıymet tokeni) uygun yaklaşımla sunulacaktır. Bunda girişimcilikler alternatif kaynakların seçeneklerini bilmesi gerekmektedir. Girişimcileri alternatif kaynaklar konusunda bilgilendirmek ve seçim aşamasında kendilerine uygun finansman kaynağını kolaylıkla seçmelerine yardımcı olup, dijital girişimcilik finansmanı veya kitle fonlaması (hisse bazlı kitle fonlaması, eşler arası kredi ve ilk coin arzları) bilgi asimetrisi, ahlaki tehlike ve temsilci maliyetleri incelenip sunulacaktır.

Sonuc olarak geleneksel girişimcilik finansmanı ve dijital girişimcilik finansmanı veya kitle fonlaması ile karşılaştırılmıştır. Ancak bunlar arasında önemli farklılıklar vardır. İlk coin arzları ve menkul kıymet tokeni yeni alternatif finansmanı olarak çıkmıştır. Girişimcilerin finansman yetersizliklerini gidermede başvurulacak alternatif finansal araçlara dijital girişimcilik finansmanı veya kitle fonlamasına (hisse bazlı kitle fonlaması, eşler arası kredi, ilk coin arzları ve menkul kıymet tokeni) uygun bir yaklaşım sunulmuştur. Bilgi asimetrisi kitle fonlamasının projesinde başarıyı ve başarısızlığı belirlemede önemli rol oynar.

Anahtar Kelimeler: Kitle Fonlaması, Eşler Arası Kredi, Hisse Bazlı Kitle Fonlaması, İlk Coin Arzları, Menkul Kıymet Tokeni.

ABSTRACT

With the onset of the 2008 global financial crisis and the aftermath of the crisis, the search for new alternative ways to finance various projects is accelerating. The financing and resources required for the realization of entrepreneurship always stand out as the most important problem. It is much more difficult to reach and obtain the right and useful resources than to implement the initiatives. In order to achieve this, it will be necessary to be aware of all alternative sources and evaluate them by comparing them. In this, the entrepreneur needs to know the options of alternative sources. The emergence of intelligent digital tools brings the fintech industry with it. Fintech offers a financing channel with many new alternative financing ways (crowdfunding), completely changing financial services all over the world.

The study aims to try to identify (explain) digital entrepreneurship finance for entrepreneurs and to determine which type of model would be more suitable, compared with traditional entrepreneurship finance and digital entrepreneurship finance, and new alternative sources in the financing of business ideas that entrepreneurs want to implement by providing economic and social benefits will be explained. Alternative financial instruments that entrepreneurs will resort to address their financial inadequacies will be presented, a suitable approach to digital entrepreneurship finance (equity-based crowdfunding, peer-to-peer loan, initial coin offering and security token Offering). In this, entrepreneurs need to know alternative resource options. Information asymmetry, moral hazard, and agency costs of digital entrepreneurship finance or crowdfunding (equity-based crowdfunding, peer-to-peer loan, and initial coin supply) will be examined and presented.

As a result it has been compared to traditional entrepreneurial finance and digital entrepreneurship finance or crowdfunding, but there are important differences between them. Initial coin offerings and security tokens emerged as new alternative financing. Digital entrepreneurial finance or crowdfunding (equity-based crowdfunding, peer-to-peer loan, initial coin offering and security token Offering) is an appropriate approach to alternative financial instruments used to address entrepreneurs' financing inadequacies. Information asymmetry plays an important role in determining the success and failure of a crowdfunding project.

Keywords: Crowdfunding, Peer-To-Peer, Equity Crowdfunding, Initial Coin Offering, Security Token Offering.

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo Nr	Tablo Adı	Sayfa Nr
1	İlk Coin Arzları ve Hisse Bazlı Kitle Fonlaması	76
2	Menkul Kıymet Tokeni ve İlk Coin Arzları.....	87
3	İlk Coin Arzları ve Girişim Sermayesi	113
4	İlk Coin Arzları ve Halka Arzlar.....	118
5	Konvansiyonel ve Dijital Girişimcilik Finansmanı.....	119
6	Dijital Girişimcilik Finansmanında Bilgi Asimetrisi	142

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil Nr	Şekil Adı	Sayfa Nr
1	Kitle Fonlamanın Aktörleri	18
2	Kitle Fonlaması Gelişme Faktörleri.....	19
3	Kitle Fonlamanın Aşamaları	23
4	Finansal Olmayan Kitle Fonlamanın Türleri.....	24
5	Dijital Girişimcilik Finansmanı	26
6	Eşler Arası Kredi.....	41
7	Eşler Arası Kredinin Pazarın Üstünlük.....	52
8	İlk Coin Arzlarının Süreci.....	63
9	Menkul Kıymet Tokeni ve İlk Coin Arzları.....	88
10	Konvansiyonel Girişimcilik Finansmanı.....	94
11	Mudarebe Sözleşmesi	100
12	Mudarebe Uygulaması	101
13	Müşareke Uygulaması.....	102
14	İlk Coin Arzları ve Halka Arzlar.....	117
15	Bilgi Asimetrisi	121
16	Bilgi Asimetrisinin Temel Etkiler.....	122
17	Dijital Girişimcilik Finansmanında Bilgi Asimetrisi	142
18	Girişimcilik Finansmanı.....	147

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	:Amerika Birleşik Devletleri
AB	:Avrupa Birliği
BAT	:British American Tobacco
CBRC	:China Banking Regulatory Commission
DAO	:Decentralized Autonomous Organization
DLT	:Dağıtılmış defter teknolojisi "
ERC	:Ethereum request for comment
ECF	:Equity Crowdfunding
ESMA	:European Securities and Markets Authority
FinTek	:Finansal Teknoloji
FCA	:Financial Conduct Authority
GSYİH	:Gayri Safı Yurt İçi Hasıla
IMO	:Initial Miner Offering
IPO	:Initial public offering
IEO	:Initial Exchange Offering
ICO	:Initial Coin Offering
JOBS	:Jumpstart Our Business Startups
KOBİ	:Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler
KYC	:Know Your Customer
P2P	:Bireyden Bireye (Peer-To-peer)
STO	:Security Token Offering
SEC	:Securities and Exchange Commission
SAGP	:Satın Alma Gücü Paritesi
SPAC	:Special Purpose Acquisition Company
VC	:Venture Capital

GİRİŞ

Girişimciliğin ülkelerin iktisadi alanlarını hem makro hem de mikro düzeyde etkilediği görülmektedir; fabrikalarda yapılan üretimin artışı işçiye olan ihtiyacı artırarak işgücünün artması işgücünü artırmasıyla kişilerin gelir düzeyleri ile ülke refahı artmakta ve ülkenin kalkınması sayesinde rekabet gücünde meydana gelen artış ticareti geliştirerek dış ödemelerin açığını azaltmaktadır (Palomäki, 2019). Girişimcilik son yıllarda değişik alanlarda çalışan akademisyenlerin ilgisini çeken ve üzerinde araştırmalar yapılan kavramlardan biridir. Ayrıca girişimci işletmelerinde katma değer yaratarak hem ülkesel seviyede değişimin hem de firmasal ve refah artışının en önemli aracıdır (Parhankangas vd., 2018). Günümüzde girişimci ve işletmeler hukuki, mali, teknik, kurumsal ve bunun gibi birçok sorunla başa çıkmak durumunda kalmaktadırlar (Yücel, 2021). Küreselleşme ile artan rekabet koşullarında vizyoner bakış açısı ile tüm riskleri göze alarak üretim yapan girişimcilerin katma değer yaratma süreçleri yolunda karşılaştıkları en büyük sorun finansman kaynakları bulmaktır (Özer, 2020). Girişimcilerin fikirleri ne kadar başarılı olursa olsun; bu fikirleri gerçeğe dönüştürebilmelerinde uygun finansman yolunu tespit ederek finansal kaynaklara ulaşabilmeleri en önemli aşamadır (Ying vd., 2019). Girişimciler başlangıç aşamasıyla birlikte kendi özkaynaklarından, arkadaşlarından ya da ailelerinden, devlet kurumları veya banka ve sermaye kurumlarından finansman sağlayabilirler ancak günümüzde mevcut geleneksel finansman modellerine ilave olarak ortaya çıkan birçok alternatif yeni finansal modeller veya kitle fonlaması girişimciler için daha fazla önem taşımaktadır (Demiray, 2019). Bu nedenle girişimcilerin kullandığı geleneksel finansal modellerin yanında yeni modeller ile ilgili bilgi verilecektir. Girişimcilerinde en büyük zorluklarından biri ilk aşamada projeleri için dış sermayeyi çekmek olduğu iyi bilinmektedir. Birçok girişimci kısmen yatırımcılardan gelen yetersiz fonlar nedeniyle başarılı olamamıştır (Babina, 2020). Geleneksel finansman alanları olarak görebileceği bankaların, küçük işlerin kendilerine sağlanacak olan borçları geri ödemelerinin riskli olacağını ve bu borça karşı teminat veya ipotek olarak bir değer sunmalarının daha zor olacağını düşünmektedirler (Yasar, 2021). Girişimcin projelerini yani özelde üretmek istedikleri hizmet ya da ürünü hayata geçirmekte kendi sermayeleri yeterli gelmediğinde ve yine en yakın olarak kendi arkadaş ve akraba çevresinden de ihtiyaç duyulan fonlara ulaşamaması durumunda alternatif sermaye kaynaklarının ihtiyacı hâsıl olmuştur (Korkmaz, 2020).

2008 yılında yaşanan küresel kriz sonrasında tüketicilerin bankalara ve geleneksel finansmana olan güveni azalmıştır. Kaybedilen güveni yeniden kazanmak için yapılan düzenlemeler bankaların kar marjlarını düşürmüş, geleneksel finansmanların ve bankaların yeni yatırımlar için daha dikkatli

davranmasına sebep olmuştur (Sykes, 2018). Bankaların yenilikçi stratejiler oluşturmakta zorlanmaları, teknolojik değişime yeterince hızlı adapte olamamaları ve tüketicilerin alışkanlıklarının değişmesi koşulları bir araya gelince Schumpeter'in yenilik teorisini doğrularcasına finansal teknoloji girişimlerine olan ilgi artmıştır (Ferrarini, 2017). Finans ve teknoloji kelimelerinin birleşmesinden oluşan fintek kavramı, mobil, internet ve veri analitiği gibi ar-ge teknolojilerini kullanarak geleneksel anlamdaki finansal hizmet anlayışını ortadan kaldırmıştır (Yücel, 2021). Fintek finansal hizmet sektörünü, daha erişilebilir ve daha kolay hale getiren, yenilikçi iş modellerini teknolojiyle birleştiren faktörleriyle müşterilerine daha farklı ve yeni seçenekler sunmak isteyen yatırımcılar için ciddi yatırım alanları oluşturmaktadır (Genç, 2021). Fintek Avrupa bankacılık otoritesi tarafından; finansal piyasalar, kurumlar, finansal hizmetlerin sağlanması üzerinde temel bir etkiye sahip, yeni iş modelleri, uygulamalar, süreçler ve ürünlerin doğumuna yol açabilecek teknoloji destekli finansal inovasyon olarak tanımlanmaktadır (Biancone vd., 2020). Fintek geleneksel sistemi etkileyebilecek yeni finansal yazılımları geliştirme ve uygulamayı içeren teknik bir süreçtir; finansal teknoloji; mobil iletişimi, interneti, veri analitiğini vb. dijital teknolojileri kullanarak geleneksel finansal hizmet anlayışının yerine inovatif bakış açısıyla finansal hizmetlerin tüketicilere ulaştırılmasını kolaylaştırmaktadır (Leong ve Sung, 2018). Fintek; firmalara geleneksel iş modellerine ve finansal hizmetlere yenilik getirerek teknolojik çözümler sunmaktadırlar (Genç, 2021). Fintek oyuncularının ortak noktası, yoğun şekilde değişen finansal hizmetler endüstrisinin tüm yönlerinde dijital dönüşümü sağlamak için iş modelleri ve yeni fikir bulmaya çalışmadır (Nemoto ve Yoshino, 2019). Fintek'inin firmaları müşterilerine (mobil bankacılık ve akıllı telefonların kullanımı ile) bankacılık, finansal danışmanlık, varlık yönetimi, elektronik para transferi, sigortacılık, kitle fonlaması, eşler arası kredilendirme, ve kripto para gibi birçok alanda hizmet sunmaktadırlar (Feyen vd., 2021). Fintek, finansal hizmet sektörünü daha erişilebilir ve daha kolay hale getiren, yenilikçi iş modellerini teknolojiyle birleştiren faktörleriyle müşterilerine daha farklı ve yeni seçenekler sunmak isteyen yatırımcılar için ciddi yatırım alanları oluşturmaktadır (Ferrarini, 2017). Büyük finansal krizi ardından bankalar küçüldükçe işletmeler ve yeni başlayan işletmeler büyümede ihtiyaç duydukları finansmana erişmekte giderek zorlanmaktadırlar (Akyıldız, 2021). küresel finansal krizinin sonrası çeşitli yenilikleri ve projeleri finanse etmede yeni alternatif yollar arayışını hızlandırmaktadır (Sebla Uzuntepe, 2018). Banka finansmanı, modarebe finansmanı, melek finansmanı, girişim sermayesi, özel sermaye fonu, son zamanlarda kitle fonlaması ve yeni gelişmeler platform finansmanı modelleri (ilk coin arzları ve menkul kıymet tokni) ortaya çıkmıştır (Furnari, 2018). Dijital platformlar hizmetlerini doğrudan web üzerinde mevcut ve potansiyel müşterilere sunduklarından finansal aracısızlaştırma da yeni araçlardır. Bu büyük finansal krizden sonra, alternatif borç verenler olarak faaliyet gösteren finteklerin başarısını kısmen açıklamaktadır (Yücel, 2021).

Bir girişimci interneti kullanarak belirli amaç için küçük maliyet ile paylaşabilecek potansiyel yatırımcılarla iletişim kurabilmektedir. İyi bir fikri olan herkes girişimci olabilir; az miktarda parası

(sermaye) olan herkes yatırımcı olabilir (Jenik vd., 2017). Yeni gelişmeler platform finansmanın modeller (ilk coin arzları ve menkul kıymet tokni) ve kitle fonlamasının gücünü asıl olarak teknolojinin de gelişmesi sonucunda internet aracılığıyla bu kitlelere ulaşmak eskisine nazaran daha kolay olmaktadır (Adhikary vd., 2018). Aslında farklı modeller girişimlerini başlatmak ve devam ettirmede gereken fon miktarını ve zamanlamasını tahmin etmelerine sunmaktadır. Kitle fonlaması ve yeni gelişmeler platform finansmanı modelleri (ilk coin arzları ve menkul kıymet tokni) halkın internet aracılığıyla coğrafya fark etmeksizin iletişim kurduğu ve diğer kuruluşlar ve bireyler tarafından başlatılan etkinlikleri desteklemek için fonları bir araya topladığı kitle davranışdır (Lindsay, 2018).

Amerika'nın en iyi bankaları kitle fonlaması ve eşler arası kredileri meşru alternatif finansman olarak kabul etmektedir. AB'de hisse bazlı kitle fonlaması ve eşler arası kredi (internet platformu) on yıldan fazla süredir var olmasına rağmen tüm süreci düzenleyen temel yasal düzenlemeler ancak yakın zamanda yürürlüğe girmektedir (Asfour, 2019). 2017'nin ortasına kadar kitle fonlaması ve yeni gelişmeler platform finansman modelleri (ilk coin arzları ve menkul kıymet tokni) birkaç yıl alternatif proje finansmanı yöntemlerinin dinamik gelişimini gözlemlemektedir (Davydiuk vd., 2018). Özellikle küçük işletmeler ve girişimciler tarafından sermaye arayanların sayısı giderek artmaktadır. Sosyal değişimler ve yenilikler bizi sosyal ve kültürel girişimleri finanse etmenin yeni perspektiflerine doğru yönlendirmektedir. Geleneksel finans kurumlarının konumu zayıflamaktadır. Alternatif finansmanda fon elde etmenin uzun bir hazırlık sürecini içerdiği bankaları veya geleneksel finansmanı atlamının bir yoludur (Hornuf vd., 2021).

Kitle fonlaması ve yeni gelişmeler platform finansmanı modelleri (ilk coin arzları ve menkul kıymet tokeni) genellikle interneti kullanarak bir iş projesine finansman sağlamada çok sayıda insanın her birine küçük miktarlarda para vermesi uygulaması olarak tanımlanmaktadır (Sadzius ve Sadzius, 2017). Kitle fonlaması bireysel girişimcilerin çabaları veya standart finansal araçlar kullanmadan internet üzerinden büyük birey gruplarından küçük katkılar olarak girişimlerini finanse eden gruplardır (Korkmaz, 2020). Kitle fonlaması tüm yatırımcıları yeni ortaya çıkan fikirleri ve girişimcileri finansal olarak destekleyebileceği bir mekanizma sağlamaktadır. Bu rol geleneksel olarak kredite sermaye yatırımcıları ve bankacılar gibi seçkin birkaç kişiye ayrılmıştır (Yasar, 2021). İlk kitle fonlaması faaliyetleri sanatla ilişkilendirilir ancak daha sonra sosyal amaçlar, girişimciler ve küçük işletmeler için kampanyalara ve şu anda en büyük pazar olan tüketici kredilerine ev sahipliği yapan yeni platformların çoğalmasını sağlamaktadır (Sohn, 2018). Bu girişimcilerin dünyanın her yerinden daha fazla sayıda ve daha çeşitli destekçiler ve yatırımcılar ile etkileşim kurmasına olanak tanır. İlk başarılı çevrimiçi kitle fonlaması kampanyası İngiliz rock grubu Marillion'un deniz aşırı bir tur için hayranlarından para topladığı 1997'de gerçekleştirilmiştir (Parhankangas vd., 2018). İlk çevrimiçi kitle fonlaması platformu Artist Share müzisyenlerin dijital kayıtlar üretmede hayranlarından bağış isteyebilecekleri bir web sitesi olan Artist Share 2003 yılında kurulmuştur (Chan, 2018). Gelişmekte olan ülkelerde kitlesel fonlamanın en çok finans, film ve teknoloji

sektörlerinde tercih edildiği görülmektedir. Artist Share'in başarısı piyasalara girmeleri için diğer birçok kitle fonlaması platformuna ilham vermektedir. Bunlardan en önemlileri 2008'de Indiegogo ve 2009'da Kickstarter olmuştur (Sadzius ve Sadzius, 2018).

Bir fenomen olarak kitle fonlamasının sanat alanlarında uzun bir geçmişi vardır. Kitle fonlaması en az üç tarafı içerir: Proje sahibi proje hedeflerini gerçekleştirmek için finansman arayan proje sahibi ile yatırımcı veya borç veren arasında aracı görevi gören kitle fonlaması platformu ve başkalarıyla birlikte projeye borç veren yatırımcıdır; kitle fonlaması ve eşler arası kredi, ticari, kültürel veya sosyal yeni girişimleri finanse etmenin yöntemidir (Davydiuk vd., 2018). Çoğu yatırımcının katılımıyla gelecekteki ürünler veya eylemler karşılığında olmaktadır. Şu an yatırım projelerinde mevcut finansman kaynaklarının yapısında önemli unsurdur (Demiray, 2019). Potansiyel yatırımcıların, bireysel sosyal sponsorların ve yeni girişimleri bir sermaye kaynağı olarak teşvik etmeyi amaçlayan kitle fonlamasının işleyişi hakkında bilgileri teşvik eden büyük ölçekli faaliyetlerinin ilgisine rağmen bilgi ve dolayısıyla deneyim eksikliği vardır. Kitle fonlamasının da hızla büyümesi gelişmesi, eşler arası kredi, ödüllü kitle fonlaması ve yeni gelişmeler platform finansmanı modelleri olarak ortaya çıkmaktadır (Fettahoğlu ve Khusayan, 2017).

İlk çevrimiçi hisse bazlı kitle fonlaması platformu 2008 Fransa'da kurulduğundan beri hisse bazlı kitle fonlaması erken aşamadaki girişimci girişimlerinde hisse bazlı kitle fonlamasının mekanizması olarak dünya çapında hızla yer edinmiştir (Asfour, 2019). Girişimlerin büyüme ve genişlemesinde fon toplamasına olanak tanır ve bazı girişimler diğerleri başarısız olmasına rağmen hisse bazlı kitle fonlaması kampanyalarından sonra gerçekten güçlü büyümeye ulaşırlar (Saxton, 2016). Bu modelde girişimcilik firmasını borsaya kayıt yapmadan önce ihtiyaç duyduğu finansmana karşılık olarak önceden belirlediği hisseleri belirlenen tutar ile platform üzerinden kendisine yatırım yapmak isteyen geniş kitleye yani potansiyel yatırımcılara sunmaktadır (Walthoff, Borm vd., 2018). Kitle fonlaması ve yeni gelişmeler platform finansmanın modeller çeşitli girişimlere fon sağlamada çeşitli amaçlarla oluşturulan projelerin bireylerden fon sağlamasına olanak sağlayan yeni bir metottur (Aldeholm, 2019). Teknolojinin gelişmesiyle beraber kitle fonlaması ve yeni gelişmeler platform finansmanı modeller çok daha fazla öne çıkmaktadır (Cai, 2018). Hisse bazlı kitle fonlaması modelinde proje sahibi girişimci projelerini platform üzerinden yayınlamak aslında projelerine destek veren birer ortak aramaktadırlar. Proje sahibi platform üzerinden projeni yayınlamakta ve bu proje ile ilgilenen yatırımcılar ise aslında yatırımları aracılığı ile hisse satın almakta ve destek oldukları projenin sahibi olan firma ile de ortak olmaktadır (Şahap, 2020). Bu modelde proje sahibi yatırımcılarla firmanın iş planı, firma toplanan fonun ne şekilde kullanılacağı ve hisselerin ne kadarının satışa sunulduğu gibi konularda bilgi paylaşmaktadır. Taraflar arasında yapılan sözleşme uyarınca yatırımcı, proje sahibi firmanın yıllık kârına bağlı olarak veya her yıl belirledikleri oran üzerinden kâr payı elde etmektedir (Shneor vd., 2020).

Eşler arası kredi platformları alternatif finansman model sahasında en hızlı şekilde gelişen teknoloji-finance karması örneği özelliği göstermektedir (Akyıldız, 2021). Bilhassa 2008 Küresel Finansal Krizi'nin akabinde bankaların üzerindeki artan yönetmelik ve düzenleme baskılarını ve kredilendirme sürecinde ağırlaşan şartların sonucu olarak eşler arası kredi platformları alternatif kredi sağlama kanalı olarak ortaya çıkmıştır (Beebe, 2020). Eşler arası kredi (P2P) çevrimiçi platformlar aracılığıyla ödünç alanlar ve borç verenler eşleştirilerek uygulanır. Platformlar banka veya geleneksel finansal hizmet kurumları değildir. Bunun yerine fonlarını çeşitli faiz oranlarında ödünç vermeye hazır olan çok sayıda yatırımcıyı güvence altına almada yeni teknolojiyi kullanmaktadır. Verilen krediler bireylerden kurumsal yatırımcılara kadar genellikle puanlardan ve hatta yüzlerce farklı yatırımcıdan oluşur. Borçlular özel şahıslardan (P2P Tüketici Kredisi), küçük işletmelerden (P2P Ticari Krediler) emlak geliştiricilerine veya ipotek toplayan bireylere (P2P Gayri Menkul Kredisi) kadar çeşitlilik göstermektedir. Bazı platformlar bu ödünç alan segmentlerinden birinde uzmanlaşmıştır ve bazıları birden fazla segmenti kapsamaktadır (We Geng, 2019). Platformlar sermaye kaybı riskini azaltmada farklı işletim modellerine sahiptir. Bazıları yalnızca varlığa dayalı kredilendirme yaparken bazıları acil durum fonları çalıştırır ve birkaçı da sigorta kapsamı sağlar (Sykes, 2018). Bazı platformlar bir ücret karşılığında ödünç alan ve borç verenler olarak saf pazar yerlerinde çalışır ve bazıları kendi bilançolarına yatırım yapmaktadırlar. Eşler arası kredi finansman aracı olarak hareket eden finans kurumu olmadan bireylerin birbirleriyle bağlantı kurduğu borç finansmanı yöntemidir (Demiray, 2019). Eşler arası kredi verme platformları borçluların ve borç verenlerin eşleşmesini kolaylaştırmaktadır. Finans kurumları tarafından sağlanan bazı geleneksel finansal hizmetleri (aksi takdirde) ancak kar elde etmelerini sağlayan çok daha düşük maliyetle gerçekleştirmek için oluşturulmaktadır (Kiernan vd., 2016).

Eşler arası kredinin getirdiği temel avantaj finansal kurumu aracı olmaktan çıkarak yatırımcıların daha yüksek getiri elde edebilmeleri ve borçluların daha düşük oranlarda finansman alabilmeleridir (Inês Tomaz da, 2018). Eşler arası kredi platformlar ücret alarak kar sağlarlar. Borçlulardan platformlar gerçekleştirilen her kredi için bir fon oluşturma ücreti almaktadır. Borç verenlerden ödenmemiş anaparanın yüzdesi olarak yıllık hizmet ücreti alırlar (Şahap, 2020). Eşler arası kredilendirme mikro kredileri bireylere ödünç veren; çevrimiçi bir pazar aracılığıyla borç alanlara kredi verenleri tanıtan uygulama olarak tanımlanmaktadır (Högskola, 2019: 26). Eşler arası kredi finansmanı aile kredisi uygulaması yoluyla bir çevrimiçi kitle fonlaması şeklindedir. Eşler arası kredi finansmanı, yatırımcılara ve borçlulara geleneksel finans kurumlarına alternatif sağladığından aracı olmayan finans olarak da adlandırılır (Kiernan vd., 2016). Bu aracılık katmanlarının kaldırılması yoluyla yatırımcılar ve borç alanlar için daha çeşitli varlık ve faydaları göstermektedir. Eşler arası borç verme, borç finansmanı olarak da tanımlanır çünkü borç verenler hedeflerine ulaşmalarına yardımcı olmada bir işletmeye veya bireye borç para vermektedir (Lo ve Jackson, 2016). İdeal sonuç projenin başarılı bir şekilde yürütülmesi durumunda ödünç paranın geri ödenmesidir. Temelde bir grup kişiden alınan özel kredi gibi çalışmaktadır. Bu seçenek bir banka

kredisine benzer. Basitçe daha düşük faiz oranları, daha fazla esneklik ve bir Start-up'ın kaynaklarını korumada daha fazla seçenek sunmaktadır. Model hisse senedi kitle fonlamasına çok yakındır ve bu nedenle çok popüler ve büyüyen başka finansman yöntemidir. Eşler arası kredi genel anlamda banka dışı bankacılık olarak düşünülebilir (Kiernan vd., 2016). Yani geleneksel bankalar kullanılmadan gerçekleşen bir borç verme ve borçlanma sürecidir. Bu nedenle geleneksel bankacılıktan çok daha farklı görünmektedir. Eşler arası kredi çoğunlukla çevrimiçi faaliyettir (Korkmaz, 2020). Borçlular kredi arayan çeşitli eşler arası kredi web sitelerine gelirler ve yerel bankalarından alabileceklerinden daha iyi koşullar ile karşılaşır. Yatırımcılar ise bir bankadan alabileceklerinden çok daha yüksek getiri oranlarıyla borç vermeye gelmektedir (Rofiqul, 2019).

Teknolojik gelişmeler ve kripto para birimlerine artan ilgi özellikle ilk coin arzları olmak üzere yeni yatırım ve finansman biçimlerinin ortaya çıkmasını desteklemektedir. Ayrıca ekonomiler her zamankinden daha fazla dijital hale gelip; yerel işletmeler sınırsız ve verimli sermaye akışı ihtiyacını teşvik eden uluslararası hale gelmektedir (Roosenboom vd., 2020). Yeni gelişmeler platform finansman modelinin (ilk coin arzları ve menkul kıymetler tokeni) çeşitli literatürler doldurulması gereken boşluklar ve daha iyi anlaşılmasında çeşitli dinamikler ile hala çok yeni bir konudur. İlk coin arzları (ICO) kripto paraların kullanıldığı fon toplama yöntemidir. Kullanımı en çok blockchain platformlarını ürünlerini ya da hizmetlerini tam olarak geliştirmemiş projeler arasında popülerdir (Momtaz vd., 2020: 18). İlk coin arzların ana işlevi blockchain gibi dağıtılmış bir defter teknolojisine dayanan yenilikçi girişimleri finanse etmektir. İlk coin arzları girişim sermayesi ve proje fonu oluşturmada çok etkin yöntem olabilir (Sohn, 2018). Start-up'lar için piyasada daha önce denenmiş ya da denenmemiş bir fikre yönelik harcanabilir para girdisi oluşturur. Finansman en son teknolojik girişimler tarafından satılan tokenler ve dünya çapındaki yatırımcılar tarafından satın alınan tokenler aracılığıyla gerçekleştirilir (Ahmad vd., 2021). Bu nedenle yatırımcılar dahil olan üçüncü bir tarafa ihtiyaç duymadan doğrudan yeni girişimden token satın alabilirler. Bu özellik sistemin güvenliği blok zinciri kodu ile sağlandığından ve süreç çok daha düşük maliyetler içerdiğinden bankalar ve finans kurumları gibi üçüncü şahısların yerine geçebilirler (Davydiuk vd., 2018). Satılan token ilk coin arzları yatırımlarında değer birliğidir ve ilişkili özelliklere sahip farklı token türleri vardır. İlk coin arzları genellikle halka arzlar ile kıyaslanır. Fakat bu kıyaslama oldukça yanıltıcıdır. Halka arzlar genellikle bilinen şirketlerin fon yaratmada hisselerinin bir kısmını satmaları amacıyla kullanılır (Sykes, 2018). Bunun aksine ilk coin arzları şirketlerin ilk aşamalarında projelerinde para toplamalarını sağlayan fon yaratma mekanizmalarıdır ve tokenları satın alan yatırımcılar şirketin herhangi bir yüzdesine sahip olmazlar. Genellikle ilk coin arzların tokenları Ethereum blockchain'i üzerinde yaratılır (Goyena ve chaian, 2019).

Bu yeni oyuncular gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yayılmış ve birçok yenilikçi işletmeye sermaye artırmada yardımcı olmuştur. Buna ek olarak dünyanın (hükümetler) yeni oyuncularını ve araçları girişimcilik finansmanı zorluklarını hafifletmek için temel mekanizma olarak giderek daha

fazla ilgi görmektedir. Bu hızlı büyümeğe rağmen girişimci finansmanındaki son eğilimlerin çoğuna ilişkin akademik literatür hala emekleme aşamasındadır. Bu nedenle girişimci finansmanda hem pratik hem de teorik olarak daha fazla araştırma gerekmektedir. Girişimciliğin finansal, işlemler ve yeni yatırımlarında yapılan bütün değerlendirmeler ve kaynak tahsisleri olarak bilinmektedir. Böylece her türlü yeni yatırımların kurulumları, etkili uygulamaları ve istikrarı desteklenmektedir. Girişimci için bütçe temini her zaman zor bir iştir. Finansal kaynakların eksikliğinin karşılanmasında birçok insan yeni düşüncelere yönlendirilmektedir. Güncel araştırmalar bu yeni girişimci finansmanı ve bazı geleneksel finansmanı keşfetme açısından yalnızca yüzeyde gezinmiştir. Yeni girişim için finansal kaynakların tanımlanması (hisse bazlı kitle fonlaması, eşler arası kredi, ilk coin arzları ve menkul kıymet tokeni), ilişkili problemlerin analizi ve değerlendirilmesi (avantajlar ve dezavantajlar), risk yönetimine göre finansal istikrarının üzerinde (rolü, optimizasyonu, etkili faktörler ve yöntemi) geleneksel finansal kaynakların benzerlikleri ve farklılıkları, hangi girişimcilerin bu yeni finansman kaynaklarına güvenip güvenmediğini, bu yeni kaynakların avantajlarının ve dezavantajlarının daha geleneksel kaynaklara kıyasla neler olduğunu ve girişimcilik ortamının nasıl olacağını inceleyerek değerli bilgiler sağlayabilmektedir. Bununla birlikte uygulamada, girişimciler genellikle çok sayıda kaynaktan finansman sağlamaktadır. Bu çeşitli (yeni ve geleneksel) finansman kaynakları nasıl etkileşime girdiğini ve farklı kombinasyonların girişimciliği nasıl desteklediğini (zarar verdiğini) daha iyi anlamamız gerekmektedir. Kitle fonlaması ve yeni gelişmeler platform finansmanı modelleri (ilk coin arzları ve menkul kıymet tokeni) son yıllarda büyük ilgi görmektedir. Tüm kitle fonlaması alt kategorilerinin ana fikri bağış toplayıcının projesi için temelde isimsiz fon sağlayıcı kitlesinden sözde kalabalıktan çok sayıda küçük miktarlar aracılığıyla fon almasıdır.

Özet olarak işletmelerin faaliyetlerini finanse etmenin önemli bir yönünü, eşler arası kredi, hisse bazlı kitle fonlaması, ilk coin arzları ve menkul kıymet tokeni tasvir edmektedir. Bu çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde araştırma taraması; problem, araştırmanın amacı, araştırmanın önemi ve araştırmanın yöntemine değinilmiştir. İkinci bölümde dijital girişimcilik finansmanı (kitle fonlaması), kavramsal çerçeve olarak, kitle fonlamasının türleri (hisse bazlı kitle fonlaması, eşler arası kredi, ilk coin arzları ve menkul kıymet tokeni), kitle fonlaması ekosistemi, kitle fonlaması türlerin özellikleri, kitle fonlaması artıları, kitle fonlaması eksileri, kitle fonlaması teorileri, kitle fonlamasının riskleri ve risk yönetimi) çizilmiştir. Üçüncü bölümde dijital girişimcilik finansmanı ve konvansiyonel girişimcilik finansmanı (girişim sermayesi, mudarebe finansmanı, melek yatırım ve özel sermaye fonu) anlatılmıştır. Dördüncü bölümde bilgi asimetrisi kitle fonlamasına (bilgi asimetrisi, ahlaki tehlike ve temsilci maliyetleri) değinilmiştir. Çalışma araştırmanın sonucu ve genel değerlendirme ile tamamlanmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. ARAŞTIRMANIN TARAMASI

1.1.Problem

Gelişen ve değişen dünyada yeni fikirler ve yenilikçi projeler üretilmeye devam etmektedir. 21. yüzyılda yenilikçi projeler, ekonomik büyümeyi ve sürdürülebilirliği artırmaktadır. Küreselleşmenin etkisiyle dünyada teknolojik gelişmelerin geçmiş yüzyıllara göre hız kazanması yeni ve farklı iş fikirlerinin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Geçmiş ile günümüzü karşılaştırdığımızda ihtiyaç olarak görülen ürünler ve hizmetlerin yapısı da değişmektedir. Devletlerin sosyal ve zorunlu hizmetlerini hariç tuttuğumuzda şirketler, kişiler ve devletler tarafından gerçekleştirilmek istenen her iş fikir veya eyleminin tamamen kâr amaçlı olduğu yadsınamaz bir gerçekliktir. Ancak bu fikirleri hayata geçirmek girişimciler için her zaman kolay değildir. Yeni fikirler genellikle büyük riskler gerektirir. Girişim sermayesi, banka kredileri, melek yatırımcılar, mudarebe, müşareke ve özel sermaye fonu gibi ortak yollarla finansman bulmaları zordur. Girişimlerin gerçekleştirilmesi için gereken finansman ve kaynaklar her zaman en önemli sorun olarak öne çıkmaktadır. Faydalı finansman kaynaklarına ulaşmak ve elde etmek girişimi hayata geçirmekten çok daha zordur. Özellikle başarılı bir finansman geçmişine sahip olmayan girişimciler için fikirlerini bugün hayata geçirmek neredeyse imkansız hale gelmektedir. Girişimci hem bulduğu fikri uygulamada karşılaştacağı zorlukları ve sorunları hesaplarken hem de ihtiyaç duyacağı kaynakların ulaşılabilirliğini dikkate almalıdır. Tüm bu projeleri finanse etmek için yeni ve modern kanalların olmadığı girişimler çoğunlukla hayata geçirilememektedir.

Özellikle kuruluş aşamasında olan girişimler ve işletmeler hem araştırma geliştirme faaliyetleri hem de ihtiyaç duyacakları teknolojik altyapıya sahip olabilmeleri için sermaye bulmaları şarttır. Belli bir ölçekteki yeni girişimlerin gerçekleştirilmesinde ve hatta büyük şirketler için ihtiyaç duyulacak kaynakların temini girişimlerin kendisi kadar dikkate alınmalıdır. Yeni teknolojileri ve fikirleri uygulamak daha riskli ve daha uzun vadeli olmaktadır. Bu nedenle bu tür yeni fikirlere yatırım yapmak ve sermaye artırmak oldukça risklidir. Girişimcilerin kaynakları sağlamada en çok dikkat etmeleri gereken bir diğer nokta da onlar için en verimli alternatif kaynakları belirleyip tercih etmeleridir. Bunu başarmak için tüm alternatif kaynakların farkında olmalı ve bunları karşılaştırarak değerlendirilmesi gerekmektedir.

1.2.Araştırmanın Amacı

2008-2009'da küresel mali krizin başlaması ve kriz sonrası dönem de çeşitli yenilikleri ve projeleri finanse etmek için yeni alternatif yollar arayışı hızlanmıştır. Ancak yeni fikirler hayata geçirmek girişimciler için her zaman kolay olmamıştır. Girişimciler fikirlerini gerçekleştirebilmeleri için gereken finansman kaynakları her zaman en önemli sorun olarak öne çıkmaktadır. Doğru ve faydalı kaynaklara ulaşmak ve elde etmek girişimleri hayata geçirmekten çok daha zordur. Bunu başarmak için tüm alternatif kaynakları farkında olmak ve bunları karşılaştırarak değerlendirmek gerekmektedir. Bunun için girişimcinin alternatif kaynakları ve seçeneklerini bilmesi gerekir. Alternatif kaynaklar halkın internet aracılığıyla coğrafya fark etmeksizin iletişim kurduğu ve diğer kuruluşlar ve bireyler tarafından başlatılan etkinlikleri desteklemek için fonları bir araya topladığı bir kitle davranışdır. Akıllı dijital araçların ortaya çıkması, fintek endüstrisini de beraberinde getirmektedir. Fintek, tüm dünyadaki finansal hizmetleri tamamen değiştirerek, birçok yeni alternatif finansman yolu (kitle fonlaması) ile bir finansman kanalı sunmaktadır. Kitle fonlaması (eşler arası kredi ve hisse bazlı kitle fonlaması) ve yeni gelişmeler platform finansmanı modeller (ilk coin arzlar ve menkul kıymet tokni) çoğu yatırımcının dahil olduğu gelecekteki ürünler veya hizmet karşılığında yeni girişimcileri finanse etmenin bir yöntemidir.

Çalışmanın amacı girişimciler için dijital girişimcilik finansmanı tanıma (açıklama) ve hangi tür modelin daha uygun olacağını tespit edilmeye çalışılıp; geleneksel girişimcilik finansmanı ve dijital girişimcilik finansmanı ile karşılaştırılmış, girişimcilerin ekonomik ve sosyal fayda sağlamak amacıyla uygulamak istedikleri iş fikirlerinin finansmanında yeni alternatif kaynaklar araştırılmıştır. Girişimcilerin finansal yetersizliklerini gidermek için başvuracakları alternatif finansal araçlara, dijital girişimcilik finansmanı veya kitle fonlamasına (hisse bazlı kitle fonlaması, eşler arası kredi, ilk coin arzları ve menkul kıymet tokeni) uygun bir yaklaşım sunulacaktır. Girişimcilerin alternatif kaynaklar konusunda bilgilendirmeli ve seçim aşamasında kendilerine uygun finansman kaynağını kolaylıkla belirlemelerine yardımcı olunup kitle fonlamsının (hisse bazlı kitle fonlaması, eşler arası kredi ve ilk coin arzları) bilgi asimetrisi, ahlaki tehlikesi ve temsilci maliyetleri araştırılmalıdır.

1.3.Araştırmanın Önemi

Bu çalışmada girişimlerin gerçekleştirilmesi için gereken finansman ve uygun kaynakların sağlanması en önemli unsur olarak ele alınmıştır. Faydalı alternatif kaynaklara ulaşmak ve elde etmek girişimleri hayata geçirmek kadar önemlidir. Bunu başarmak için tüm alternatif kaynakların dijital girişimcilik finansmanının (kitle fonlaması ve yeni gelişmeler platform finansmanı modeller “ilk coin arzlar ve menkul kıymet tokni”) bilincinde olunmalı ve karşılaştırarak değerlendirmeye

sunulmalıdır. Kitle fonlamanın bilgi asimetrisi, ahlaki tehlike ve temsilci maliyetleri araştırılmıştır. Toplanan farklı dijital girişimcilik finansmanı veya kitle fonlaması modellerine ilişkin verilerle ilgili bilgiler potansiyel girişimciler ve politika yapıcılar için faydalı olabilir. Halihazırda çok az sayıda yayınlanmış dijital girişimcilik finansmanı veya kitle fonlaması akademik çalışması bulunmaktadır. Ayrıca Türkiye'de dijital girişimcilik finansmanı (ilk coin arzları ve menkul kıymet tokeni) hakkında bir araştırma sağlayan bulunmamaktadır.

1.4. Araştırmanın Yöntemi

Çalışmanın yöntemi olarak teorik araştırma, tanımlayıcı araştırma ve kavramsal analiz yöntemleri kullanılmıştır. Genel olarak bir literatür taraması yapılacak ve kaynak toplanmaya çalışılacaktır. Bu çalışmamızda da literatür tarama süreci ortak ve yerleşik yönergelerin takibi araştırılacaktır. İnceleme süreci; üç aşamadan (planlama-seçim, çıkarma ve yürütme) oluşur ve birkaç adım içerir. Bu konuyla ilgili kaynaklar incelenmiş, problem tespit edilmiş ve çözüm önerileri hakkında araştırılan kaynaklarda eksik olan kısımlar belirlenmiştir. Girişimciliğin finansmanında kaynak edinme yöntemleri farklılık gösterdiği için çalışmamızın konusu olan alternatif yollar incelenmiştir.

İKİNCİ BÖLÜM

2. DİJİTAL GİRİŞİMCİLİK FİNANSMANI

2.1.Kitle Fonlaması

Yeni fikirlerin yenilikçi projelerin ve dinamik değişimlerin dünyasında yaşamaktayız. 21. yüzyılda yeni ve yenilikçi projeler ekonomilerimizin ekonomik büyümesini ve sürdürülebilirliğini artırmaktadır. Bu yenilikler çoğu zaman o kadar cesaretlidir ki girişim sermayesi banka kredileri veya melek yatırımcılar gibi ortak yollarla finansman bulmaları zordur (Asfour, 2019). Modern çağda işlerini tasarlamak geliştirmek ve desteklemek isteyen girişimciler ve proje yaratıcıları fikirlerini finanse etmek için girişim sermayesine, birikmiş kazançlara, bankalardan ve diğer finans kuruluşlarından alınan kredilere güvenme olanağına sahiptir. Ancak tüm bu alternatifler özellikle küçük ve mikro işletmeler için girişimcilik açısından bazı zorluklar ve sorunları ortaya çıkarabilmektedir (Genç, 2021). Genellikle projelerine daha düşük bir finansal yükümlülük olasılığı ile devam etmelerine yardımcı olacak alternatif finansman kaynakları aramaktadırlar. En iyi örneklerden biri kitle fonlaması ve yeni gelişmelerin platform finansmanı modelleridir (Ingham ve Assadi, 2016: 38-44). Kitle fonlamasının hedefi girişimcilerin projelerini gerçekleştirmek için internet üzerinden açık bir çağrı yapılarak ulaşılan çok sayıda insanın küçük miktardaki katkıları ile gereksinim duyulan parayı toplamaktır. Kitle fonlama çevrimiçi platformların kurulması ile hayat bulan alternatif finansman yöntemlerinden birini teşkil etmektedir. Girişimcilerin tüm dünyadaki projeleri için yatırımcı bulmalarına olanak sağlar; çünkü kitle fonlaması belirli bir coğrafi bölgeyle sınırlı değildir. İlke her bölgedeki girişimcileri ve yatırımcıları bir birine bağlayabilen dünya çapında bir ağ tarafından desteklenmektedir (Sohn, 2018). Tüm kitle fonlaması ve yeni gelişmeler platform finansmanı modeller (ilk coin arzları ve menkul kıymet tokeni) süreçleri genellikle yüksek düzeyde iş esnekliği içeren kitle fonlaması web sitelerinde (platformlarda) uygulanmaktadır (Nisar vd., 2020: 358). Alternatif finansman ekonomilerimizin gerçekten önemli bir parçası haline gelmektedir. Bu nedenle segmentin bireysel yatırımcılar için daha güvenilir olabilmesi için daha fazla politika yapıcı düzenlemeye ihtiyaç vardır. Birkaç yıldır alternatif proje finansmanı yöntemlerinin dinamik gelişimini gözlemlenmiştir. Özellikle küçük işletmelerde sermaye arayanların sayısı giderek artmaktadır (Fettahoğlu ve Khusayan, 2017: 503).

Sosyal değişimleri, teknik yenilikleri, kültürel ve ticari girişimleri finanse etmenin yeni perspektiflerine yönlendirmektedir. Geleneksel finans kurumlarının konumu zayıflamaktadır. Alternatif finans hedefi tüketicilere kredi sağlamak yeni kurulan işletmeleri finanse etmek ve KOBİ sektörüne sermaye sağlayan finans piyasasının yenilikçi bir sektördür. Daha geniş anlamda alternatif finansman ekonomilerini canlandırmak, hayır kampanyalarını veya sosyal açıdan önemli faaliyetleri finanse etmek için kullanılmaktadır (Saxton, 2016: 1769). Girişimciler pazarın artan talep ve artan beklentilerinin yanı sıra pazarın ve çevrenin doğurduğu beklentileri karşılayabilmek için daha iyi, modern ve risksiz çözümler arayarak gelişmeye çalışmaktadırlar. Her yerde rekabetin olması varlık sahiplerini sürekli olarak rekabet avantajı olan kaynakları aramaya zorlamaktadır. Yukarıdakilerle ilgili olarak işletmeler sürekli olarak yeni fırsatlar aramaya ve bu da genellikle yüksek mali harcamalar yapmayı doğurur (Genç, 2021). Üstlenilen projeler kuruluşun kendi kaynakları diğer kuruluşlarla iş birliğinden elde edilen fonlar veya internet topluluğu yani kitle fonlaması gibi çeşitli kaynaklardan finanse edilebilmektedir. Alternatif finansman basitçe geleneksel finansal sistemlerin (bankalar, özel sermaye fonu, girişim sermayesi, melek yatırım ve mudarebe) ötesinde finansman elde etmenin bir yolu olarak tanımlanmaktadır. Alternatif finans 21. yüzyılda esas olarak internet'deki patlama, yeni teknolojiler ve yenilikler nedeniyle önemli ölçüde ortaya çıkmaktadır. Alternatif finans ayrıca işletme kurucularına internet üzerinden potansiyel fon sağlayıcılarla doğrudan bağlantı kurma konusunda benzersiz fırsatlar (çevrimiçi platformlar ve web siteleri) sağlamaktadır. Bağış bazlı kitle fonlaması, hisse bazlı kitle fonlaması, ödül bazlı kitle fonlaması, eşlar arası kredi ve yeni gelişmeler platform finansmanı modelleridir (Moritz ve Block, 2013:68).

Kitle fonlaması ve yeni gelişmeler platform finansmanı modelleri (ilk coin arzları ve menkul kıymet tokeni) alternatif finansman sağlamanın yeni bir yöntemidir. Genellikle yenilikçi olan ticari kültürel veya sosyal projelerin bireysel kurucularının çoğu zaman gelecekteki ürünler veya stoklar karşılığında birçok kişi için finansman talep etmelerine olanak tanıyan girişimlerdir (Özer, 2020). Kitle fonlaması projeleri küçük sanat projelerinden geleneksel girişim sermayesi yatırımlarına alternatif olarak yüz binlerce başlangıç sermayesi fonu arayan girişimcilere kadar hem amaç hem de boyut olarak önemli ölçüde değişebilir (Parhankangas vd., 2018). Potansiyel yatırımcıların bireysel sosyal sponsorların ve yeni girişimler için bir sermaye kaynağı olarak teşvik etmeyi amaçlayan kitle fonlamasının işleyişi hakkında bilgileri teşvik eden büyük ölçekli faaliyetlerinin ilgisine rağmen bilgi asimetresi ve dolayısıyla deneyim eksikliği vardır (Aldeholm, 2019).

Kitle fonlaması iki temel unsuru içerir: Biri kitle ve başka fon ihtiyacıdır. Bu yeni finansman yöntemine "kitle fonlaması" denir; ve "Kickstarter" adlı ünlü kitle fonlaması web sitelerinden birine göre kitle fonlaması yeni fikirlerin ve küçük işletmelerin büyümesine ve belirli bir proje için bireysel destekçilerden geri bildirim almasına yardımcı olan girişimcilik finansmanındaki yeni alternatiftir (Babina, 2020). Bir finansman biçimi olarak kitle fonlaması ve yeni gelişmeler platform finansmanı

modelleri son on yılda çok daha yaygın hale gelmektedir. En yaygın kitle fonlaması ve yeni gelişmeler platform finansmanı modeli yöntemi bireylerin veya profesyonel yatırımcıların tüketicilere ve küçük işletmelere borç para verdiği kitle kredisidir. Sermaye arayanlar için ise kitle kredisiz borçlanma için alternatif bir kanaldır; yatırımcılar için kitle kredisiz borç para verme ve yatırımlarından bir getiri elde etme fırsatı sunmaktadır. Her küçük işletme sahibi ve girişimci işini kurmak, büyütmek ve desteklemek istemektedir (Özer, 2020). Bunun için kendi imkanlarıyla büyümeleri kolay olmayan ve genellikle alternatif toplama yöntemlerine dayanan sermayeye ihtiyaçları vardır. Küçük ve mikro işletmeler için banka kredisiz girişim sermayesi birikmiş kazançlar gibi olağan işletme finansmanı kaynağı elde etmek zordur. Ancak bu kaynaklar genellikle yetersizdir. Potansiyel olarak başarılı olabilecek pek çok küçük işletme finansman alamamaktadır (Liang, 2015). Mali kaynaklar genel olarak farklı kategoriye: Hisse bazlı model, eşler arası keredi model, ilk coin arzları ve menkul kıymet tokeni ayrılabilir. Kitle fonlaması ve yeni gelişmeler platform finansmanı modelleri sermaye fazlası olan bireylerden veya şirketlerden yatırım arayan diğer kişilere veya şirketlere standart finansal araçlar olmadan ekonomiye sermaye sağlamanın nispeten yeni ve hızlı büyüyen bir yöntemidir. Önceleri bankalar ve diğer finansal araçlar süreç arasında şirketlerden, aile ve halklarından fon alıp açık şirketlere ve girişimciliklere borç vermektedir. Kitle fonlamasında fonlar ve yeni gelişmeler platform finansmanı modelleri (ilk coin arzları ve menkul kıymet tokeni) geleneksel finansal araçları olmadan doğrudan fon sağlayıcı fon sahiplerine yatırılır. Fon toplama, genellikle fon toplayıcıları ve fon sağlayıcıları birbirine bağlayan bir platformda çevrimiçi olarak yapılmaktadır. Kitle fonlaması bir grup bireyin bir amaca veya hedefe küçük katkılarda bulunduğu ortak bir faaliyet örneğidir (Iftekhar vd., 2017).

Kitle fonlaması ve yeni gelişmeler platform finansmanı modelleri (ilk coin arzları ve menkul kıymet tokeni) girişimcilerin projelerini finanse etmelerine yardımcı olmak için bireylerin cömertliğinden yararlandıkları bir kitle kaynak kullanımı biçimidir. Kitle kaynak kullanımına benzer şekilde çok büyük bir nüfustan veya topluluktan gelen küçük katkılar büyük miktarlarda sermaye biriktirebilmektedir. Kitle fonlamasının temel fikri önemli sayıda insanın yaptığı nispeten küçük bir katkı yoluyla para toplamaktır. Bir girişimci internetten kullanarak belirli bir amaç için küçük fon paylaşabilecek potansiyel yatırımcılarla iletişim kurabilmektedir. İyi bir fikri olan herkes girişimci olabilir; az miktarda parası olan herkes ise yatırımcı olabilmektedir (Sadzius ve Sadzius, 2017:106).

Kitle fonlaması geleneksel finansal sisteme bir alternatif sağlayan yeni bir finansman mekanizması oluşturan projelere veya fikirlere ekonomik katkı sağlamaktadır. Kitle fonlaması ve yeni gelişmeler platform finansmanı modelleri kaynak fazlası olan acentelerin ve açığı olanların farklı tarafların birbirlerini daha hızlı ve daha güvenli bir şekilde tanımasını sağlayan dijital yeniliklerin yardımıyla doğrudan buluşabileceği bir alternatiftir. Böylelikle ilişkili maliyetleri özellikle işlem maliyetlerini büyük ölçüde düşürerek arz ve talebin daha az sürtünme noktasıyla etkileşime girmesine izin vermektedir (Parhankangas vd., 2018: 12). Yatırımcıların karşılığını alma

şekline göre uyarlanmış farklı kitle fonlaması türleri vardır. Bağış platformları karşılığında hiçbir ücret almadan fedakarca fon sağlamak için tasarlanmıştır. Diğer durumlarda fon katkısı bir kitabın alınması çalışmanın onayında teşekkür edilmesi veya bir filmde yer alınması gibi parasal olmayan bir şekilde ödüllendirilmektedir. Bu ödül ile kitle fonlama platformlarından bazıları hayırsever bir yapıya sahip olmaktan ziyade bir ürün veya hizmet için önceden ödeme yapmayı içerir; bu girişimcilerin yalnızca kendi sermayelerini riske atmak veya diğer geleneksel borçlanma biçimlerine başvurmak yerine gelecekteki müşterileri aracılığıyla kendilerini finanse etmelerini sağlamaktadır (Demiray, 2019). Finansal getiri ile kitle fonlaması olarak bilinen bu modeller yatırımcının alacaklı ortağının durumuna göre dört türe ayrılmaktadır. Eşler arası kredilendirme durumunda yatırımcılar kredinin geri ödeme koşullarını belirten ve genellikle ödünç verilen tutara bir marj ekleyen bir borçlanma aracı almaktadır. Hisse bazlı kitle fonlamasında yatırımcılar bir firmadan hisse veya iştirak alıp yatırımın karlılığını gelecekteki başarısına bağlamaktadır (Cheuk hang ve Barney, 2020: 1236).

Son zamanlarda yeni gelişmeler platform finansmanı modeli (ilk coin arzları ve menkul kıymet tokeni) çıkmış; kripto para dünyasındaki projelere fon toplarken kullanılan bir yöntemdir. Bu nedenle genel olarak finansal ürünler bu ilk coin arzları platformu üzerinde müzakere edilenler; kredi mevduat kurumlarının düzenleyicileri tarafından uygulanan genel yasal çerçevenin dışında kalmaktadır. İlk coin arzları (ICO) Bitcoin (BTC), Ethereum (ETH) ve Ripple (XRP) gibi dijital para birimleri coin olarak adlandırılmıştır (Sykes, 2018). Bir projesi olan ve projesinin başarıya ulaşacağını düşünen insanlar projelerini yapılandırmaya başlamaktadır. Bu süreçte projeler token ihraç ederek; bunları satar ve projeleri için finansman elde ederler. Ürün veya hizmet başarıya ulaşacağını düşünen yatırımcılar kripto paralarını kullanarak projeye yatırım yapmaktadır. İlk coin arzları zaman içerisinde değerini arttırabilir; ve bir dijital para çeşidi olarak kabul edilebilir. Menkul kıymet tokenleri, hisse senetleri ve tahviller gibi geleneksel menkul kıymetlerin dengi olması amaçlanan yeni bir varlık sınıfıdır. Token çıkaran şirket yapacağı arzı ilgili devlet kurumuna menkul kıymet arzı olarak kayıt ettirir (Ahmad vd., 2021).

Kitle fonlamasına dahil olan taraflar üç gruba ayrılmaktadır: Sermaye arayanlar, sermaye sağlayıcılar ve aracılar; "kitle fonlaması" terimi aslında "kitle kaynak kullanımı" teriminden gelmektedir. Bu gruba genellikle "kalabalık" denir. Nitelikli yatırımcı ve nitelikli olmayan yatırımcı kişilerden oluşmaktadır (Pierrakis ve Collins, 2012:244). Kitle fonlamasını "bağış şeklinde veya gelecekteki ürün karşılığında finansal kaynakların sağlanması veya belirli amaçlara yönelik girişimleri desteklemek için çoğunlukla internet üzerinden yapılan açık çağrı" olarak tanımlanmaktadır (Nikolaos ve Wei, 2016:33-37). Kitle fonlamasının temel bir özelliği finansmanın çok sayıda sermaye sağlayıcısından yani kalabalıktan gelmesidir. Kalabalığın yanı sıra internet ve teknoloji kitle fonlamasında önemli roller oynamaktadır. Genellikle kitle fonlaması platformları veya web siteleri olarak adlandırılan kitle fonlamasındaki aracılar, bağış toplayıcılarını ve fon

sağlayıcılarını birbirine bağlar ve araçlarını sağlar (Liang, 2015). Platformlar aracı vazifesi görmektedir; ve her iki tarafa da bilgi, iletişim ve yürütme için bir portal görevi gören standart bir süreç sunmaktadır. Girişimciler için belirli projeler sermaye toplamanın yeni bir yoludur. "Kickstarter" veya "Indiegogo" gibi kitle fonlaması platformlarından fon elde etmeye yönelik çok önemli bir adım kurucunun veya yatırımcının kişiliği ve potansiyel destekçilere sunmak istediği belirli bir ürün hakkında bir fikir oluşturma fikrinin yanı sıra fon verenler genellikle kurucuya bir ürün veya hizmetin kendisine değil; bir kişi olarak yatırım yapmaktadır (Sohn, 2018). Bu nedenle bu zorlu ekonomide rekabetçi kalabilmek için girişimciler ve potansiyel yatırımcıların birbirlerinden bir şeyler öğrenmeleri açısından önemlidir. Yeni girişimler kaynakların başarılı olmasını gerektirir. Son yıllarda kitle fonlaması ve yeni gelişmeler platform finansmanı modelleri girişimlerin girişim sermayesi veya diğer geleneksel risk yatırımı kaynakları aramaya gerek kalmadan fonları güvence altına almaları için yeni bir yol olduğunu kanıtlamaktadır (Wierzbicka, 2019: 68).

Kitle fonlaması Avrupa Komisyonu'nun 14/03/2014 tarihli tebliğinde halka hitaben açık bir davetle ilgili olarak tanımlanırken amaç belirli bir proje için mali kaynak elde etmektir. Bu davetler internet üzerinden yayınlanır ve dağıtılır; bu nedenle yalnızca belirli bir süre için geçerlidir. Kitle fonlaması, mikrofinans ve kitle kaynak kullanımı gibi kavramlardan ilham almaktadır. Ancak bu konuya adanmış web sitesi sayısının artmasıyla desteklenen benzersiz bağış toplama kategorisini temsil etmektedir. Kitle fonlamasını belirli amaçlar için girişimleri desteklemek üzere ödül veya oy hakkı karşılığı bağış şeklinde mali kaynak sağlamak için esas olarak internet üzerinden açık davet tanımlanmaktadır (Nur Onur ve Değirmenci, 2015). Sosyal medya ve uygulamaları bir iletişim aracı olarak son beş yılda yoğun bir şekilde yayılmaktadır. Yüksek internet kullanımı, akıllı telefonlar ve yazılımlar kullanıcıya sonsuz olanaklar sunmaktadır. Son yıllarda kitle fonlaması girişimci girişimlerinin başarılı olabilmesi için sermaye toplamasının yeni bir yolu olarak ortaya çıkmaktadır. Girişim sermayesi veya diğer geleneksel yatırım kaynaklarını aramak zorunda kalmadan fonları güvence altına almaktadır (Jenik vd., 2017).

Bir girişimci internet aracılığı ile belirli bir amaç doğrultusunda küçük harcamaları paylaşabilecek potansiyel yatırımcılarla iletişim kurabilmektedir. Şirketlerin ise bir aracı yoktur. Ayrıca kitle fonlamasının fon elde etmek için yeni bir mekanizma, kamuya açık koleksiyonlardan, bağışlardan ve diğer geleneksel biçimlerden ayırt edilmesini sağlayan belirli özelliklerle ayırt edilebilmektedir. İlk özellik sermayenin artırılmasının bir sonucu olarak her zaman kayıtlı bir biçimde yani (Information and Communications Technology) çözümleri kullanılarak yapılan nakit transferidir (Ying vd., 2019). Kitle fonlaması projesinin amacı açıkça tanımlanmış ve fonların tahsisi ve harcamalarının etkileri açıkça tanımlanmıştır. Kitle fonlaması herhangi bir devlet kurumunun onayını gerektirmez ve kişisel ticari veya kamusal amaçlarla yürütülebilmektedir. Kitle fonlamasının bir parçası olarak sermaye artırma koşulları, bürokratik kısıtlamaların olmaması nedeniyle alıcıya faydalıdır ve ortalama vatandaşın kullanımına sunmaktadır. Diğer bir özellik mevcut geniş mesaj

alıcıları topluluğudur. Bunu da başka bir özellik izler ve proje desteğine erişimde herhangi bir kısıtlama oluşturmaz. Proje desteği olasılığı işaretlenmemiş bir muhabata hitaben açık bir şekilde sunulmaktadır. Kitle fonlamasını ayıran son önemli özellik finansal destek sağlamak için bir getiri faydasının ortaya çıkmasıdır (Parhankangas vd., 2018: 9).

Kitle fonlaması ve yeni gelişmeler platform finansmanı modelleri (ilk coin araları ve menkul kıymet tokeni) herhangi çevrimiçi platform veya cep telefonu aracılığıyla bir birey veya kuruluş havuzuna talepte bulunarak sermaye sağlama mekanizmasını tanımlamaktadır. Basit fikirler çok sayıda insan küçük bireysel katkılarla geleneksel finansal kuruluşların katılımı olmadan diğer bireyleri ve projeleri finanse etmek için büyük miktarlarda para toplayabilmektedir (Pierrakis ve Collins, 2012: 248). Kitle finansmanı ve yeni gelişmeler platform finansmanı modelleri çok sayıda kişi veya kuruluştan elde edilen küçük miktarlardaki paranın çevrimiçi web tabanlı aracılığıyla bir proje, iş, kişisel kredi veya diğer finansman ihtiyaçları için fon toplamak amacıyla kullanılmasını tanımlayan genel bir terimdir (Kurt ve Aven, 2019). Kitle fonlaması bir projeyi, bir işi veya kişisel krediyi ve çevrimiçi bir web sitesi üzerinden diğer ihtiyaçları finanse etmek için çok sayıda kişi veya kuruluştan elde edilen 50 sent ile 100.000 ABD Doları arasında değişen küçük miktarlarda paranın kullanımını tanımlayan genel bir terimdir (Jenik vd., 2017). Kitle fonlaması platformları bağış toplayanlar ve kalabalık gruplar arasında etkileşimi sağlayan web siteleridir. Platform üzerinden mali taahhütler verilebilir ve tahsil edilebilmektedir. Kitle fonlaması işletmelerin veya diğer kuruluşların birden çok kişiden bağış veya yatırım şeklinde para toplaması için (tipik olarak yaklaşık 1.000 ABD Doları ile 1 milyon ABD Doları) internet etkin bir yoldur. Modern kitle fonlamasının ortaya çıkışı on yıldan daha eski bir tarihe dayanmaktadır. Ancak çeşitli kitle fonlaması kampanyaları için özel bir platformun kullanımı yalnızca son yıllarda ilgi görmüştür (Ying vd., 2019). Kavramın kendisi yeni olmaktan uzaktır; ve ilk günlerinden beri insan kültürüne yerleşmiş, tarihsel ve esas olarak hayırsever bağış kampanyaları alanındadır (Tolsma, 2016). Kitle fonlaması girişimleri veya küçük firmaları finanse etme uygulaması veya Facebook, Twitter, LinkedIn ve diğer özel bloglar gibi çevrimiçi sosyal medyayı kullanan çok sayıda insandan küçük miktarlarda para toplayan proje olarak tanımlanabilir. Büyüme ve gelişme için sermayesi olmayan girişimci firmaları finanse etmek piyasaya dayalı bir yaklaşımdır. Bu aynı zamanda sosyal kredi olarak da bilinir (Palomäki, 2019).

Özet olarak kitle fonlaması ve yeni gelişmeler platform finansmanı modelleri genellikle interneti kullanan bir iş projesine finansman sağlamak çok sayıda insanın her birine küçük miktarlarda para vermesi uygulaması olarak tanımlanmaktadır. Sermaye oluşumunun bu yeni biçimi büyük ölçüde zanaatkarların girişimcilerin ve erken aşamadaki işletmelerin fon bulmada karşılaştıkları zorluklar nedeniyle 2008 mali krizinin ardından organize bir şekilde ortaya çıkmıştır. Geleneksel bankaların borç verme konusunda daha az istekli olmasıyla girişimciler başka yerlerde sermaye aramaya başlamıştır. Kitle fonlaması arkadaşlar ve aile tarafından geleneksel finansmanın çevrimiçi bir uzantısı olarak başlamıştır. Topluluklar üyeleri ne iş fikirlerini finanse etmek için para

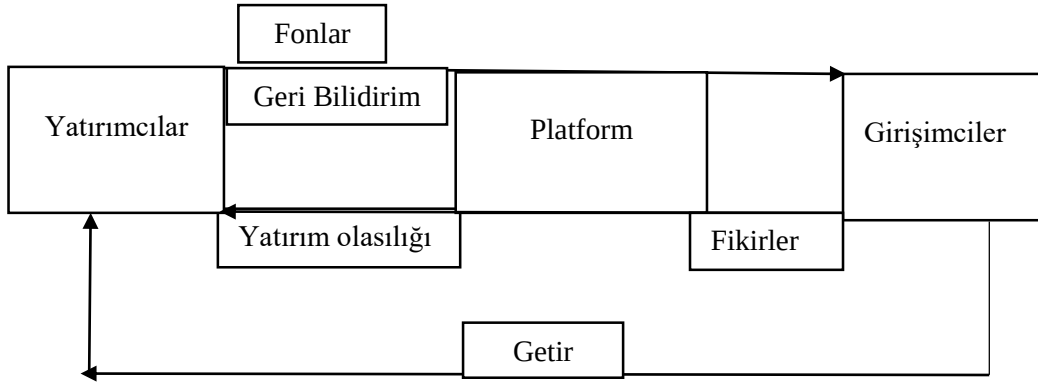
toplamıştır. On yıldan kısa bir süre içinde Avustralya, İngiltere, Hollanda, İtalya ve ABD de dahil olmak üzere bir dizi gelişmiş ekonomide kitle fonlaması ilgi görmektedir. Bu heyecan verici fenomen, gelişmiş dünyaya yayılıyor ve şimdi gelişmekte olan dünyada da büyük ilgi görmektedir (Sebla Uzuntepe, 2018).

2012 yılının Nisan ayında başkan Barack Obama, iş başlangıçlarımıza hızlı başlangıç (iş) yasasını imzalamıştır. Kitle fonlaması tasarısı olarak da bilinen JOBS yasası küçük işletmeler üzerindeki düzenleme yüklerini azaltmayı hedefleyip öz sermaye kitle fonlamasını yasallaştırmıştır. Buna, girişimcilerin para topladıklarını duyurmalarını engelleyen genel talep yasağının kaldırılması da dahildir. JOBS yasası 2012 yılının Nisan ayında yürürlüğe girmiş olsa da menkul kıymetler borsası komisyonu hem yatırımcıların hem de girişimcilerin korunmasını sağlamak için düzenleme belirleme sürecindedir (Cai, 2018). Kitle fonlaması hakkında bazı konular genel olarak açıklama gerektirmektedir.

Alternatif finansman yöntemi olarak kitle fonlaması yönteminin işlerlik kazanabilmesi ve bu sistem sebebi ile yatırımcıların mağdur olmaması adına ihtiyaç duyulan kişi ve kurumlar bulunmaktadır. Aşağıda kitle fonlamasının aktörleri tek tek detaylı bir şekilde incelenmektedir.

Şekil 1'e göre kitle fonlamasının ekosistemi temel bölümden fon arayanlardan veya girişimcilerden, fon sağlayanlar ve dijital platformundan oluşur. Fon arayanlar veya işletmeler geliştirdikleri yeni fikirleri sonucunda üretecekleri hizmeti veya ürünü gerçekleştirmek için finansal kaynaklara ihtiyaç duyan girişimciler, fon sağlayanlar veya yatırımcılar; girişimcilerin hedeflerini projelerini hayata geçirmelerine yardımcı olacak sermayelerinin toplanmasına destek veren yatırımcı veya bağışçı gruptur. İnternet platformu ise fon arayanlar ve girişimciler ile fon sağlayacak olan yatırımcının bulunduğu internet tabanlı web sitesidir (Adhikary vd., 2018). Tüm ilgili tarafların hedefleri bu sistemde farklılık gösterebilir. Fon arayan girişimciler temel olarak ihtiyaç duyacakları finansmanı sağlamayı amaçlarken planladıkları hizmet ve ürünün tanıtımını ve potansiyel müşteri olarak görülen kişiler tarafından takdir dönüşlerini de görmek isterler. Girişimciler için bu yöntemle bu mecrada tanıtım yapmak ürünlerinin galasını yapmak olarak da görülebilir. Girişimciler için bu tanıtım ve fon arama projelerine yatırımcıların farklı fikirleri ve katkılarıyla daha da gelişim gösterebilir. Bu sisteme dahil olan fon sağlayıcılar ise ödül, bağış veya mali getiri gibi birbirinden farklı amaçları bulunmaktadır. Kitle fonlamasının sistemindeki web siteleri ise sadece ilgili iş fikrinin gerçekleşmesine aracılık etmeyecek; aynı zamanda bu işlem sayesinde önceden belirlenmiş bir komisyon oranına ulaşacaktır (Jenik vd., 2017). Kitle fonlamasının ilk etabı girişimcinin fon talebinde bulunmasıdır. Zira hayata geçirmek istediği projeleri için yeterli fon bulamamaktadır. Bu yüzden kitle fonlaması platformuna müracaat ederler. Başvurusu platform tarafından incelenmeye alıp incelendikten sonra olumlu cevap alınırsa 60 gün süren bir kampanya başlangıcı olabilir.

Şekil 1: Kitle Fonlamanın Aktörleri



Kendisine tanımlanan bu süre içerisinde hedeflediği sermaye ulaşması gerekmektedir. Burada girişimcilerinin hazırladığı kampanya büyük önem arz eder. Zira kampanyası boyunca projesi için yaptığı tanıtımlar ne kadar kapsamlı olursa yatırımcının da ilgisini aynı orantıda çekebilir. Kampanya sonucunda hedeflediği fon tutarına ulaşırsa kampanyası başarılı kabul edilir ve aksine hedeflerine ulaşamazsa kampanya başarısız sayılır ve fon veya sermaye yatırımcılara iade edilir. Fon sağlayan ve arayanlar arasındaki iletişim çevrimiçi olarak gerçekleşir (Demiray, 2019). Kitle fonlaması platformu aracı rolünü üstlenir. Aracı işlem için bir ücret alır. Bu tavsiye komisyonu genellikle toplanan miktarın bir yüzdesi olarak tanımlanmaktadır. Fon sağlayanlar kitle fonlamanın türüne bağlı olarak parasal veya parasal olmayan bir değerlendirme alırlar. Kampanya terimi bundan sonra kitle fonlaması platformlarındaki projelerin finansman aşamasını tanımlamak için kullanılacaktır. Kitle fonlamanın temel fikri önemli sayıda insanın yaptığı nispeten küçük bir katkı yoluyla para toplamaktır (Sebla Uzuntepe, 2018).

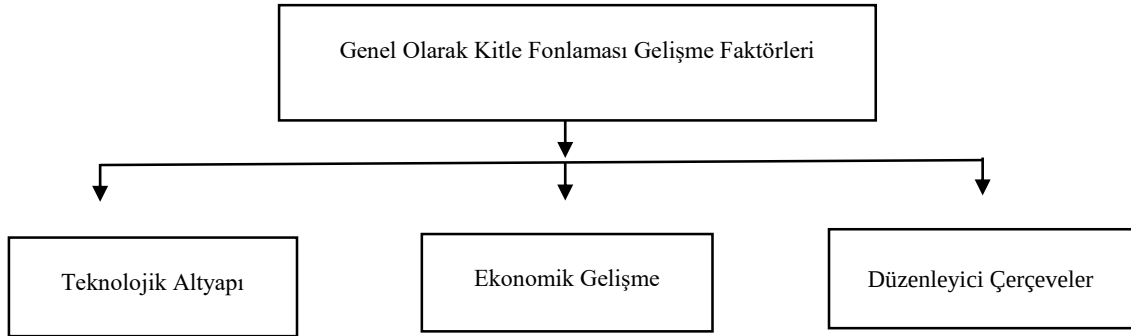
- İnternet platformu: Bu nedenle web sitesi sağlayıcıları kitle fonlaması olgusunda çok önemli ve merkezi bir rol oynamaktadırlar. Kurucuların projelerini çok sayıda potansiyel destekçiye sunmalarına imkan tanıyan teknoloji omurgasını sağlarlar. Ayrıca yorum bölümü de proje güncelleme yetenekleri ve e-posta alışverişi gibi özellikler aracılığıyla kurucu ve destekçiler (hem potansiyel hem de gerçek) arasındaki iletişimi kolaylaştırır. Web sitesi sağlayıcıları kurucu ve destekleyici arasındaki bağlantıyı verimli hale getirmeyi amaçlamaktadır. Facebook ve Twitter gibi sosyal web siteleri bağlantıları destekçilerin sosyal ağlarındaki projeyi kolayca tanıtımlarına olanak tanır. Web sitesi sağlayıcıları, gizlilik ve güvenli ödeme işlemi desteği sağlayan üçüncü taraf ödeme işlemi yeteneklerini entegre etmektedir. Bu sebeple web sitesi sağlayıcıları aracı, düzenleyici, kural uygulayıcı ve dağıtım kanalı olarak hareket edebilir (Beaulieu, 2015: 14).
- Fon arayanlar: Fon almak için bir kitle fonlaması web sitesinde fikirlerini yayınlayan kişileri temsil etmek için "kurucu" terimini kullanmaktadır. Finansman arayan bireyler çok çeşitli

geçmişlere sahiptir ve çok çeşitli hedefleri vardır. Fon arayanların kitle fonlaması ekosistemindeki rolü, bir ürün veya projeyi hayal etmek ve ardından fikirlerini bir kitle fonlaması web sitesi aracılığıyla destekleyici adaylara açık ve ikna edici bir şekilde sunmaktır. Kurucular kampanya süresince bilgiye erişimi erişilebilir ve şeffaf olarak kontrol ederler. Sermayeyi artırmaya ek olarak, kurucular bir fikri pazarlamak, gelecekteki fonlara maruz kalmak, doğrulama sağlamak ve destekçilerle açık iletişim ve iş birliğini teşvik ederek ilişkiler kurmak için kitle fonlamasını kullanabilirler (world bank, 2013).

- Fon sağlayanlar: Kitle fonlaması ekosistemi için aynı derecede önemli olan kitle fonlaması yapılan projelerin destekçileridir. Destekleyicinin rolü sadece para katkısında bulunmanın ötesine geçer; aynı zamanda piyasayı test etmede ve neyin iyi bir fikir olduğu ve bir konseptin takip edilmeye değer olup olmadığı konusunda yargı sağlamada rol oynarlar. Destekçiler bir proje hakkında bilgi yayarak parasal olarak veya sosyal medya ve kendi kişisel ağlarını kullanarak katkıda bulunabilirler (Africa, 2016).

Kitle fonlaması gelişme faktörleri; literatür taramasına göre bir ülkenin kitle fonlaması ekosisteminin analiz etmek için ilgili özellikler belirlenmiştir. Şekil 2’de literatürden belirlenen en önemli temsili faktörleri şunlardır; Mevcut teknolojik altyapı, ekonomik gelişme ve kitle fonlaması faaliyetlerini çevreleyen düzenleyici çerçevedir (world bank, 2013).

Şekil 2: Kitle Fonlaması Gelişme Faktörleri



- Teknolojik altyapı: Literatürde bir kitle fonlaması ekosisteminin kolaylaştırmada en büyük faktör teknolojik faktör olarak tanımlanmıştır. Sosyal medya kullanıcıları ve internet kullanıcıları başarılı bir kitle fonlaması ekosisteminin geliştirilebilmesinde önemli rolleri kolaylaştıran faktör olarak belirlenmektedir (Vries, 2019). Bilgi ve iletişim teknolojisinin yaygın olarak benimsenmesi milyonlarca yatırımcıya ulaşma altyapısını sağlamıştır. Bireylerin güvenilir geniş bant internet veya mobil veri ağlarına erişimi olmalıdır. Yatırımcılar ve girişimciler arasında süregelen iletişimi kolaylaştıracak ve iş yaşam döngüsünü sistematik hale getirecek ve kolaylaştıracak araçlar da kullanılmalı ve serbestçe çalışmasına izin verilmelidir. Yatırımcılar arasında çevrimiçi etkileşime izin veren,

başlangıçta karşılıklı bağlantısı olmayan kitle fonlaması ekosisteminin üyeleri arasında güven ağları oluşturan, teknolojinin etkin olduğu sosyal ağların genel sosyal kabulüdür (Africa, 2016).

- Ekonomik gelişme: Bir ulusun ekonomik gelişme düzeyi o ülkedeki hane halklarından ve tüketicilerden yapılan harcamaların genel zenginliğini ve kullanılabilirliğini temsil eder. Bir ülkenin zenginliğini ölçmek için satın alma gücü paritesi ile birlikte kişi başına gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH) ekonomik ölçüsü kullanılır. Bir ülkenin toplam ekonomik üretiminin toplam ölçüsü aracılığıyla temel bir genel bakış sağlamaktadır. Kişi başına düşen GSYİH ölçülen dönem boyunca ekonomi tarafından üretilen tüm mal ve hizmetlerin piyasa değerini temsil eder. İlgili olmayan döviz kuru değişiklikleri karşılaştırmaları bozmamasını sağlarken, ülkeler arasındaki ekonomik üretkenliği ve yaşam standartlarını karşılaştırdığından SAGP kişi başına GSYİH hesaplamasında ek olarak hesaba katılmıştır. Pek çok ülkede kalkınma göstergesi, sosyoekonomik veriler ile diğer verilerin ülkeler arası karşılaştırmalarını sağlamasında payda olarak kişi başına GSYİH'yi kullanır. Toplam ekonomik kalkınma seviyesi aynı zamanda sosyal refah ölçütlerini de kapsar. Nüfus büyüklüğü ve kentleşme oranları bir ulusun kalkınma seviyesinin iyi ölçütleri olarak tanımlanmıştır. Nüfus büyüklüğü KOBİ'lerin kitle fonlaması yoluyla ulaşip hedefleyebilecekleri potansiyel yerel pazar da geniş bir ölçü görevi görür (Vries, 2019).
- Düzenleyici yapı: Kitle fonlamasının finansal unsurlarla ilgili olduğu düşünüldüğünde, ilgili kişilerin emniyet ve güvenliğini sağlamak için alınması gereken önlemler vardır. Düzenlemeler güvenli ve güvenilir bir kitle fonlaması ortamı yaratmada büyük rol oynamaktadır. Teknolojide ve internette ilerleyen şeffaflık hız ve ölçeği kullanan düzenleyici bir çerçeve erken dönem fonlama pazarlarına sunulabilir. Kitle fonlaması durumunda, düzenleyicilerin yatırımcıyı korumasını yeniden düşünmesi önemlidir. İnternetin ve sosyal ağın yükselişi ile de kullanılabilir. Yatırımcıları korumak kritik derecede önemlidir çünkü kitle fonlamasında sahtekarlık dolaşırsa piyasa çökecek ve KOBİ finansman potansiyeli geçersiz hale gelecektir. Düzenlemelerin yanı sıra eğitim ve öğretim yoluyla ihtiyatlı yatırımcı koruması sağlanırken sermaye oluşumunu kolaylaştıran düzenlenmiş bir pazar yeri: Düzenleyiciler yatırımcılara çevrimdışı bir dünyada yapabileceklerinden daha iyi koruma sağlayarak hisse senedi ve borç temelli kitle fonlamasından yararlanabilirler. Çevrimiçi sermaye oluşumunu sunmak hem girişimcilerin hem de yatırımcıların bu çevrimiçi platformlarda yaptıklarını asla mümkün olmayacak şekillerde izleme ve raporlama fırsatı verir. Ayrıca kampanyaların gerçek zamanlı izlenmesi ve ek titizlik için kalabalığın gücünden yararlanılabilir (Vries, 2019).

Kitle Fonlaması yönteminin bulunduğu değişik teorileri vardır. Bunlardan belli başlı olanları aşağıda sıralanacaktır.

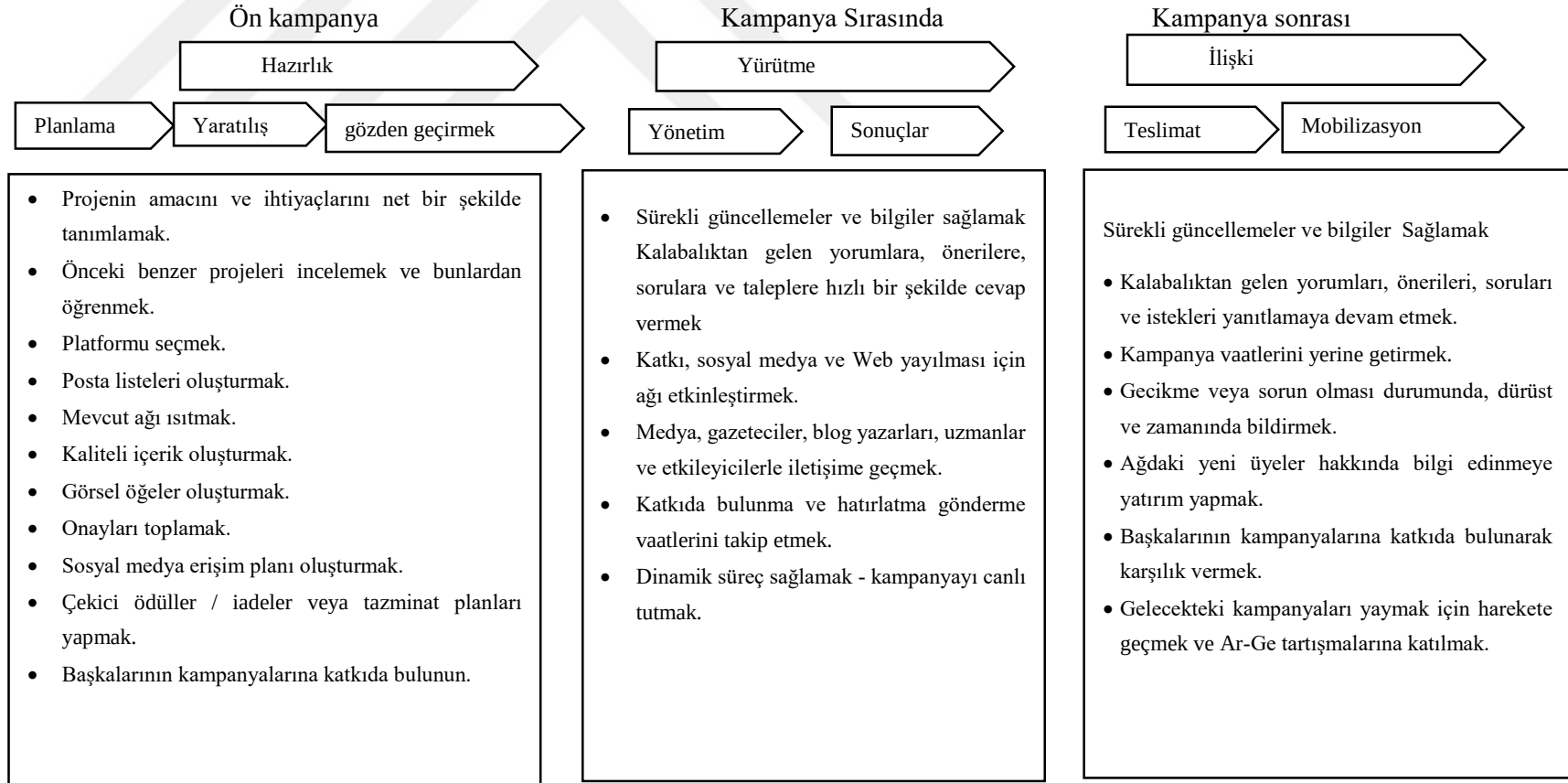
- Kitle fonlaması: Yeni girişimcilik finansmanı kapsamına giren web tabanlı bir finansal yaklaşımdır. Yetersiz teminat nedeniyle ticari bankalardan finansman alamayan veya bankaların kredi stratejileriyle uyuşmayan girişimlerin ve firmaların finansman ihtiyaçlarını karşılamak için sosyal medya ve bilgi teknolojilerini kullanır. Web 2.0'ın geliştirilmesi ülkeler arasında kitle fonlamasının gelişmesinde, yayılmasında ve büyümesinde etkili olmuştur (Demiray, 2019).
- Sosyal ağ teorisi: İnsan davranışını ve işlem akışını anlamada sosyal yapıların, sosyal ilişkilerin ve grup bağlarının gücüne vurgu yapar. Kavram sosyal psikoloji ve sosyolojiden yararlanmıştır ve 1980'lerde sosyal davranış bilimlerinde yaygınlaşmıştır. İnternet teknolojisinin doğuşu ve Web 2.0'ın gelişimi topluma sosyal sermayeyi (karşılıklılık, güven ve iş birliği ile akan finansal ve kültürel sermaye) akıtmak için sosyal ağların kullanımına ek bir ivme kazandırmıştır. Sosyal yapılar ve sosyal ağlar sosyal sermayenin hareketini etkilediği ve işe alma, fiyatlandırma, üretkenlik ve yenilik gibi ekonomik sonuçları etkilediği için, kitle fonlaması teknolojisinin gelişimi ve yayılması için bir temel olarak düşünülebilir (Adhikary vd., 2018: 34).
- Bilgi teorisi: Bir finansal işlemde yer alan taraflar arasındaki gizli bilginin derecesinin dengesizlikle sonuçlandığını vurgulayan bilgi asimetrisi teorisidir. Bir taraf diğerlerine göre daha üstün bilgiye sahip olduğunda, piyasalar bir dengesizlik noktasına ulaşma eğilimindedir ve en uç durumda finansal işlemin ortadan kalkmasına neden olur. Bilgi asimetrisi problemini azaltmak için Spence (1973) bir tarafın diğer tarafa bazı ilgili bilgileri vermesi bunun genellikle daha yüksek bir fiyat sunarak finansal işlemleri gerçekleştirme sinyali olarak hizmet ettiğini belirten sinyal teorisi örneğidir. Kitle fonlaması girişimci firmalar için web tabanlı bir finansal araç olduğundan, bilgi vermenin kalitesi fonların başarısını belirleme eğilimindedir (Adhikary vd., 2018: 56).
- Kurumlar teorisi: Temel önermesi kurumsal verimliliklerin oportünizmi sınırlandırması ve finansal yenilik için alan açması dolayısıyla yatırım için teşvikleri artırmasıdır. Diğer bir deyişle iyi tanımlanmış bir kurumsal çerçeve yatırımın işlem maliyetlerini azaltarak sermaye akışını desteklemesidir. Bu teoride kurumlar yatırım ve büyüme için kayganlaştırmacı görevi gören yasal, ekonomik ve politik organlara atıfta bulunur. Ayrıca yatırımcıların sermaye sağlama konusundaki istek ve algılarını etkileyen gelenek, görenek ve görenek gibi gayri resmi davranış normlarını da içerir. Özellikle kitle fonlaması, ticari bankaların girişimlerinin finansman ihtiyaçlarını karşılama konusundaki zayıflıkları nedeniyle ortaya çıkan internet tabanlı bir finansal araçtır (Adhikary vd., 2018: 66).

Şekil 3'e göre kitle fonlaması hızlı veya kısa vadeli bir faaliyet değildir; birden çok aşamayı, farklı faaliyetleri ve odaklanmayı gerektiren bir süreci içerir. Bu sürecin daha önceki bir kavramsallaştırılması yatırım öncesi ve sonrası dahil olmak üzere destekçilerle ilgili iki aşama belirlenmiştir (world bank, 2013). Ön yatırım durum tespiti çabalarını ve ilgili motivasyonlara dayalı yatırım kararı vermeyi içerir. Yatırım sonrası aşama destekçilerin sonraki aşamalarda değer katan

faaliyetlerde ya da ek yatırımlarda bir projeye ek katılımıyla ilgilidir. Bir bağış toplama perspektifinden daha önceki kavramsallaştırma kampanyadan önce, kampanya sırasında ve sonrasında basitçe tanımlanan üç aşamaya atıfta bulunmaktadır (Kirby ve Worner, 2014). Ortaya çıkan ek bilgileri dikkate alarak son yıllarda daha önceki kavramsallaştırmaya karşılık gelirken, bazı ek netlik sağlayan yedi farklı aşamayı içeren daha ayrıntılı bir süreç modeli önermektedir (Demiray, 2019). Şekil 3'te üç temel aşamayı ve bunların alt aşamalarını gösterirken bağış toplayıcıların bu aşamalarda gerçekleştirmesi gereken ilgili faaliyetleri sıralanmıştır.



Şekil 3: Kitle Fonlamasının Aşamaları



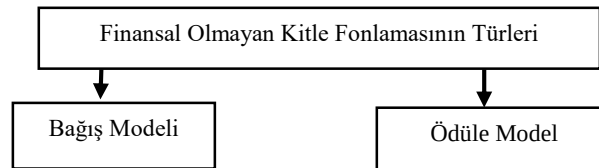
Kaynak: Shneor vd., 2020

2.2.Kitle Fonlamasının Türleri

Kitle fonlaması hala nispeten yenilenip gelişen bir olgudur ve sürekli olarak da yenilenmektedir. Çeşitliliği nedeniyle kitle fonlaması, teşvikler ve fonun geri dönüş türü açısından farklı kategorilere ayrılmaktadır. Belleflamme vd. (2015) kitle fonlaması platformlarını (i) yatırım (kredi ve hisse) temelli platformlar ve (ii) ödül ve bağış temelli platformlar olan iki geniş sınıfa ayırmaktadır. Sınıflandırma genel olarak kitle fonlamasında da işe yarar (Palomäki ve Henri, 2019). Finansa (yatırım) dayalı kitle fonlamasında sermaye sağlayıcıları bir yatırım yapar ve parasal fayda beklenir. Örneğin finanse edilen şirketin hisseleri veya yatırılan sermaye için faiz getirisi umulur. Yatırım hisseye telif haklarına dayalı veya kredilendirmeye dayalı olabilmektedir. Ödüle ve bağışa dayalı kitle fonlamasında fon verenler parasal fayda beklememektedir. Bunun yerine fon verenler iyi bir amacı desteklemek veya bir ürün elde etmek için sermaye sağlamaktadır (Bernardino ve Santos, 2020: 6).

Kitle fonlaması bireysel yatırımcıların hisse, borç ve token gibi varlık sınıflarına yatırım yapmasını sağlar. Daha önce bu varlık sınıflarına küçük bir yatırım portföyüyle kolayca erişilememekteydi. Yatırımcılar için eşler arası kredi, hisse bazlı kitle, ilk coin arzları ve menkul kıymet tokeni fonlaması aslında tamamen yeni bir alternatif finansal yatırım aracı yaratmaktadır. Eşler arası kredilendirme yalnızca bireysel yatırımcılar için değil; aynı zamanda profesyonel yatırımcılar için de ilgi çekici getiri ve portföy çeşitliliği sunabileceğinden yeni bir alternatif varlık sınıfı olarak da adlandırılmıştır (Palomäki, 2019). Kitle fonlamasını proje organizatörleri girişimciler ve yeni başlayanlar için para toplamanın yeni bir yolu olarak temsil etmek mümkündür (Çonkar ve Canbaz, 2018: 144). Kitle fonlaması projeleri ve kar amacı gütmeyen projeler (non profit) farklı kategorilerde sınıflandırılabilir. İlk kategori fon sağlayıcıların bir kampanyada yatırımcı olduğu ve parasal fayda görebilecekleri öz sermayeye telif esaslı ve kredilendirmeye dayalı şirketleri içerir. İkinci kategoride ise fon verenler parasal tazminat beklemezler. Bir ürün elde ettikleri veya söz konusu amacı destekledikleri için bir kampanyayı finanse etmektedirler (Vries, 2019). Genel bir çerçevede kâr amacı gütmeyen projelerin daha çok bağış ve ödül bazlı kitle fonlaması türlerinden yararlandığı görülmektedir. Şekil 4’te bağış temelli ve ödül temelli kitle fonlaması modelleri ise finansal olmayan kitle fonlaması modelleri göstermektedir.

Şekil 4: Finansal Olmayan Kitle Fonlamasının Türleri

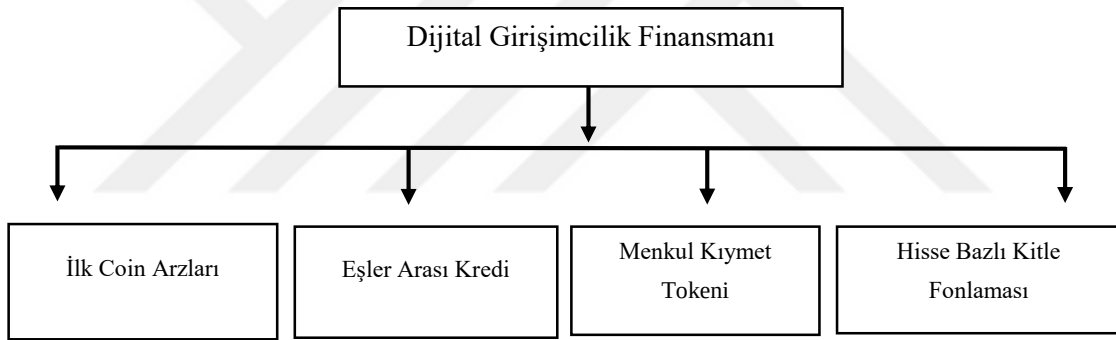


- **Bağış modeli:** Bu modeldeki destekler hastalara, aynı zamanda sanatsal projelere, sporlara, kültürel etkinliklere veya sosyal kampanyalardır. Geleneksel bir bağış modelinde katılımcılar ödüllendirilmez, değiştirilmiş (sponsor) bir modelde destek için CD'ler veya kitaplar gibi maddi ödüller alırlar. Bağış kitle fonlaması modeli destekçilerin yapmış oldukları fonlama için doğrudan bir ödül beklemedikleri bir türdür. Bağış sosyal sorumluluk projeleri savaş sonrası yaraların sarılması, yoksullukla mücadele gibi girişimlerin desteklenmesi veya film, doğal afet sonucu meydana gelen hasarın onarımı, müzik albümü, yeni bir ürün veya video oyunu geliştirmek üzere toplanan fonlardır. Bağışa dayalı kitle fonlaması bir projeyi finanse etmenin en basit yoludur ve insanlara tazminatsız para vermektedir (Çonkar ve Canbaz, 2018). Projelerin çoğu sosyal toplumsal veya kültürel niteliktedir. Kanada'daki British Columbia Üniversitesi tarafından yapılan bir araştırmada insanların paralarının iyi harcandığını bildiklerinde özellikle mutlu oldukları görülmektedir. Bu nedenle kitle fonlaması ideal bir yoldur çünkü kitle fonlaması projeleri her zaman belirli bir hedefi gerçekleştirmeyi hedefler önemli olan projenin arkasındaki kişilerin bağışçılarıyla iletişim kurmaya devam edecek olmasıdır. Bir yandan "verme sevincini" sürdürmek diğer yandan da gelecekteki potansiyel projeler için güven oluşturmaktadır (Nur Onur ve Öznur, 2015).
- **Ödüle modeli:** Bu tür finansman halen geliştirilmekte olan bir ürünün proje finansmanında yaygın olarak kullanılır. Finansör için bir tazminat biçimi ürünü ön sipariş etme veya bittiğinde gönderilmiş ürünü alma hakkıdır. Destekçilerin inandıkları bir hedef için girişimcilere destek oldukları ve fonlama süreci başarılı olursa ödül aldıkları fonlama türü ödül bazlı kitlesel fonlama olarak adlandırılmaktadır. Bu finansman biçiminin başka avantajı ise alternatif bir pazar araştırması olmasıdır. Yatırımcılar yatırım yapmak istemiyorlarsa ürün veya projeyle ilgilenmemektedir. Bir girişimci pazarlama stratejini ve hatta ürününü değiştirmek isteyebilir. Ayrıca yatırım yapmak isteyen yatırımcılar ürünün geliştirme aşamasında bazen ücretsiz danışman olarak hizmet verebilmektedir (Mackey, 2015: 16). Fiziksel ürünlerle ilgili bir dezavantaj yatırımcı tazminatını karşılamak için ürününün nakliyesi, paketlenmesi ve üretimi ile ilgili birçok maliyetin olmasıdır. Kitle fonlaması platformlarında yayınlanan projelere yatırım yapan kişiler genellikle destekleri için ödüllendirilir. Bu durumda projelerini web sitesinde yayınlayan kişiler (kurucular), destekçilerini (fon verenleri) ödüllendirmeye söz verirler (Çonkar ve Canbaz, 2018). Bu ödüller mali değildir. Genellikle fon veren projeyle zaten ilgili bir alanda olduğu için destekler. Çoğu zaman kurucular bu ilgiyle doğrudan ilgili olan ödüller ve genellikle ikramiye şeklinde teklif ederler. Örneğin albüm kaydetmek için para toplayan bir grup destekleri karşılığında hayranlarına CD'ler, konser biletleri, özel konserler ve diğer güzellikleri sunmaktadır (Brochado ve Santos, 2016: 76).

Bu model özellikle yeni ürün veya hizmetleri test etmek isteyen şirketler için ilgi çekici olmaktadır. Projeyi bir kitlesel fonlama sitesinde yayınlayarak en popüler web sitelerinin sahip olduğu hatırı sayılır maruziyetten yararlanırlar. Erken benimseyenleri yani ürünü denemeyen kullanıcıları ve aynı zamanda bu konuda en bilgili olanları seçeceklerdir. Ürünler kullanıcılar için yeterince cazipse potansiyel olarak avantajlı olabilir ve projeyi finanse etmek için ürünü daha da tanıtabilir. Aksine ürün kullanıcılar tarafından iyi karşılanmazsa proje finanse edilemeyecek ve çok düşük bir maliyetle ders öğrenilmiş olacaktır. Şirketler ürünün ön satışını sunarak ürünün piyasaya çıkması durumunda tüketicilerin ödemek isteyeceği fiyatı da çıkarabilirler (Şahap, 2020).

Şekil 5'te dijital girişimcilik finansmanı (kitle fonlaması) sektöründeki yeni ana finansal model göstermektedir. Eşler arası kredi, hisse bazlı kitle fonlaması, ilk coin arzları ve menkul kıymet tokeni fon sağlayanların bir miktar finansal getiri beklediği finansal kitle fonlaması modelleri olarak görülebilir.

Şekil 5: Dijital Girişimcilik Finansmanı



2.2.1. Hisse Bazlı Kitle Fonlaması

İlk çevrimiçi hisse bazlı kitle fonlaması platformu 2008'de Fransa'da kurulduğundan beri hisse bazlı kitle fonlaması erken aşamadaki girişimler için bir hisse bazlı mekanizma olarak dünya çapında hızla yer edinmiştir. Sermaye bazlı piyasa araçlarına kitle fonlamasında yatırımcılar yatırımları karşılığında fonlama ile yapılmak istenen projeyi gerçekleştirmek için kurulmuş veya kurulacak bir şirkette pay sahibi olurlar; (hisse bazlı kitle fonlaması) veya bu şirket tarafından ihraç edilmiş hisse dışında sermaye piyasası araçlarına sahip olurlar. Girişimler büyüme ve genişleme için fon toplamaya olanak tanır ve bazı girişimler diğerleri başarısız olmasına rağmen hisse bazlı kitle fonlaması kampanyalarından sonra gerçekten güçlü bir büyümeye ulaşırlar (Hornuf ve Schwienbacher, 2018: 59). Bu (i) katkıda bulunanın kitle fonlamasının yapıldığı şirkette uygun yatırımcı veya hissedar haline geldiği ve (ii) her katkının şirketteki iştirakleri veya hisseleri satın almak için kullanılabileceği anlamına gelmektedir (Wierzbicka, 2019: 59). Hisse bazlı kitle fonlaması katkıda bulunanların para verdikleri şirketin gerçek ortağı olmalarını sağlayan tek kitle

fonlaması planıdır. Hisse bazlı kitle fonlaması platformunun kullanımıyla ihraççı şirkete iş modelini sunup, böylece yatırımcılar bu şirketin yeni ortağı olmanın karlılığını değerlendirebilir. Platforma ve yürürlükteki mevzuata bağlı olarak bu kitle fonlaması kampanyasına yalnızca belirli sermaye gereksinimlerine sahip yatırımcıların katkıda bulunması mümkün olabilir. Bu tutar, ihraççı şirketlere verilen sermaye payını fiilen temsil edecektir (Mamonov ve Malaga, 2017: 6).

Bununla birlikte şirket elde edilen katılımda oy hakkı olmaması gibi bazı sınırlamalar getirebileceğinden yeni gelen yatırımcı her zaman tam teşekküllü bir ortak olarak kabul edilmez. Bir hisse bazlı kitle fonlamasının kampanyasını başlatmak şirketin mali yapısı üzerinde olası etkilerle birlikte şirketin tüzüklerinde ve esas sözleşmesinde değişiklik yapılmasını gerektirir. Aslında şirketin şu unsurlara karar vermesi gerekir: (i) Abonelik için teklif edilecek şirket sermayesinin yüzdesi ve (ii) şirkete ortak olmak için yatırılması gereken asgari katılımdır. Bu kararlar yeni pay ihracı ve benzeri yukarıda belirtilen şirket tüzüğü ve esas sözleşme değişiklikleri hakkında olağanüstü genel kurul toplantısına oy verilmesini içerir (Demiray, 2019). Başarılı bir hisse bazlı kitle fonlaması kampanyasının sonunda şirketin mali yapısı şirketin öz sermayesindeki artış dikkate alınarak değiştirilecektir. Ayrıca bir hisse bazlı kitle fonlaması kampanyası “ön para” olarak tanımlanan şirket değerlendirmesini de içerir. Bu şirketin başarılı bir hisse bazlı kitle fonlaması kampanyasından elde edilen fonları almadan önceki değeridir. Yatırımcılara şirketin değeri hakkında önceden bir fikir vermek için kullanılır ayrıca şirket yöneticileri tarafından hisse primini tanımlamak için kullanılır. Bunun yanında hissenin nominal değeri ile fiyatı arasındaki farkla temsil edilir. Başka bir deyişle şirketin payları için aldığı nominal değeri aşan değerdir. Hisse bazlı kitle fonlamasını bu kadar yenilikçi yapan şey halk arzları gibi hisse verilmesini içeren diğer geleneksel finansman yöntemlerine kıyasla internet ve çevrimiçi platformların kullanımının fon toplamanın işlem maliyetlerini düşürmesidir. Bu sabit maliyetler küçük şirketlerin hisselerinin halka arzının önündeki geleneksel engeldir (Shneor vd., 2020). Buna ek olarak hisse bazlı kitle fonlaması pahalı izahname şartı olmaksızın genel kamuoyundan talepte bulunulmasına izin verilmeyen ülkelerde bulunan şirketler için geleneksel finansman yollarına uygun bir alternatif olabilir. İnternet kullanımı şirketin geleneksel finansman biçimine özgü bölgesel sınırlamaların üstesinden gelmesine izin vererek, dünyanın her yerinden yatırımcılara ulaşma imkanı verir. Göreceli olarak düşük kullanım maliyeti nedeniyle hisse bazlı kitle fonlaması Avrupa komisyonu tarafından “KOBİ'lerin finansman açığını” doldurma ve bu şirketlerin firma yaşam döngüsü içinde yükselmelerine yardımcı olma potansiyeli açısından değer olarak belirtilmiştir. Bugün itibarıyla bu tanım en gelişmiş ülkeler tarafından paylaşılmış; bu nedenle bu yenilikçi finansal araca özel düzenlemeler getirilmeye başlanmıştır. Aşağıda açıklandığı gibi hisse bazlı kitle fonlaması yatırımıyla bağlantılı üç ana risk vardır: Dolandırıcılık, başarısızlık ve likidite azlığıdır (Dolatabadi vd., 2021). Hisse bazlı kitle fonlaması aslında halka arzın ifşa maliyetlerini karşılayamayan küçük ve orta ölçekli işletmelere yapılan yatırımlarla ilgilidir. Yanıt olarak hisse bazlı kitle fonlaması düzenlemesiyle ilgili iki ana sorun vardır; erken aşamadaki girişimler için düşük maliyetlerin düşük maliyetlerle birleştirilmesi yüksek

yatırımcı korumasıdır. Bu her düzenleyicinin tüm potansiyelini açığa çıkarmasına izin vermek için hisse bazlı kitle fonlaması lehine kesmesi gereken gordian düğümü olacaktır (Furnari, 2018).

Hisse bazlı kitle fonlaması yatırım karşılığında bir dizi yatırımcıya işletmedeki bir hisseyi satmak ile oluşmaktadır. Hisse bazlı girişim sermayesi ve melek yatırımın gelişmekte olan şirketlerde uzun süredir rol oynamasıyla öz sermaye finansmanının varlığı iyi bilinmektedir. Kurumsal finansmanın siber alana kayması son yıllarda görülen paradigma değişikliği ve kolektif sermaye oluşumunun dijital alana kayması yeni yollar açmaktadır (Walthoff, Borm vd., 2018: 320). Hisse bazlı kitle fonlaması erken aşamada kaynak bulma ve genç yenilikçi girişimler için finansman açığını kapatma fırsatı sunar. Bunlarda finansal yenilikler ve sermaye piyasaları çalışmıyor olsa bile Start-up'ların fon bulmasının kapılarını açıyor. Küresel ekonomik krizin ardından iş melekleri ve girişim sermayedarları yatırım faaliyetlerini artırıp tercihleri daha sonraki yatırımlara kaydırabilirler. Bu eğilim uluslararası literatürde araştırma için yeni yönler açarak öz sermaye temelli finansmanın sunduğu fırsatları ve güncelliği vurgulamıştır. Hisse bazlı kitle fonlaması (ECF) büyük zorluklar doğuracaktır. Hisse bazlı kitle fonlaması çok sayıda yatırımcıyı çekme umuduyla hisse senetlerinin satışı için çevrimiçi açık çağrılar yayınlayan girişimcilerden oluşur. Çağrılar ve yatırımlar yasal arka plan ön inceleme ve finansal işlemlerin ele alınması gibi araçlar sağlayan çevrimiçi platformlar aracılığıyla gerçekleştirilir. Hisse bazlı kitle fonlaması yatırımcıların şirkette hisse veya hisse benzeri bir anlaşmada (kar paylaşımı gibi) hisse edindiği modeldir (Beebe, 2020). Hisse bazlı kitle fonlaması menkul kıymetlerin satışını içerir ve bu nedenle ülkenin yasal ortamından önemli ölçüde etkilenir. Geleneksel banka finansmanı ve kitle fonlaması arasındaki seçimi ikincisi; piyasa geri bildirimi, ürün doğrulama ve topluluk etkileri gibi finansal faydaları sunar. Eksik bilgi ve ahlaki tehlike şirketlerin mevcut kitle fonlaması iş modelleri arasındaki seçimini de etkilemektedir. Hisse bazlı kitle fonlaması ile bağışa dayalı kitle fonlaması söz konusu olduğunda yatırımcılar için şirketlerin gelecekteki nakit akışı oluşturma kapasitesinin yanı sıra finansal getirisi de önemlidir. Ödüle dayalı kitle fonlamasında destekçiler fikrin sürahisinin önceden satın alınan ürünü oluşturup sunamayacağına bakma eğilimindedir. Büyük ölçekli projeler için kampanya başlatan şirketler hisse bazlı kitle fonlamasını tercih ederken yatırımcılar da uzun vadeli kâr önemserler. Buna karşılık yüksek meblağ gerektiren kampanyalarda ödüle dayalı kitle fonlaması ile minimum eşiğin elde edilmesi zor olabilir. Bu nedenle bu format genellikle daha küçük değerli yüksek kaliteli projeler için tercih edilir. Bir ürün geniş müşteri kitlesine ulaşabiliyorsa ön alımları mümkün kılan ödüle dayalı kitle fonlaması tercih edilirken özel ürünler için kâr paylaşımına dayalı modeller tercih edilmektedir (Yasar, 2021).

Tarihsel olarak gayrimenkul geliştiricileri ve yeni kurulan kurucular öz sermayeyi nasıl artırmabilecekleri konusunda sınırlı imkanlara sahiptirler. Kitle fonlaması geliştikçe daha fazla insanın gelen yatırımlarla anlaşmaları ve Start-up'ları finanse etmesine izin verilmektedir. Bir gayrimenkul yatırımcısı sözleşme kapsamında yatırım amaçlı gayrimenkul aldığı ve herhangi bir yasal gerekliliği yerine getirdiğinde anlaşmasını gözden geçirmek üzere bir hisse senedi kitle fonlaması

platformuna gönderebilir. Anlaşma platformun durum tespiti sürecinden geçerse bir hisse bazlı kitle fonlaması kampanyası başlatabilmektedir. Yatırımcı anlaşması için bir kitle fonlaması kampanyası düzenlediğinde yatırımcıların incelemesi ve yatırım yapması için yatırım fırsatı kitle fonlaması platformunun sitesinde listelenir. Farklı platformlardaki farklı kampanyaların farklı minimum yatırımları olacaktır (Güler, 2020). Kampanyanın bir hedef tutarı olacaktır. Yeterince yatırımcı anlaşmayı beğenir ve kampanyayı finanse ederse anlaşma finanse edilir ve gayrimenkul satın alınır. Yatırımcılar artık mülkte öz sermayeye sahip olurlar ve anlaşma yapısına göre dağıtım almaya başlarlar. Bir hisse bazlı kitle fonlaması kampanyasının bazı ayrıntıları kullanılan platforma bağlı olacaktır. Farklı platformların yayınlacakları anlaşmalar ve yatırımların nasıl ele alındığı konusunda kendi gereksinimleri vardır. Bazı kitle fonlaması platformu sadece bir çöpçatan görevi görürken diğerleri bir emanet hesabı ile birlikte bir finansman portalı sağlarlar (Hornuf vd., 2021).

Hisse bazlı kitle fonlaması, ödüllü kitle fonlaması ve bağış kitle fonlaması gibi diğer kitle fonlaması yöntemlerinden oldukça farklıdır. Model yatırımcılara finansal menkul kıymetler sunarak daha geleneksel bir sermaye artırma yöntemi sağlar. Kitle fonlaması süreci Wefunder ve StartEngine gibi özel çevrimiçi platformlarda gerçekleştirilir. Kitle fonlaması platformunun dijital doğası daha liberal ve açık bir finansman yolunu teşvik eder. Küçük bir profesyonel yatırımcı grubunun yatırımlarına dayanan erken aşamadaki şirketler için geleneksel sermaye artırma yöntemlerinden farklı olarak hisse bazlı kitle fonlaması daha geniş bir yatırımcı grubunu hedefler. Hisse bazlı kitle fonlamasının ana fikri çok sayıda yatırımcıdan küçük para (sermaye) elde ederek gerekli sermayeyi artırmaktır (Yücel, 2021). Hisse bazlı kitle fonlamasında işletmenin sahipleri kalabalığın yatırımları karşılığında girişimlerinde öz sermaye (hisse) sundukları bir hisse bazlı kitle fonlaması platformunda kampanya düzenler. Bir ön yazı işin bir yönetici özeti ve bir sunum destesi veya video gönderirler ve kalabalığın girişimlerinde eşitlik karşılığında kampanyalarına katkıda bulunmalarını isterler (UNDP, 2020). Hisse bazlı kitle fonlaması platformları hizmetleri için toplanan fonların belirli bir yüzdesini talep edebilir. Birçoğu aylık listeleme ücreti alırken bazıları ek ödeme işlem ücreti talep eder. Şirkete yatırım yaptıktan ve teklif kesinleşip tamamlandığında o şirkette hissedar olur; ve şirketin elektronik pay defterine kaydedilir. Bu tür yatırımlar uzun vadeli. Sermaye artırmak için hisse bazlı kitle fonlaması kullanan şirketler bir sonraki büyüme hedeflerine ulaşmak için fonları kullanırlar.

2.2.1.1. Hisse Bazlı Kitle Fonlamasının Avantajları

Bir hisse bazlı kitle fonlaması kampanyasına teklif verenler genellikle uygun yatırımcılar olarak tanımlanır. Katılımlarından hisse bazlı kitle fonlaması kampanyasına kadar aşağıdaki ana avantajları elde edebilirler (Furnari, 2018).

- Finansal geri dönüş: Yatırımcıları/teklif verenleri kitle fonlaması kampanyasına katılmaya sevk eden ilk neden doğrudan ve anında geri dönüş elde etmektir. Ödül kitle fonlamasında bu açıksa hisse bazlı kitle fonlamasına geri dönüş daha az olmaktadır. Ödül kitle fonlaması bunun yerine teklif sahiplerine yalnızca şirketten sembolik bir "teşekkür" alma imkanı vermekle kalmaz aynı zamanda çoğu durumda taahhüt edilen para miktarı temelinde aynı zamanda yeni kaynaklara erken erişim elde etme imkanı verir (Lindsay, 2018). Hisse bazlı kitle fonlamasında ise bunun yerine yatırımcılar şirketin abone olunan hisse sayısını elde eder. Çoğu durumda bunlar yeni başlayanların hisseleridir ve bundan dolayı yatırılan parayla karşılaştırıldığında daha yüksek finansal getiriler sağlayabilirler (Furnari, 2018).
- Bir topluluğun parçası olmak: Hisse bazlı kitle fonlamasının yatırımcıları ilgilendikleri projeleri aramak için internette özgürce gezinme olanağına sahiptirler. Bu unsur her proje etrafında bir topluluk oluşturulmasını teşvik eder. Topluluklar herkese açıktır ve tek bir üyenin bilgisinin kalabalığın içinde çoğaldığı ve “Kalabalık” olarak tanımlanan olguyu doğuran heterojen bireylerden oluşur. Sadece bir topluluğun parçası olmanın basit zevki kitle fonlaması katılımına teklif verenleri çeken bir avantajdır. Nitekim projelere veya fikirlere destek olma bilincini de kazanarak hayallerindeki ürünlerin yaratılmasına katılma olanağına sahiptirler. Ayrıca daha sonrada bir kitle fonlaması kampanyası da olabilir. Dostluk veya aile ilişkilerini sözleşmelere dönüştürmek için iyi bir fırsattır (Lindsay, 2018).
- Risk azaltma: Genel olarak başlangıç başarısızlıkları belirli teknik bilgi eksikliğinden veya sermaye eksikliğinden kaynaklanabilir. Etrafında doğan topluluklar her projede bu ihtiyaçların her ikisini de karşılama olanağına sahiptir. Bu şekilde şirketin başarısızlık riskini azaltırlar. Bu iki sorundan ilki topluluk katılımıyla çözülebilir çünkü her kampanya, belirli alanda uzman olan insanları cezbeder. Projeleri anlayabileceklerinden ve geliştirmeye yardımcı olabileceklerinden ayrıca ilgilenirler. Kitle fonlaması çok sayıda insandan küçük miktarlarda para toplanmasını teşvik eder. Nihai sonuç yatırımcıların ve teklif sahiplerinin finansal geri dönüşü ya da talep edilen ürünün alınma şansının daha yüksek olmasıdır (Korkmaz, 2020).
- Finansal faydalar: Hisse bazlı kitle fonlaması kullanımının sağladığı başka avantaj daha düşük sermaye maliyetine erişimdir. Bu en az üç nedenden dolayı ortaya çıkar. Birincisi yaratıcı projesini finanse etmek için daha istekli insanları kolayca bulabilir. İnternet gerçekten de bölgesel sınırlamaları azaltır ve dünyanın hangi bölgesinde üretilirse üretilsin insanların istedikleri bir şeyi arama olasılığını destekler (Lindsay, 2018: 10). Buna ek olarak kitle fonlaması gelecekteki hissedarlar için indirimler veya ürünün bir prototipine sahip olan ilk kişi olma olasılığı gibi diğer değerli mallarla öz sermaye satışını bir araya getirme imkanı sağlamaktadır. Bu şekilde potansiyel teklif sahiplerine olan ilgi artırılmaktadır. Bu aynı zamanda böyle bir inovasyona “ilk” erişim olanağına büyük değer veren kalabalığın “belirli bir diliminin” varlığı sayesinde de mümkündür. Erken benimseyenler olarak adlandırılanlar yani sadece o ürünü satın alma riskini üstlenen kişilerdir. Son olarak kitle fonlaması "Piyango Etkisi" sayesinde iş meleşimin girişim sermayesi tarafından sağlananlara göre daha

rekabetçi ve erişilebilir finansman biçimini temsil etmesidir. Bu varsayım 1979'da Kahneman ve Tversky tarafından geliştirilen izahname teorisinden gelmektedir. Bu teoriye göre insanlar küçük miktarlarda para kaybetme ve daha büyük paralar kazanma şansı elde etme olasılığına sahip olduklarında risk arayıcı gibi davranırlar ve karar verirler. Kitle fonlaması uygulaması ilginçtir. Start-up'lara yapılan yatırım yüksek risk içerir ancak aynı zamanda yüksek ekonomik getiriler de sağlayabilir. Bu nedenle perakende yatırımcılar küçük yatırımlar yapmaya karar verebilirler. Tersine bu durumda riskten kaçınan kapitalistler perakende yatırımcılardan daha az oldukları ve genellikle daha kesin ekonomik getiriler arayan daha yüksek miktarda para yatırdıklarından riskten kaçınırlar. Günün sonunda yine bu teoriye göre sıradan insanların girişim kapitalistlerinden çok girişimleri desteklemesi daha olasıdır. Nihai sonuç diğer finansman araçlarıyla karşılaştırıldığında kitle fonlaması sonuçları daha hızlı ve daha kolaydır. Bu özelliğinden dolayı erken aşama sermaye piyasası arzı üzerinde rekabeti artırmada da olumlu bir etkiye sahip olabilir (Furnari, 2018).

- Topluluktan sağlanan faydalar: Pazarlamada rapor elde edilebilecek ilk avantajdır. Her kampanyanın içerik oluşturucunun güncellemelerini takip eden bir topluluğu vardır. Çoğu zaman fon arayanların hedeflerine ulaşmalarına yardımcı olmak için ağlarında bu haberi yaymaya hazır hale geldiler. Kampanyanın başarısına daha fazla ilgi duydukları için şirketin başarısına yardımcı olmaya teşvik edilirler. Bu nedenle uzun vadede fon arayan için başarılı bir kampanya önemlidir. Çünkü sadece parayı değil aynı zamanda ilk müşterilerini de kazanacaktır. Bu topluluk katılımının şirkete getirdiği ikinci avantajdır. Üçüncüsü ve belki de en önemlisi piyasa doğrulamasıdır. Kitle fonlaması yoluyla finansman bir ürünün potansiyel başarısını test etme imkanı verir (Furnari, 2018). Martin'e göre topluluk kampanya sırasında girişimciye gelecekteki ürünün pazarda başarılı olmasını sağlamak için kullanılabilecek geribildirim ve yanıtlar sağlar. Bu geleneksel şekilde halka açılan bir şirketin doğrudan elde edemediği önemli avantajların olduğunu göstermektedir (Kuti vd., 2017a: 194).
- Kontrol sürdürmek: Risk sermayesi gibi diğer finansman biçimlerinin aksine kitle fonlamasında girişimcilerin yatırımcılara kontrol hakkı vermesine gerek yoktur. Valancine, Jegeleviciut S.'ye göre ihraççılar şirket kararlarını kendilerine alma hakkını elinde tutacaktır. Bu ödül kitle fonlaması için kesinlikle doğru olsa da öz sermaye biçiminde işler biraz farklıdır. Bununla birlikte hisse senedi ihraççısı ve yatırımcı sayıları arasındaki ilişki ve oy hakkı olmaksızın hisse ihraç etme imkanı sayesinde girişimci, yukarıda listelenen diğer finansman biçimleriyle karşılaştırıldığında her zaman çoğunluk kontrolünü elinde tutabilir (Kleverlaan ve de Jonge, 2016).

2.2.1.2. Hisse Bazlı Kitle Fonlamasının Riskleri

Hisse bazlı kitle fonlaması finansmanı yoluyla hem katkıda bulunanlar hem de destekçiler için dikkate alınması gereken riskleri içerir. Katkıda bulunanlar için bu riskler dolandırıcılık, başarısızlık ve piyasa likiditesizliğidir. Bu nedenle genel olarak yatırımcı ihraççıya gönderilen tüm parayı kaybetme riskini taşır. Ancak ihraççı için de bazı riskler mevcuttur. Bunlar fikrin internette yayınlanması ve yatırımcılarla ve kalabalıkla olan ilişkiye bağlı idari maliyetlerin artmasıyla ilgilidir (Kuti vd., 2017a: 196). Hisse bazlı kitle fonlamasının riskleri şunlardır:

- Dolandırıcılık riski: İnternet bir yandan ihraççıya sınırsız sayıda kişi tarafından tanınma imkanı verirken diğer yandan fiziksel temasa girmeden gerçekten çok sayıda kişiye ulaşma imkanı sayesinde dolandırıcılık yapmak için mükemmel bir zemin sunmaktadır. Agrawa göre bir hisse bazlı kitle fonlaması kampanyası tasarlarken yanlış bilgi kullanmak ve sahte sayfalar oluşturmak nispeten kolaydır. Bu fırsat hisse bazlı kitle fonlamasını, profesyonel suçlular için çekici bir hedef haline getirmektedir. Bu gerçek bir dolandırıcılığın kurbanı olma olasılığını genişletir. Bununla birlikte kesin bir durum tespiti eksikliği hisse bazlı kitle fonlaması platformunun kullanımı yoluyla dolandırıcılık riskinin azaltılması katılımcı kalabalığının bilgeliği ile telafi edilebilmektedir. Bu internetin şeffaflığı koruma yeteneği sayesinde mümkündür. Gerçekten de biri bu büyük platformların birinde sahte proje hazırlarsa kalabalığın bir üyesinin onu engelleme ve haberi tüm topluluğa yayma olasılığı daha yüksektir. İkincisi ise benzer bir eylemi yaptıktan sonra kaçması zor olmasıdır. Dolandırıcılık eylemini bilen tüm topluluk bir daha benzer bir şey yapmasına izin vermeyecektir. Yukarıda belirtilen tüm nedenlerden dolayı başarıyla sonuçlanan kampanya sayısı ile orantılı olarak çok az sayıda dolandırıcılık vakası rapor edilmiştir. Ayrıca bu vakaların çoğunda hile yapan ve tüm katkıda bulunanlar içerik oluşturucu cezalandırılırken paralarını geri almaktadır (Furnari, 2018).
- İhraççının başarısızlığı riski: Diğer bazı durumlarda platform yöneticilerinin yatırımcıları aldatmaya çalışmaya kötü davranmaya da platformun üstlenilen projeyi geliştirmede başarısız olması mümkündür. Ayrıca bu durumlarda dolandırıcılık söz konusu olduğunda yatırımcılar tarafından yapılan aboneliğin hiçbir değeri yoktur. Başarısızlık çeşitli nedenlerden olabilir ve bunlar özellikle girişimci bir Start-up olduğunda yaygındır. Çoğu zaman süreç içerik oluşturucunun beklentilerinin çok ötesine geçer. Özellikle de içerik oluşturucular toplam maliyetlerini değerlendirirken bazı hatalar yaptıklarında veya bu konuda çok az deneyime sahip olduklarında ürün inşa etmek veya tedarikçilere ulaşmak gibi lojistik konulardadır. Ancak kalabalığın sözde bilgeliği sayesinde, başarılı bir kitle fonlaması kampanyasını tamamladıktan sonra başarısız olan girişimlerin sayısı azadır. Veriler bu varsayımı doğrulamaktadır. Altfi tarafından yapılan ve financial times tarafından bildirilen bir araştırma, hisse senedi kitle fonlaması kullanan şirketlerdeki "sadece" %20'nin

başarısız olduğunu belirtmektedir. Yeni başlayanlar için gerçek başarısızlık oranının ilk iki yıldan sonra %80 ile %90 arasında olduğu düşünüldüğünde bu büyük bir sonuçtur (Korkmaz, 2020).

- İkincil piyasa riski: Hisse bazlı kitle fonlamasına ilişkin bir başka risk de likidite azlığıdır. Kitle fonlaması platformu aracılığıyla bir şirkette hisse satın aldıktan sonra alıcının bunları yeniden satamayacağı anlamına gelir. Bu riskin temel nedeni bunun gibi araçların ikincil piyasasının henüz gelişmemiş olmasıdır. Böylelikle birçok işletme hisse bazlı kitle fonlaması yoluyla elde edilen hisseler için ikincil bir pazarın büyümesini desteklemeye çalışır. Bazen katkıda bulunanlarla finanse edilen şirkette hisse alışverişi yapma imkanı vermenin temel altyapıların oluşturulmasıyla da ilgilenen aynı hisse bazlı kitle fonlaması platformudur. Dolayısıyla hisse bazlı kitle fonlaması yatırımcı bakış açısıyla diğer tüm alternatif finansman araçlarının en bilinen risklilerinden biridir (Kleverlaan ve Jonge, 2016).
- Likidite riski: Yatırım yaptığınız işteki hisselerinizi yeniden satamayacak olmanız için iyi bir şans sağlar. Borsadan farklı olarak fon portalları herhangi bir işte hisse veya hisse satın almaya izin verir ancak hisse işte değişiklik olana kadar yatırımı elde tutmak zorunda bırakmaktadır. Örneğin borsada halka arz edilmesi örnek verilebilir. Bunun gerçekleşmesi uzun yıllar alabilir veya asla gerçekleşmeyebilir. O zamana kadar para yatırıma kilitlenir. Likidite riski yatırımı adil bir fiyattan satamama ve istediğiniz zaman parayı çekememe riski doğurur. Yatırımı satmak için daha düşük bir fiyatı kabul etmek gerekebilir. Muaf piyasa yatırımları gibi bazı durumlarda yatırımın tamamının satılması mümkün olmayabilir. Kalabalık kredilendirmede likidite riski, kredileri likit olmayan ve kolayca nakde dönüştürülemeyen krediler için ikincil bir piyasa olmaması riskini ifade eder. Platformlar yatırımcıların önceden verilmiş kredileri alıp satabileceği krediler için ikincil bir piyasa düzenleyerek bu riski azaltabilir. Ancak tüm platformlar kendi pazarlarındaki krediler için ikincil bir pazar sunmazlar (Özdemir, 2020).
- Platform riski: Diğer tüm şirketler gibi bir platformun iflas etme riski her zaman vardır. Bunun nedeni yatırımcı platformun kötü yönetimi veya kredi temerrütlerinin çok yüksek olması olabilir. Bu durumda platform iflas başvurusunda bulunur ve yatırımcılar paralarını kaybetme riskiyle karşı karşıya kalabilirler (Kuti vd., 2017a).
- Bilgi eksikliği riski: Yapılan yatırım hakkında daha geleneksel yatırım ürünlerine kıyasla önemli ölçüde daha az bilgi almak olası bir durumdur. Hisse bazlı kitle fonlaması yoluyla sermaye artıran işletmelerin halka açık bir şirketle aynı miktarda bilgi sağlamaları gerekmemektedir. Teklif belgesi, yıllık mali tablolar, paranın nasıl harcandığına ilişkin yıllık güncellemeler, iş kontrolünde değişiklik ve önemli olaylarla ilgili bildirimler gibi bazı bilgileri alınacaktır (Korkmaz, 2020).
- Daha az koruma riski: Sınırlı yasal haklar bu yatırımlar bir menkul kıymetler düzenleyicisi tarafından incelenmez veya onaylanmaz. Ayrıca bir izahname veya borsa aracılığıyla satın alınmış olan aynı yasal haklara da sahip olunamaz. Yatırım tavsiyesi yoktur. Hisse bazlı kitle fonlaması portalı kayıtlı bir yatırım bayisi veya muaf piyasa bayisi tarafından işletilmedikçe

yatırımın bir yatırımcı olarak uygun olup olmadığı konusunda bilgi vermeyecektir (Jun vd., 2018:1467).

2.2.1.3. Hisse Bazlı Kitle Fonlamasının Risk Yönetimi

Aşağıdaki faktörler dikkat gerektirmektedir: (i) Girişimci tarafından yapılan iletişimden genel memnuniyet; (ii) risklerin bilinci ve (iii) fon verenin proje bilgileri hakkında bilgi sahibi olduğunu düşünmesi ve yatırım yapmak istemesi gerekir.

Platforma göre bilgi gereksinimleri, risk uyarıları ve risk yönetimi gerekmektedir. Yatırıma dayalı hisse bazlı kitle fonlaması platformdaki operatörler, yatırım riskleri hakkında bilgiler, yatırımcılar ve proje sahiplerinin ücretleri, yatırımcıların geri ödeme hüküm ve koşulları veya varsa risk yönetimi yöntemleri gibi belirli bilgileri ifşa etmekle yükümlüdür. Halkla paylaşılması gerekenlerin listesi, her ülkenin ulusal yasalarına bağlı olarak farklılık gösterir. İspanya'da örneğin platformların yatırım şirketi olmadığı bu konuda, kredi kuruluşu olmadığı ve platformlar tarafından yayınlanan projelere yatırım yapmanın riskleri olduğu yönünde uyarılar vardır. Kullanıcılar ayrıca projelerin denetime tabi olmadığı konusunda uyarılır ve yetkilendirmenin girişimci tarafından sağlanan bilgilerin aslında bir denetim otoritesi tarafından gözden geçirilmediği ve hiçbir şekilde yatırımdan önce onaylanmış bir izahname veya yatırımcı bilgilerine ilişkin şartlar teşkil etmediği anlamına gelmektedir (Yücel, 2021). Bazı yerlerde gerçekleştirilen faaliyetler, vergilendirme avantajları, yatırımcı ücretleri ve kitle fonlaması yatırımlarıyla ilgili genel riskler hakkında bilgiler bulunur (Kuti vd., 2017a: 190). Durum tespit süreci ve risk yönetimi ihraççının bilgilerinin eksiksizliğini, anlaşılabilirliğini ve tutarlılığını kontrol etmelidir ve bazı durumlarda platformların projelerin seçilmesi için önceden belirlenmiş kriterleri sağlaması gerekmektedir. İtalya'da örneğin; yatırıma dayalı bir hisse bazlı kitle fonlamasında, platform operatörleri, platformda sunulan tekliflerin seçimi için stratejilerle ilgili ayrıntılı bilgi sağlamalıdır. Buna karşılık İspanya'da platform operatörleri yasanın yatırımcılara ifşa etmesi gereken proje ile ilgili bilgilerin eksiksiz olduğunu teyit etmelidirler. Hisse bazlı kitle fonlaması yeni başlayanlar için finansman sorunlarının çözümünde giderek daha kritik bir rol oynasa da hisse bazlı kitle fonlamasının risklerini ve sorunlarını görmezden gelemeyiz. Son yıllarda bilgisayar korsanları önde gelen perakendecilerin ve şirketlerin görünüşte güvenli veri havuzlarına girme ve kredi kartı ayrıntılarını ve diğer değerli müşteri bilgilerini çalma konusunda endişe verici bir yetenek göstermişlerdir. Bilgisayar korsanlarının ve siber suçluların saldırılarına karşı savunmasız olan öz sermaye kitle fonlama portalları ve platformları için de benzer bir risk vardır (Kirby ve Worner, 2014: 45). Bir kitle fonlama portalından olası kredi kartı veya kimlik hırsızlığı dikkate alınması gereken bir risktir. Hisse bazlı kitle fonlamasındaki riskleri ve risk yönetimiyle ilgili olası bazı çözümler aşağıda tartışılmıştır.

Son olarak riski azaltmak mutlak finansal risk, toplam servete kıyasla yatırım süresi, ürün türü, ekonomik bağlam, yatırım çeşitliliği ve yatırılan miktarların bir dönüşümüdür. Tüm bu faktörler bir yatırımın başarılı olup olmayacağını belirlemede karmaşık rol oynar. Kitle fonlaması sonsuz çeşitlilik fırsatları sunarken o an ürünleri kontrol etmede yatırım ufku ve bireylerin net yatırım kapasitesi açısından yetersiz kalabilmektedir. Sektör platformların, sağlam ve geniş çapta kabul gören risk önlemlerini sağlama yükümlülüğü ile tamamlanması gereken “kitle fonlamasında nitelikli yatırımcı” unvanını geliştirmeye çalışmalıdır. Çıkar çatışmaları ve operasyonel riskler Sahipler veya belirli finansman sağlayıcıları kalabalığı finanse etmede ve kalabalığa kıyasla sistematik üstün getirisi elde etmesi için özel bilgileri kullandığında çıkar çatışmaları ortaya çıkar. Bazı platformlar ortak yatırım modelinde çalışır. Bu sayede bir yatırım fonu kalabalıkların yatırımını tamamlar veya ondan önce çekirdek sermaye şeklinde gelir. Bu platformların birçoğu potansiyel çıkar çatışmalarını zaten anlamış durumdadır. O nedenle tek bir kitle fonlaması kampanyası içinde katlı bir 50/50 kuralı (kendi fonları ile kitle fonlaması fonları arasında) izler. Çoğunlukla tek kitle fonlaması kampanyalarında doğru olsa da tüm yatırımcıların getirilerinin uzun vadede karşılaştırılması gerekir ve ek anlaşmaların çevrimdışı olarak (yani kitle fonlaması platformlarının dışında) gerçekleştirilmesini engelleyen birkaç garanti (veya yasa) vardır (Jun vd., 2018: 1468). Hisse kitle fonlaması platformu riskle başa çıkmak için önlemler alması gerekir.

- Taahhüt öncesi risk yönetimi: Proje seçimi rehin verme projesi oluşturulmadan önce fon verenlerin gerçek kişisel kredi veya hisse bilgileri ve rehin verme projesi hakkında geçerli bir giriş sunmaları gerekmektedir. Hisse bazlı kitle fonlaması platform projelerinin yüksek başarı oranını garanti etmek için uygulanan tüm projelerini doğrulayacak ve yüksek riskli projeleri reddedecektir (Jun vd., 2018: 1465).
- Fon verme sırasında risk yönetimi: Finansman kuralları proje kurulduğunda, hisse bazlı kitle fonlaması platformunu finansman sistemine uygulayarak projenin genel riskini kontrol edecektir. Finansman şeklinde iki sistem vardır; önceden belirlenmiş bir hedefe ulaşıldığında katılımcılardan para toplanır. Hedef karşılanmazsa para toplanmaz. Hepsini saklamada rehin amacına ulaşıp ulaşılmadığına bakılmaksızın tüm paralar iade edilmeden toplanır (Kirby ve Worner, 2014: 35).
- Taahhüt sonrası risk yönetimi: Bilginin ifşa edilmesiyle bir proje yeterince para taahhüt ettiyse fon verenlerin projenin en son bilgilerini güncellemeleri ve destekçilerin dikkatini çekmek için bilgileri en göze çarpan yerlere göndermeleri gerekmektedir. Fon verenler ayrıca en son bilgileri, metinleri, resimleri ve video klipleri proje topluluğundaki veya başka bir etkileşim yoluyla SNS'deki destekçilere iletebilirler (Jun vd., 2018:147).

2.2.2. Eşler Arası Kredi

Eşler arası kredi açıkça insanlığın kendisine ait bir kavramdır. Kuşkusuz para kavramının kavranmasından çok önce insanlar ilk önce eşyalarını alır almaz onları bu eşyaları kullanan diğer kişilerle paylaşma ihtiyacı duymuş ve bunları kullanmak için fikir birliği istemiştir. Dahası maddi malların ödünç verilmesi ve alınması borç verene bir yoksunluk hissi ve borçluya bir tür tazminat için manevi bir yükümlülük doğurur. Tarih boyunca toplumların ekonomik yaşamı mübadele araçları icat etmeye ve değer depolamaya doğru ilerlerken para kavramı yerleşip kredinin amacı ve yukarıda bahsedilen bir tür tazminat yükümlülüğü o noktadan sonra kolayca para birimlerine çevrilmektedir. Elbette borçlular için teşvikler o çağlarda ve bugünlerde aynı kalmaktadır (Sohn, 2018). Kaynak eksikliği öte yandan borç verenlerin güdülerini yalnızca duygusal veya insani olmaktan çıkarıp bir kâr arayışına dönüştürmüştür. Borç verme yatırım kavramına uyum sağlamaya başlamıştır. Borç verme yoluyla elde edilen bu kâr arayışı dünya çapında tüm borç verme sürecine tam anlamıyla hakim olan finansal araçların ve kurumların oluşmasına yol açmaktadır. Yukarıdaki kısa tarihsel referans eşler arası kredi vermenin “asırlık bir fikrin yeni bir bükümü” olduğu algısına yol açmaktadır (Rofiqul, 2019).

Kitle fonlaması daha yakın zamanda "P2P kredisi" olarak da bilinir. Hisse bazlı modelle birlikte bu varyant kitle yatırım olarak da adlandırılır. Bankacılık sektöründeki kriz nedeniyle bankalar kredi verme veya yeni girişimlere yatırım yapma konusunda isteksizdirler. Bu nedenle girişimciler girişimlerini finanse etmek için alternatif yollar aramalıdır (Mackey, 2015: 25). Eşler arası krediler borç finansmanı olarak kabul edilmektedir. Küçük işletmeler çevrimiçi bir platform aracılığıyla akranlarından borç para alırlar ve sermayeyi üç ila beş yılın norm olduğu sabit bir yıl içinde faizle geri öderler. Kredilendirmeye dayalı kitle fonlaması hem girişimci hem de yatırımcı için kolayca erişilebilir biçimdir; çünkü girişimci, yasal ve idari maliyetleri azaltan firmasında veya inisiyatifinde hisse satmak zorunda değildir (Klaft, 2008: 374). Faiz önceden belirlenir böylece yatırımcı tam olarak ne bekleyeceğini bilir. Bunun bir dezavantajı girişim çok başarılı olursa yatırımcının bu başarıya katılmamasıdır.

Eşler arası kredi (P2P) borç verme artık bir kitle fonlaması yöntemi olarak kabul edilmektedir. Ancak bu uygulama kitle fonlamasından önce doğmuştur (Çonkar ve Canbaz, 2018). Basitçe ifade etmek gerekirse eşler arası kredi bir kişinin başka bir bireye veya işletmeye borç vermesidir. Buna karşılık yatırımcı yatırımını geri alıp modele bağlı olarak borç veren ile borçlu arasında önceden kararlaştırılan bir faiz oranından da tazminat alır. İşletmelerin veya bireylerin ihtiyaç duyduğu miktarlar genellikle ödül temelli kitle fonlaması web sitelerini kullanan kuruculardan daha yüksektir (Nur Onur ve Öznur, 2015). Teklif edilen faiz oranları genellikle her iki taraf için de çok ilgi çekicidir. Sermayeye erişim borçlu için daha ucuzdur ve bankalar diğer finansal kuruluşlarla pazarlık yapmak yerine kalabalığın yatırım yapma hevesinden faydalanırlar. Borç verene karşılık faiz oranı

genellikle bir bankadaki bir tasarruf veya mevduat hesabının faiz oranından daha yüksektir. Yine tüm paydaşlar için kazan-kazan modelidir. Bu bazı ülkelerde çok popüler bir modeldir ve önemli derecede ciroya sahiptir (Brochado, 2016: 76).

En temel şekliyle eşler arası kredi yatırımcılar bankaları baypas edip genellikle çevrimiçi eşler arası kredi platformları aracılığıyla doğrudan borç alanlara borç verdiklerinde gerçekleşir. Borç veren daha yüksek faiz oranlarına ulaştıkça hem yatırımcı hem de borçlu fayda sağlar ve borçlu bir bankadan geçseydi teklif edilenden daha düşük faiz oranları elde ederdi. Belirtildiği üzere eşler arası kredilerin varlığı yeni bir fenomenin kendisidir. Akranlar muhtemelen para biriminin başlangıcından beri aile üyelerine ve akrabalarına borç vermiş ve borç almıştır. Bununla birlikte internet ilgisiz borçluların ve istekli kredi verenlerin birbirlerini çok daha kolay bulmalarını mümkün kılmaktadır (Adrian, 2015: 256).

Şekil 6'ya göre çevrimiçi eşler arası kredi verme (yani çevrimiçi P2P kredisi) borç alanlara küçük krediler ve borç verenlere potansiyel sabit bir gelir kaynağı sağlayarak geleneksel finansal sermayeye erişim yollarının bir tamamlayıcısı olarak ortaya çıkmıştır. Yenilikçi bir uygulama olarak çevrimiçi eşler arası kredi bireylerin finansal kurumların müdahalesi olmadan platformlar aracılığıyla doğrudan diğer kişilere borç vermesine olanak tanır (Möllenkamp, 2017). Geleneksel finans hizmetleriyle karşılaştırıldığında çevrimiçi eşler arası kredilendirme borçlulara ve çoğu durumda borç verenlere basitleştirilmiş prosedürler ile daha fazla şeffaflık ve daha iyi faiz oranları sunmaktadır. Transparency market research'e göre küresel çevrimiçi eşler arası kredi piyasası 2016'dan bu yana % 48,2'lik muazzam bir bileşik yıllık büyüme oranı ile 2024 yılına kadar 897,85 milyar dolar değerinde olacaktır. Buna göre çevrimiçi eşler arası krediler birçok araştırmacının dikkatini çekmektedir (Wu vd., 2020). Günümüzde aracılıktan çıkarma vaadi ile eşler arası kredi platformları, bankalar, banknot ticareti platformları tarafından kolaylaştırılan ikincil piyasalar, kredi verilerini analiz eden ve yatırım sürecini otomatikleştiren üçüncü taraf yatırım araçları varlık danışmanlığı firmaları dahil olmak üzere çok çeşitli araçlar tarafından sürdürülmektedir. Bu büyük yatırımcıların kredi portföylerini yönetmesine yardımcı olur ve daha büyük eşler arası kredi oluşturucu havuzunda borç verenler ve borç alanlarla eşleşen piyasa platformlarıdır. Kitle fonlaması finansmanı ve mikrofinans gibi eşler arası kredilendirmenin ortaya çıkışının kaynağı da bazen "işbirliğine dayalı finans" olarak adlandırılır. Akranlar arasında yatay olarak şeffaflık açıklık ve paylaşımdır (Möllenkamp, 2017). Eşler arası kredi gerçekten de sosyal bir pazar kullanan tüketici finansmanının aracıdır. Bu tür talep edilen finansman tedarikinde banka gibi herhangi aracı kuruluş gözetmeksizin platform aracılığıyla sağlanması gerçekleşmektedir. Morgan Stanley raporuna göre geleneksel bankacılık sektörünü alt üst edebileceği tahmin edilen küresel varyasyonlara sahip hızlı büyüyen bir finansal modeldir. Ancak şu anda kurumsal yatırımcıların yanı sıra nasıl daha çevik olunacağını öğrenmek isteyen büyük bankaların ilgisini çekmektedir. 2014 yılında borç verme kulübü ve prosper (ABD P2P platformları) üzerindeki 3 milyar doları aşan kredilerin yaklaşık % 65'i

kredilerin tamamını satın alan kurumsal yatırımcılar tarafından finanse edilmiştir. Büyük yatırımcılar arasında bankalar, hedge fonlar, iş geliştirme şirketleri ve diğerleri bulunmaktadır. Küresel eşler arası kredilendirme endüstrisi şu anda küresel borç piyasalarının boyutuna göre küçüktür ve 2014 yılında eşler arası kredi verme operatörleri tarafından sağlanan kredilerde yalnızca yaklaşık 10 milyar A \$'lıktır. Bununla birlikte İngiltere ve Amerika Birleşik Devletleri de dahil olmak üzere sektör hızla büyümektedir. Yıllık % 100'ü aşan bir büyüme gerçekleştirmiştir (We Geng, 2019).

Eşler arası kredi platformları borç verme ve borçlanma için daha düşük maliyet avantajı ile kendilerini mütevazı topluluk işlemleri olarak pazarlayabilirler. Bir İngiliz eşler arası kredi platformu olan Zopa, borç verenlere % 4,9 sunar (çoğu banka hesabı hiçbir şey ödemez) ve genellikle kişisel bir krediden % 5,6 (çoğu bankanın talep ettiği oranlarla rekabet eder) ücret almaktadır (Zhao vd., 2017: 1105). ABD'deki kredi kulübü, Hindistan'daki Faircent ve İ-lend gibi araçlar yatırım seçeneklerini değerlendirmek için kredi puanına dayalı bir model kullanan platformlardır. Eşler arası kredi başka bir yerde bulunamayacak finansmanı sağlar ve oranlar alternatiflerinden ise daha düşüktür. Perakende iş modeli sağlam bir şekilde yerleşmiş gibi görüldüğü için eşler arası kreditorleri artık kurumsal yatırımcılara özel sermaye şirketlerine ve hatta geleneksel bankaların onlar aracılığıyla borç vermesine izin vermektedir. Göstergeler yatırımcıların bazı eşler arası kredi platformlarından en güvenli kredileri satın alarak çok daha iyi getiri elde edebilecekleri ve şimdi bu tür krediler ve menkul kıymetleştirilmiş ürünler için ikincil piyasaların geliştirilmesi hakkında tartışmalar vardır. Eşler arası kredi (P2P) kredilendirme çevrimiçi hizmetler aracılığıyla bireyler arasında veya bireyler ve işletmeler arasında doğrudan kredilendirmeyi ifade eder. Çin'in ilk eşler arası kredi verme platformu Paipaidai 2007 yılından beri faaliyet göstermektedir. O zamandan bu yana eşler arası kredi verme platformlarının sayısı önemli ölçüde artmaktadır. 2011 yılı sonunda 50 operatörün aktif olduğu bildirildi ve bu rakam 2018 sonunda 1079 operatöre ulaşmıştır. Mart 2019'da eşler arası kredi çevrimiçi kredilendirme endüstrisindeki aktif kredi verenlerin sayısı ve aktif kredi alanların sayısı sırasıyla 2,29 milyon ve 2,62 milyondur. Geçen yıla göre aktif kredi verenlerin sayısında % 2,88'lik aktif kredi alanların sayısında ise % 2,42'lik bir artış göstermiştir (We Geng, 2019).

Eşler arası kredi düzenlemesinde bireyler kredilerin küçük kısımlarını finanse ederler ve borçlu krediyi geri ödediğinde anapara artı faizlerini alırlar. Borçlular eşler arası kredisini üç temel nedenden dolayı tercih etmektedir: (a) Daha düşük faiz oranları (b) daha hızlı ödeme süreleri ve (c) krediye daha fazla erişimdir. Eşler arası kredi şirketleri potansiyel borç verenleri ve borçluları bulmanın yanı sıra borçluların kimlik ve finansal ayrıntılarının doğrulanması, kredilerin fiyatlandırılması için kredi modelleri ve borçlulara müşteri hizmeti desteği gibi hizmetleri de sunmaktadır (Özer, 2020). Kredi başvurularının taranması resmi kredilendirme kurumları tarafından kullanılan kredi puanı izlenerek yapılır. Ayrıca geleneksel olarak kredi bürolarına rapor edilmeyen kendi kendine bildirilen ek bilgilere dayanır. Bir borçlunun geliri; borç-gelir oranı, kredi bürosuna

yapılan sorgulama sayısı ve diğerlerinin yanı sıra önceki kredilerde kredi ödeme performansı gibi değişkenleri kullanır. Bu temerrüt riski olmadığı anlamına gelmez. Borç verirken her zaman bir temerrüt riski vardır ancak riskin azaltılması bu şekilde gerçekleşir. Kredi notu belirli bir kredinin nasıl performans göstereceğini tahmin etmek için kullanılan borç verme platformunun geçmiş kredi performansına ve ödeme geçmişine göre belirlenir. Kredi notu bir dizi olası faiz oranını belirler. Eşler arasındaki kredi görev süresi boyunca izlenmeyi sağlar. Ayrıca tahsilat acentesinin hizmetlerini devreye sokarak yatırımcıların temerrüde düşmemesine yardımcı olur. Eşler arası kredilendirme çevrimiçi bireyler arasındaki kredileri kolaylaştırmada nispeten basit bir sistem olarak başlamıştır ancak o zamandan beri karmaşık teknoloji kurum ve yardımcı girişim ekosistemine dönüşmektedir. (Luke vd., 2015).

Şekil 6'ya göre eşler arası kredi yalnızca internette tanışmış kişiler arasında güven sağlasa da çoğunlukla güven temeline çalışır. Siteler bireysel borçluları bireysel borç verenlerle eşleştirir ve durum tespitini kolaylaştırmak için borç verenlere hem mali hem de mali olmayan bilgileri sağlar. Borçlular kredi taleplerini web sitelerinde yayınlar kendileriyle ilgili (hem kişisel hem de finansal) bilgileri paylaşır (gönüllü) ve borç verenler kredi taleplerine katkıda bulunup bulunmama kararı verirler. Her kredi her biri tam olarak finanse edilene kadar kredinin bir kısmını taahhüt eden birden fazla bireysel borç veren tarafından taahhüt edilir. Tamamen finanse edildiğinde kredi başlatılır ve kredi verenler kredi vadesine ulaşana veya borçlu temerrüde düşene kadar anapara ve faiz ödemelerinden orantılı pay alır. Web siteleri gelirlerini hem borçlulardan hem de borç verenlerden topladıkları hizmet bedelleri yoluyla elde etmektedir. Borçluların kredi taleplerine kredi verenler borçlulara neden kredi vermeleri gerektiği konusunda ikna edici örnek oluşturmak için yararlanabilecekleri bir metin açıklaması ekleme fırsatını tanınır. Ek olarak eşler arası kredi veren web sitelerinin çoğu borç alanların kredi talep ederken bir resim eklemelerine izin vermektedir (Burke, 2014).

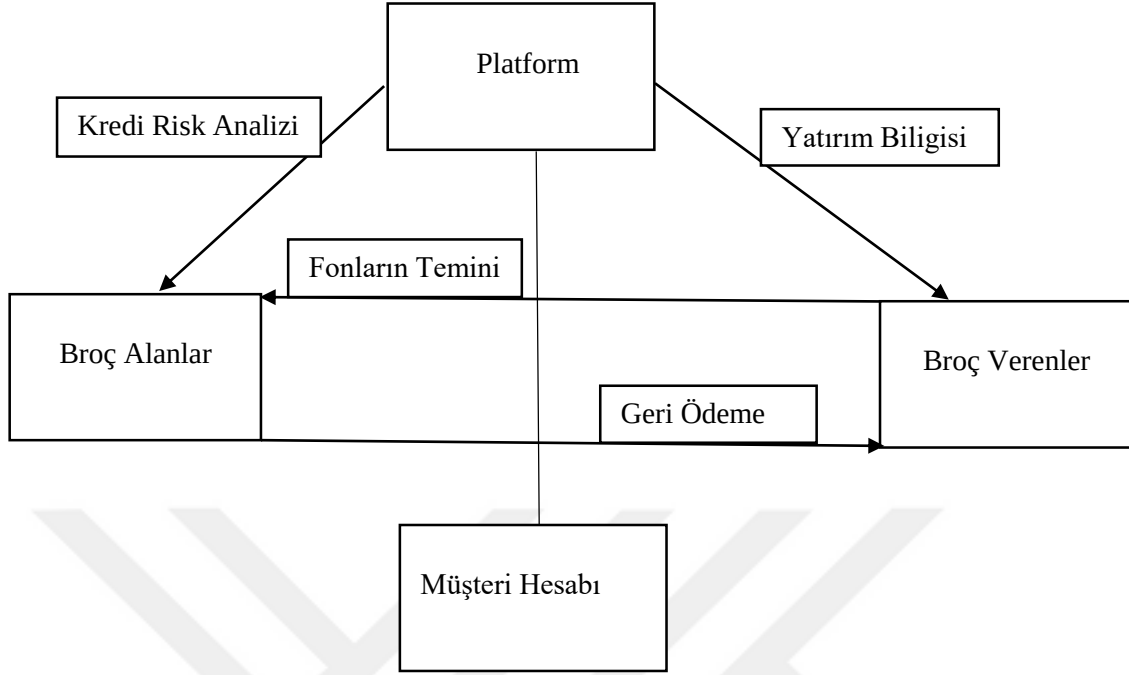
Banka veya diğer geleneksel finans kurumu gibi geleneksel bir finansal aracısından geçmektedir. Bu borç verme çeşitli farklı borç verme platformları ve kredi kontrol araçları kullanılarak eşler arası kredi veren şirketlerin web sitelerinde çevrimiçi olarak gerçekleştirilir. O nedenle böyle sitelerin genellikle mevcut finansal piyasada devrim yaratacak en büyük potansiyele sahip olduğu düşünülmektedir. Dijital teknolojinin ilerlemesi gerçekten endüstriyel ölçekte çevrimiçi finansal "eşleştirme" gerçekleştiren şirketlerin sahip olduğu elektronik platformların kullanılması yoluyla tamamen yabancılar arasında kredi anlaşmalarına izin vermektedir. Makul bir ücret karşılığında kâr elde etmeyi amaçlayan eşler arası kredi veren şirketler bireysel borçluları veya şirketleri biraz daha uzun süre para yatırmaya istekli olan tasarruf sahipleriyle eşleştirip genellikle bankalara güvendikleri tasarruflarından aldıkları düşük oranlar nedeniyle daha iyi bir dönüşle daha tatmin edici bulmaktadırlar (Kiernan vd., 2016). Banka aracısı işten çıkarılırken borç alanlar daha düşük oranlarla ücretlendirilirken, borç verenler bir bankadan veya geleneksel bir borç verenden

alacaklarından önemli ölçüde daha yüksek oranlar alırlar. Elektronik platform operatörünün (borç verme şirketi) yaptığı şey yatırımcıların potansiyel borç verenler grubuna ve potansiyel borçlu olarak borçlanma yoluyla faaliyetlerini finanse etmek isteyen bireylere dahil edilmesine izin vermektir. Bireylerin aracı olarak resmi bir finans kuruluşunu kullanmadan borç almalarını ve borç vermelerini sağlayan borç finansman yöntemidir. Eşler arası kredi verme araçları süreçten uzaklaştırır ancak aynı zamanda genel tuğla ve harç ödünç verme senaryolarından daha fazla zaman çaba ve risk içerir. Borç verenlerin avantajı kredilerinin faiz şeklinde gelir üretmesidir. Bu genellikle geleneksel yollarla (örneğin tasarruf hesapları ve CD'lerden) kazanılabilecek faiz tutarını aşabilir (Zhao vd., 2017: 1109).

Ayrıca eşler arası kredileri borçluların standart finansal araçlar tarafından başka türlü onay alamayabilecekleri finansmana erişimini sağlamaktadır. Çevrimiçi eşler arası kredi verme platformu sermaye sağlayıcıları ve kullanıcıları arasındaki bağlantıyı kolaylaştırarak aracılık hizmetleri sağlar. Kredinin icra yöntemi işlem maliyetini düşürmekte ve kreditorün daha hızlı bir onay süreci ile geleneksel kredi veren kuruluşlara göre daha az faiz talep etmesine olanak tanımaktadır. Diğer faydalar borçlunun bankadan veya tefeciden kredi ararken olduğundan daha az utanmasına izin verebilecek sürecin anonimliğini içerir. Eşler arası kredi çevrimiçi platformlar aracılığıyla bireyler arasındaki kredilerin kolaylaştırılmasını ifade eder. Bu platformlar fon toplama ve transfer etme verimliliğini ve etkinliğini artırmak için hem girişimcilerden hem de yatırımcılardan oluşan topluluklardan yararlanmada sosyal ağları kullanmaktadırlar (Cheuk hang ve Barney, 2020: 1243).

Bazı eşler arası kredi siteleri borç verenlerin faiz oranlarını belirlemesine izin verirken diğerleri geçmiş performansa ve kredi puanına göre oranları önceden ayarlar. Birçoğu hayır işleri de yaparken diğerleri kesinlikle kâr amaçlıdır. Sosyal olarak motive edilmiş siteler geliştirmekte olan ülkelerde mikro-merkez gelişimini teşvik etme eğilimindedir. Kar amaçlı siteler iç borçlulara odaklanma eğilimindedir. Ana akım borç ürünlerini kullanmak istemeyen veya bunlara erişimi olmayan kişilere teminatsız tüketici kredileri sunmaktır. Çoğunlukla internet tabanlı eşler arası kredi ödünç verme yalnızca siber uzayda tanışmış kişiler arasında güven olmasa da güven temelinde çalışır. Eşler arası kredi siteleri bireysel borçluları bireysel borç verenlerle eşleştirir. Borçlular kendileri hakkında hem kişisel hem de mali bilgileri paylaşırlar ve borç verenler kredi taleplerine katkıda bulunup bulunmayacaklarına karar verirler. Her kredi her biri tamamen finanse edilene kadar kredinin bir kısmını taahhüt eden birden fazla bireysel kredi veren tarafından taahhüt edilir. Tamamen finanse edildiğinde kredi başlatılır ve kredi verenler kredi vadesine veya borçlunun temerrüdüne ulaşıncaya kadar anapara ve faiz ödemelerinin orantılı paylarını almaktadırlar (İan, 2010: 20).

Şekil 6: Eşler Arası Kredi



Kaynak: Akyildiz, 2020

Eşler arası kredi verme platformunun ortaya çıkışı bireysel borç alanların ve yeni kurulan şirketlerin kredi vermesini büyük ölçüde kolaylaştırır. İlk olarak eşler arası kredi borç verme platformu interneti bir araç olarak kullanır; bu nedenle işlem bilgileri şeffaf ve işlem maliyetleri nispeten düşüktür. İkincisi eşler arası kredi verme platformunda borçlular sadece kişisel bilgilerini ve kredi taleplerini vererek kredi alabildikleri için eşler arası kredi verme platformu üzerinden yapılan işlemlerin geleneksel ticari bankalara göre daha verimli olduğunu göstermektedir (Zhao vd., 2017: 1106). Bununla birlikte eşler arası kredi platformunun yüksek verimliliği ve düşük maliyeti eşler arası kredi platformuna karşılık gelen riskleri de beraberinde getirir. Özellikle borçlu ile borç veren arasındaki bilgi asimetrisi, ters seçim sorununa veya ahlaki tehlike sorunlarına neden olacaktır. Örneğin borçlu borç alırken kredinin başarısı için elverişli olmayan bilgileri gizler ve kredi başarıyla verildikten sonra temerrüde yol açar (Zhao vd., 2017: 1101). Aşağıda eşler arası kredi endüstrisinin gelişimi tek tek detaylı bir şekilde incelenmektedir.

- İngiltere Mart 2005'te dünyanın ilk eşler arası kredi çevrimiçi borç verme platformu olan Zopa'yı kurmuştur. Platformun kredileri esas olarak bireylerin araba satın alması kredi kartlarını geri ödemesi ve tüketim de kullanılmıştır. Ekim 2010'da Rateetert kurulup İngiltere'de bir "rezer fonu" başlatan ilk eşler arası kredi verme platformudur. 2011 yılında İngiltere çevrimiçi fatura finansmanı platformu olan Market Invoice'u kurmuştur. İşletme

modeli bono tutan küçük ve orta ölçekli işletmelerin yatırımcıların fonlarını platform üzerinden elde edebilmesidir (Liang, 2019).

- Şubat 2006'da ABD'de ilk eşler arası kredi çevrimiçi kredi platformu Prosper kurulup; Mayıs 2007'de kişisel eğitim harcamalarındaki krediler ve tıbbi harcamalar için krediler dahil olmak üzere sadece erken aşamada kişisel kredi sağlayan kredi kulübü kurulmuştur. Borç verme kulübü, 11 Aralık 2014'te New York Borsası'na kote olup ABD borsasında listelenen dünyanın ilk eşler arası kredi verme şirketi olmuştur.
- Çin'de eşler arası kredi çevrimiçi kredi platformunun geliştirilmesi dört aşamaya ayrılabilir: İlk geliştirme dönemi (2007-2011); hızlı genişleme dönemi (2012-2013); risk salgını dönemi ve (2014-2016) politika düzenleme süresidir.

- İlk geliştirme aşaması (2007-2011): Çin Haziran 2007'de ilk eşler arası kredi platformunu kurmuş ardından maceracı yatırımcılardan bazıları diğer eşler arası kredi çevrimiçi kredi platformlarını başlatmaya başlamıştır. Bu aşamada eşler arası kredi platformunda borçlanma amacı, geri ödeme kaynağı ve borçluların teminatlarına ilişkin bir inceleme yoktur. Çin eşler arası kredi verme endüstrisi ile ilgili uygun yasalara ve düzenlemelere sahip değildir. Bu da yüksek bir kötü borç oranına yol açan eşler arası kredi ödünç verme platformudur (Liang, 2019).
- Hızlı genişleme dönemi (2012-2013): Bu aşamadaki eşler arası kredi platformu borçlunun geri ödeme kabiliyetinin ve geri ödeme istekliliğinin araştırılmasını güçleştirir. Borçlunun varlıkları ve fonları hakkında yerinde incelemeler yapar ve böylece borçlanma riskini etkili bir şekilde azaltır. Kredilendirme platformu sayısı 2012'de 161'den 2013'te 692'ye yükselmiştir (Liang, 2019).
- Risk salgını dönemi (2014-2016): Bu aşamada kapatılan ve sorunlu platformların sayısı önemli ölçüde artmıştır. Wangdaizhijia'nın verilerine göre 2016 sonunda kümülatif kapatılan ve sorunlu eşler arası kredi platformu sayısı 3.407'ye ulaşırken 2014 yılı sonunda bu sayı 395'e gerilemiştir (Liang, 2019).
- Politika düzenleme dönemi (2017-günümüz): Çin hükümeti, eşler arası kredi piyasasını düzenlemek için çok sayıda belge yayınladı ve kurumsal "1 + 3'ü" (bir önlem ve üç kılavuz) oluşturmuştur. "Bir önlem" Ağustos 2016'da yayınlanan eşler arası kredi verme platformunun niteliğinin bilgi aracısı olduğunu belirten "çevrimiçi borç verme bilgi aracı kuruluşlarının ticari faaliyetlerinin idaresine yönelik geçici tedbirler" belgesine atıfta bulunmaktadır. Ardından Çin bankacılık düzenleme komisyonu üç belge yayınlamıştır (Liang, 2019).

2.2.2.1. Eşler Arası Kredinin Avantajları

Eşler arası kredilendirme geleneksel kurumlardan alınan kredilere göre sağladığı bir dizi avantaj sayesinde yıllar içinde popülerlik kazanmıştır. İşte en iyi özelliklerden bazıları şunlardır:

- Daha düşük faiz oranları: Eşler arası kredi piyasası rekabetçidir; bu nedenle borçlular genellikle bir banka veya başka bir finans kurumundaki faiz oranlarından daha düşük faiz oranlarını güvence altına alabilir. Ayrıca işlem iki kişi arasında gerçekleşir bu nedenle tüm faiz doğrudan daha az ek yükü olan yatırımcıya gider; böylece daha düşük oranlar talep edebilirler.
- Basit ve hızlı süreç: Başvuru süreci tipik olarak birkaç dakika sürer ve ödünç alanlara seçenekler aynı hızda sunulur; ardından para günler içinde doğrudan hesaplarına yatırılabilir.
- Zayıf kredi borçluyu diskalifiye etmez: Eşler arası kredi verenler borç alanların kredi puanını dikkate alsalar ve genellikle (originally fair, isaac and company) puanlarının 600'lerin ortasında olmasını gerektirse de borçluların kredi geçmişi konusunda daha bağışlayıcı olabilirler. Borçlular muhtemelen düşük puana sahip daha yüksek faiz oranları ile karşı karşıya kalırlar, ancak başvuruları reddedilmeyebilir (Özer, 2020).
- Borç konsolidasyonu ve yeniden finansman: Borçluların yüksek kredi kartı borcu varsa, muhtemelen % 20.00'in üzerinde bir yıllık yüzde oranı ile karşı karşıya kalırlar. Daha düşük faiz oranına sahip bir eşler arası kredi, borcu kapatmak için iyi bir seçenek olabilir. Bu diğer yüksek faizli kredileri konsolide etmek veya yeniden finanse etmek istemeleri durumunda da yardımcı olabilir.
- Sabit aylık ödemeler: Eşler arası kredi geri ödeme planları tipik olarak sabit oranlara sahiptir; bu nedenle borçluların aylık ödemeleri aynı kalır ve mali durumlarını doğru bir şekilde bütçelemelerine olanak tanır.
- Ön ödeme cezası yok: Borçlular kredilerini erken ödedikleri için cezalarla karşılaşmazlar; bu da zaman içinde faiz masrafları için harcanan paradan tasarruf etmelerine yardımcı olabilir (Jahangir, 2020).

2.2.2.2. Eşler Arası Kredinin Dezavantajları

Herhangi bir finansal işlemde olduğu gibi eşler arası kredi alırken akılda tutulması gereken bazı olumsuzluklar vardır. Aşağıda eşler arası kredinin dezavantajları tek tek detaylı bir şekilde incelenmektedir.

- Borçlular için ücretler vardır: Birçok emsal kredi ürününün kredi tutarının %1 ila % 6'sı tutarında bir kredi oluşturma ücreti vardır. Bu bazen bir bankanın kişisel kredilerinden alınan ücretlerden daha yüksek olabilir.

- Faiz oranı yüksek olabilir: Bazı borç verenler daha düşük faiz oranı sunabilse de diğerleri geleneksel kaynaktan alınan kişisel krediden çok daha yüksek bir oran talep edebilir. Bu nedenle borçlular, borç alırken birden çok kaynağı araştırmalı ve dikkate almalıdır.
- Düzenleme eksikliği şunlara zarar verebilir: Eşler arası kredi şirketleri müşteri korumaları sunmaya çalışsalar da endüstrinin kendisi nispeten yenidir ve bu nedenle düzenleme eksikliğinden kaynaklanan sorunlara eğilimlidir. Bu hem borçluları hem de borç verenleri riske atabilir.
- Hizmet her yerde mevcut değildir: Tüm ülkeler eşler arası kredilendirmeye izin vermez, bu nedenle ödünç almaya karar vermeden önce iki kez kontrol edilmelidir (Jahangir, 2020).

2.2.2.3. Eşler Arası Kredinin Riskleri

Yatırım yaparken eşler arası kredi verme risklerinin farkında olunmalıdır. Borçlu faizler, anapara geri ödemelerini geciktirir veya krediyi geri ödemeyebilir. Krediyi veren kuruluş (borçluları yöneten şirket) kapanır ve yatırımları geri alamayabilir. Aşağıda eşler arası kredinin riskleri tek tek detaylı bir şekilde incelenmektedir.

- Platform riski: Platformun geçici olarak kapatılması veya kalıcı olarak varsayılan duruma gelme riski olarak tanımlanmaktadır. Bu risk özellikle borç verme platformları düşünüldüğünde önemlidir. Çünkü platform genellikle borç alanlar ve borç verenler arasındaki ödeme trafiğine bakmaktadır. Platformlar müşterilerin hesaplarını platform varlıklarından ayrı tutarak veya tüm ödeme trafiğini üçüncü bir tarafa aktararak kredi verenlerin karşılaştığı riski azaltabilirler. Bir yatırımcının yatırım yaptığı platforma sorması gereken ilk soru şudur: "Platform temerrüde düşerse kredilere ve ödeme trafiğine ne olur? Genellikle yatırımcıların portföylerinde yüzlerce veya binlerce kredi bulunmaktadır. Bu da kredi yönetiminin aracı olmadan son derece karmaşık olacağı anlamına gelir. Birçok platformun çalışmayı durdurması durumunda borç alanlardan borç verenlere ödemeleri halledecek üçüncü taraflarla anlaşmaları vardır. Örneğin Funding Circle borsa kayıt belgesinde, platformun kapatılması durumunda yedek planlar düzenlediğini bu da üçüncü bir tarafın hizmet yükümlülüklerini üstleneceği anlamına geldiğini söylemektedir (Roberto ve Flavio, 2016). Ayrıca şirket resmi bir makam tarafından düzenleniyorsa platform riski daha küçük olabilir ve bu da genellikle yatırımcı korumasını artırır. Daha uygun kitle kredisi piyasalarının birçoğunun kendi düzenleyici kurumları veya kitle fonlamasının bir yargı yetkisi vardır. Ancak özellikle kitle kredilendirmenin hala nispeten yeni bir eğilim olduğu yeni yerel kredi verme piyasalarında platformlarda herhangi bir düzenleme veya denetim olmayabilir. Herhangi bir düzenleme veya denetim yoksa veya buna ek olarak platformların özdenetim organlarında başka üyelikleri veya diğer iyi hal sertifikaları olabilir. Örneğin UK'ta P2P finans dernek üyelerin şeffaflık ve iyi davranış gibi dernek kurallarına uymasının

zorunlu olduğu eşler arası kredi verme platformlarının kendi kendini düzenleyen bir organıdır (Palomäki, 2019).

- Kredi riski: kredi riski veya temerrüt riski doğal olarak bir kredi verenin eşler arası kitle kredilendirmesinde temel risktir. Eşler arası kredi riski yatırımcının sermayesinin risk altında olduğu ve yatırımcının yatırılan sermayeyi veya planlanan faiz ödemelerini borçludan geri alamayacağı anlamına gelmektedir. Geri ödeme programında da gecikmeler olabilir ve kar beklenenden daha düşük olabilmektedir (Palomäki , 2019). Eşler arası kredi platformlar yüksek sınıf risk politikaları ve geniş bir portföy çeşitliliği ile varsayılan riski yönetebilir. Daha önce tartışılan doğru kredi sınıflandırma kabiliyetine ek olarak kredi riski birçok başka eylemle azaltılabilir. Birincisi krediler bir mülk bir kredi yaratıcısı veya bir satış faturası tarafından varlık destekli olabilmektedir. İkinci olarak bazı platformlar kredileri bir üçüncü şahıs borç tahsildarına indirimli olarak satmak için anlaşmalar düzenler. Örneğin Fellow Finance temerrüde düşen Finland kredilerinin nominal değerini % 53'ün üzerinden üçüncü bir tarafa satar. Bu da borç verenin kredi riskini sınırlar. Üçüncüsü platformlarda yatırımcıları düşük performans gösteren kredilerden korumak için bir tazminat fonu veya bir provizyon fonu olabilmektedir. Platformların kazançlarını genellikle artırılan fon miktarına göre elde ettikleri göz önüne alındığında, platformları ahlaki açıdan tehlikeli bir konuma getirir. Teorik olarak platform düşük kaliteli borçluların bir platformda para toplamasına izin vererek kendi finansallarını geçici olarak destekleyebilmektedir (Özdemir, 2020).
- Bilgi riski: Borçlu ile borç veren veya platform arasındaki asimetrik bilgi anlamına gelir. Asimetrik bilgiyi kitle kredilendirmesinin temel sorunu olarak adlandırır. Çünkü borçlu her zaman krediyi geri ödeme yeteneği ve istekliliği konusunda daha iyi bilgiye sahiptir. İlk halka arzlar veya diğer daha düzenlenmiş ve şeffaf finansman biçimleriyle karşılaştırıldığında, kitle fonlamasında bilgi riski daha yüksektir. Genellikle borçlu bilgilerinin bir kısmı kendi kendine rapor edilir ve bir kısmı da kredi büroları gibi üçüncü taraf kaynaklardan alınır. Borç verenler ve alanlar arasındaki asimetrik bilgi riskini azaltmada platformlar önemli bir role sahiptir. Genel olarak konuşursak platform borçludan ne kadar ayrıntılı bilgi alırsa, asimetrik bilgi riski o kadar düşük olabilir (Roberto ve Flaavio, 2016). Eşler arası kredi verme piyasasının anonim doğası nedeniyle borç veren ve borç alan hakkında somut bilgilerden yoksundur. Borç veren için mevcut olan tek somut bilgi borç verme platformu tarafından borçluya tahsis edilen faiz oranıdır. Bu borçlunun anonimliğini korumak içindir. Borç verenler kararlarını doğrulanmamış yumuşak bilgilere dayandırmalıdır. Bu borç verenin iyi ve kötü bir yatırımı ayırt etmek ve dolandırıcılık riskini azaltmak için gerekli özeni göstermesini gerektirir. Ayrıca bazı durumlarda bu platformların kendileri tarafından kullanılan kredi riski modellerine aşırı güvenmeyi gerektirir (Özdemir, 2020). Böyle olması eşler arası kredilendirmeyi karmaşılaştırır ve reklamı yapılan getiri oranlarını elde etmek için yatırımın sürekli olarak tetikte olmasını gerektirir. Bilgi asimetrisinin ortaya çıkardığı risk standartlaştırılmış şablonların kullanılması, borçlu hakkında daha fazla şeffaflık ve somut bilgiler, standartlaştırılmış muhasebe ve kredinin

kullanım amacının açıklanması yoluyla azaltılabilir. Hisse senedi kitlesel fonlama ile ilgili olarak ihraççının finansmanı ile ilgili şeffaflık yatırımcıya bilinçli seçimler yapmada yardımcı olabilir ve ihraççıya yatırım yapmadan önce işleri hakkında bilgi sahibi olan yatırımcıları sağlayabilir (Roberto ve Flavio, 2016).

- Yasal risk: Düzenleyici ortam ve kanunlardaki değişiklikler eşler arası kredi krediselendirme piyasasını etkileyebilir. Düzenleyici risk yatırımcılar için önemli bir risktir. Tüm piyasa hala nispeten gençtir yani düzenleme ve yasalar hala geliştirilme aşamasındadır. Düzenleyici değişiklikler genellikle yatırımcıların korunmasını iyileştirir ve piyasadaki iyi uygulamaları geliştirir. Bununla birlikte öngörülemeyen olumsuz sonuçlar da olabilir. Örneğin 2018'de Finlandiya hükümeti tüketici kredileri için maksimum faiz oranının yıllık %30 olarak belirlenmesi gerektiğini öne sürdü. Ticaret Komitesi, faiz oranını %20 olarak daha da düşürmeye çalışmaktadır. Bu değişiklik eşler arası kredi platform aracılığıyla aracılık edilen kredilerin miktarını azaltarak veya daha düşük bir getiri oranıyla yüksek riskli kredileri kabul ederek yatırımcıların getirilerini azaltıp %20'den daha yüksek oranda kredi sunan tüketici kredisi platformları üzerinde hemen bir etkiye sahip olacaktır. Avrupa çapında düzenleyici standart olmadığından, Avrupa'daki düzenleyici ortamı çeşitlidir. Dahası ulusal düzeydeki düzenlemedeki artış Avrupa düzeyinde bir düzenlemeyi daha da az olası kılmıştır. Örneğin İngiltere ve Finlandiya gibi birçok ülke kendi kanunlarını ve yönetmeliklerini oluşturmaya başlamaktadır. Avrupa kitle fonlaması ağı (2017) raporunda 11 AB ülkesinin kitle fonlaması konusunda ulusal düzeyde düzenlemeyi zaten uyguladığını belirtmektedir. Bu Avrupa kredi piyasasında farklılıklar oluşturmakta ve Avrupa içi kitle fonlaması piyasası ve düzenlemesinin eksikliği Avrupalı yatırımcıların yatırımlarını sınırlar ötesine, coğrafi olarak çeşitlendirmelerini kısıtlamaktadır (Özdemir, 2020). Ayrıca yatırımcıların korunması büyük ölçüde ülkeden ülkeye farklılık gösterdiğinden yatırımcıların risk maruziyeti Avrupa genelinde kredilere yatırım yaparken önemli ölçüde farklılık gösterebilir. İngiltere'da düzenleyici yatırımcıyı korumak için platformlardan, sermaye yeterliliği gereksinimleri ve platform arızası durumunda düzenlemeler gibi çoklu eylemler talep etmektedir. Letonya'da ise birden fazla pazar platformu da mevcuttur (Adhikary vd., 2018). Eşler arası kredi platformları İngiltere'deki varyantlarından farklı olarak herhangi bir finansal otorite tarafından düzenlenmez veya denetlenmez ve bu nedenle yatırımcılar herhangi bir yanlış işlemde veya yasadışı faaliyetten korunmazlar. Bu nedenle platform ve düzenleyici ortamla ilgili riski anlamak yatırımcıların platformların nerede bulunduğunu ve bunlar üzerinde ne tür düzenlemelerin geçerli olduğunu dikkate almaları çok önemlidir (Palomäki, 2019).
- Dolandırıcılık riski: Dolandırıcılık riski eşler arası kredi kitle fonlamasında yöntemin internet üzerinden kurgulanmış olması nedeniyle çeşitli dolandırıcılık riskleri barındırır. Borçlanmaya dayalı ve paya dayalı modellerde sadece bir internet portalı veya web sayfası olarak işletilmeleri nedeni ile yatırımcılara ilişkin karşılaşılabilecek kimlik bilgilerinin çalınması, kara para aklanması, terörizmin finanse edilmesi, taraflara ilişkin bilgilerin ve verilerin korunmasına ilişkin dolandırıcılık riskleri dışında ilave riskler de söz konusudur

(Özdemir, 2020). Eşler arası kredi kimlik hırsızlığı, kara para aklama, terörizmin finansmanı, tüketici gizliliği ve veri koruma ihlallerini içeren diğer herhangi bir kredi sağlama kurumuyla ilişkili aynı risklerden muzdariptir. Teknolojiyle ilişkili çoğu platform yalnızca bir internet portalı veya web sitesi aracılığıyla çalışmaktadır. İnternetin sunduğu içsel anonimlik nedeniyle hem eşler arası hem de hisse senedi kitle fonlama platformlarında daha yüksek bir dolandırıcılık ihtimali olduğu anlamına gelmektedir. Bu riski azaltmak için bazı platformlar, sitelerinde kredi verenlere reklam vermelerine izin vermeden önce her bir borçluyu hileli nedenler açısından manuel olarak kontrol ettiklerini bildirmektedir. Diğerleri kredileri oluşturmadan önce borçluların kimliklerini kontrol etmenin yanı sıra üçüncü şahıs bilgilerini kullanmaktadırlar (Özdemir, 2020). Bununla birlikte nispeten az sayıda kredi verenler hakkında benzer geçmiş kontrolleri yapmakta çoğu sadece onları kara para aklamayı önleme yasalarına uygun hale getirmek için gereken minimumları yapmaktadır. Yatırımla ilgili mevcut bilgi eksikliğinden dolayı hisse bazlı kitle finansmanında dolandırıcılık riski yüksek olabilir. Bu hem yatırımcı hem de ihraççı için geçerlidir. Çevrimiçi hizmetler olarak, hem hisse senedi kitle finansmanı hem de eşler arası kredi internete bağımlılıkları nedeniyle yüksek bir dolandırıcılık riskiyle karşı karşıyadır. Özellikle bireysel yatırımcılar dolandırıcılık riskini azaltacak hangi bilgileri isteyeceklerini bilemediklerinden yatırımcı korumasına ilişkin endişeleri artırmaktadır (Kirby ve Worner, 2014: 33).

- Yatırımcı deneyimsizliği riski: Diğer bir risk özellikle perakende yatırımcılar için yatırımcı deneyimsizliği riskidir. Bu risk hükümetler ve siteler aracılığıyla borç para veren bu endüstrilerin algılanan güvenilirliği ve güvenliği ve sektörlerin muaf pazarların kullanımı yoluyla büyümesine izin vermek için devam eden düzenleyici değişikliklerle artırılabilir. Daha az deneyimli perakende yatırımcıların sektörün güvenliğinin bir işareti olarak görebileceği ve bu sektöre yatırım yaparken gerekli özeni gösteremeyeceğinden eşler arası kredi kitle fonlaması lastik damgası olarak algılanabilir (Özdemir, 2020).
- Siber saldırı riski: Eşler arası kredi verme ve hisse bazlı kitle finansmanı büyük ölçüde bir internet fenomeni olduğundan, siber güvenlikle ilgili önemli riskler vardır. Bu platformun altyapısı aşırı yüklemekten kafa karıştırıcı hesaplara veya kimlik hırsızlığına kadar pek çok biçimde olabilir (Kirby ve Worner, 2014: 34). Platformun oluşturucuları bu tür siber güvenlik sorunlarını önlemek için yeterli teknik uzmanlığa sahip olduklarından emin olmaları gerekmektedir (Özdemir, 2020).

Özet olarak kendi bakış açılarından en büyük endişelerin ne olduğu sorulduğunda borç verme platformları sistemik riski ve dolandırıcılık riskini adlandırır ve artan temerrüt seviyelerinden daha büyük bir risktir. Sistemik risk büyük bir şirketteki belirli bir sorunun tüm sektöre yayıldığı hatta diğer endüstrilerde finansal piyasalarda ve genel olarak ekonomide sorunlara neden olduğu bulaşma riski anlamına gelir. Dolandırıcılık riski ve bilgi güvenliği riskleri çevrimiçi çalışırken yüksektir. Bu da anonimliği mümkün kılar ve platformları kimlik dolandırıcılığı, bilgi güvenliği ihlalleri ve kara

para aklama gibi çeşitli suçlara maruz bırakır. Faiz oranı riski faiz oranlarının dalgalanması riskini ifade eder (Özdemir, 2020). Eşler arası kredilendirme sektöründeki kredilerin çoğu sabit faizli iken nominal faiz getirileri dalgalanma göstermez. Bununla birlikte faiz oranları yükseldiğinde yatırımın değeri düşebilir ve yatırımcılar muhtemelen aynı parayı daha yüksek faiz getirisi olan bir başkasına borç vermek isteyecektir. Ayrıca platform politikalarına bağlı olarak borçlular kredileri beklenenden daha erken ödeyebilirler, bu da gelecekteki faiz ödemelerinin ödenmeyeceği anlamına gelir. Bu özellikle oranlar düşerken ilgili bir risktir. Çünkü bu senaryoda borçlular krediyi daha düşük faiz oranıyla yeniden finanse edebilirler. Platformlar borçlu için bir ön ödeme ücreti belirleyebilir ve bunu yaparak yatırımcılar bu riski azaltmak için bir tazminat alırlar (Palomäki, 2019). Yatırımcıların kredi temelli kitle fonlaması ve platformlarla ilgili riskleri doğru bir şekilde anlaması çok önemlidir. Risklerin bazıları sistemik risk gibi dışsaldır ve az çok her zaman orada olacaklardır ve bunları azaltma olanakları hem yatırımcılar hem de platformlar için sınırlıdır. Bununla birlikte çoğu risk platformların uygun eylemleriyle yönetilebilir, kontrol edilebilir ve azaltılabilir. Daha önce tartışıldığı gibi yatırımcılar yatırım yapmak için bir otomatik yatırım aracı kullanırlarsa, yapmaları gereken tek şey platformların süreçlerini derinlemesine incelemek ve farklı platformların risklerini ve getirilerini karşılaştırırken süreçlerin kalitesini değerlendirmektir. Çoğu platform opak olduğundan, genellikle platformda derinlemesine bir yatırımcının durumu tespit gerektirir. Platform şeffaflığı yatırımcıların riskleri değerlendirirken karşılaştıkları birçok sorunu çözer. Her şeyden önce şeffaflık bir güven oluşturma egzersizi olarak görülebilir. Birçok platform, kredi portföyü performansının istatistiklerini web sitelerinde sunar ancak doğal olarak istatistiklerin güvenilirliğini değerlendirmek zordur. En iyi senaryoda platform tarafından verilen ve kredi defteri olarak adlandırılan tüm kredilerin performansı geçmiş performansları ve gerçekleşen oranlar da dahil olmak üzere yatırımcıların incelemesi için kolayca erişilebilir ve ardından farklı platformların değerlendirilmesi ve karşılaştırılması çok daha kolay olabilmektedir. Ancak yalnızca çok az platform tüm kredi defterlerine erişim sağlar. Dahası platformların iş modeli yatırımcıların platformun pazarda nasıl konumlandığını ve platformun riske maruz kalmasının ne olduğunu anlamaları için çok önemlidir. Şeffaflık eksikliği platformların iş modellerini nasıl bilgilendirdiklerinde de görülebilir ve yatırımcılara yatırım yapmadan önce platformda bütünsel bir durum tespiti yapmalarının şiddetle tavsiye edildiğini vurgular (Kirby ve Worner, 2014: 44).

2.2.2.4. Eşler Arası Kredinin Risk Yönetimi

Eşler arası kredi internet finansman platformunun yukarıdaki riskleri göz önünde bulundurularak aşağıdaki risk yönetim stratejisi ortaya konulmuştur. Kredi sorgulama mekanizmasının inşasının güçlendirilmesi kredi bilgileri esas olarak bireysel kredi sorgulama mekanizmasının inşasını güçlendirmek, ağ kredisi sorgulama mekanizmasının kurulmasını güçlendirmek, eşler arası kredi internet finansman platformu iş kapsamı ile birlikte devlet kredisi, kurumsal kredi ve kişisel krediye ayrılmıştır. Mevcut büyük veri eşler arası kredi ağ finansman

platformu bağlamında kredi sorgulama mekanizması kurmak için üçüncü taraf kredi bilgileri şirket işbirliği yolu ile üçüncü taraf şirketle ilgili kredi bilgilerini elde etmeden olabilir veya bilgi paylaşımını sağlamada özel kredi kuruluşlarıyla işbirliği yapılabilir. Mali denetim mekanizmasının yapısının güçlendirilmesi, eşler arası kredi internet finansman platformu fonları esas olarak iki bölümden oluşur: Platformun bir kısmı kendi fonlarıdır yani şirketin fonlarının normal çalışmasını sağlamak müşterilerin fonlara yatırım yapması da platformun bir parçasıdır. Eşler arası kredi platformunda uçsuz bucaksız bir eşler arası kredi olaylarının akışı karşısında (China Banking Regulatory Commission) eşler arası kredi finansman platformu üçüncü taraf düzenlemesini gerektirir. Genel olarak çoğu platform barındırma için üçüncü taraf ödeme şirketlerini seçecektir. Aynı zamanda denetim departmanı eşler arası kredi ticaret platformunun sermaye akışının yönetimine dikkat etmeli, kendi kendine raporlama, kendi kendine muayene kendi kendine muayene yerinde kontroller ve eşler arası kredinin düzenli denetimi gibi çeşitli denetim yöntemlerini benimsemelidir. Sanal standart ve ilgili işletmelerden kaçınmak için internet finansman hizmeti platformu mali durumu ortaya çıkarmaktadır (Palomäki, 2019).

Risk derecelendirme sistemi yönetiminin güçlendirilmesi düzenleyici departmanlar farklı eşler arası kredi internet finansman hizmeti platformu iş modellerine, geçmiş verilere ve risklere dayanmalıdır. Farklı risk seviyeleri geliştirmek, risk seviyesini düzenli olarak kamuoyuna açıklamak finansmanına benzer şekilde şirketin kredi derecelendirme sistemidir. Risk derecelendirme sisteminin değerlendirilmesi ile kullanıcıların eşler arası kredi internet finansman hizmeti platformuna ilişkin sezgisel yargısı için faydalıdır. Ayrıca eşler arası kredi internet finansman hizmetinin risk yönetimi standardının geliştirilmesini kolaylaştırır. Platformu ve eşler arası kredi internet finansman hizmeti platformunun risk yönetimi seviyesini daha iyi bir yönde teşvik etmektedir (Özdemir, 2020). Risk yönetimi sorumluluk sistemini kurulup; eşler arası kredi internet finansman hizmet platformu şirkete ait olup sermaye katkısının sorumluluğu pay sahipleri ile sınırlıdır. Diğer deyimle şirketin malvarlığı borçlu olunan borcu ödemeye yetmediğinde ortakların müştereken ve müteselsil sorumluluk taşımaları gerekmez. Eşler arası kredi platformu iflas durumunda müşteri platformunun uğradığı kayıplar garanti edilemez. Bu nedenle eşler arası kredi, internet finansman hizmeti platformunun müşterilerin kaybını geri ödeyemediği durumlarda hissedarlar, yasal temsilciler, yöneticiler müştereken ve müteselsil sorumluluklar üstlenebilecek sorumluluk sistemi geliştirmesi gerekmektedir. Risk yönetimi sorumluluk sisteminin kurulması ile ilgili personelin sorumluluklarının netleştirilmesi, denetim ve yönetim platformunun güçlendirilmesi, platformun sağlıklı gelişmesine yardımcı olur (Özer, 2020).

2.2.2.5. Eşler Arası Kredi ve Banka Kredileri

Banka kredileri önemli bir sermaye kaynağı olmaya devam ederken işletmeler bankalar sağlam kredi itibarı ile ilgilenmeye devam edip kanıtlanmış geçmiş kayıtları tutarlı nakit akışları veya

teminat olarak rehin vermek için yeterli varlıklar olmadan işletmelere kredi sağlamada tereddüt ederler. Bu isteksizlik 2008 mali krizinin bir sonucu olarak bankalar daha “riskten kaçınır” hale geldikçe ve sonrasında daha sıkı düzenlemelerle karşı karşıya kaldıkça artmaktadır. Gelenek altında bilgi asimetriлер tipik olarak girişimcileri mevcut olduğunda iç fonları kullanmaya yönlendirir ancak bu fonlar eksik olduğunda, girişimciler piyasa kredisini içeren borç finansmanına yönelirler. Girişimciler genellikle öz sermaye finansmanına borç finansmanını tercih ederler. Çünkü öz sermaye finansmanı normalde sahiplik paylarının seyrtilmesini içerir. Borç finansmanı ne mevcut seçenek ne de pratik bir seçenek değilse girişimciler dış öz sermaye finansmanına yönelirler. Bu nedenle bir dış öz sermaye finansmanı biçimi olan hisse bazlı kitle fonlaması, geleneksel hesaplama düzeni teorisi altında son çare olarak kullanılır (Jahangir, 2020). Eşler arası kredi şu ülkelerdeki şirketler için sermaye arayışında son çare olabilir; Fresno first bank gibi bazı bankalar hisse senedi kitle fonlaması platformlarıyla ortaklıklar kurarak genel olarak bankalar kanıtlanmamış girişimlere ve önemli varlıkları olmayan küçük işletmelere kredi sağlamakta tereddüt ederler. Bu nedenle hisse bazlı kitle fonlaması siteleriyle ortaklık kurmanın başlıca avantajları bankaların yeni başlayanlara ve küçük işletmelere kredi vermekten kaçınmasına neden olan bilgi asimetrilerini azaltmak ve yeni başlayanlara ve küçük işletmelere teminat sağlamaktır; Girişimler başarılı olabilir. Kampanya aynı zamanda işletmeye bir kredi teminatı olarak rehin vermek için yeterli sermaye sağlayabilir (Wolfe ve Yoo, 2017). Akılda tutulması gereken noktalar bir finansman tedarikçisi olarak yüzyılların geçmişi geleneksel bankacılığa belirli güçler kazandırmıştır. Birincisi kredi oluşturma konusundaki birikmiş deneyimi kredi riskini değerlendirmede geniş bir bilgi birikimine sahip olduğu anlamına gelir. İkincisi müşterileriyle kredi vermenin ötesine geçen ticari bir ilişki sayesinde zaten müşteri portföyünde bulunan finansman talep eden kişiler hakkında daha sağlam bir bilgi birikimine sahiptir. Aynı zamanda geleneksel fiziksel ofisler şeklinde dağıtım kanalları geliştirme konusunda uzun bir geçmişe sahiptir. Son olarak gelişimi ve deneyimine paralel olarak farklı piyasa oyuncuları arasında bir denge kuran uzman regülasyonu büyüktür (Durkin vd., 2016).

2005 yılında ortaya çıkmasından bu yana eşler arası kredi hizmetleri hızlı gelişmiştir. 2014 yılında küresel eşler arası kredi pazar hacminin 9 milyar dolar olduğu tahmin ediliyor. O zamandan beri her yıl %50'den fazla büyümektedir. 2024 yılına kadar 0,9 trilyon dolara ulaşması beklenmektedir. Bu arada dünya bankacılığının kapitalizasyonu son 3-4 yılda 7 ila 8 trilyon dolar arasında değişmiştir. Bu bir yandan sektörün görece istikrarını gösterirken öte yandan trend çizgisinin olası tersine çevrilmeden önce “durma” olabilir. Alternatif kredilendirmenin aktif gelişimi göz önüne alındığında hızlı bir yükseliş olmayacaktır. Küresel mali krizden sonra borçlular için bankacılık gereksinimleri hala oldukça katı eşler arası kredilerde ise daha hafiftir. Aynı zamanda eşler arası kredi segmentinin gelişimi, ofislerin bakımı için azalan maliyetler, BT avantajları, yatırım güvenliğini sağlayan araçlar (sigorta, yedek fonlar ve geri alım garantisi) ve kesinlikle her iki taraf için de cazip oranlar ile teşvik edilir. Ayrıca bazı bölgelerde sınırlı sayıda uzmanlaşmış ticari kurumlar nedeniyle eşler arası kredi düşük gelirli için uygun maliyetli birkaç finansal çözümünden

biridir. Eşler arası kredi sektörünün hızlı büyümesi hizmetlerin iyileştirilmesini teşvik eder. Yakın gelecekte eşler arası kredi internetteki kullanıcı verilerinin (pasaport verileri yapılan satın alma bilgileri, alınan krediler vb.) mevcudiyeti nedeniyle belge toplamak da mümkün olacaktır. Sermaye çıkışlarını önlemek ve zorluklara ayak uydurmak için bankaların teknoloji alanının gelişimini hızlandırması ve hatta eşler arası kredi segmentinden olanlar da dahil olmak üzere başlangıç teknolojilerini satın alması gerekir. En yavaş olanlar muhtemelen muhafazakarlıklarının bedelini ödemek zorunda kalacaklardır. Uzmanlara göre Batı Avrupa'daki bankacılık şubelerinin üçte biri 2023 yılına kadar kapanacak ve her 10 Avrupa bankası satış veya bir rakiple birleşme olasılığını değerlendirecektir (Wolfe ve Yoo, 2017).

Elbette bankaların ve diğer finansal kuruluşların fiziki ofisleri tamamen ortadan kalkmayacaktır. Finans bilgisine güvenmeyen veya danışmanlar yardımıyla anlaşılması daha kolay olan karmaşık finansal ürünlerle uğraşan tüketicilerde “insan faktörü” yine bir öncelik olmaya devam edecektir. Son olarak birçok müşteri bankanın kasasında büyük meblağlarla işlem yapmanın hala daha güvenilir olduğunu düşünmektedir. Yine de geleneksel bankacılık hala giderek daha fazla çevrimiçi alana doğru ilerlemektedir. Burada kendilerini rahat hissetmek için bankalar bazen puanlama süreç otomasyonu vb, açısından eşler arası kredi segmentini “yakalamak” zorundadır. Elbette burada sektörler arasındaki gerçek rekabetten söz edilmemektedir. Açıkçası farklı kitleler ve ürün özellikleri geleneksel ve alternatif kredilendirme birbirini tamamlayacaktır. Küresel ölçekte eşler arası kredi piyasasının bankacılıktan tamamen farklı bir olgunluk aşamasında olduğu da aşikardır. Çoğunlukla Avrupa ve Amerika Birleşik Devletleri'nde geliştirilmiştir. Bazı bölgelerde eşler arası kredi platformlarının geliştirilmesi oldukça zordur ve bu da geleneksel bankacılık sisteminin korunmasına katkıda bulunmaktadır (Özer, 2020).

Ekonomik olarak ilerici bir ülkede eşler arası kredilerin geliştirilmesinde belirsiz koşullara bir örnek Japonya'dır. Bir yandan 2016'dan bu yana temel bankacılık işlemlerinin karlılığını azaltan negatif faiz oranları var ve yatırımcılar kayıpları telafi etmek için eşler arası kredi kullanma fırsatı bulmaktadır. Öte yandan Japon bankaları tarafından teknolojilerin yaygın olarak kullanılması da dikkate alınmalıdır. En hırslı oyuncular finansal teknolojideki çalışmalarını hızlandırıp dijital alanda giderek daha fazla ustalaşmaktadır. Teknolojik olarak gelişmiş bir durumda oldukça muhtemel olan bu eğilim devam ederse, ülkedeki eşler arası kredi ihtiyacı minimuma inebilir. Küresel eşler arası kredi segmentinin aktif gelişimi yavaşlayabilir. Ekonominin kredi yüküyle aşırı doyma riski nedeniyle hükümetlerin kısıtlayıcı önlemler alma girişimleri olabilmektedir. Ayrıca konut kredisi, taşıt kredisi ve mevduat gibi ürünler de halen bankaların imtiyazındadır. Bununla birlikte eşler arası kredi en azından gelişmiş teknoloji mimarisi veya güvenlik garantileri gibi benzersiz çalışma ilkeleri nedeniyle finansal sistemlerin çok önemli bir parçası olmaya devam edecektir. Bankalar tarafından yetersiz hizmet verilen müşteriler arasındaki yüksek talep gelişiminin ana itici gücü olacaktır. Geleneksel borç verme dönemi sürecektir ancak aynı zamanda bankacılık, alternatif segmente daha

dikkatli olmak zorunda kalacaktır. Fintech'i kullanarak her iki sektör de küresel ölçekte maksimum finansal katılımı sağlamak için gelişimlerini sürdürecektir (Durkin vd., 2016).

Eşler arası kredi genel anlamda banka dışı bankacılık veya gölge bankacılık olarak düşünülebilir. Yani geleneksel bankalara kullanılmadan gerçekleşen bir borç verme ve alma sürecidir. Bu nedenle geleneksel bankacılıktan çok daha farklı görünmektedir. Eşler arası kredi çoğunlukla çevrimiçi bir faaliyettir. Yüzeyde eşler arası kredi veren yatırımcılara ödenen daha yüksek oranlar borçlular için daha yüksek kredi oranlarına yol açacakmış gibi görünebilir ancak genel olarak durum böyle değildir. Eşler arası borç verme borçluları ve yatırımcıları aynı web sitelerinde bir araya getirir. Satın alınması ve bakımı yapılması gereken fiziksel bir banka şubesine ihtiyaçları vardır. Ayrıca operasyona çalışanlarla birlikte personel vermek gerekip; birden fazla maaşın yanı sıra ilgili çalışanlara sağlanan faydaların ödenmesini gerektirir. Daha sonra şirket içi bilgisayar sistemleri ve yazılımlar gibi maliyetli ekipmanların yanı sıra gelişmiş güvenlik ekipmanlarının satın alınması ve bakımı vardır (Kiernan vd., 2016).

Ayrıca halihazırda kurulmuş olan eşler arası kredi şirketleri eşler arası kredi pazarındaki doğruluğu artıran analiz şirketine yeni alternatif verileri beslemeye devam etmektedir. P2P'nin çevrimiçi avantajı krediye değer olan ancak bankalardan fon erişimi olmayan borçluya erişimini genişletir. Daha düşük operasyonel maliyetler eşler arası kredi oyuncularının borçlularına daha düşük faiz oranları sunmasını sağlamaktadır. Şekil 7'ye göre bir girişimin bir eşler arası krediyi üstlenerek elde ettiği diğer faydalar şunlardır:

Şekil 7: Eşler Arası Kredinin Pazarın Üstünlük



- **Maliyet:** Çevrimiçi varlık ve düşük uyum maliyetleri nedeniyle eşler arası kredi oyuncularının operasyonel maliyetleri büyük ölçüde azaltmaktadır. Bu daha düşük faiz oranıyla birçok borçluyu çekmelerini ve makul miktarda kâr elde etmelerini sağlamaktadır.

- Kolaylık: Eşler arası kredi bankacılık yasalarına bağlı olmadığından platformdan kredi almak tamamen sorunsuzdur. Borçluların sadece bilgilerini doldurmaları yeterlidir ve platform geçmiş kontrolü ve kredi itibarını dikkate almaktadır. Her şey herhangi bir manuel müdahale olmaksızın (çoğu zaman) çevrimiçi olarak gerçekleşir, bu da sadece borç alanlar için değil yatırımcılar için de daha uygun hale getirir.
- Tüketici: Herkes bankalar tarafından kendilerine fon verilmediği ancak eşler arası kredi için tek tüketici tabanı olmadığı durumlarda fonlara daha kolay erişebildikleri için bunun yalnızca borçlular için faydalı olduğunu düşünürler. Yatırımcılar diğer tüketici tabanıdır ve platform onlara yatırım yapmak istedikleri kredileri seçerek daha yüksek getiri elde etmeleri için para yatırma yeri sağlarlar. Ayrıca yatırımların tutarı seçebilirler. Süreçlerle ilgili birkaç sınırlama olsa da çoğu durumda yatırımcılar tüm risklerden haberdar edilmektedirler.
- Seçenek: Geleneksel bir bankacılık senaryosunda yatırımcılar yatırım için fon seçme şansına sahip değildirler. Çünkü eşler arası kredi onlara fonları seçme ve istedikleri miktarda yatırım yapma esnekliği vermektedir. Platform bunun yanında onlara borçluların ve yatırımcıların bilgilerini sağlar ve borçluları seçmek için kendi yerleşik algoritmalarını uygulayabilirler.
- Konfor: Teknoloji hayatı çok fazla konforla doldurmuştur; ve eşler arası kredi de bundan faydalanmaktadır. Borçlulara kolay erişim, yatırım yapılacak miktarın seçimi kullanıcı dostu portföy yönetimidir. Eşler arası kredilendirmeyi hem borçlular hem de yatırımcılar için arzu edilen ve rahat bir seçenek haline getiren önemli özelliklerdir.
- Rekabet: Herkes bankaların eşler arası kredinin rakibi olduğunu düşünür ama gerçek öyle değildir. Eşler arası kredi gerçek dünyadaki bankalara iltifat etmektedir. Bir kişi veya firma fon taleplerini bir banka aracılığıyla karşılayamadığında eşler arası kredi platformlarına ulaşırlar. Bu şekilde eşler arası kredi borç verme ve geri ödeme yeteneklerini göstererek daha fazla insanı kredili hale getirmektedir (Kamra, 2016: 6).

2.2.3. İlk Coin Arzları

Geleneksel şirketler için gelişme ve genişlemede gerekli fonları artırmanın birkaç yolu vardır. Bir şirket küçük adımlarla yatırıma başlayabilir ve kârının izin verdiği ölçüde büyüyebilir. Yalnızca şirket sahiplerine borçlu kalır. Bu aynı zamanda fonların birikmesi için uzun bir süre beklemleri gerekebileceği anlamına da gelmektedir (Sykes, 2018). Alternatif olarak şirketler erken destek için dış yatırımcılara bakabilir ve onlara hızlı bir nakit akışı sağlayabilirler ancak genellikle mülkiyet hissesinin bir kısmını verme takasıyla gelirler. Diğer bir yöntem ise halka arz yoluyla hisse satarak bireysel yatırımcılardan fon kazanmaktır. Halka arzlar yalnızca yatırımcılarla ilgilenirken ilk coin arzları tıpkı bir kitle fonlaması etkinliği gibi yeni bir projeye yatırım yapmak isteyen destekçilerle ilgilenebilirler. Ancak ilk coin arzları (ICO) kitle fonlaması kampanyalarında toplanan fonlar temelde bağış iken, ICO'ların destekçilerinin yatırımlarından olası bir geri dönüşle motive olmaları bakımından kitle fonlamasından farklıdır. Bu nedenlerle ICO'lara “kitlesele satışlar” denir. İlk coin arzları çeşitli şekillerde yapılabilir. Bazı durumlarda şirket finansmanı için belirli bir hedef veya limit

belirler. Bu ilk coin arzlarında satılan her bir tokenin önceden belirlenmiş bir fiyatı olduğu ve toplam token arzının statik olduğu anlamına gelir. Diğer durumlarda ilk coin arzı tokenlerinin statik arzı vardır ancak dinamik bir fonlama hedefi de mevcuttur. Bu tokenler yatırımcılara dağıtımının alınan fonlara bağlı olacağı anlamına gelir; (yani ICO'da alınan toplam fon ne kadar fazlaysa toplam token o kadar yüksek fiyat olur). Yine de diğerleri alınan fon miktarına göre belirlenen dinamik bir token arzına sahiptir. Bu durumlarda bir tokenin fiyatı statiktir ancak toplam jeton sayısında bir sınır yoktur (Remolina, 2019: 169). İlk coin arzları terimi kripto para birimi olarak da bilinen sanal para birimi kullanılarak halktan para toplamının dijital bir yolunu ifade etmektedir. İlk coin arzları (ICO) kripto para birimi endüstrisinin halka arzları ile (IPO) eşdeğerdir. Yeni bir madeni para uygulama veya hizmet oluşturmak için para toplamak isteyen şirket para toplamının yolu olarak bir ICO başlatır. İlgilenen yatırımcılar teklifi satın alabilir ve şirket tarafından verilen yeni bir kripto para birimi belirtecini alabilirler. Bu token şirketin sunduğu ürün veya hizmeti kullanmada bir miktar fayda sağlayabilir veya yalnızca şirket veya projedeki bir hisseyi temsil edebilir (Momtaz vd., 2020: 18).

Teknolojik gelişmeler ve kripto para birimlerine artan ilgi özellikle ilk coin arzları olmak üzere yeni yatırım ve finansman biçimlerinin ortaya çıkmasını desteklemektedir. Ayrıca ekonomiler her zamankinden daha fazla dijital hale gelip yerel işletmeler sınırsız ve verimli sermaye akışı ihtiyacını teşvik eden uluslararası hale gelmektedir (Mou 2017:19). İlk coin arzları çeşitli literatürler doldurulması gereken boşluklar ve daha iyi anlaşılması için çeşitli dinamikler ile hala çok yeni bir konudur. İlk coin arzları ana işleyişi blockchain gibi dağıtılmış bir defter teknolojisine dayanan yenilikçi girişimleri finanse etmektir (Lee vd., 2018). İlk coin arzları (ICO) Bitcoin, Ethereum ve Ripple gibi dijital para birimleri coin olarak adlandırılmıştır. ICO zaman içerisinde değerini arttırabilir ve bir dijital para çeşidi olarak kabul edilebilir (Ahmad vd., 2021). Bir projesi olan ve projesinin başarıya ulaşacağını düşünen insanlar projelerini yapılandırmaya başlamaktadırlar. Bu süreçte projeler token ihraç ederek bunları satar ve projeleri için finansman elde ederler. Ürün veya hizmetin başarıya ulaşacağını düşünen yatırımcılar kripto paralarını kullanarak projeye yatırım yapmaktadırlar (Sykes, 2018).

Finansman en son teknolojik girişimciler tarafından satılan tokenler ve dünya çapındaki yatırımcılar tarafından satın alınan tokenler aracılığıyla gerçekleştirilir. Bu nedenle yatırımcılar dahil olan üçüncü bir tarafa ihtiyaç duymadan doğrudan yeni girişimden token satın alabilirler. Bu özellik, sistemin güvenliğini blok zinciri kodu ile sağlandığından ve süreç çok daha düşük maliyetler içerdiğinden, bankalar ve finans kurumları gibi üçüncü şahısların yerine geçebilir. Satılan token ilk coin arzları yatırımlarında değer birliğidir ve ilişkili özelliklere sahip farklı token türleri vardır. Howell, Niessner ve Yermack'e (2018) göre üç ana token kategorisi vardır: (i) Para birimi simgesi: Kripto para birimi gibi bir değişim ve depolama aracı olarak kullanılır; (ii) menkul kıymet tokeni: Geleneksel güvenlik olarak kullanılır; ancak bir blok zincirinde kaydedilir ve değiştirilir. Bu token türünün temeli, kurumsal sermayeden (tipik hisse) emtialara, gayrimenkullere ve hatta para

birimlerine kadar değişebilir ve (iii) utility tokeni: Alıcıya bir ürün veya hizmete erişim için tüketim hakları sağlayan en yaygın token türüdür (Li ve Mann, 2018: 28). Yeni girişimler birçok düzenlemeyi yerine getirmek zorunda olmadığı için ilk coin arzı pazarı hala büyük ölçüde düzenlenmemiştir. Bu nedenle kaliteli sinyallerin önemi artmaktadır (Biasi ve Chakravorti, 2018).

2016'dan başlayarak ilk coin arzları (ICO) adı verilen bir prosedürle girişimlere fon akışında büyük bir artış olup miktarı 2016'ya kadar toplam 39'dan yalnızca 2016'da 256'ya yükselmiştir (Shrestha vd., 2019). Çeşitli sektörlerden ilk coin arzların şirketleri ürünlerini veya şirketin pazardaki konumunu geliştirmek için fon toplamaktadır. Temel olarak ilk coin arzı fikri kitle fonlaması ile aynıdır. Çünkü her iki yöntem de yeni başlayanların ve girişimcilerin projeleri için geleneksel finansman kanallarının dışında internet üzerinden fon toplamasına izin verir (Bruno vd., 2017). İlk coin arzları sırasında toplanan fonlar temel olarak konsept düzeyindeki projeler içindir. Oysa kitle fonlaması ile proje belirli bir aşamadır. Bununla birlikte kitle fonlamasında uygulanmayan birkaç unsur (beyaz kağıtlar ve tokenlerin oluşturulması gibi) vardır. Bu süreçte şirketin öncelikle blockchain kullanımını içeren ya da içermeyen bir ürün ortaya koyması gerekmektedir. Ürünü halka tanıtmak için firma, web sitesinde ürünle ilgili tüm teknik ve bazen ticari bilgilerin ve projenin kendisi gelecekteki beklentisini sağladığına dair bir tanıtım belgesi yayınlar. Bu bilgilere dayanarak yatırımcılar, ihraç edilen tokenleri satın alıp almama kararı alırlar (Diemers vd., 2018).

Token bir şirket tarafından verilen değer birimidir; ve çok çeşitli uygulamaları kapsarlar. (Silverberg vd., 2018). Aslında tüm bunlar Satoshi Nakamoto tarafından bir Bitcoin beyaz kağıdının yayınlanmasının ardından, 2008 yılına kadar uzanan kripto para birimlerinin ortaya çıkışından kaynaklanmaktadır. Kripto para birimlerinin ortaya çıkması, DeFi ve ICO'nun bu ürünlerden biri olduğu kripto para birimleri gibi yeni finansal varlıkların ortaya çıkmasına neden olmaktadır. İlk coin arzları etrafındaki asıl heyecan, Ethereum'un yeni para tanımıyla piyasaya girmesinden ve yeni girişimlerin tokenlerini oluşturmak ve piyasada satıp kullanabilecekleri bir platform oluşturmaktan sonra ortaya çıkmıştır. Bu platformlar arasında en popüler olanı Ethereum'dur. Ethereum tabanlı tokenler ERC20 veya ERC223 olarak bilinirler. Ethereum çeşitli uygulamalar için Ethereum'un blok zincirinin kullanılmasını sağlayan akıllı sözleşmeleri ve dApp'leri (merkezi olmayan uygulamalar) popülerleştiren ve uygulayan ilk platformdur. Birçok uzman bunun, erken aşamadaki kalkınmayı finanse etme ve fon toplama tekliflerinde ilk girişimler için bir dönüm noktası olduğuna da işaret ediyor. İlk coin arzlarıyla ilgili önceki eleştirilerin aksine, bu alan hala yenidir ve gelişmesi ve fon toplamının ortak bir yolu haline gelmesi çok zaman gerektirmektedir (Katja vd., 2018: 12).

İlk coin arzları tasarım açısından büyük farklılıklar gösterir. Verilen dijital token firmadaki bir hisseyi, gelecekteki hizmetler için ön ödeme fişini temsil edebilir veya bazı durumlarda değer sunmayabilir. Genellikle ilk coin arzları projeleri geliştirmenin çok erken bir aşamasındadır. Genellikle ilk coin arzları olarak da adlandırılan ilk coin arzı, yeni projelerin temel kripto tokenlerini,

Bitcoin (BTC) ve Ethereum (ETH) karşılığında sattığı bir fon oluşturma mekanizmasıdır. Yatırımcıların bir şirketin hisselerini satın aldığı halka arzlar'a (IPO) biraz benzerdir. İlk coin arzları nispeten yeni bir fenomendir ancak hızla blok zinciri topluluğu içinde baskın tartışma konusu haline gelmektedir. ICO'lar sermaye artırmak da yeni başlayanlar ve diğer şirketler için giderek daha popüler bir yöntemdir. Yatırımcılar dijital tokenler karşılığında ihraççıya ABD doları ("USD"), Euro veya Renminbi gibi fiyat para birimlerini veya Bitcoin veya Ethereum gibi kripto para birimlerini transfer ederek bağış toplamaya katılırlar. Tokenler, ihraççıya karşı sahibinin menfaat veya performans hakkını temsil eder. Tokenler ayrıca (yalnızca) hizmetleri veya ürünleri ihraç eden şirkete ödeme yapmak için de kullanılabilirler (Goyena ve Chaian, 2019: 1677).

Geleneksel halka arzların (IPO) aksine çoğu token tipik olarak ihraççının kuruluşunda bir mülkiyet hakkı veya temettü hakkını temsil etmez. İlk coin arzları yatırımcıları ihraç eden şirketin gelecekteki işlerinden doğrudan yararlanmaya çalışırken halka arzlar yatırımcıları halka arz varlığının değer yaratımına uzun vadeli ilgi gösterme eğilimindedir. Tokenlerin altında yatan teknoloji, blok zincirine (dağıtılmış defter teknolojisine) dayanmaktadır. Bir çoğu ilk coin arzları projelerini kurucuların haksız miktarda sermaye toplamasına izin veren düzenlenmemiş menkul kıymetler olarak görürken diğerleri bunun geleneksel girişim finansmanı modelinde bir yenilik olduğunu iddia etmektedirler (Narayanan, 2018: 6).

İlk coin arzları blockchain teknolojisine dayalı yeni bir girişim için fonların toplandığı, şirketleri finanse etmenin yenilikçi yöntemidir. İlk coin arzları aracılığıyla bir ihraççı girişimci tarafından geliştirilen dijital platformda hizmetlere erişirken bu belirteçlerin değişim aracı olarak çalışacağı vaadiyle satılık özel kripto tokenleri stoğu sunar. Halka arzlar modelini takiben token teklifleri dijital platformların ilk gelişimi blok zinciri alanında yeni başlayanlara bir sermaye kaynağı sağlar ancak gelecekteki hizmetlerin token cinsinden veya başka şekillerdeki fiyatlarda herhangi bir taahhütte bulunulmaz. İlk coin arzları kampanyasında sanal tokenlerin yüzdesi, itibari para veya diğer kripto para birimleri (çoğunlukla Bitcoin) karşılığında erken yatırımcılara satılır. İlk adım ihraççının artırılacak sermaye miktarı kurucularının sanal tokenlerinin yüzdesi gibi projeyle ilgili ayrıntıları (teklif tamamlandıktan sonra uygulanacak) sunan bir teknik inceleme yayınlamasıdır. Proje teklifte kabul edilen para birimi türünü ve ilk coin arzları kampanyasının süresini kendilerine saklayacaktır. Token aslında bir menkul kıymet olmadığı varsayıldığında bir ICO'ya kimlerin katılabileceği konusunda çok az kısıtlama vardır. Küresel bir yatırımcı havuzundan para aldığınızda ilk coin arzında toplanan meblağlar astronomik olabilir. ICO ile ilgili temel sorunsal çoğunun ürün öncesi para toplamasıdır. Bu yatırımı son derece spekülatif ve riskli hale getirir. Karşı argüman bu bağış toplama tarzının protokol geliştirmeyi teşvik etmede özellikle yararlı (hatta gerekli) olduğudur (Adhami vd., 2018:16).

İlk coin arzları blok zinciri teknolojisinin ve kriptografik tokenlerin geliştirilmesiyle mümkün kılınan yeni bağış toplama yöntemidir. Teknoloji girişimi ilk coin arzları aracılığıyla Ethereum (ETH) veya Bitcoin (BTC) gibi kripto para birimleri veya operasyonlarını finanse etmede, kamu sermayesini artırmada, itibari para birimleri karşılığında (merkezi olmayan) platformunun dijital tokenlerini oluşturur ve dağıtır (Sykes, 2018). Ayrıca ürün geliştirme ve token tipik olarak sahiplerine platforma veya ağı erişim, ekosistem için özellikler oluşturma veya geliştirme hakları diğerlerinin yanı sıra yönetim konularında oy kullanma hakkı da dahil olmak üzere belirli bir dizi hak sağlamaktadır (Lee vd., 2018). İspanya'da Luis Cuende ve Jorge Izquierdo tarafından kurulan Aragon ağı, kullanıcıların merkezi olmayan şirketler oluşturmaya ve yönetmesine olanak tanıyan Ethereum ve blockchain üzerine kurulu merkezi olmayan bir uygulamadır. Kullanıcıların diğer özelliklerin yanı sıra yönetim kaynak yaratma bordro ve muhasebe gibi temel özellikleri uygulamalarını sağlar. Aragon ayrıca gelecekteki gelişimin yönü hakkında kararlar almak için oy hakkı veren bir token içerir. Aragon 20 Nisan 2017'de hem İngilizce hem de Çince olarak iş modelini, organizasyonun işleyişini ve tokenin özelliklerini tanıtan bir teknik inceleme yayınlanmıştır. Aragon kurucular için nispeten uzun bir hak kazanma süresi gerektiren birkaç ilk coin arzından biridir. Satıştan sonra her altı ayda bir tokenlerinin %25'ini alacaktır. Aragon ayrıca toplanan fonları nasıl kullandığını yayınlayan ve şirketin hesaplarının ve satıcıların adresleri de dahil olmak üzere her harcamayı web sitesinde detaylandıran lider bir girişimdir (Silverberg vd., 2018).

Şimdiye kadar yapılmış ilk coin arzları “ikinci Bitcoin teknik incelemesi” olarak bilinen şeyin yayınlanmasıyla 2013 yılına kadar uzanır. İlk coin arzları satışı (ICO olarak da bilinir) Temmuz 2013'te Master coin tarafından yapılmıştır. Master coin kendisini Bitcoin blockchain'in yalnızca ağ içinde ödemeleri çalıştırmayı amaçlayan bir platform olarak değil aynı zamanda üzerinde diğer işlevlere sahip yeni uygulamaların oluşturulabileceği ve geliştirilebileceği ana yazılım katmanı olarak da düşünülebileceğinin bir kanıtı olarak tanımlanmaktadır. Bu teknik incelemenin sonucu kurucu tarafından tasarlanan eklentilerle bir tür yeni Bitcoin blockchainidir (Bruno vd., 2017). Birkaç proje 2013 yılında geliştirme çalışmalarını denemek ve finanse etmek için kitlesel satış modeli kullanmaktadır. Ripple 1 milyar XRP tokeninin ön madenciliğini yapıp; itibari para birimleri veya bitcoin karşılığında istekli yatırımcılara satılmaktadır. Ethereum, 2014'ün başlarında 18 milyon doların biraz üzerinde para toplayıp o sırada tamamlanan en büyük ICO'dur. DAO (Merkezi olmayan organizasyon) Ethereum'daki yeni token için ilk bağış toplama girişimidir. Diğer blok zinciri projelerini finanse edecek merkezi olmayan bir organizasyon yaratma sözü vardır. DAO (Merkezi olmayan organizasyon) 150 milyon doların üzerinde para toplama konusunda başarılı olsa da bilinmeyen bir saldırgan güvenlik açıkları nedeniyle kuruluştan milyonları çekmeyi başarmıştır. Ethereum vakfı en iyi hareket tarzının, hard fork ile ilerlemek olduğuna karar verdi ve çalınan fonları geri almalarına izin vermektedir (Silverberg vd., 2018). Ethereum platformunda bir tokeni güvenli şekilde finanse etme girişimi başarısız olmasına rağmen blok zinciri geliştiricileri, bir tokeni başlatmak için Ethereum kullanmanın olağan girişim sermayesi modeli aracılığıyla tohum turları

yapmaktan çok daha kolay olduğunu fark etmektedirler. Özellikle ERC20 standardı geliştiricilerin Ethereum blok zincirinde kendi kriptografik belirteçlerini oluşturmasını kolaylaştırır (Koeppel ve Kronick, 2018). Bazıları kitle fonlaması projelerinin, ICO'ların büyüklüğü ve sıklığı göz önüne alındığında, Ethereum'un "öldürücü uygulaması" olabileceğini iddia ediyor. Ön ürün girişimleri daha önce hiç bu kadar kısa sürede ve bu kadar çok para toplayamamıştır. Aragon sadece 15 dakikada 25 milyon dolar toplanmaktadır. Basic Attention Token sadece 30 saniyede 35 milyon dolar toplayıp Status birkaç saat içinde 270 milyon dolar toplamaktadır (Bruno vd., 2017). Aşağıda ilk coin arzların endüstrisinin gelişimi tek tek detaylı bir şekilde incelenmektedir.

- Ethereum 2014'ün başı ve Bitcoin Magazine'in kurucu ortağı 19 yaşındaki Vitalik Buterin, Master Coin'in kurucusu J.R. Willet ile temasa geçmiştir. Willet diğer Master coin katılımcıları tarafından Vitalik'e Master coin'in içeriğini göstermeye zaten ikna olmuştur. Bu konuda önerileri veya yapılması gereken iyileştirmeler olup olmadığını görmek için teknik inceleme yapılmıştır. Aniden bir "Turing tamamlanmış" sistemi uygulama fikriyle ortaya çıkmıştır. Çözülecek hesaplama problemini duruma göre uyarlamada sistemin çalışma şeklini yeniden şekillendirmeye gerek kalmadan her tür hesaplama problemini potansiyel olarak hesaplayabilen bir sistem olmalıdır. Willet bu tür bir teklife çok şaşırılmış ancak yine de Master coin'in temel özellikleri uygulamasını tamamlamaya odaklanmaktadır (Bruno vd., 2017). Turing komple sistemi neden önemlidir? Örneğin Bitcoin Tam Turing sistem değildir. Yani para transferi için kullanılmaktadır. Tam Turing sisteminin bir başka özelliği de hedefe ulaşıldığı sürece, aynı algoritmayı tekrarlayan bir "döngü" kullanarak algoritmayı çoğaltabilmesidir. Ancak bu hesaplamanın süresinin belirsizliği sınırlanmaya sebep olmaktadır. Bu "döngü" özelliği Bitcoin'de yoktur. Bu nedenle aynı işlem kopyalanmak istenirse, aynı işlem kodunu istenilen kadar kopyalayıp yapıştırmak gerekmektedir. Bu Bitcoin geliştiricilerinin neden Turing komple sistemi ile donatmayı seçmediğini haklı çıkarır. Aynı Blockchain üzerinde çalışan yüzlerce, binlerce döngü, ikincisini aşırı yükleyebilir ve belirsiz çalışan bir makineye dönüştürebilir. Turing komple yazılım fikrini aklında bulunduran Vitalik Buterin kısa sürede bu yeniliğe karşı sabırsızlanıp bunun Blockchain dünyasına tanıtılmasını dört gözle bekleyip Willet'e bu özelliği Master Coin'de uygulamasına izin vermek için bir tür ultiatom vererek protokolü veya sıfırdan yeni bir platform oluşturmasını sağlamaktadır. Bu temelde 2014 yılında Ethereum blockchain'in nasıl kurulduğudur. Kabaca söylemek gerekirse Ethereum, bir merkezi olmayan uygulamaların inşası için blok zinciridir (Shrestha vd., 2019). Uygulamaların çalışma şekli, sistemin hem içerik hem de bunların düzgün çalışmasında gereken döngü sayısı açısından farklı işlemleri gerçekleştirmesini gerektirir. Ethereum inovasyonuna dayanan bu yeni ihtiyaçta her yeni özellikte platformu mutlaka revize etmeye gerek kalmadan, yeni başlayanlar tarafından yürütülecek farklı iş modellerinden çeşitli ihtiyaçları karşılayabilen akıllı sözleşmeler yürütme imkanı ancak bu yeni başlayanlara kendi vizyonunu inşa etmede hazır standart

sunmaktadır. ICO'ların %80'i Ethereum üzerinde kendi tokenlerini oluşturduğundan ve Ethereum, yürütme amaçlı para olarak düşünüldüğünden, Ethereum'un ne olduğunu net bir şekilde anlamak İlk coin arzları panoramasını anlamak için temel oluşturur. Ethereum'da token oluşturma sürecini kolaylaştıran ve tokenlerin birlikte çalışabilirliğini sağlayan standart protokollerini takip eder. En bilinen standart ise ERC20'dir (ERC, "Ethereum isteği" anlamına gelir"). Sözleşme kodu tarafından transfer yanlış bir şekilde yürütüldüğünde tokenlerin kalıcı olarak kaybedilmesine neden olan hataları içermektedir. Bu nedenle güvenlik sorununu çözmek veya ERC20 tokeninin 2.0 versiyonu olarak işlev görmede yeni ERC standartları oluşturulmuştur (Biasi ve Chakravorti, 2018).

- Akıllı Sözleşmeler (Smart contracts); Tokenlerin yönetilme ve Blockchain üzerinde çalıştırılma şekli akıllı sözleşmeler kullanılarak yapılır. Akıllı sözleşmeler ilgili tarafların üzerinde açıkça mutabık kaldığı, önceden tanımlanmış bir dizi kurala göre bir sözleşmeden diğerine para girişini veya çıkışını neyin tetiklediğini kimin elinde olduğunu belirtir ve düzenler. Akıllı sözleşmeden ilk kez bahsedildiğinde Nick Zabo'nun aşağıdaki tanımı 1994 yılına kadar uzanır: Akıllı bir sözleşme yürüttüğü bilgisayarlı bir işlem protokolüdür (Bruno vd., 2017). Sözleşmenin şartları akıllı sözleşme tasarımının genel amaçlarını ortak sözleşme koşullarını (ödeme koşulları, hacizler, gizlilik ve hatta icra gibi) karşılamaktır. Hem kötü niyetli hem de tesadüfi istisnaları en aza indirir ve güvenilir araçlara olan ihtiyacı minimuma düşürür (Arnold vd., 2019: 255). Ethereum üzerindeki akıllı sözleşmelerin, Blockchain'in kendisine gömülü olan ve bir olay tetiklendiğinde işlemleri otomatik olarak yürütebilen yazılım programı olduğu söylenebilir. Buterin'in kendisinin dediği gibi akıllı sözleşmeler, doldurulması gereken önceden tanımlanmış dijital kağıtlar olarak tanımlanmamalı, potansiyel olarak sınırsız sayıda işlem gerçekleştirebilen program olarak işlev görmelidir. Akıllı sözleşmeler, bir sözleşmenin tetikleyici bir olay tarafından etkinleştirildiğini ve bu tetiklemenin sonucunun o sonucunda belirtilen bir veya daha fazla maddenin ortaya çıkması olduğunu söyleyen “eğer-öyleyse-o zaman” mantığı üzerine kuruludur. Buradaki yeniliğin ne olduğunu karşılaştırma yaparak anlamak daha kolaydır. İki alış ve tarafı arasındaki normal bir işlemi düşünülürse: (bir nesnenin satıcısı ve alıcısı) Alıcı ödeme alındıktan sonra satıcının nesneyi göndereceğinden emin olmak ister ve satıcı nesneyi göndermek için hesabında paranın olduğundan emin olmak ister (Schauwecker, 2018). Tekniğin bilinen durumunda olabilecek şeyler hem satıcının hem de alıcının aşağıdaki olasılıklara sahip olarak göreceli yükümlülüklerinden potansiyel olarak kaçmaya çalışabilmesidir:

- Satıcı parayı alır ancak nesneyi göndermez.
- Alıcı satıcının nihayetinde göndermiş olabileceği nesneyi, ödeme resmi olarak muhasebeleştirilmeden önce alır ve ardından ödeme yapmadan işlemi geri çeker.

Akıllı sözleşmeler iki kötü senaryonun gerçekleşmemesi için garanti işlevi görmesi gereken aracıyla ilgili her yönüyle ortadan kaldırılabılır. Akıllı sözleşme olan bu kutu alıcıdan gönderilen parayı, satıcının nesnenin gönderdi bilgisine kadar kilitleyebilir böylece bir tarafı beklemeye gerek kalmadan iki taraf da hakkını ve borcunu ödeyebilir (Bruno vd., 2017). Önce başlamada bir başka açık örnek, Kickstarter'dakiler gibi bir kitle fonlaması kampanyasıdır. Bir ekip X avro toplamak için bağış toplama kampanyası yayınlar eğer kampanya başarılı olursa ve fon hedefine ulaşırsa, fonları emekli etmelerine izin verilir aksi takdirde fonlar yatırımcılara iade edilecektir. Ancak son teknolojiye bu fonların herhangi bir izin alınmadan alıkonulma riski varsa, akıllı sözleşmeler yatırımcılara fonlarının yalnızca minimum tutara (hard cap) ulaşılmaması durumunda geri iade edilmesini sağlayabilir (Arnold vd., 2019).

2.2.3.1. İlk Coin Arzlarının Ekosistemi

İlk coin arzları tasarım gereği token satın alan ve tutan bir katılımcı ağından oluşan platformu içerir. Bu ağ ve daha geniş ilk coin arzları ekosistemi ilk coin arzları tarafından finanse edilen girişimlerin başarısının merkezinde yer alıp; ağ etkilerinin yaratılmasını sağlar. Ağ etkileri oluşturulmakta olan ağ tarafından potansiyel değer yaratılmasına izin verir; teklife yalnızca belirteç sahiplerinin katılımıyla her ilk coin arzında otomatik ve varsayılan olarak bu değer öncelikle platformda sunulan veya hizmeti kullanmak amacıyla abone olan ilk coin arzları katılımcılarında veya platformun hem yatırımcıları hem de kullanıcıları olarak ikili bir role sahip yatırımcılarda bulunur. DLT'lerin (Distributed ledger technology) kullanımından kaynaklanan verimlilik kazanımları ile birlikte potansiyel ağ etkileri ICO'ların değer yaratmasının tartışmasız en önemli iki kaynağıdır (Bruno vd., 2017).

İlk coin arzları ekosistemi, ilk coin arzlarını başlatan KOBİ'lerin (ihraççılar) ve ilk coin arzları'ya katılmak isteyen kişi veya kurumların (yatırımcılar veya katılımcılar) ötesine uzanan karmaşık bir ortamdır. Dijital değişim mekanlarından oluşur. Ticaret platformu operatörleri, dijital cüzdan sağlayıcıları, giderek artan finansal ve teknik danışmanlar tokenlerin dayanak veya referans alınan varlıklar olduğu düzenlenmiş piyasalardaki katılımcılar (örneğin türevler borsada işlem gören fonlar) tokenlere yatırım yapan yatırım fonları veya diğer toplu planlar (örneğin riskten korunma fonları bildirildiğine göre ilk coin arzı pazarında yoğun bir şekilde yer alır) koruyucular ve düzenleyicilerdir (Sykes, 2018). İlk coin arzları ekosistemi teknoloji ağırlıklıdır ve birçok platformun protokolünün açık kaynak yapısı göz önüne alındığında bir topluluk oluşturmak gelişimlerinde önemli rol oynar. Bilgisayar mühendisleri, programcılar ve geliştiriciler ağ altyapısını oluştururlar. Platformların protokolünü (yazılımını) ve üzerinde çalışan uygulamaları geliştirirler. Tüm geliştiriciler ve programcılar topluluğu açık olduğu sürece bu tür projelere katkıda bulunabilirler. Çoğu durumda kullanılan protokolün kaynak yapısı sosyal medya ve özel internet siteleri, ilk coin arzları tarafından desteklenen projelerin iletilmesinde ve hatta ihraçların pazarlanmasında rol oynar.

Telgraf gibi platformlar, ayrıca Twitter ve Facebook gibi ana akım sosyal medya ICO'ların tanıtımına ve pazarlanmasına katılmaktadır. Blok zinciri tabanlı projelerde ağın önemi bazı ilk coin arzları yayıncılarının rastgele tahsis yoluyla veya belirli kriterlere dayalı olarak verilen tokenlerin ücretsiz dağıtımını olan "airdrop'lara" başvurusudur. Bu tür mekanizmalar proje çevresinde hızlı bir ağ oluşturulmasına olanak sağlasa da, katılımcıların teşvikleri her zaman gerekli olmayabilir (Arnold vd., 2019). Ekosistemin teknolojik ağırlığı ve ilk coin arzları mekanizmalarını destekleyen teknolojik gereksinimler göz önüne alındığında token vermek isteyen bir KOBİ'nin DLT'lere (Distributed ledger technology) ve blok zincirine dayalı iş mantığına sahip olması gerekir. KOBİ'ler blok zincirinin kullanımı herhangi bir değer katmasa bile ivme göz önüne alındığında kolayca fon toplamanın yolu olarak ilk coin arzlarını kullanmak cazip gelebilir. Ancak önerilen hizmet veya ürün blok zinciri kullanımını entegre etmiyorsa projenin uygulanması ve şirketin uzun vadeli sürdürülebilirliği sorgulanabilir.

Bir airdrop ihraççılar tarafından platformlarının mevcut veya yeni kullanıcılarına, ilk coin arzları teklifinden önce veya eşzamanlı olarak yerel tokenleri ücretsiz dağıtımını içerir. Şirketin ürün/hizmetini geleneksel yöntemler yerine aktif katılımcılar aracılığıyla tanıtması yenilikçi bir yoldur. Aslında çoğu zaman airdroplar yeni çıkacak bir coin veya kripto para biriminin bilinirliğini artırarak ilk coin arzlarına katılımı artırmak amacıyla düzenlenir. Böylece yeni bir token ya da ilk coin arzları piyasaya çok daha güçlü bir giriş yapabilir. Çoğu airdrop halihazırda ikincil piyasalarda işlem görmeyen jetonları içerdiğinden, bu tür ücretsiz tokenlerin sahipleri bunları değiştiremez ve nakit çekemezler. Token sahipleri kullanımından (bir hizmete/ürüne erişim) yararlanabilir veya tokenlerin oluşmasını bekleyebilir. Çoğu durumda airdroplarda dağıtılan tokenler ücretsiz tokenler aktif cüzdanlara gönderen akıllı sözleşmeler kullanılarak rastgele dağıtılır. Bazı durumlarda, airdroplar ücretsiz tokenler almak için kullanıcıları özel cüzdan anahtarlarını ifşa etmeye çalışan dolandırıcılar tarafından kullanıldığında finansal tüketici koruma hususlarını artırır. Anekdote niteliğindeki kanıtlar airdrop'ların erişim sağlamada alternatif bir yolu olarak da kullanılabileceğini göstermektedir (Diemers vd., 2018).

2.2.3.1.1. İlk Coin Arzlarının Süreci

İlk coin arzları itibari para birimi veya çoğu durumda olduğu gibi Bitcoin gibi birinci nesil baskın kripto para birimleri karşılığında küçük şirketler tarafından yatırımcılara dijital token oluşturulmasından oluşur. İlk coin arzları dağıtılmış defter teknolojileri (DLT'ler) kullanılarak etkinleştirilir. Güvenilir bir merkezi otoriteye veya aracıya (örneğin hükümet banka) ihtiyaç duymadan değer alışverişini kolaylaştıran blockchain olarak, bu tür aracısızlaştırmadan kaynaklanan önemli verimlilik kazanımlarına izin verir. Proje tanımı gereği, token satın alan ve elinde tutan katılımcılar ağını içeren platformu içerecektir (Howell vd., 2018). Şekil 8' e göre ilk coin arzları süreci standartlaştırılmamış olsa da token tekliflerinin ana adımları aynı modeli takip eder ve

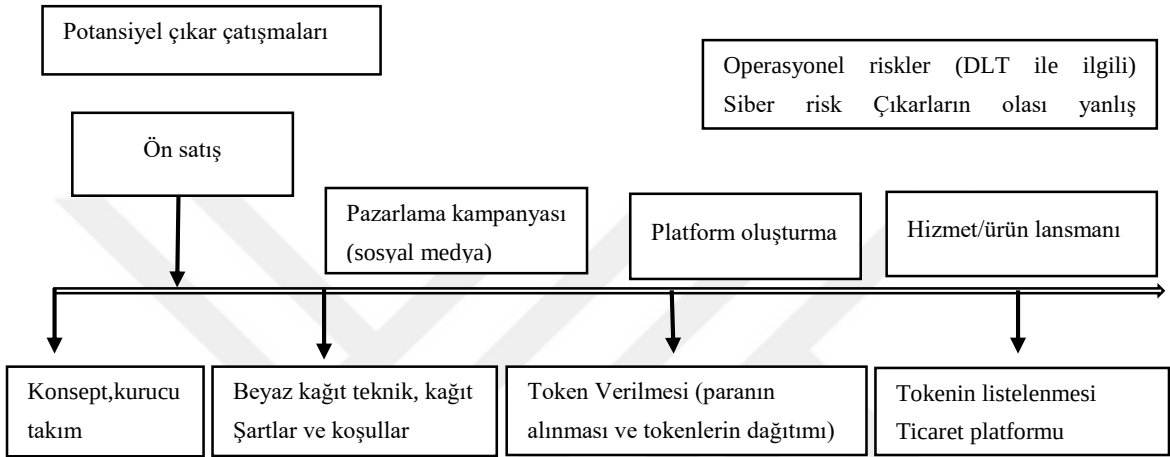
potansiyel yatırımcılar tarafından atılan adımlar aşağıda açıklanmaktadır. Henüz şirkete dahil edilmemiş projenin başlangıç veya geliştirme ekibi, halka bir ilk coin arzı gerçekleştirme niyetlerini duyurur ve standart olmayan teklifin yayınlanması yoluyla halkı proje, teklif hüküm ve koşulları hakkında bilgilendirir. Teknik inceleme adı verilen belge kripto topluluğunun resmi iletişim kanalları (örneğin Telegram) genellikle güncellemeleri sağlamak ve/veya teklife katılan olası katılımcıların sorularına yanıt vermek için kullanılır (Feng vd., 2018). Projenin daha teknik ayrıntılarını içeren teknik belge ve/veya bir hüküm ve koşullar belgesi de kamuya açık hale getirilebilir. Teklif başarılı olursa ve minimum fon toplama hedef tabanına ulaşırsa başlangıç, blok zincirinde yatırımcıların daha sonra büyük kripto para birimleri veya daha az sıklıkla itibari para birimi karşılığında aldıkları yeni tokenler oluşturur. Aksi takdirde böyle bir "soft cap"e ulaşılmazsa yatırımcılara para iade edilir ve token verilmez (Clifford Chance, 2018).

Kripto para birimine sahip olmayan ve token teklifine abone olmak isteyen yatırımcı itibari para birimini kabul eden dijital borsaya kaydolar ve itibari para birimini, itibari para birimine transfer eder. Bu daha sonra başta Bitcoin (BTC) ve Ethereum (ETH) olmak üzere önde gelen kripto para birimlerinden birine dönüştürülür. Birçok borsa düzenlenir ve o nedenle bankacılık sistemi, itibari para biriminin transferi de kart ödemesi yoluyla yapılabilir. Bu tür düzenlenmiş borsalarda yatırımcıların bir KYC (Know Your Customer) sürecinden geçmeleri gerekir. Çoğu borsanın tüm fonları tek bir havuzda tuttuğu göz önüne alındığında, yatırımcının dijital cüzdan sağlayıcısına kaydolması ve jetonları satın alabilecekleri kendi kişisel özel cüzdanını oluşturması gerekir. Dijital veya kripto cüzdanlar esasen depolayan yazılım programlarıdır. Her kişinin blok zinciri işlemleri yoluyla token göndermesine ve almasına izin veren özel ve genel anahtarlarıdır. Açık anahtar cüzdan adresi görevi görür ve herkes tarafından bilinebilirken (bir banka hesap numarası gibi) özel anahtar, tokenlere erişmeye ve bunları harcamaya (bir pin numarası gibi) izin veren gizli numaradır. Özel anahtarlar genel anahtarlarla el ele gider; ve özel anahtarın mülkiyeti ilgili ortak anahtar altında depolanan tokenler üzerinde tam kontrol sağlamaktadır (Clifford Chance, 2018).

İhraççı tarafından token alınabilmesi için yatırımcının ödemeyi (BTC veya ETH) özel anahtarına sahip olduğu ve kendisine ait olarak tanımlanabilen kendi özel cüzdanından göndermiş olması gerekir. Şimdi itibari paradan önde gelen kripto para birimlerinden birine dönüştürülen yatırımcı fonları özel cüzdandan yeni jetonları veren ICO'nun adresine gönderilmeden önce borsadan özel cüzdana gönderilir. Tokenler yalnızca ilk coin arzları ihraççılar tarafından hedeflenen fonları artırmada başarılı olursa çıkarılacak ve yatırımcının özel cüzdanına (açık anahtar) gönderilecektir. Yatırımcının belirteçlere erişebilmesi özel anahtarının, token ihraççı tarafından gönderildiği ortak anahtarla eşleşmesi gerekir (Kwek, 2017). Yeni oluşturulan tokenler çoğu durumda yatırımcının itibari para birimini önde gelen kripto para birimlerinden birine dönüştürmede kullandığı borsa tarafından kabul edilmez. Yatırımcı kripto belirteçlerini listeleyen ikinci farklı bir kripto değişiminden geçmek zorunda kalacaktır. Bu borsalar yeni çıkarılan tokenler de ikincil pazar görevi

görür ve daha yaygın kripto para birimlerine karşı yeni verilen tokenlerin satın alınmasına izin verir (Feng vd., 2018). Özel kripto cüzdanında yeni oluşturulan tokenlere sahip olan yatırımcı, parasını idari para birimine geri değiştirmeye ve onları geleneksel bankacılık sistemine geri getirmeye karar verdiğinde düzenlenmiş borsaya geri dönmek zorundadır. Alternatif olarak yatırımcı tokenleri yeni tokenin listelendiği borsalardan birinde satabilir.

Şekil 8: İlk Coin Arzlarının Süreci



Şekil 8'e göre çoğu ilk coin arzları aşağıdaki gibi gerçekleştirilir. Potansiyel alıcı ihraççıya ödeme göndererek token için bir satın alma siparişi gönderir. Ödeme genellikle kripto para biriminde ve en yaygın olarak olası alıcıların alabileceği Ethereum (Ethereum blok zincirinin madeni parası) ile yapılır. Satışın sonunda token sözleşmesi satın alınan tokenleri başarılı alıcıların blok zinciri adreslerine otomatik olarak gönderir. ICO'ların bu kadar hızlı yayılmasının bir nedeni en temel biçimleriyle ihraççıya esasen sıfır maliyet getirmeleridir. Bu yüklenim ve ifşa maliyetlerinin toplanan fonların önemli bir bölümünü oluşturduğu halka arzlarla çalışmaktadır (Clifford Chance, 2018). Halka arzların ayrıca düzenleyici yük bilgi gibi daha az ölçülebilir maliyetleri vardır. Yüksek bir hisse senedi fiyatı ile ürün pazarı rakiplerini çekme olasılığı ilk coin arzın'dan önce tipik olarak halka aralar prospektüslerine ruhen benzer olan "beyaz kağıt" açıklama belgelerinin yayınlanması gelir (Kong, 2017). Teknik incelemeler önemli ölçüde farklılık gösterir ancak en yaygın unsur tokenin nasıl kullanılacağına ilişkin açıklamadır. Genellikle eksik olan şey ihraççı hakkında temel bilgilerdir. Birçok teknik belge iletişim adresi (veya konum hakkında herhangi bir bilgi) sağlamaz; ICO'nun arkasındaki tüzel kişilik veya bireyler hakkında çok daha az bilgi sağlar (Howell vd., 2018).

ICO'nun yapısıyla ilgili olarak piyasa hala çok düzensiz olduğundan sabit yapı yoktur ancak vurgulanabilecek bazı ortak noktalar vardır. Normalde bir finansman süreci ilk coin arzları yürütme niyetinin duyurulması ve muhtemelen projenin bazı yönlerini değiştirmekle ilgilenen kişilerden fikir toplamayla başlar. Sonraki adımda şirket teklifin ana detayını açıklar ve proje özellikleri, token satış

tarihi ve süresi dahil olmak üzere ilk coin arzlarına yaklaşmak için bir dizi adımı duyurur. Günümüzde şirketler tüm proje detaylarının raporlanacağı resmi belgeyi oluştururlar. Buna da whitepaper denir (Kwek, 2017). Finansman süreci şekil 8’de anlatılmaktadır.

- Ön duyuru: Bu açık alan teknolojisinde atılan tüm adımlar gibi her şey resmi kanalda yapılan ve geliştiriciler grubunun bir yönetici özeti aracılığıyla ilk coin arzları projesi ve ana işlevleri hakkında mümkün olduğunca fazla bilgi aktarmaya çalıştığı teklifle başlar. Geri bildirimler almak ve projeyi geliştirmek için geliştirici ekibin teklife gidebildiği ve mümkün olduğunca fazla taleple karşılaştığı anda sona eren bir döngüde projeyi geliştirmektedir.
- Teklif: Ekip halka arzlar için zorunlu izahnamenin ne olduğuna eşdeğer olan teknik belgenin yayınlanmasına gider; aradaki fark zorunlu izahname teklifinin yasal olarak belgelenmesinde açıkça minimum bir içerik gerektirmesine rağmen ICO'nun teknik incelemesinin hala olmamasıdır. Her ekip temel olarak finansman olayıyla ilgili kendi vizyonunu yayınlar ve kampanyayı mümkün olduğunca daha teknik olan hususlardan daha basit pazarlama açıklamalarına kadar çok farklı bilgiler içerecek şekilde tanıtması ve düzenlemesi gerekir.
- Proje kampanyası: Şirket teklifini Facebook, Twitter, Telegram gibi iletişim kanalları aracılığıyla mümkün olduğunca pazarlamaya çalışmaktadır. Buradaki amaç, aşağıdaki gibi soruları yanıtlayarak yeni yatırımcıları ICO'nun kalitesi konusunda ikna etmektir. Bu ilk coin arzı projesi hangi sorunları çözmek istiyor? Böyle sorunu çözme de neden blockchain kullanmaya ihtiyaç var? Ekipte yer alan kişiler kimlerdir? Startup'ın uzun vadede iş hedeflerine ulaşmasının sonucu ne olacaktır? (Bruno vd., 2017)
- İlk coin arzları satış: Her şey ayarlandıktan sonra satış başlar ve yatırımcılar talep göndererek tekliften pay almaya çalışırlar (Bruno vd, 2017).

2.2.3.1.2. İlk Coin Arzları İhracının Maliyetleri

Blok zinciri tabanlı çözümlerin verimlilik tasarruflarından kaynaklanan düşük ihraç maliyeti bir ilk coin arzı aracılığıyla finansmanın en önemli faydalarından biri olarak kabul edilir. Erken token satışlarında yer alan tek maliyet altyapıyı kurmanın ve protokolü geliştirmenin teknik maliyetleri ve ayrıca danışmanların nadiren dahil olması nedeniyle tokenlerin dönüştürülmesi için değişim platformu ücretleridir (Sykes, 2018). Düzenleyici belirsizlikten, düzenleyici boşluklardan ve hatta düzenleyici arbitrajdan etkin bir şekilde yararlanan ilk nesil ilk coin arzları tekliflerinde maliyet avantajları sezgisel olsa da ilk coin arzları olgunlaştıkça ve düzenlenmemiş bölgeden uzaklaştıkça bu durum daha az olur. İlk coin arzları ihracı ile ilgili maliyetlerin gelişimi, finansman mekanizmaları ve günümüzde danışmanlık ücretlerini (yasal, finansal ve güvenlik) ağır pazarlama giderlerini, listeleme ücretlerini ve topluluk yönetimi hizmetleri gibi diğer ilk coin arzları sonrası maliyetleri içerir. Bugün bile ilk coin arzların, halka arzlara kıyasla fon toplamanın daha ucuz bir yolu olduğunu

göstermektedir. Bazı piyasa katılımcılarına göre ilk coin arzları yaklaşık 1 milyon ABD doları tutarındaki teklifler için toplanan toplam fonların yaklaşık %3'üne mal olurken buna karşılık %3–5 eşdeğeri halka arz oranıdır. Daha da önemlisi halka arzlar hisse senedi arzını etkin bir şekilde garanti eden sigortacılara (yatırım bankaları) tazminat olarak ödenen yaklaşık %7'lik ek ücretleri içerir. Bu nedenle ilk coin arzları maliyetlerinin dökümü, temel teknolojiye, yetki alanına, büyüklüğüne ve diğer yapılandırma özellikleridir. Bu tür maliyetlerin ana bileşenleri genel olarak benzerdir ve teknik maliyetleri, yasal ücretleri, diğer danışmanlık ücretlerini, pazarlama maliyetlerini ve listeleme ücretlerini içerir. Teknik ücretler, ilk coin arzların'da kullanılacak bir tokenin oluşturulmasını ve projenin yürütüleceği protokolün geliştirilmesini içerir. İlk coin arzları tokenleri çoğunlukla kendi blok zincirinde yerel tokenin geliştirilmesine kıyasla manipüle edilmesi basit ve ucuz olan Ethereum blok zincirindeki ERC20 (Ethereum request for comment) protokolüne dayanmaktadır. Platformda gerçekleştirilecek herhangi bir işlemin temeli olan akıllı sözleşmelerin geliştirilmesi için de teknik ücretler ödenir. Devam eden teknik platformu ve sözleşmeleri sürekli olarak denetlemek, koddaki hataları veya zayıflıkları ele almak ve herhangi bir saldırıyı önlemek için geliştiricilere ücretler ödenmesi gerekmektedir (Bruno vd., 2017).

Teklif için geçerli olan düzenleyici çerçeve teknik incelemede uygun dilin taslağı diğer sözleşme ve pazarlama belgeleri hakkında tavsiye karşılığında yasal ücretler ödenir. Kalabalığın arasından sıyrılmak, tüketici ilgisini çekmek, reklam yapmak isteyen, halkla ilişkiler ve sosyal medya kampanyalarının yanı sıra yenilikçi pazarlama araçlarına sahip olmak isteyen şirketler için pazarlama giderleri önemli olmuştur. Ödül programları ihraççılar tarafından, ürünlerinin/hizmetlerinin tanıtımı karşılığında sosyal medya etkileycilerine ve pazarlamacılara jeton vermek için tasarlanmıştır. Bazı halka arzlarda tüm jetonların %5'e kadarı bu tür ödül programlarına ayrılmaktadır. Benzer şekilde beden indirimleri erken indirimler gibi bonus yapıları yatırımlar veya yönlendirmeler, yatırımcıları teşvik etmede kullanılır ve ihraççıya maliyeti temsil eder. Hem lansman sırasında hem de projenin ömrü boyunca pazarlama ve iletişim, günümüzün kalabalıklaşan ilk coin arzları alanında ilk coin arzları harcamalarının giderek daha büyük bölümünü oluşturmaktadır. İlk coin arzları sonrası iletişim proje/hizmet çevresinde canlı bir ağı oluşturulmasını ve sürdürülmesini sağlamayı amaçlayan özel topluluk yönetimi hizmetlerinin ihraççılara satılmasıyla ek ücretleri içermektedir. Tokenlerin ihracı hakkında bilgi toplayan platformlar ücret alabilirler (Kwek, 2017).

İlk coin arzlarından kısa bir süre sonra ihraççıların, tokenin likiditesini ve kripto borsalarındaki tokenlerin listelenmesini sağlamaları gerekir. Çıkarılan tokenler için listeleme ücretleri, listeleme mekanının itibarına bağlı olarak 1 milyon ABD Dolarına kadar çıkabilir. Bu ücretler geleneksel hisse senedi borsası listelemesi (ana piyasa) için 125 – 300K USD ile karşılaştırılırlar. Buna ek olarak listede kalmak için karşılaştırılabilir bir yıllık ücret alınır. Listelemeyi güvence altına almak yalnızca token sahiplerine likidite sağlamakla kalmaz; aynı zamanda ilgili orantısız ücretleri açıklayabilen, projenin ve şirketin uygulanabilirliği için esasen belirleyici faktör olarak kabul edilir. Tokenlerin

kriptoya ve ardından kripto borsalarında itibari paraya dönüştürülmesine uygulanan ücretler teklifle doğrudan bağlantılı olmasa da bir ICO'nun maliyet yapısının ayrılmaz parçası olarak kabul edilebilir. Düzenlenmiş kripto borsaları kripto para biriminin döviz kuruna uygulanan yayılımına ek olarak her işlemde dönüştürülen tutardır. Son olarak dönüşüm ücretleri kripto para birimi alım veya satımı için döviz kurunun yayılmasına ek olarak %1,39 ile %3,99 arasında değişebilir. Token satışına katılmak isteyen yatırımcıların yeni çıkarılan belirteçlerin satın alınmasıyla ilgili işlem ücretlerini ve/veya belirteçleri ikincil piyasalarda kabul edildiğinde işlem ücretlerini de ödemeleri gerekmektedir (Bruno vd., 2017).

2.2.3.1.3. İlk Coin Arzlarının Yasal Çerçeve

2017'de hem blockchain teknolojisi hem de ilk coin arzları erken aşamadaki finansman üzerinde önemli bir etkiye sahipti ve tüm kitle fonlaması sektörünü, uzmanların bile hayal edemeyeceği şekillerde yeniden şekillendirmiştir. İlk coin arzları ilk olarak Haziran 2017'de aylık ortalama melek yatırım ve tohum aşaması yatırımlarını aştı ve ICO'lara yapılan yatırım miktarı Aralık 2017'ye kadar iki katından fazla artmıştır. Bu süre zarfında endüstri sektörü etkilemeye devam edeceği köklü bir dönüşüm yaşadı. Teknoloji merkezli startup sahnesi ve BT endüstrisini bozmaya devam etmekteydi. O nedenle hem pazar liderleri hem de başarılarını geliştirmeye çalışan yerleşik şirketler tarafından ciddiye alınması gerekmektedir. Bunun yanı sıra şirketlerinin ilk aşamalarında likiditelerini artırmaya çalışan başlangıç kurucularıdır. İlk coin arzları hem yatırımcılara hem de teknoloji girişimlerine geleneksel kitle fonlaması veya halka arz ortamında gerçekleştirilemeyecek avantajlar sağladığı için son derece popüler olmuştur. Bir taraftan teknoloji girişimleri ilk coin arzlarının anonim, merkezi olmayan ve katılımcı yapısından yararlanarak fonlarını dünyanın her yerinden anonim olarak almalarına olanak tanırken hissedarların yatırımlarının sözleşme temelinde yer alan herhangi bir karara katılmalarını sağlamaktadır. Ayrıca bu şirketler ilk coin arzları aracılığıyla kendi kendine fon sağlama, uluslararası yatırım bankaları, finansal hizmet sağlayıcılar veya kitle fonlaması platformları ile çalışmak zorunda değildirler. Bu onların yalnızca ilk coin arzlarının kurallarını belirlemelerine değil; aynı zamanda yukarıda belirtilen araçlar tarafından alınan ücretlerden tasarruf etmelerine de olanak tanımaktadır (Arnold vd., 2019).

Yasal çerçevede ilk coin arzları son derece gri bir alanda var oldular çünkü sadece yeni düzenlemeye tabi olmayan finansal varlıklar oldukları gerçeğinin hem lehinde hem de aleyhinde tartışmalar yapılabilmektedir. Ancak SEC'in son kararı o zamandan beri bu gri alanın bir kısmını temizlemeyi başarmıştır. Bazı durumlarda token yalnızca bir yardımcı program tokenleridir. Yani sahibine belirli protokole veya ağa erişim sağlamaktadır. O nedenle finansal güvenlik olarak sınıflandırılmaz. Öte yandan token bir öz sermaye tokeniyse yani tek amacı değeri takdir etmekse; o zaman daha çok bir menkul kıymete benzer. Birçok kişi gelecekteki bir noktada temel platforma erişmek için token satın alırken, çoğu token alımının spekülatif yatırım amaçlı olduğu fikrini

çürütmesi zordur (Dell Erba, 2020: 187). Henüz ticari bir ürün piyasaya sürmemiş birçok projenin değerlendirme rakamları göz önüne alındığında bunu tespit etmek kolaydır. SEC kararı güvenlik tokenlerine karşı fayda durumuna bir miktar netlik sağlamış olabilir ancak yasallıkların sınırlarını test etmek için hala çok fazla alan vardır. Daha fazla düzenleyici sınır getirilene kadar girişimciler yeni fenomenlerden yararlanmaya devam edeceklerdir. Bu heyecanın hemen ardından bir düzenleyici ilgi dalgası gelip ilk coin arzı pazarındaki katılımcıların spekülasyon ve hatta dolandırıcılığın yaygın olduğu ortamında faaliyet gösterdiği suçlamasıdır. ABD'den Rusya'ya ve Avustralya'ya kadar düzenleyiciler bir yandan yatırımcıları ve piyasaları korumak ve diğer yandan yeniliği boğmamak arasında gelen hassas dengeleme eyleminde nasıl ilerleyebilecekleri konusunda görüş bildirirler (Dell Erba, 2020:194). Çin ve Kore de dahil olmak üzere bazı yargı bölgeleri en azından şimdilik ilk madeni para tekliflerini bile yasakladılar. Son birkaç ay hızlı hareket eden pazara yetişmek için mücadele eden düzenleyiciler tarafından karakterize edilmiş olsa da eşit derecede açık olan şey yetki alanları arasında standartlaştırılmış düzenleyici yanıtların eksikliğinin geçerli yasalara ve düzenlemelere uyma yükümlülüğünü azaltmadığıdır. Kilit bir düzenleyici soru bir tanım meselesine indirgenir. Bir ICO'nun yapısı tokenlerin menkul kıymetler olduğu anlamına geliyorsa ihracının tokenlerin satın alınabileceği tüm yargı alanlarında mevcut menkul kıymet düzenlemelerine uyması gerekecektir. Elektronik formları ve dünyadaki düzenleyicilerin çeşitli yanıtları göz önüne alındığında basit bir görev değildir. Tokenin yargı alanında menkul kıymet olması diğerinde olmaması da mümkündür (Katz vd., 2018: 3).

Kasım 2017'de Avrupa menkul kıymetler ve piyasalar otoritesi (ESMA) ICO'lar hakkında, ICO'ların yatırımcılara oluşturduğu riskler ve diğerleri ilk coin arzlarında yer alan firmalar için geçerli kurallar hakkında olmak üzere iki açıklama yayınlanmaktadır. ESMA yatırımcılardan ICO'lar aracılığıyla toplanan para miktarının hızla arttığını gözlemledi ve yatırımcıların ICO'lara yatırım yaparken aldıkları önemli risklerin farkında olmayabilecekleri endişesini dile getirmektedir. Ek olarak ESMA, ilk coin arzları ve kripto varlıklarla ilgili spekülasyonların yanı sıra ICO'lara dahil olan firmaların ilgili geçerli AB mevzuatına uymadan faaliyetlerini yürütebilecekleri konusunda endişelidir. Avrupa komisyonu "FinTech eylem planı" hakkındaki Mart 2018 bildiriminde Avrupa denetim makamlarından AB düzenleyici çerçevesinin ilk coin arzları ve daha genel olarak kripto varlıklarla ilgili uygunluğunu değerlendirmelerini istemektedir. Bu bağlamda, Ocak 2019'da ESMA ICO'lar ve kripto varlıklar hakkında tavsiyeler yayınlanmaktadır (Feng vd., 2019). Bu belgede ESMA ilgili önlemlerin alınması koşuluyla, ilk coin arzı'ların geleneksel finansman kanalları aracılığıyla sermaye artırmayı zor veya maliyetli bulan blockchain start-up'ları ve diğer yenilikçi işletmelere yararlı bir alternatif finansman kaynağı sağlayabileceğini belirtmektedir. Ayrıca çeşitli yatırımcı tabanından para toplamada hızlı ve etkili bir yol sağlayabilirler. Aynı zamanda ICO'lar aracılığıyla sermaye artıran çoğu işletmenin gelişimin ilk aşamalarında olduğunu, çoğu zaman işletme işletmediğini sadece fikirlerin olduğunu vurgular. Sonuç olarak başarısız olma ve yatırımcıların sermayelerini kaybetme riski yüksektir. Ayrıca kripto varlıklarının bulunmadığı veya

ilk coin arzların'dan sonra ihraççıların veya geliştiricilerin ortadan kaybolduğu sahte İlk coin arzlarına (ICO'ların %80'ine kadar) ilişkin yaygın raporlara ve endişelere dikkat çekmiştir. Genel olarak kripto varlıkların doğası gereği dağıtılmış defter teknolojisinin hala çok yeni ve finansal piyasalarda büyük ölçüde test edilmemiş olması nedeniyle belirli teknoloji ve siber güvenlik risklerini artırabileceğini belirtmektedir (Day Jones, 2017).

İsviçre ilk coin arzları için dünyanın bir numaralı ülkesi haline gelmiştir. İsviçre'deki düzenleyici makamlar son derece destekleyici ve blok zincir teknolojisine açılmaktadır. Öyle ki İsviçre'deki Zug kasabası kripto dostu duruşu ve burada gerçekleşen çok sayıda ilk coin arzları nedeniyle sevgiyle “Kripto Vadisi” olarak tanımlanmaktadır. Son yıllarda İsviçre genel olarak ICO'lar ve kripto para birimi için daha fazla düzenleyici çerçeve geliştirmeye çalışmaktadır. Bunlar isviçre finansal piyasa denetleme kurumu tarafından düzenlenir. Düzenleyici netliğin artması piyasayı boğmaya değil yalnızca sektöre daha fazla disiplin sağlamak ve suç faaliyetlerinden kaçınmak için tasarlanmıştır. Finansal piyasa denetleme kurumu genel olarak ilk coin arzı'larını destekliyor ve pazarın dengeli ve sağlıklı bir şekilde büyümesine izin vermeye devam edecek gibi görünmektedir (Deliotte China vd., 2020).

2017 yasağı öncesi Aralık 2013'te Çin halk bankası ve dört ilgili bakanlık ortaklaşa Bitcoin veya token ile ilişkili risklerin önlenmesine ilişkin genelgeyi yayınlanmaktadır. Genelge, Bitcoin'i açıkça "özel olarak belirlenmiş bir sanal emtia veya mal" olarak tanımladı ve Bitcoin'in idari para birimi ile aynı yasal statüye sahip olmadığını açıkça ortaya koymaktadır. Ayrıca finans ve ödeme kurumlarının Bitcoin ile ilgili herhangi bir faaliyet veya hizmette bulunmasını yasaklanmış ve Bitcoin ile ilgili kara para aklamayı önleme yükümlülüklerine ilişkin ayrıntılı gereksinimleri belirlenmektedir. 2016'nın ikinci yarısından itibaren Çin'de ilk coin arzları ortaya çıktı. Çin'deki finans piyasasının hacmi oldukça büyük olduğundan ICO'lara katılan Çinlilerin sayısı artmaktadır. 2017'nin ilk yarısında Çin merkezli ilk coin arzları Çinli yatırımcılardan gelen 65 teklifle yaklaşık 2,6 milyar RMB (400 milyon ABD Doları) toplayıp işlem hacimleri 100 milyar RMB'yi aşan ikincil bir piyasadır. Bununla birlikte ilk coin arzı küresel fenomen olmasına rağmen, Çin'in kripto para birimleri için en büyük pazarlardan biri olduğu gerçeği göz önüne alındığında ve Çin'de işletilen ilk coin arz'ların %90'ının yasadışı fon toplama veya dolandırıcılık ile ilişkili olduğundan oldukça şüpheliyken ICO'lar aracılığıyla toplanan fonların yalnızca %1'i blok zinciri projelerinin geliştirilmesi için kullanılıyor bu da onu denizaşırı muadillerinden önemli ölçüde farklı kılmaktadır. Çin sermaye piyasasının dışa açılması gelişmiş ekonomilere kıyasla oldukça geç olması; Çin'in finansal düzenlemesinin ve destekleyici yasal çerçevenin geliştirilmesi uluslararası standartların uygulanması açısından geride kalması olabilir. Sonuç olarak sermayenin ilk coin arzı aracılığıyla harekete geçirilmesini düzenleyecek ve Çin'deki kripto para borsalarına lisans verecek sağlam bir yasa yoktur. Buna göre ilk coin arzları giderek daha fazla dolandırıcılık, Ponzi şemaları ve diğer dolandırıcılıklarla sonuçlanmaktadır. Eylül 2017'de Çin en büyük pazarlardan biri olduğu için sanal

para piyasasında türbülansa neden olan açık bir " İlk coin arzların Yasağı" yayınlanmaktadır (Jones vd., 2019). İlk coin arzları Çin hükümeti tarafından Eylül 2017'de yasaklandıktan sonra "Initial Miner Offering" olarak adlandırılan yeni iş modeli hızla popüler hale gelmiştir. ICO'nun aksine organizatörler başlangıçta yatırımcılara madencilik ekipmanı satarlar ve yatırımcılar ekipmanı kullanarak madencilik faaliyetlerinde token veya puan alırlar. 12 Ocak 2018'de Çin ulusal internet finansmanı derneği, NIFA'nın bir IMO'nun para toplama faaliyetleri içerdiğini ve örtülü bir form olduğunu belirttiği "Gizli ilk coin arzları faaliyetlerinin önlenmesine ilişkin risk uyarısını yayınladı. ICO'nun, NIFA uyarısının ardından Çin'deki IMO piyasası da düşmüştür. Initial Miner Offering (İMO) ve ilk coin arzı (ICO) 2021'de Çin'de yasakladı.

Özet olarak ilk madeni para teklifi veya ilk coin arzları yeni şirketler ve kitle fonlaması/yatırım sistemini deneyen insanlarla her gün popülerlik kazanmaktadır. Çok popüler yatırım yöntemi olacak ve gelecekte halka arzları bile geride bırakabilir. İlk para teklif insanların token satın alarak şirkete yatırım yapabileceği kitle fonlamasında yeni bir alternatif yöntemdir. Bu tokenler şirkette ürün veya hizmet satın almak ve karşılığında şirketin projeleri için para sağlamada kullanılabilir. Bu yatırım süreci insanlar arasında alınıp; satılabilen merkezi olmayan tokenler oluşturmada blok zinciri teknolojilerinden yararlanır. İlk madeni para teklifleri şirketlerin ve insanların projelerini desteklemeleri, yatırım ve kitle fonlaması yapmaları için kilit bir yöntem haline gelip bu büyüme her geçen gün artmaktadır.

2.2.3.2. İlk Coin Arzlarının Avantajları ve Dezavantajları

KOBİ'ler için fon yaratmanın benzer yollarıyla karşılaştırıldığında ilk coin arzların artıları ve eksileri vardır. Faydalar açısından ise en önemli özellikler şunlardır: Aracısız kalma, ağ değerleri, zamandan tasarruf sağlayan likidite, kapsayıcılık, devredilmemiş mülkiyet ve sınırsız yatırımcı havuzudur. Aracısızlaştırma bu şirketlerin çoğunun geleneksel fon toplama yollarında fark edilebilecek olan fon toplama maliyetlerinden tasarruf etmesine yol açar. Ayrıca şirket blockchain ve otomasyon kullanımı nedeniyle verimlilik kazanımları elde edecektir. Kapsayıcı finansman yöntemi yalnızca fon sağlamanın demokratik yolunu değil; aynı zamanda yatırımcıların kısıtlamasız erişimini ve aktif katılımını da yansıtmaktadır. Buna ek olarak tokenlerin belirli kısmına yatırım yapma ve piyasanın orta likiditesi ile birlikte işlemleri hızlı şekilde gerçekleştirme yeteneği vardır (Bruno vd., 2017). Küresel yatırımcı havuzuna doğrudan erişim olduğundan, genellikle bu projelere çok çeşitli ve heterojen olan birçok yatırımcı vardır. ICO'lar söz konusu olduğunda mülkiyet devredilmez yani mülkiyet haklarından vazgeçmeden risk sermayesi yükseltilir. Son olarak müşteri tabanının ve ağın etkileriyle üretilen değerin oluşturulduğu kıymetli bir ağ vardır (Howell vd., 2018).

Halka arzlarda bir yatırımcı yatırımı karşılığında şirketten hisse senedi alır. Bir ilk coin arzları durumunda kendi başına hisse yoktur. Bunun yerine ilk coin arzları aracılığıyla fon toplayan şirketler bir hisseye eşdeğer blok zinciri (bir kripto para birimi token) sağlar. Çoğu durumda yatırımcılar Bitcoin veya Ethereum gibi popüler mevcut tokenle ödeme yapar ve karşılığında orantılı sayıda yeni token alırlar. Şirketin token oluşturması bir ilk coin arzları başlatmasının ne kadar kolay olduğunu belirtmekte fayda vardır. Birkaç saniye içinde kripto para birimi tokenlerinin oluşturulmasına izin veren çevrimiçi hizmetler vardır. Yatırımcılar hisse senetleri ve tokenler arasındaki farkları değerlendirirken bunu akılda tutmalıdırlar. Tokenin herhangi bir gerçek değeri veya yasal garantisi yoktur. İlk coin arzları yöneticileri ICO'nun şartlarına göre token üretir; ardından bireysel yatırımcılara aktararak planlarına göre dağıtırlar (Sohn ve Kim, 2018: 218).

İlk coin arzları operasyonundaki ilk yatırımcılar plan başladıktan sonra başarılı olacağı umuduyla genellikle token satın almaya motive olurlar. Bu gerçekten gerçekleşirse ilk coin arzları sırasında satın aldıkları tokenlerin değeri; ilk coin arzları anında belirlenen fiyatın üzerine çıkacak ve genel kazançlar elde edeceklerdir. Bu ICO'nun birincil faydasıdır. İlk coin arzları gerçekten de birçok yatırımcıyı milyoner yapmıştır. Örneğin, 2017'de her biri ortalama 12,7 milyon dolar toplayan 435 başarılı ilk coin arzı vardır. Böylece 2017 için toplanan toplam miktar 5,6 milyar dolar ve en büyük 10 proje bu toplamın %25'ini artırmıştır. Ayrıca ICO'larda satın alınan tokenler ilk yatırımda dolar bazında ortalama 12.8 kat geri dönmüştür. Kitle fonlamasına ek olarak ICO'lar geleneksel fon toplama yollarıyla da karşılaştırılabilir. Örneğin bir ilk coin arzları halka arza (IPO) benzer; çünkü her iki durumda da girişim sermayeyi artırmak için dijital tokenler veya hisseler çıkarır ve daha sonra ikincil piyasada da işlem görür. Dezavantajlardan biri ICO'lar söz konusu olduğunda girişimin geleneksel halka arzların bel kemiği olan finansal araçlar veya yasal inceleme yoluyla şirketin değerini tahmin etmek gibi herhangi özel gereksinime tabi olmamasıdır. Ek olarak ilk coin arzları durumundaki girişimler konsept düzeyinde bile olabilir. Oysa halka arzlarda şirketlerin en azından belirli bir süre boyunca performans göstermeleri ve geçerli finansal verilere sahip olmaları gerekir. Aslında tüm kripto ürünlerinde gerçekleşen aracısızlaştırma nedeniyle bu farklılıklardan kaçınılmaktadır. Bununla birlikte bu avantaj önemli miktarda fon toplayan ve ardından tüm tokenleri satarak piyasadan kaybolan bazı girişimler tarafından kötüye kullanılmaktadır. Bu tür ICO'lar, yatırımcıların dolandırıcılığa maruz kaldığı ve yatırım fonlarını kaybettiği dolandırıcılık olarak bilinir. Satış group'a göre 2017'deki ICO'ların yaklaşık %80'i dolandırıcılık olarak tanımlanmaktadır. Fortune Jack en yüksek profilli ilk coin arzları dolandırıcılıklarından sadece on tanesinin hiçbir şeyden şüphelenmeyen yatırımcılardan 687,4 milyon dolar dolandırdığını tespit etmektedir (Ahmad vd., 2021).

Mevcut biçimleriyle ilk coin arzları hem KOBİ'ler hem de tekliflere abone olan yatırımcılar için bir dizi zorlukla beraber önemli kaynakları verimli yatırımlardan hileli faaliyetlere ve

dolandırıcılıklara yönlendirerek daha geniş KOBİ finansman piyasasına yansımaları olma riskini içermektedir.

- Düzenleyici belirsizlik: İlk coin arzları tekliflerine uygulanan düzenleyici çerçeve her zaman net değildir; ve her bir ilk coin arzları teklifinin durumuna bağlı olabilir. ICO'lar etrafındaki düzenleyici belirsizlik ve bu tür tekliflerin olası denetiminin olmaması hem ihraççıları hem de katılımcıları önemli risklere maruz bırakmaktadır. Tekliflere ve ihraç edilen tokenlere uygulanan düzenleyici çerçevedeki netliğin olmamasına ek olarak ICO'ların gerçekleştiği temelde dağıtılmış defter teknolojisi ve dijital uygulamaları hakkında düzenleyici belirsizlik mevcuttur. Örneğin akıllı sözleşmelerin yasal uygulanabilirliği ve akıllı sözleşmelere ilişkin standart kanunun uygulanması ile dağıtılmış ağdaki teknolojik arızadan kaynaklanan kayıp durumunda yatırımcıların rücu hakkı henüz belirlenmemiştir. İlk coin arzları tekliflerinin küresel doğası göz önüne alındığında özellikle düzenleyiciler tarafından koordineli faaliyetlerin yokluğunda, pazarlama ve belirteçlerin verilmesiyle ilgili sınır ötesi sorunlar ortaya çıkacaktır. Az sayıda yargı bölgesinde ilk coin arzı tekliflerinin orantısız dağılımı, düzenleyici arbitrajın ihraççılar tarafından istismar edildiğinin kanıtı olmalıdır. Vergilendirme de bu tür düzenleyici arbitrajın arkasındaki diğer önemli motivasyondur (Deliotte China vd., 2020).
- ICO tekliflerinin ilgili sorunlar: Geleneksel kurumsal finans teorileri token ihraçlarına kolayca uygulanamayabilir çünkü tokenlerin değerlemesi ve fiyatlandırılması zordur. Çoğu ilk coin arzı teklifi diğer şeylerin yanı sıra değer oluşturma ve aralarında atfedilme biçimleri nedeniyle standart yatırım paradigmasına uymaz. Bir ağın farklı katılımcıları ağ etkilerinin tahmini, nicelleştirilmesi ve çoğu durumda yatırıma özgü değere ek olarak bir miktar kullanım değerine sahip olan tokenlerin işlevindeki ikiliktir. Çoğu ICO'nun şeffaflık eksikliği göz önüne alındığında tokenlerin uygun değerini tahmin etmek daha da zordur. Hala konsept aşamasında olan projelerin temellerini değerlendirmek neredeyse imkansızdır. Standartlaştırılmış ve denetlenmiş bilgi ifşasının olmaması görevi daha da karmaşık hale getirmektedir. Girişimciler token arzını önceden tanımlamak ve erken token sahiplerinin seyretilmesini önlemek için öngörülebilir ilk coin arzları sonrası gelecek için şirketin finansman ihtiyaçlarını doğru bir şekilde hesaplamayı zor bulabilirler. Bir takip durumunda değer atfının ayrılması doğrudan öz sermaye gibi geleneksel finansman araçlarıyla teklif vermek, yatırımcılara yansımaları ile KOBİ'nin kendisi için de zor olabilir. Token ihraçlarının yapılandırılması ihraççı tarafından çıkar çatışmalarına yol açabilir. Girişimcilerin herhangi kişisel finansal risk almadan ve gerçekleştirilmemiş konseptte dayanarak bir ilk coin arzları aracılığıyla verilen tokenleri almaya girişmesi çıkarların bu tür yanlış hizalamalarına neden olabilmektedir (Garratt, 2021).
- Yatırımcı koruması: Özellikle kripto varlık piyasalarındaki düzenleyici boşluk göz önüne alındığında ICO'ların mevcut formlarında yer alan belirsizlik ve riskler çok büyük

olduğundan, birçok ilk coin arzı teklifi perakende yatırımcılar için uygun yatırım olarak görülmeyebilir. Yüksek riskli yatırımları üstlenmede gereken finansal beceri veya bilgidir. Bu finansman aracı erken aşama risk finansmanını hedeflediğinden varsayılan olarak risklidir. Düzenleyici belirsizlik, şeffaflığın olmaması ve geleneksel değerlemenin uygulanmasındaki zorluklar metodolojiler ayrıca yatırımcıların rasyonel bilinçli kararlar vermesini engeller ve onları gereksiz yere risklere maruz bırakabilmektedir. Kripto varlıklarda yüksek fiyat oynaklığı bu tür araçların perakende yatırımcılar için uygunluğu konusunda endişeleri artırmıştır. İkincil piyasalarda işlem gören tokenler listeleme sırasında ve sonrasında yüksek oynaklık seviyeleri yaşar. Perakende yatırımcıların belirteç ihracıyla ilgili riskleri anlayabilmeleri ve token değerlemesinin ana unsurlarını kavrayabilmeleri için uygun finansal okuryazarlık becerileri gereklidir. İncelenmiş bir açıklama veya resmi denetim olmadığında, gerekli keşfin yükü yatırımcıya aittir ve bunun için yatırım aracına ilişkin sağlam bir finansal anlayış özellikle perakende yatırımcılar için büyük önem taşımaktadır. İlk coin arzları tekliflerine abone olmak isteyen yatırımcıların finansal okuryazarlık becerilerine ek olarak teknik becerilere de sahip olmaları gerekir. Bunlar blok zincirinin temel teknik anlayışının ötesine geçebilir ve kodlama becerilerini içerebilir. Bu çoğu durumda açık kaynak kodlu olan ve potansiyel yatırımcılarla paylaşılan şirket tarafından kullanılan kodu denetlemek isteyen yatırımcılar için gerekli olacaktır. Bir takip kaydının olmaması durumunda bu tür kodları devreye almanın değerlendirilmesi için temel teşkil edebilir. Ek olarak perakende yatırımcıların, kişinin genel anahtarları ve yatırımlarıyla ilişkili fonlar üzerinde tam kontrol sağlayan özel anahtarları yönetebilmeleri gerekir. Özel anahtarların saklanması ve korunmasını içerir ve özel anahtarın kazara kaybolması veya çalınması durumunda yatırılan fonların geri alınmasının imkansız olması nedeniyle kritik önem taşımaktadır (Howell vd., 2020: 3954).

- Operasyonel ve ticari riskler: Anekdot niteliğindeki kanıtlar ilk coin arzları ihraççıların bankacılık hizmetleri almakta zorluk yaşadıklarını göstermektedir. İhraççı idari para birimini kabul edip, kullanamayacağından kaynak yaratmayı kripto para birimleriyle sınırlayabilir. Ayrıca idari para cinsinden gelirlerin dönüştürülmesini ve kullanımını kısıtlayabilir ve kripto varlık risklerini koruma yeteneklerini azaltabilir. KOBİ ekosisteminin blok zinciri ağının ötesine geçtiği durumlarda, katılımcıların kripto varlıklarının kullanımına her zaman hazır olmayabilirler. Bu durumda kripto para birimlerinden dönüşüm gerekli olacaktır. Uyulması gereken sistemlere sahip olmak KYC gereklilikleri teklifin daha fazla güvenilirliğine ve bütünlüğüne işaret edebilir ve daha fazla ihraççının bankacılık sisteminde kabul edilmesine izin verebilir. Şu anda ilk coin arzların büyük çoğunluğu yeni verilen tokenler karşılığında yalnızca kripto para birimini kabul ediyor. Token ihracı ve ticareti aynı zamanda bir dizi kayıtlı bilgisayar korsanlığı ve siber saldırı olayıyla KOBİ'leri ve yatırımcıları kayıplara maruz bırakan ve ICO'ların güvenilirliğini azaltan siber saldırılara maruz kalmaktadırlar. Dijital cüzdanlar ve borsalar siber suçlara çekici hedeflerdir. ICO'ların kendileri fonların yayıncının adresi yerine bilgisayar korsanının adresine gönderilmesinde yanlış talimatlar

veren bilgisayar korsanlar tarafından saldırıya uğrar. Bazı tahminlere göre ICO fonlarının neredeyse %10'u bilgisayar korsanlarının saldırıları nedeniyle kaybedilmiştir. KOBİ'ler ve yeni kurulan şirketler siber güvenlik stratejilerinden ve bu tür risklerin etkin bir şekilde azaltılmasında gereken bütçeden yoksun olduklarında siber saldırılara karşı özellikle savunmasızdırlar (Garratt, 2021).

2.2.3.3. İlk Coin Arzlarının Riskleri

İlk coin arzları yapısal olarak risklidir. İlk coin arzları kara para aklama dolandırıcılık ve hırsızlık endişelerini artırır. Bir ICO'da yayınlanan kripto para birimi merkezi değildir; ve şifrelidir. Yani satışını ve arkasındaki kişilerin kimliğini takip etmek zordur. Ayrıca ICO'lara yatırım yapmanın yüksek riskleri yeni bir yatırım alanında yüksek getiri vaadiyle kolayca cezbedilebilecek yatırımcılar tarafından henüz tam olarak anlaşılmamıştır (Bruckner vd., 2020). Bu risk çok az işletme geçmişi olan veya hiç faaliyet geçmişi olmayan startup'lar gerçeğiyle daha da artmaktadır. Yatırımcılara önemli bilgileri ifşa etmek zorunda kalmadan sermayeyi hızlı şekilde artırmada ICO'ları kullanılmaktadır. Sonuçta bu riskleri iyileştirmek zordur. Teoride dünyadaki herhangi bir kişi internet bağlantısı ve dijital cüzdan ile ICO'ya katılabilir ve bu da bir ICO'nun herhangi ülke tarafından düzenlenmesini zorlaştırır. Suçluların kara para aklama terör faaliyetlerini finanse etme ve özellikle yolsuzluğun yaygın olduğu ülkelerde sınır ötesi diğer dolandırıcılık planlarını gerçekleştirme fırsatları yaratır (Narayanan Vaidyanathan, 2018: 6). Bazı riskler şunlardır:

- Düzenlenmemiş alan: İlk coin arzları, SEC tarafından düzenlenmez ve çoğu dış ülkelerde bulunur.
- Yatırımcı koruması yok: Finansal hizmetler tazminat planı veya finansal ombudsman hizmeti gibi birleşik krallık düzenleyici kurumalarına erişme olasılığınız çok düşüktür.
- Fiyat oynaklığı: Genel olarak kripto para birimleri gibi bir tokenin değeri aşırı derecede değişken olabilir; dramatik değişikliklere karşı savunmasızdır.
- Dolandırıcılık potansiyeli: Bazı ihraççıların proje pazarlanırken belirlenen şekilde toplanan fonları kullanma niyeti olmayabilir (Bruckner vd., 2020).
- Yetersiz belgeler: Düzenlenmiş bir prospektüs yerine ICO'lar genellikle yalnızca bir "beyaz kağıt" sağlar. Bir ilk coin arzları teknik incelemesi dengesiz eksik veya yanıltıcı olabilir. Belirteçlerin özelliklerini ve risklerini tam olarak anlamak için karmaşık bir teknik anlayışa ihtiyaç vardır.
- Erken aşama projeleri: Tipik olarak ilk coin arzları projeleri geliştirmenin çok erken aşamasındadır ve iş modelleri deneyseldir.
- ICO'lar çok yüksek riskli spekülasyon yatırımlardır. Dijital belirteçler satın almak düşünüyorsa, ilgili risklerin (aşağıda vurgulanmıştır) bilincinde olmalı ve belirli proje tam olarak araştırılmalıdır. İlk coin arzları projesine yalnızca deneyimli bir yatırımcı, ilk coin arzları

projesinin kalitesine (örneğin iş planı, teknoloji ve ilgili kişiler) güveniyorsa; ve tüm hissenizi kaybetmeye hazırsa yatırım yapmalıdır (Narayanan Vaidyanathan, 2018).

2.2.3.4. İlk Coin Arzlarının Risk Yönetimi

Risk yönetimi hedeflere ve önceliklere ulaşmaya yardımcı olmada kilit rol oynar. Daha iyi bilgilendirilme karar vermeye yardımcı olur; kamu kaynaklarının verimli kullanılmasını sağlar ve istenmeyen sürprizlerden kaçınmayı sağlar. Risk hedeflere ulaşma konusundaki belirsizliğin ifadesidir ve bir tehdit veya fırsat olabilir. Tehdit ICO'nun amaçlarına önceliklerine ve amaçlarına ulaşma ve onaylanmış stratejileri başarılı şekilde sunma yeteneğini olumsuz yönde etkileyecek gelecekteki olası bir olay veya eylemdir. Fırsat ICO'nun amaçlarına, önceliklerine ve amaçlarına ulaşma yeteneğini artıracak olay veya eylemdir ve onaylanmış stratejiler sunar. Risk yaptığımız her şeyin parçasıdır (Doszhan vd., 2020). Risk yönetimi hizmetlerimizi sunma şeklimizi geliştirir. Bazı risklerin her zaman var olacağı ve hiçbir zaman ortadan kaldırılmayacağı kabul edilmektedir. Ancak riski tanımlamayla olasılıklar tahmin edilmektedir. İlk coin arzları planlama, uygulama, işletme, programları ve performansı denetleme dahil olmak üzere işinin tüm yönlerinde riski (hem tehditler hem de fırsatlar) etkin ve tutarlı bir şekilde yönetecektir. Tüm yönetim seviyeleri iyi bilgilendirilmiş, riske dayalı karar verme kültürünü geliştirecek ve teşvik edecektir. Risk yönetimi sağlam stratejik ve operasyonel karar almayı ve iyi iş yönetimini sağlayarak ICO'nun yönetiminin merkezinde yer alacaktır. Mevcut ve yeni tehditleri dikkate almak, bunlara yanıt vermek, yeni fırsatları tanıma ve yakalama yeteneği ICO'nun istenen hedeflerine ve temel stratejik önceliklerine ulaşması için esastır. Bunun altında ICO'nun şeffaflık ve iyi yönetime olan bağlılığı yatmaktadır. İlk coin arzları tarafından verilen kararlar kanıta dayalıdır ve uygun zorluklara tabidir. Yüksek standartlar kurumsal yönetim gerektirir. Etkin risk yönetimi kurumsal yönetimin temel ilkesidir ve sağlam bir kontrol ortamına önemli katkıda bulunur (Narayanan Vaidyanathan, 2018).

İlk coin arzları risklerin yöntemi iki yönden değerlendirilmelidir. Bunlar yatırımcılar ve yaratıcıdır. Küresel anlamda tüm riskler dış ve iç olarak ayrılabilir. Harici olanlar ilk coin arzları sürecinin düzenlenmesidir ve dahili olanlar doğrudan projenin kendisiyle ilgilidir. Bugün her iki tarafın da taşıdığı en büyük risklerin yasal (dışsal) olduğuna dikkat edilmelidir. Bunun nedeni ilk coin arzları pazarında potansiyel yatırımcılar için birçok iç risk vardır. Bunlardan biri dolandırıcılık riskidir. Dolandırıcılık riskinin ICO'nun şu anda dünya hukukunun gri bölgesinde olduğu gerçeğinden kaynaklandığını projelerin yaratıcılarının yatırımcılara karşı herhangi bir yükümlülüğünün olmadığını savunmaktadır. Potansiyel yatırımcıları ürün ihtiyacına ikna ettiler; para topladılar ve tasfiye ettirdiler. Başka bir dolandırıcılık biçimi olarak terörizm riskidir. İşlemlerin anonimliği ve kısa sürede önemli miktarları çekme esnekliği nedeniyle dijital token kullanan finansal planlara yapılan yatırımlar yasa dışı faaliyetlerde bulunan kişiler için caziptir. Başarısız projeye yatırım yapma riski iş modeli birçok faktörden etkilenir. Analistlere göre bunun nedeni profesyonel

olmayan ekibin seçilmesi olabilir. Katılımcıların her birinin geçmiş proje deneyimine yaratıcılar adına yasal, ekonomik, ticari bileşen anlayışlarına dikkat etmek gerekir. Proje yaratıcılarının riskleri yatırımcıların riskleriyle yakından iç içedir (Bruckner vd., 2020). Hazırlık ve ICO'nun kendisinin uzun bir süreç olması nedeniyle piyasaya daha önce rakip projenin sürülme riski vardır. Daha fazla netlik ve şeffaflık için proje yaratıcılarının yatırımcı koruma planını açıkça tanımlaması bir iş planı yapması yatırımcılara projenin değerini belirlemesi gerekir. İş planının olmaması, nakit akışının hesaplanması, potansiyel jeton alıcısını uyarmalıdır. Bu en azından projenin net konseptinin ve bu ICO'nun alınan organizatörlerine hakim olmanın işaretidir. Finansal kayıplar ilk coin arzları projesinin ayırt edici özelliklerinden biri çekilen para türüdür (hem geleneksel para hem de kripto paralar çekilebilir). Kripto paraların çekilmesi durumunda ikincil piyasada yetersiz likidite ile ilişkili riskler vardır ve bu riskler örneğin yüksek komisyonlar nedeniyle geleneksel para birimine dönüştürüldüğünde fonların bir kısmını kaybetmekle tehdit eder (Biasi vd., 2020).

Bu nedenle yatırımcılar ve proje geliştiriciler için risklerin genelleştirilmesi ve yapılandırılması konusunda çalışmalar yaptık; iç ve dış risklerin bir sınıflandırmasını sunuyoruz. Yukarıda belirtilen riskleri en aza indirmek, yönetmek ve başarısız projelerin sayısını azaltmak için çalışma şöyledir:

- İlk coin arzları prosedürünü ve katılımcıların hak ve yükümlülüklerini yasama düzeyinde düzenleyecek yasal belgeler geliştirmek. Bu her şeyden önce ilk coin arzları katılımcıların haksız ve sorumsuz davranışlarından kaçınmanın yanı sıra piyasada hayali projelerin ortaya çıkmasını önleyecektir; (Sykes, 2018)
- Nüfusun blok zincir teknolojileri ve kripto para birimleri dünyasına ilişkin genel okuryazarlığını artırmak, tarafımızca tahsis edilen riskler arasında ikinci sırada yer alan yatırımcıların cehaleti ve proje yaratıcılarının ICO'suna işlenmemiş bir yaklaşımdır. Yatırımcılar söz konusu olduğunda, yatırım yönergelerinin seçimi ve değerlendirilmesi prosedürlerine ilişkin daha erişilebilir bilgilerin yayılmasına ihtiyaç vardır. Projelerin yaratıcılarına gelince, bunu çözmenin tek bir yolu vardır, başarısızlık durumunda tarafların sorumluluğunu yasama düzeyinde sabitlemektir. Yukarıdakilerin tümünü özetlersek ilk coin arzları pazarının yalnızca gelişmekte olan bir pazar olduğunu, avantajları ve dezavantajları olduğunu ancak yeni olan her şeyin gelişme ve kendini gerçekleştirmesinde özgürlüğe ihtiyaç duyduğu unutmamalıdır. O nedenle yasal düzenlemeler yaparak engeller ekonominin ilerlemesi için yollar ve fırsatlar bakmak gerekmektedir (Biasi vd., 2020).
- Yönetim kurulu ve ilk coin arzları üst yönetiminin yeterli üç savunma hattı işlevine güvenebilmesinde ICO'nun risk yönetimi çerçevesinin etkinliğini sağlanmalıdır. Buna denetim risk komitesiyle risk, yönetim kurulu tarafından üstlenilen izleme ve güvence işlevleri de dahildir.

- İyi risk yönetimi politikası oluşturma, karar verme, performans yönetimi, iş planlaması ve güvence faaliyeti dahil olmak üzere günlük yönetim işinin ayrılmaz parçası olmasını sağlanmalıdır (Bruckner vd., 2020).
- İç denetim kapsamının net şekilde yönlendirilmelidir. ICO'nun karşı karşıya olduğu risklerin, zorlukların ve fırsatların anlaşılması gerçekleştirilmelidir. Risklerden bazıları ilk coin arzları içindeki bireysel hizmet alanlarına özgü olacaktır; diğerleri diğer düzenleyiciler ve kuruluşlar için ortak olacak ve kıyaslamada fırsatlar sunacaktır (Diemers vd., 2020).

2.2.3.5. İlk Coin Arzları ve Kitle Fonlaması

Burada aralarındaki temel farkları kolayca anlamaya yardımcı olacak ilk coin arzları fon yaratma ve kitle fonlaması arasında bir karşılaştırma tablo 1’de sunmaktadır. Kitle fonlamasına karşı ilk coin arzları fon oluşturma en önemli bazı temel farkları şunlardır;

Tablo 1: İlk Coin Arzları ve Hisse Bazlı Kitle Fonlaması

Faktör	Ödül Türü	Ulaşılabilirlik	Zaman Aralığı	Maliyet	Platform	Yasal	Yatırımcı Koruması	Likidite	Yatırımcı
ECF	Hisse	Düşük	Yüksek	Düşük	Platform	Yüksek /Var	Var	Düşük	Melek Yatırımcı
ICO	Token	Yüksek	Düşük	Yüksek	Blockchain	Yok	Yok	Yüksek	Block-chain Yatırımcı

- **Ödül Türü:** İlk coin arzları fon oluşturma ve hisse bazlı kitle fonlaması arasındaki temel fark ödül formudur. Herhangi bir yatırımcı fiat para birimlerine veya herhangi kripto para birimine yatırım yaptığında tokenleştirilmiş bir form olarak ödül alacaklardır. Bağış toplayıcı, yeni belirteç sunarak para toplayabilir ve tüm bağış toplama süreci blockchain teknolojisi ile yürütülür. Öte yandan kitle fonlaması kavramına girdiğinde, yatırımcı faizli iade parası, hediye çeki, şirket payı gibi çeşitli ödüller alacaktır. Ayrıca bu süreç bağış toplayıcının, yatırımcılardan hayır kurumlarında banka kredisi veya bağış olarak fon toplamasına olanak tanımaktadır (Bruckner vd., 2020).
- ✓ **Ulaşılabilirlik:** Bağış toplayıcı ilk coin arzlarının fon yaratma süreci aracılığıyla fon toplamak isterse; fon sağlayıcının bu sürece daha geniş ülke veya bölgeden erişmesine izin verebilir. Ayrıca sosyal medya ağlarında reklam vererek popüler hale de getirebilir. Böylece bağış toplayıcı izin verilen herhangi ülke veya bölgeden ilk coin arzı bağış toplama sürecine erişebilir. Öte yandan hisse bazlı kitle fonlaması sistemi belirli ülke veya bölgelerle sınırlıdır. Erişim için çok fazla sınırlama vardır ve bağış toplama etkinliği yürütmede birçok zorlukla

karşılaşılabacaktır. Dolayısıyla bağış toplayanlar bu bağış toplama sürecine hiçbir yerden erişemezler.

- ✓ Zaman Aralığı: İlk coin arzları fon yaratma ve hisse bazlı kitle fonlaması arasında ayırım yapmada zaman en dikkate değer faktördür. İlk coin arzları bağış toplama süreci aracılığıyla bağış toplayıcı, fonları haftalar, dakikalar veya saniyeler içinde hızla toplayabilir. Örneğin Brave tarayıcı girişimi Basic Attention Token (BAT) sunarak 30 saniyede 35 milyon dolar toplamıştır. Aksine hisse bazlı kitle fonlaması süreci ilk coin arzları fon yaratma sürecinden daha yavaştır. Yatırımcılardan fon toplamak kitle fonlaması süreci boyunca, birkaç ay veya yıl olduğu varsayılırsa dolayısıyla bağımsız girişimlerde uygun olmayacaktır.
- ✓ Kaynak Yaratma Riskleri: Bağış toplayan kişinin ayrıca fon toplama ve tüm fon yaratma sürecini sürdürme riskini de göz önünde bulundurması gerekir. İlk coin arzları bağış toplama süreci Blockchain ağında gerçekleştirilir ve tamamen belirsizdir. Yatırım getirisi, teklif edilen jetonun piyasa değerine bağlıdır. Ayrıca bağış toplayıcı teklif edilen tokenin gelecekteki piyasa değerini bilemez. Dolayısıyla bağış toplayan ve yatırımcılar için de daha riskli ve öngörülemez olacaktır. Öte yandan kitle fonlaması süreci yatırımcıların yatırım yapmadan önce ödülleri bilmelerini sağlar. Ayrıca bu süreç tamamen fon merkezlidir çünkü bağış toplayıcı herhangi bir projeyi inşa etmede fon toplayacaktır. Projeyi tamamladıktan sonra hedeflerine ulaşırlarsa hem bağış toplayan hem de yatırımcılar yararlanır. Dolayısıyla bu süreç ilk coin arzları fon toplanmasından nispeten daha az risklidir.
- ✓ Düzenleme ve Yönetmelikler: İlk coin arzları fon yaratma ve hisse bazlı kitle fonlaması arasındaki diğer ayırt edici faktör yasalar ve düzenlemelerdir. İlk coin arzları fon toplamak düşünülürse birçok ülkede kısıtlanmıştır; bu nedenle bu fon toplama süreci tüm ülkelerin yasa ve yönetmelikleri tarafından düzenlenmemiştir. Ancak Amerika Birleşik Devletleri, Birleşik Krallık, İsviçre, Avustralya ve benzeri gibi birçok ülkede vardır. Bu ülkelerde ilk coin arzı fon toplanmasına izin verilir. Ayrıca ilk coin arzları fon toplama süreci Çin ve Güney Kore'de tamamen yasaklanmıştır. Öte yandan kitle fonlaması, ilk coin arzları fon yaratma sürecinden daha fazla düzenlenmiştir. Çoğu ülke fon toplamak için kitle fonlamasına izin verir ve hisse bazlı kitle fonlaması platformları ülkeye göre yasalarla kaydedilir. Örneğin ABD, İngiltere, Kanada, Avustralya, Yeni Zelanda, Avusturya, Singapur vb. kitle fonlaması ilk coin arzları fon yaratmadan daha az riskli olduğu için birçok ülke bu süreçte fon toplamada bazı özel kurallar ve yasalar sunmaktadır (Narayanan Vaidyanathan, 2018).
- ✓ Yatırım Getirisi: İlk coin arzları bağış toplama süreci bağış toplayıcının yeni kripto paralar veya tokenler dağıtarak para toplanmasına olanak tanır. Yatırımcılar token veya kripto para satın alarak satın aldıkları tokeninin piyasa değerine göre belirli miktarda kar elde edeceklerdir. Dolayısıyla yatırım getirisi tamamen tokenin değerine bağlıdır ve yatırımcılar onu haftalık, aylık veya yıllık olarak alacaklardır. Diğer yandan çeşitli kitle fonlaması yöntemleri vardır ve türüne bağlı olarak yatırımcılar ödüllendirilecektir. Ayrıca bağış toplayan kişi fonları banka kredisi olarak toplayabilir. Bu durumda borç veren aynı miktarda parayı belirli faiz oranıyla geri alacaktır. Yatırım getirisinin şekli bağış toplama etkinliğini

hangi yöntemin izleyeceğine bağlı olarak değişecektir. Bazen bağış toplayan kişi bağış temelli kitle fonlaması yöntemi uygularsa yatırımcılar herhangi bir getiri elde edemeyebilirler (Diemers vd., 2020).

2.2.4. Menkul Kıymet Tokeni

Tokenlerin kendi blok zinciri ağına sahip olmayan kripto para birimleridir. “Tokenlerin” “coinler” gibi birbirinden bağımsız bir defterleri yoktur. Bir tokenin değeri, hizmeti veya ürünü temsil edebilir. Menkul kıymet tokeni (STO) dijital menkul kıymetlerin ihraç edildiği olay veya kitle fonlaması yöntemidir. Menkul kıymet tokenleri, hisse senetleri ve tahviller gibi geleneksel menkul kıymetlerin dengi olması amaçlayan yeni varlık sınıfıdır. Token çıkaran şirket yapacağı arzı ilgili devlet kurumuna menkul kıymet arzı olarak kayıt ettirir. İşletmeler ve devlet gibi kuruluşlar hisse senetleri, tahviller ve diğer hisse senetleri ile aynı amaca hizmet eden menkul kıymet tokenleri çıkarabilir. Hisse senetlerini yatırımcılara dağıtmak isteyen şirket hisse senetleri, oy hakları ve temettüler gibi geleneksel menkul kıymetlerden bekleyeceği faydaları sunan bir menkul kıymet tokeni kullanabilir (Chumachenko, 2019: 24). Menkul kıymet tokeni teklifi veya menkul kıymet tokeni olarak bilinen token dijital menkul kıymetlerin kripto para birimi borsalarında ve hatta menkul kıymet token borsalarında satılan belirli halka arz türüdür. Token gerçek finansal varlıkların ticaretini yapmak, token işlemlerini depolamak ve doğrulamak için blok zinciri sanal defter sistemlerini kullanmada kullanılabilir. Menkul kıymet tokeni izinli ya da izinsiz bir blok zincirinde verilen, harici bir varlık veya kuruluştaki hisseyi temsil eden benzersiz tokendir (Principles ve Taxonomy, 2020). Menkul kıymet tokenleri (STO) menkul kıymetlerin dijitalleştirilmesine, varlıkların tokenleştirilmesine ve diğer karmaşık finansal araçlara dayalı finansal tekliflerde yeni alternatif finansman kaynağını temsil eder. Potansiyel finansman seçeneklerinin alet kuşağında yeni bir araçtır. Şirketin başarılı bir STO'ya sahip olmasında güçlü bir geçmişe sahip kanıtlanmış yönetim ekibine, ürüne veya hizmete sahip olması tüm durum tespiti ve uyumluluk testlerini başarıyla geçmesi ve her şeyin ötesinde yatırım camiasında yankı uyandıran bir projesi olması gerekir. Ortalamadan daha iyi bir başarı şansına olabilir (Principles ve Taxonomy, 2020).

Menkul kıymet tokeniyle ihraççılar tüm varlığı satmadan likiditeyi artırabilirler. Menkul kıymet tokenlerinin özelliği göz önüne alındığında teorik olarak sonsuz miktarda token çıkarılabilir ve varlıklar artık potansiyel olarak çok sayıda yatırımcıya ait olabilir. Varlık sahipleri STO'ların bu bölünebilirliğini fon toplamak için kullanabilir. Çeşitli taraflardan ancak varlığın çoğunluk sahibini elinde tutar. Ayrıca akıllı sözleşmeli eylemler için esasen otomatikleştirilmiş talimatlar blok zinciri sistemine ve/veya dijital varlığın kendisine gömülüdür. Değerleme raporları veya kimlik doğrulama kanıtları gibi spesifikasyonları saklamak için kullanılabilir ve herkes tarafından kullanılabilir yatırımcılardan, bilgilerin DLT (Distributed ledger technology) aracılığıyla uygun şekilde tasarlanmış sistemlerde saklandığı göz önüne alındığında kalıcılık şeffaflık ve güvenlik gibi merkezi

tasarım özellikleri aracılığıyla dolandırıcılık riskleri azaltılmalıdır. Bu aynı zamanda sahibinin kira gelirinin bir kısmını menkul kıymet tokeni ile satabileceği gayrimenkuller için de geçerlidir. Gayrimenkul yatırım ortaklığı gibi karmaşık listeler ve girişimler özellikle yeni kurulan şirketlerinde menkul kıymet tokeni geleneksel kaynak yaratma dışında fon toplama fırsatı sağlamaktadır. (Deloitte China, 2020a). Menkul kıymet tokenlerin yatırımcıları küçük veya yeni kurulmuş girişimlerinde özellikle önemli olabilir. Ek olarak STO'lar genellikle daha düşük maliyetle verilir; bu da onu daha küçük ve yeni şirketler için daha yaygın olarak uygulanabilir finansman tekniği haline getirir (FAS, 2019).

Bir menkul kıymet tokeni teklifi ilgili harcamalar kolayca ölçeklenmediğinden genellikle küçük bir artış (5 milyon doların altında) için uygun değildir. Bir menkul kıymet tokeninde sermaye maliyeti genellikle %10'un altındadır; daha küçük tekliflerde biraz daha yüksektir. Daha büyük teklifler çok fazla potansiyel ve pazar beklentisi taşıyan projeler için daha azdır. Yüksek profilli projeler başarılı olma eğilimindedir daha az gösterişli projeler daha dik bir tepeye tırmanmaya hazırlanmak zorunda kalacaktır ve bu teklif pazarlama kampanyası için artan bütçeyle sağlanacaktır (Sietiņš, 2019).

Menkul kıymet tokenleri crypto'da yerlerini bulup dünyanın dört bir yanındaki danışmanlar danışmanlık hizmetleri sunan menkul kıymet tokenleri sunmaya başlamaktadır. Menkul kıymet tokeni yeni ilk coin arzları veya halka arzları olarak kabul edilebilir (Sietiņš, 2019). Herhangi bir hak veya yükümlülük getirmeyen ve bunun yerine belirli ağı platforma veya hizmete erişim sağlayan ilk coin arzlarında sunulan tokenlerin aksine bir STO'da sunulan tokenler varlıklar gibi somut bir şey tarafından desteklenen gerçek finansal menkul kıymetleridir (Chumachenko, 2019). Bir menkul kıymet tokeni blok zinciri işlemleri yoluyla sahipliği onaylaması ve ayrıca kısmi mülkiyeti mümkün kılması dışında geleneksel güvenlikle aynı işlevi görür. Menkul kıymet tokenleri menkul kıymetleri yöneten ve yatırımcıları bazı seviyelerde koruyan federal yasalara tabidir. Menkul kıymet tokenleri programlanabilir. Bu menkul kıymetler blok zincirinde tokenleştirildiğinden "akıllı sözleşmeler" üçüncü taraf kullanmadan onları belirli şekilde hareket ettirebilir. Örneğin blok zincirinde "tokenize edilmiş" bir kredi banka gibi geleneksel aracı kullanmadan otomatik olarak ödeme yapabilir (Chumachenko, 2019: 23).

Menkul kıymet tokenleri kişisel bilgileri depolayarak kimlikleri elektronik ortamda doğrulamasıyla kendi başlarına kullanılır. Menkul kıymet token hizmetleri tarafından verilir; ve bir kişinin kimliğini doğrular. Sahibinin kimliğini kanıtlamada bir şifre ile birlikte kullanılabilirler. Ancak menkul kıymet token her zaman güvenli değildir ve en kötü senaryoda kaybolma, çalınma ve hatta saldırıya uğrama potansiyeline sahiptirler. Menkul kıymet token teklifleri kripto para birimi borsalarında genel halka dijital tokenler satarak yapılırken, ilk coin arzı sunulan kripto para biriminin

tamamen dijital olan ve hatta yardımcı program olarak sınıflandırılan gerçek madeni paraları olması bakımından ilk madeni para tekliflerinden farklıdır (Chumachenko, 2019: 25).

Bir menkul kıymet tokeni esasen blok zinciri teknolojisini kullanan düzenlenmiş menkul kıymet teklifidir. Blok zinciri işlem için özel olarak oluşturulabilir veya Ethereum veya hyperledger gibi mevcut bir sistemi kullanabilir (Principles ve Taxonomy, 2020). 2014 yılında Ethereum'un küresel ihracı blockchain altında kripto para biriminin DLT'sinin uygulanmasıyla, kısa sürede çok sayıda ilk coin arzı başarıyla başlatılmıştır ve 2016'da daha da popüler olmaktadır. Ne yazık ki para toplama kolaylığı yatırımcıları dolandırmada düzensiz ilk coin arzları pazarından yararlanan kötü niyetli piyasa katılımcılarını da cezbetmiştir. Birkaç büyük dolandırıcılık manşetlere taşındı ve yatırımcılar bir dizi yüksek profilli skandalda büyük kayıplar yaşadılar. Aynı zamanda kripto borsası ticaret platformları, geleneksel menkul kıymet distribütörlerinin rolünü doldurmak, projenin güvenilirliğini sağlamak ve kripto varlığı üzerinde durum tespiti hizmetlerini yürütülmesinde devreye girmiştir ve ilk IEO başlatılmaktadır. Bunu söyledikten sonra IEO, özellikle madeni paranın altında yatan varlıklar tarafından desteklenmediği ve dolayısıyla değerin yüksek oranda spekülasyona tabi olduğundan kripto paranın kendisinin istikrarı ve güvenilirliği konusundaki temel endişeyi ele almamıştır (Sykes, 2018).

Yatırımcılar dolandırıcılıklardan, diğer piyasa suistimallerinden, menkul kıymetlerden ve dünya çapındaki diğer mali düzenleyicilerden korumak ağırlıklı olarak kripto para birimlerinin, diğer blok zinciri tabanlı dijital varlık biçimlerinin ve ilk coin arzların etkilerine odaklanırlar. Uluslararası Menkul kıymet komisyonları organizasyonu, mali eylem görev gücü ile ilgili menkul kıymetleri düzenleme ve denetleme yaklaşımları konusunda küresel işbirliğini koordine etmektedir. Kara para aklama ve finansal sistemin diğer suç ve terörist kullanım biçimlerine odaklanmaktadır. Bugün düzenleyiciler blockchain kullanımları konusunda giderek daha rahat olmaktadır. Ancak finansal yapıların düzenleyici ortama getirilmesini tercih etmektedirler. 2018 yılında menkul kıymet tokeni ilk adımlarını atmaya başlamışlardır. Birçok STO ihraççısının küçük bir yatırımcı tabanı, yüksek başlangıç maliyetleri vardır; ve altyapı ise henüz tam olarak oluşturulamamıştır. GBX bu platformlardan biridir. Örneğin dijital borç senetleri ve fonlar sunacaklarını duyurdular kaynak, 10.15.2019'dan beri başka blog yazısı yoktur (Sietinş, 2019).

2019 Ethereum ayında 20 milyon dolarlık tokene tahvil çıkaran kripto dostu Santander bankası tarafından kutlanmaktadır. Eylül ayında Allinfra varlıkların tokenizasyonu üzerinde çalışmak için link gayrimenkul yatırım ortaklığı ile bir işbirliği yaptığını duyurmaktadır. Bu yıl daha büyük kurumların STO'ların kullanım durumlarını tanıdığı ve hala genç olan pazara katılmak istediği netleştirmektedir. 2020'de genel olarak STO'ların ve blok zinciri şirketlerinin ihraç edilmesi gereken yer belli olmuştur. Yüksek başlangıç maliyetleri aylar/yıllar boyunca düşürülmektedir. Altyapı oluşturulmuştur. Trendin ortaya çıkması ve yatırımcıları çekmesi için sadece doğru menkul kıymet

tokenlerini yayınlamak gerekmektedir. (Monika di, 2020). En popüler STO'lardan biri Nexo'dur. Platform rekabetçi oranlarla anında krediler sunar. Token satışı sırasında başarıyla 52,5 milyon dolar toplandı. Nexo hissedarlarının çoğunluğu aynı zamanda Credissimo'nun da çoğunluk hissedarlarıdır. Fintech grubu yıllardır faaliyet gösteriyor ve bu da Nexo'ya daha fazla güvenilirlik sağlamaktadır. TZERO Platformu ABD'deki ilk düzenlenmiş menkul kıymet token değişimi olmuştur. Token satışı sırasında 134 milyon dolar toplandı. Aslen Overstock'un CEO'su tarafından kuruldu ve bu da projeye çok fazla güvenilirlik sağlamaktadır. Daha yakın zamanda, Almanya'nın Lüneburg kentindeki gayrimenkul nesnesi tokenleştirildi ve 1,5 milyon dolara başarıyla satıldı (Roosenboom vd., 2020).

2.2.4.1. Menkul Kıymet Tokenin Ekosistemi

Menkul kıymet tokeni genellikle varlığa dayalı olduğu göz önüne alındığında, varlık sahiplerinin farklı varlık türlerini dijitalleştirmesine olanak tanıyacak çok çeşitli altyapı ve kanalları destekleme potansiyeli sunarlar. Brokerler ve bankalar gibi araçlar, müşterilerinin ne tür varlıkları dijitalleştirebileceklerini düşünmelerine yardımcı olabilirler. Gelecekteki menkul kıymet tokeni pazarının manzarasını şekillendirmeye yardımcı olmak için blok zinciri çözüm hizmetleri, koruyucular, değerlendirme araçları gibi hizmet sağlayıcılara da ihtiyaç vardır (Deloitte China, 2020a).

- **Düzenleme:** Düzenleyiciler menkul kıymet tokeni ile ilgili faaliyetleri veya sanal varlıklar ile herhangi bir temel varlık arasında uygun bağlantı sağlamak gibi ilgili konuları kapsayacak kapsamlı kurallar ve gereksinimler sunmaktadır. Menkul kıymet tokeni alım satım faaliyetinin sınırsız olabileceği göz önüne alındığında, küresel düzenleyicilerin STO'ları düzenleme ve denetleme konusunda daha tutarlı yaklaşım ve yöntemle işbirliği yapması esastır (Au ve Zureck, 2021).
- **Ticaret platformu güvenilirliği:** Tek tip ve saygın ticaret platformları yatırımcıların işlem yapma konusunda kendilerini güvende hissetmelerinde çok önemlidir.
- **Yatırımcı eğitimi:** Kanun ve yönetmeliklerle sağlanan yatırımcı koruması dışında daha fazla yatırımcı eğitimi gereklidir. Genel olarak perakende yatırımcılar sanal varlıklara aşina değildir. Bu sanal varlıkları işleme gereksinimi gibi belirli rejimlere zaten yansımıştır. düzenlenmiş araçlar için geliştirilmiş satış öncesi standartlara bağlanan “karmaşık ürünler” olacaktır (Ante ve Fiedler, 2019: 12).

2.2.4.2. Menkul Kıymet Tokenin Süreci

Menkul kıymet tokenleri önemli ölçüde değişebilir; O nedenle herhangi bir başlatma söz konusu güvenliğin doğasına göre uyarlanmalıdır. Örneğin tokenleştirilmiş bir fon başlatmak tokene

edilmiş hisse ihraç etmek farklı süreçleri içerecektir. Bununla birlikte yüksek düzeyde menkul kıymet tokeni başlatmak birden fazla süreci içerir ve bu aşağıdaki aşamalarda geliştirilebilir (FAS, 2019).

- Hazırlık: İhraççı geliştirdiği fikir/iş planı ile hedef yatırımcılarına yönelik yatırımcı bilgileri hazırlar. Yatırımcı güverte iş planını, kar tahminini, sermaye gereksinimini ve bağımsız değerlemeyi özetleyen bilgileri içermelidir. Belgenin ilgili sunumuna ilişkin gereksinimler hedeflenen yatırımcıların, ihraççının ve herhangi bir aracının örneğin Avrupa'da bazı ülkeler izin veren muafiyetler sunmaktadır. Bir ihraççının yasal bir izahname yayınlamak zorunda kalmadan belirli bir miktarda sermaye toplamasıdır. ABD'de satışı yalnızca akredite yatırımcılarla sınırlandırarak daha az rahatsız edici ifşaat sağlamak mümkündür. Bazı yargı bölgelerinde muaf teklifler için bile zorunlu açıklamalar olabilir. Her halükarda önemli bilgiler ve hükümler muhtemel bir yatırımcının katılma kararıyla ilgili olarak, genellikle sözleşme hukuku ve diğer daha geniş yasal ve düzenleyici ilkeleri ele almak için dahil edilmelidir (Davydiuk vd., 2018).
- Teklifi tasarlama: İhraççılar her bir tokenin miktarı, değeri, yumuşak büyük harf kullanımı, gömülü haklar ve süresi dahil olmak üzere tokenin yapısına karar verir. Teklif ayrıca düzenleyici farklılıklar nedeniyle ihraççılar teklifin dahil edilmesi ve satışı için uygun yargı yetkisini seçmeli ve yasal konuları desteklemede hukukçular atamalıdır (Lambert vd., 2021).
- Hizmet sağlayıcıların seçimi: Blok zinciri platformu, teknoloji ve finansal araçlar dahil bu aşamada, ihraççılar bir blok zinciri platformu seçer, menkul kıymet tokeni oluşturur ve hedeflenen yatırımcılara yeniden yayınlanır. Bazı blockchain platformları, yatırımcılara tokenin depolanması için dijital cüzdanlar da sağlar. İhraççıların blockchain platformunun listeleme kurallarını değerlendirmesi gerekecektir. İhraççılar ayrıca dayanak varlıkları saklamada tutmada saygın hizmet sağlayıcıları atamalıdır. Tokenin dağıtıcıları (yani araçlar), bilgilerin doğruluğunu ve eksiksizliğini sağlamada ihraççı ve yatırımcı bilgileri üzerinde kapsamlı durum tespiti yapmalıdır.
- Sermaye artırma: İhraççı brokerlerin yardımıyla hedef yatırımcılarını belirler, roadshow'lar toplantılar düzenler ve desteyi hedef yatırımcılara dağıtır. Bazı yargı bölgeleri pazarlama faaliyetleri için ilgili makamdan ön onay almaları gerektirebilir. Brokerler daha sonra yatırımcılardan fon toplayarak ve tokenleri yatırımcılara dağıtır.
- Ticaret yerinde güvenliğin listelenmesi: Ticaret platformuna bağlı olarak genellikle verilen token özel amaçlı bir aracıya satılacak ve ticaret platformunda yeniden yayınlanacaktır. İhraççılar ayrıca daha fazla pazarlama faaliyetleri yürütebilir ve likiditeyi artırmada bir piyasa yapıcı atayabilir. Vade dahil olmak üzere listeleme kuralları titizlik ve özel durum açıklama standartları, araçların/profesyonel tarafların nitelikleri, yatırımcı uygunluğu, başlangıç, yıllık listeleme ve alım satım ücretleri tokenin minimum ihraç boyutu açıkça belirtilmelidir. Likidite genellikle yatırımcılar için önemli teşviklerden biridir (FAS, 2019).

2.2.4.3. Menkul Kıymet Tokenin Avantajları

İlk olarak düzenlemenin uygulanması ve gerçek bir temel varlık tarafından desteklenme garantisi yoluyla dolandırıcılık tehdidini azaltırlar. İlk coin arzları gölgeli ve düzensiz borsalarda işlem görürken, menkul kıymet tokeni doğrulanmış borsalarda işlem görmektedir. Ayrıca neredeyse her varlık sınıfı türü tokenleştirilebildiğinden menkul kıymet tokeni yatırımcılar için daha büyük fırsatlar sunar. Fon toplama aracının bakış açısından dijital menkul kıymetleri olarak daha geniş yatırımcı kitlesine ulaşılabilir. Kolayca pazarlanabilir ve sınır ötesi transfer edilebilir (Deloitte China, 2020a). Pek çok menkul kıymet tokeni hala halka açık değildir. Örneğin düzenlemesi STO'ya katılmak için yatırımcıların akredite edilmesi gerektiğini belirtir. Görünüşe göre Main Street yatırımcısını dışlarken yalnızca zenginlerin faydalanmasına izin vermektedir. Bunun üzerine kilitlenme süresi ve maliyete uyum, bazı yatırımcıları ve şirketleri STO'lara katılmaktan caydırabilir. Sonunda STO'ların çeşitli artıları ve eksileri vardır. Zamanın bu noktasında daha yüksek likidite sayesinde bir çıkış kapısı açarak daha erken geliştirme aşamalarında yatırım yapmak isteyen erken benimseyenler için daha uygundur. Yine de belirli derecede yatırımcı koruması sunan gözetime tabidir (Principles ve Taxonomy, 2020). Bunlar menkul kıymet tokenlerin sadece ilk günleri ve biz ilerledikçe sadece kripto ile ilgili değil; giderek daha fazla şirket fon toplamada varlıklarını nasıl "tokenleştirebileceklerini" düşünmektedir. Bu nedenle menkul kıymet tokeni ticarete konu olan finansal varlıkları tokenleştirmenin ve sorumlu bir şekilde düzenlenmiş süreçte halka sunmanın yoludur. Sonuç olarak uyumluluğu garanti etmek ve emisyon sürecini denetlemede hükümet, bankalar avukatlar veya gözetim gibi üçüncü tarafların kullanılmasını içermektedir (FAS, 2019).

Menkul kıymet tokeni ihraççıların fon toplamasına ve yatırımcıların iş projelerine yatırım yapmasına olanak tanıyan yenilikçi bir platform ve ekosistem açar. DLT ve akıllı sözleşmelerin kullanımıyla piyasalar, ihraççılar ve yatırımcılar özellikle likiditeyi artırarak daha geniş fon yaratmak için yatırım fırsatlarından yararlanır. Varlık sahipleri STO'lar varlıklarını çevrimiçi olarak takas etme fon ve likidite oluşturmada blok zinciri / DLT'nin faydalarını kullanma fırsatı sunar (Deloitte China, 2020a). Menkul kıymet tokeni varlık sahiplerine likiditeyi artırarak likit olmayan maddi ve maddi olmayan varlıklarını ticarete açık hale getirme fırsatı sunar. Geleneksel olarak tablolar; antikalar ve emlak likit değildir ve genellikle bir müzayede veya acente aracılığıyla alınıp satılmaktadır. Dijitalleşme olmadan mülkiyeti farklı yatırımcılar arasında paylaşmak zordur ve tüm sahipler arasında aynı anda fikir birliğine varılana kadar alım satım işlemi (ör. çıkış fiyatı, satışın zamanlaması) tamamlanmayacaktır. Ayrıca varlıkların her birinin özellikleri standartlaştırılmamış ve aynı formatta sunulmamış olabilir bu da değerlemeleri ve yatırımcı ilgisini olumsuz etkileyebilir. Son olarak bazı likit olmayan varlıklar potansiyel yatırımcıları küçük bir havuzla sınırlayarak değer arttırabilirler. Pek çok yatırımcı bu kadar yüksek miktarda para yatırma kabiliyetine sahip olmayabilir ve getirisinin cazip olabileceğini düşünse bile belirli bir varlığa odaklanmak istemeyebilir (Lambert vd., 2021). Menkul kıymet tokenlerinin diğer avantajı tüm sahiplik

kayıtlarının kaydedilmesidir. Uygun şekilde tasarlanmış sistemde, tüm önceki sahip bilgilerinin ve işlem kayıtlarının dağıtım defterde kalıcı güvenli ve şeffaf bir şekilde saklanabilmesi, ihraççılara varlık sahiplerinin tam kayıtlarını ve herhangi bir düzenleyici ihtiyaç için gelişmiş verimliliği sağlamaktadır (Sietiņš, 2019).

Şu anda yatırımcılar çoğunlukla bir şirketin hisselerini veya tahvillerini alarak yatırım yapmakla sınırlıdır. Menkul kıymet tokeni yatırımcıları özellikle de akredite profesyonel yatırımcılar potansiyel olarak çok daha çeşitli varlıklara izin verirler. Yukarıda bahsedildiği gibi tahsil edilebilir, gayrimenkul ve fikri mülkiyet gibi varlıklar artık kısmi yatırımlara dönüştürülebilmektedir. Yatırımcılar tablonun veya antikanın küçük bir bölümünü temsil eden tokenler satın alarak yatırım risklerini sınırlayabilirler. Başka bir deyişle STO'lar portföy çeşitlendirme, yatırım, ticaret ve hatta korunmadır. Ayrıca yatırımcılar, tüm bilgilerin akıllı sözleşmeye gömüleceği ve ilgili ayrıntıların değiştirilmesinin pratik olmayacağı düşünüldüğünde, yatırımın dayanak varlıkları için durum şartname ve değerlendirme raporunun daha şeffaf şekilde ifşa edilmesinden yararlanabilmektedirler. Ancak daha da önemlisi menkul kıymet tokeni herhangi bir yatırım ürünü veya yapısında olduğu gibi risksiz değildir. Örneğin dolandırıcılık riski azalırken, daha büyük düzenleyici koruma ve çözümlere sahip olsa da yine de devam etmektedir. Hype döngüleri kesinlikle devam etmektedir. Bu nedenle geçerli olan olağan yatırımcı koruma standartlarının geleneksel menkul kıymetlere menkul kıymet token ihracı ve ikincil piyasa ticaretine de uzanır. STO'nun bazı avantajlarına özet olarak:

- Halka arzdan daha düşük ön yatırım menkul kıymet tokeni tüm aracıları ve aracıları kestiği için gerçekleştirilmesi çok daha ucuzdur.
- STO dijital varlıklardır ve önemli varlıkları daha küçük varlıklara bölmek için kullanılabilir. Bir yatırımcının ürünün kısmi mülkiyetine sahip olmasını kolaylaştırır.
- STO'nun yönetim organı tarafından tamamen düzenlenmesi yatırımcının güvenliğini sağlar. Yatırımcının varlıklarının güvenliğine duyduğu güven projeye daha fazla yatırımcı çekmektedir (Lambert vd., 2021).

2.2.4.4. Menkul Kıymet Tokenin Gelecekteki Gelişimi İçin Zorluklar

Yukarıda tartışıldığı gibi menkul kıymet tokenlerin hala nispeten erken gelişme aşamasında olmasının birçok nedeni vardır. Aşağıdakiler STO'ların karşılaştığı başlıca zorluklardan bazılarıdır:

- Tekdüzen tanım ve sınıflandırma yok: Cambridge alternatif finans merkezi tarafından yapılan araştırmaya göre (seçilen yargı bölgelerinin ve uluslararası kuruluşların analizinde, Şubat 2019 itibarıyla kripto varlıklarına atıfta bulunan en az 8 farklı terminoloji taksonomisi

vardır. Farklı token türleri yani ödeme tokenleri, utility tokenleri ve menkul kıymet tokenleri ile ilgili olarak (Community College of the Air Force) 23 yargı bölgesinden sadece yedisinin bu tür ayrımlara ve açık sınıflandırmalara sahip olduğunu tespit edip geri kalanlarını ya ayırt etmez ya da sınıflandırmaz. Örneklenen yargı bölgelerinin %80'i, bir dijital varlığın kategorisini tek tip bir standart olmaksızın duruma göre değerlendirir (Lambert vd., 2021).

- Kripto varlıkların yasal koruması: Yatırımcının kimliği akıllı sözleşmeyle kaydedilebilse de sanal varlıkların "mülk" oluşturup oluşturmadığı mülkiyet tanımı ve sanal varlıkların atanmasına ilişkin gereksinimler hakkındaki konum yasal netlikten yoksun olabilir veya örtüşen hatta çelişen yasaları içerebilir. Sahiplerin kesinliğe sahip olması esastır çünkü mülkiyet çıkarlarının olup olmadığı ve yasal haklarının uygulanabilir olup olmadığıdır (Au ve Zureck, 2021).
- Kripto ile ilgili araçlara ilişkin düzenleme: Giderek artan sayıda dijital varlık araçları, piyasa altyapısı sağlayıcıları, ihraççıları ve destekçileri düzenlemeye tabi olsa da kripto işiyle ilgili bazı faaliyetler düzenlenmemiş durumdadır. Örneğin eşler arası kredi değişim hizmetleri ve merkezi olmayan değişim hizmetleri, kripto varlıklarının madenciliğini kolaylaştıran tokenlerin, madencilik havuzlarının ve bulut madenciliği hizmetlerinin alım satımını teşvik eder. Genelleştirilmiş protokoller veya mevzuat olmadan, yatırımcılar alım satım yaparken kayıp veya belirsizlik yaşayabilirler (Ante ve Fiedler, 2019).
- Kağıt tabanlı süreçler: Pek çok yargı bölgesinde menkul kıymet tekliflerinin (ve sonraki işlemlerin) bir parçası olarak kağıt tabanlı gereklilikler vardır ve bu gereksinimler, menkul kıymet tokenlerin benimsenmesidir. Örneğin Hong Kong'daki damga vergisi prosedürleri, blok zincirinde potansiyel hisse ihracı için geleneksel açıdan sorun olmuştur. Asya menkul kıymetler endüstrisi ve finansal piyasalar birliği 2019 raporunda STO'lar için bir dizi yasal ve düzenleyici engel ve olanak tanımlamıştır.
- Muhasebe ve değerlendirme: Menkul kıymet tokeni genellikle gerçek varlıklar tarafından desteklenmesine rağmen sanal varlıkların değerlendirilmesi zor olmaya devam etmektedir. Belirsiz likidite ile muhasebe uzmanları menkul kıymet simgesinin gerçeğe uygun değerini tespit etmekte zorluk çekerler her menkul kıymet simgesinin benzersiz tasarımı ve yapısı nedeniyle değerlendirme için bir referans belirteci bulmak oldukça zordur (Ante ve Fiedler, 2019: 16).
- Kara para aklamanın önlenmesi ve terörizmin finansmanı ile mücadele ve müşterinizi Tanıyın: Düzenleyicilerin bakış açısına göre genel olarak kripto para biriminin ana endişelerinden biri ilk alıcının ve sonraki tüccarların kara para aklamayı önleme ve müşterini tanı sürecinden geçmemiş olabileceği ve işlemlerin devam eden işlemlere tabi olmayabileceğidir. Sonuç olarak düzenleyiciler kripto para operatörleri için giderek artan bir şekilde lisans rejimleri kurup onlardan geleneksel finans firmalarındaki mevcut gereksinimlere benzer politikayla ilgili AML/CFT (Kara Para Aklamayı Önleme/Terör Finansmanı ile Mücadele) ve KYC (Know Your Customer) oluşturmalarını şart koşuyor. Bununla birlikte pratik olarak, bunların hızlı ve günün her saati doğası gereği işlemler,

operatör işlemlerinin verimliliğini azaltmadan eksiksiz KYC takibi yapma zorluğunu artırmaktadır. Zincirin artan karmaşıklığı analitik ve diğer çözümlerin bunu zaman içinde daha az sorunlu hale getirmesi ve potansiyel risklerine geleneksel nakitten daha güçlü bakış açısı sağlaması muhtemeldir (FAS, 2019).

2.2.4.5. Menkul Kıymet Tokenlerin Riskleri

Bir şirket tahviline veya hissesine yatırım yapmanın riskleri ilk bakışta hemen aynı kalır; bunlar şirketin risklerinden ve iş modelinden kaynaklanmaktadır (“önemsiz tahvil” teriminin ortaya çıkması tesadüf değildir). Bununla birlikte izahname yatırımcıların bilinçli bir karar verebilmelerinde bu riskleri doğru şekilde sunmalıdır. Ancak bir menkul kıymet simgesi teklifi durumunda blok zincirine özgü ek riskler vardır. Örneğin özel cüzdanının anahtarını kaybeden biri, yatırımına erişimini kaybeder ve başka bir şekilde geri yükleyemez. Aracı olmaması bir avantaj ve aynı zamanda risktir. Tüm yatırımcıların gerçekten bir token alacağını kim garanti edecek? “Düzenli” tahvil olması durumunda ise düzenlemeye tabi bankalar tarafından alınıp satılır. Menkul kıymet simgesi teklifleri için şirketin kendisi yatırımcıların belirteçlerini almasını sağlar. Şirket bunu sağlayamazsa veya akıllı sözleşme tahrif edilirse ne olur? Ek olarak kripto para birimleri çok değişken olma eğiliminde olduğundan, kripto para birimindeki herhangi bir ödeme risklidir ve bu da döviz kuru risklerinin artmasına neden olur. Diğer akut sorun yeni ortaya çıkan BH (Biglari Holdings) piyasasındaki likidite seviyesidir. Şimdiye kadar Soft-FX'in belirttiği bu tür araçların, düzenlemeleri ve uyumluluk uzmanlarının listelenmesine izin veren yalnızca az sayıda lisanslı ticaret platformu vardır. Daha yüksek düzeyde likiditeyi destekleyen piyasa altyapısının geliştirilmesi uzun zaman alabilir. Elbette aynı zamanda bir dereceye kadar bakış açısına da bağlıdır. Örneğin tokenler geleneksel menkul kıymetlerden daha az likittir ancak bu bağlamda risk sermayesi yatırımlarından önemli ölçüde daha iyi performans gösterirler. Girişim fonlarının hem yatırımcılar hem de ihraççılar olarak STO'nun ilk taraftarları arasında olmasını beklemek mantıklıdır. Portföy tokenizasyonu zaten çok yaygın bir uygulamadır.

2.2.4.6. Menkul Kıymet Tokenleri ve İlk Coin Arzları

Blockchain teknolojileri merkezi olmayan finans (DeFi) ve yatırımcıların yeni projelerde para kazanma biçiminde devrim yaratan modern kitle fonlaması çözümleri sayesinde finans sektörü için yenilikçi fırsatlar sunmaya devam etmektedir. Son birkaç yıldır; kripto para birimi alanında ilk coin arzların (ilk madeni para teklifleri) yükselişinin ve sonuçta ortaya çıkan zorlukların farkında varılacaktır. Peki menkul kıymet tokeni nasıl farklıdır? Hem ilk coin arzları hem de STO'lar blok zinciri tabanlı projeye veya işletmeye yapılan bir yatırımı temsil etmek için geliştirildi ancak menkul

kıymet tokeni ilk coin arzları sağlayamadığı bazı önemli faydaları vardır. Tablo 2'de ilk coin arzları'na karşı menkul kıymet tokeni karşılaştırılmıştır.

Tablo 2: Menkul Kıymet Tokeni ve İlk Coin Arzları

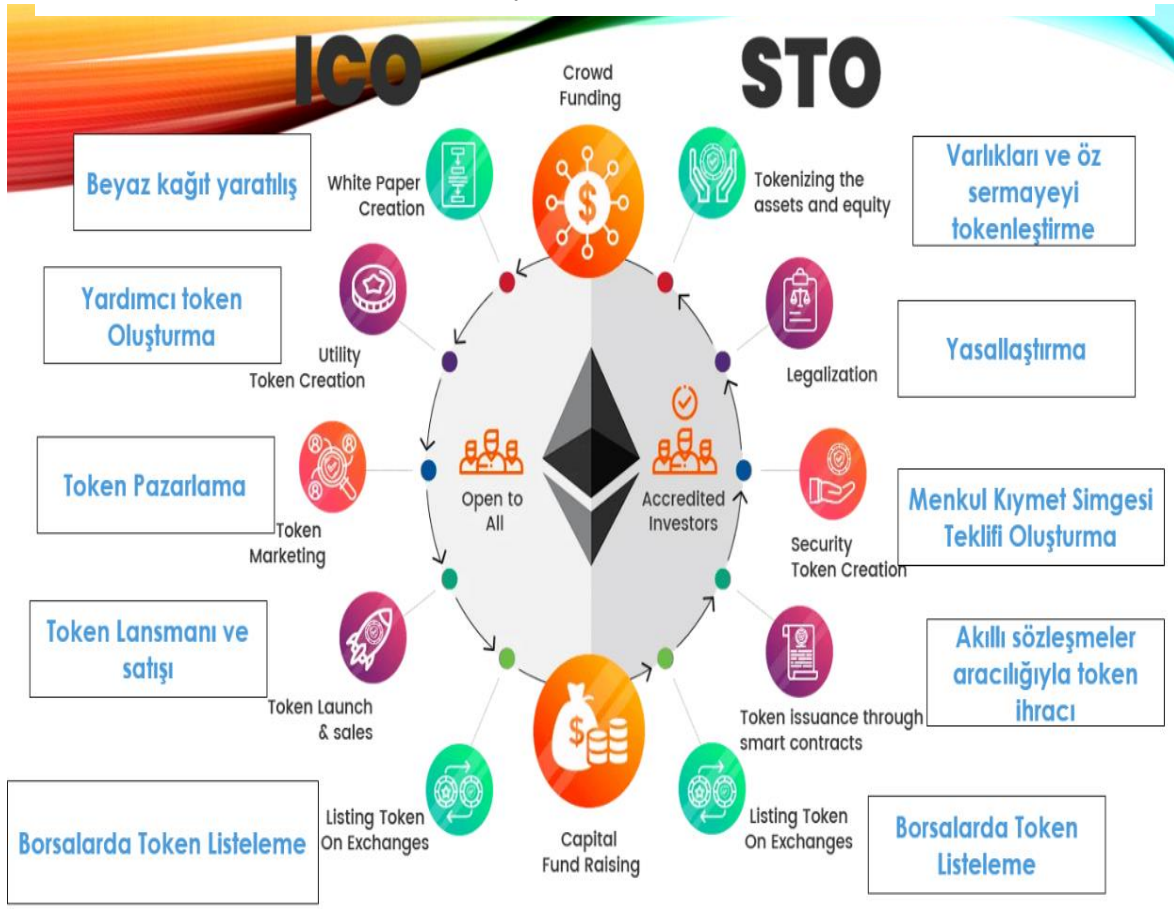
ICO	STO
Teknoloji ürünü	Finansal hizmet
Fikir lansmanı	Ölçeklenebilir iş modeli
Düzenlenmemiş	Düzenlenmiş
Kalabalık yatırım	Profesyonel yatırımcılar
pump and dump	Uzun vadeli yatırım
Halka açık değiş tokuş	Özel değişim
Harcamak için fon	Yatırımcıya sermaye
Yüksek oynaklık	Düşük oynaklık

- ✓ **Düzenleme:** İlk coin arzları daha sonra blok zincirinde kullanılan kripto paralar, tokenler, işlem gören bir proje ve fon sunan yatırımcı tarafından çalışır. İlk coin arzları ile ilgili uygun düzenlemelerin olmaması bir dizi dolandırıcılık vakasına kapı açmaktadır. İlk coin arzları düzenlenmemiş ortamda para toplama yöntemi olduğundan ve kripto para birimi oldukça değişkenlik gösterdiğinden, fonların kaybolması veya ürün/projenin tamamlanmaması durumunda yatırımcıların hiçbir yasal hakkı yoktur. Bunun da ötesinde ilk coin arzların arkalarında varlıkları yoktur ve içerdiği riskler birçok ülkenin ilk coin arzları yasakladığı anlamına gelmektedir. Öte yandan menkul kıymet tokeni, yürürlükteki düzenlemelerle başlatılır. Gerekli devlet kurumlarıyla yasal düzenlemelerin %100'ünü karşılamaları gerekir ve yatırımcılara daha fazla gönül rahatlığı ve güvenlik sağlamak için önemli miktarda uyumluluk söz konusudur. Geleneksel finasta bir sonraki büyük şey olarak kabul edilen menkul kıymet tokenleri daha az piyasa manipülasyonuna ve spekülasyona izin vermektedir.
- ✓ **Giriş Bariyerleri:** İlk coin arzlarının minimum giriş engeli düşüktür; bu da onu amatör yatırımcılar ve küçük şirketler için çekici kılar. Ayrıca menkul kıymet tokenine kıyasla bir ilk coin arzı başlatmak çok daha kolaydır. Bu düşük giriş engeli yatırımcıların paralarından ayrılmadan önce dikkatli olmaları gerektiği anlamına gelmektedir. Bu projenin ne kadar başarılı olabileceğini değerlendirmede proje geliştiricilerinin güvenilirliğini araştırmayı içermelidir. Yatırımcılara verilen çok az bilgi ile bu riskli olabilir. Bir şirket menkul kıymet tokeni başlatmak istiyorsa; çok sayıda ön çalışmayı tamamlamalıdır ve yalnızca düzenlemelere uygun şirketler ve akredite yatırımcılara menkul kıymet tokenleri ticareti yapma izni verilir. Bir menkul kıymet tokeni güvenlik sözleşmesi üzerine kuruludur ve bu

nedenle, menkul kıymet tokeni projelerine devam etmesi zaman ve çaba gerektirir. Sonuç olarak, daha olgun ve güvenilir olma eğilimindedirler.

- ✓ Dolandırıcılık Potansiyeli: İlk coin arzları için birincil endişe dolandırıcılık potansiyelleridir. Hiçbir yasal belge izi olmadan, saldırılar ve çalınan hesap bilgileri yatırımcıların paralarını kaybetmesine neden olabilir. Madeni para tekliflerinden farklı olarak güvenlik belirteçlerinin gerçek varlıklar tarafından desteklenmesi gerekir. Bir sözleşme tarafından desteklenen daha yüksek koruma seviyesi ile menkul kıymet tokeni, blok zincirinde kayıtlı ve değiştirilemeyen yasal sahiplik sertifikasına sahiptir. Başka bir güvenlik önlemi olarak, menkul kıymet tokenin menkul kıymetler ve borsa komisyonu'na (SEC) kayıtlı olması gerekir.
- ✓ Maliyet: İlk coin arzları hızlı nakit çıkış seçenekleri arayan düşük bütçeli yatırımcılar için idealdir. Daha ucuz yatırım seçeneği olarak sınırlı fonlarla bile herkes bu alana yatırım yapmaya başlayabilir. İlgili zaman alıcı karmaşık süreçler nedeniyle menkul kıymet tokeni daha pahalı bir kaynak yaratma yöntemidir. Bununla birlikte menkul kıymet tokenin sağladığı ek güvenlik için ek maliyetleri ödemeye daha istekli olan büyük bütçeli ciddi kripto yatırımcıları için tasarlanmıştır.

Şekil 9: Menkul Kıymet Tokeni ve İlk Coin Arzları



Kaynak: Chumachenko, 2019

Şekil 9'e göre bir projesi olan ve projesinin başarıya ulaşacağını düşünen insanlar, projelerini yapılandırmaya başlamaktadır. Bu süreçte, projeler token ihraç ederek bunları satar ve projeleri için finansman elde ederler. Ürün veya hizmet başarıya ulaşacağını düşünen yatırımcılar, kripto paralarını kullanarak projeye yatırım yapmaktadır. Coin zaman içerisinde değerini arttırabilir ve bir dijital para çeşidi olarak kabul edilebilir. Menkul kıymet tokenleri, hisse senetleri ve tahviller gibi geleneksel menkul kıymetlerin dengi olması amaçlanan yeni bir varlık sınıfıdır. Token çıkaran şirket yapacağı arzı ilgili devlet kurumuna menkul kıymet arzı olarak kayıt ettirir. Devlet ve işletmeler gibi kuruluşlar, hisse senetleri, tahviller ve diğer hisse senetleri ile aynı amaca hizmet eden menkul kıymet tokenleri çıkarabilir.

2.2.4.7. Token Türleri

Kripto para dünyasında “Token” terimi bir metafor (metaphor) gibi çalışır. Token bir bilgisayar ağı blok zinciri ağı veya başka dağıtılmış defter türü tarafından toplu olarak yönetilen varlıkları veya erişim haklarını ifade eder. Dağıtılmış bir defter sahiplik verilerini (belirli tokenlerin ait olduğu cüzdan adreslerinin) kaydını tutan dağıtılmış bir işlem kaydı biçiminde bir kamu altyapısı sunar. Tokenler akıllı sözleşmede kodlanmış bir dizi kuralı temsil edip bu bağlamda token sözleşmesi olarak adlandırılır. Her token belirli blok zinciri adresine aittir. Bu tür tokenlere blok zinciri ile iletişim kuran ve söz konusu adresle ilgili genel-özel anahtar çiftini yöneten özel cüzdan ile erişilebilir. Yalnızca bu adres için özel anahtarın sahibi olan kişi tokene erişebilir. Tokenlar büyüleyici bir konudur ve her gün yeni yenilik ortaya çıkmaktadır (Klaus Löber vd., 2019). Bir geliştirici olarak dünyanın herhangi bir yerinden herkesin bilgisayardan erişerek değer oluşturabilmesi mümkündür. Şu anda üç ana token türü vardır: Utility, varlık ve security tokendir. Her birinin kendi düzenlemesi, inceleme seviyeleri, kendilerine göre karmaşıklıkları ve ortaya çıkan birçok örneği vardır. Bir utility token ile bir menkul kıymet tokeni arasındaki temel fark security token'in şirkete mülkiyet hakları vermesidir. Bunlar bir nevi dijital merkezi olmayan hisse senedi gibi düşünülebilir. Menkul kıymet token ayrıca menkul kıymetler ve borsa komisyonu (SEC) gibi finansal düzenleyiciler tarafından menkul kıymetler olarak sınıflandırılır ve bu onları hisse senetleri, tahviller, ETF'ler (Exchange-Traded Fund) ve diğer menkul kıymetler ile aynı kurallara tabi kılar. Utility token şu anda menkul kıymet olarak sınıflandırılmamakla birlikte bir gün olabilecekleri konusunda bazı spekülasyonlar olmuştur. Bu token menkul kıymet tokeni olduğu şekilde bir yatırımı temsil etmeyi amaçlamasa da düzenleyiciler için en önemli olan şey bu değildir. Token bir işleme değer vermede değişim aracıdır. Tokenlerin değeri vardır ve bir blok zincirinde bulunur. Tokenlerin değeri olsa da tokenin bir yardımcı token olup olmadığını tanımlayan token amaçlanan amacdır. Utility token amaçlanan amacın net olmadığı durumlarda genellikle menkul kıymet token ile karıştırılır. Daha önce de bahsedildiği gibi menkul kıymet tokeni birileri tarafından yatırım olarak satın alınır. Menkul kıymet token alıcısı bunu kar beklentisiyle yapar. Menkul kıymet tokeninin değerinin artmasında yatırımcı üçüncü tarafa güvenir. Örneğin gayrimenkulü temsil eden menkul kıymet tokeninde, gayrimenkul

geliştiricisinin token sahibi için yatırımın değerini artırması beklenir. Menkul kıymet tokeni farklı olarak, hizmet tokeni yatırım getirisi amacıyla satın alınmaz. Değer takdirini görmek yerine sadece kullanılmak için satın alınırlar. Yardımcı program tokeni çekirdeklerinde yerleşik işlevselliğe sahiptir (Monika di Angelo, 2020).

- Utility token: Utility token belirli hizmete ve mala erişimde kupon niteliği taşıyan tokenlerdir. Sahiplerine bağlı bir değere sahiptirler. Amacı utility token sahiplerinin genellikle para ile elde edemeyecekleri faydaları kendilerine sunmaktır. Buna bağlı olarak fiyatları da hizmetler ve mal gibi değişken olabilir. Utility token projeler geliştiricilerinin, projelerini finanse edebilmesine ve projelerini geliştirmelerinde kaynak oluşturmaya katkı sağlar. Kullanıcılar fayda tokenleri aracılığıyla projeler geliştiricilerinin sunduğu hizmetlere erişebilmektedirler. Kullanıcıların para ile sahip olamayacağı faydalar sunması amaçlanır. Yatırımcıların sahip oldukları tokenlere karşı bağlılığını artırmak hedeflenir. Yatırımcılar için bir nevi sadakat programı oluşturmaya çalışılır. Utility token sahipleri proje sahipleri tarafından sadece kendilerine özel olarak sunulan bu hizmetlere erişme ayrıcalığına sahiptirler. Utility token örnekleri arasında Golem ve Basic Attention Token bulunur. Menkul kıymet tokeni gibi doğrudan yatırım için oluşturulmazlar. Yine de belirli ekosistemler içindeki hizmetlerde ödeme yapmada kullanılabilirler. Menkul kıymet tokeni yalnızca para depolamanın bir yoludur. Sadece onları satın al ve tut yapabilir. Utility tokens madenciliği yapılabilen kripto para birimleri değildir. Genellikle önceden kazılırlar, bir kerede oluşturulurlar ve projenin arkasındaki ekip tarafından seçilen şekilde dağıtılırlar. Utility tokenler ise aslında ticari amaç için kullanılabilirler. Utility token yalnızca sistemin kullanımında değeri olan tokendir. Potansiyel olarak 0x veya Lif gibi işlemlerin ücretlerini ödeyebilir; Storj ile depolama gibi gerçek işletme varlığı satın alabilir; veya BAT ile reklamlara bakmak için ödeme alabilmektedir. Çoğu ilk coin arzları dünyadaki çoğu ülkede genel olarak güvenli kabul edildiğinden yardımcı program utility token kullanır. Yatırımcılar, fayda arttığında ve işletmeler geliştiğinde fiyatın artacağı varsayımıyla bu tokenlerde erken hisse satın alırlar. Hukuki bir bakış açısından amaç değer artmasıdır böylece SEC (Securities and Exchange Commission) yardımcı program tokenin güvenli olduğunu söylemede bu mantığı kullanır. Utility token ilk madeni para teklifinde en yaygın olarak verilenlerdir. Gerçek şirketteki mülkiyet hissesini temsil etmekten ziyade daha çok "altın biletler" gibidirler. Sahiplerine bir Start-up ürün hattının lansmanında indirim gibi özel hizmetlere veya ayrıcalıklı muameleye erişim sağlarlar. Bu ürünlere yazılım paketleri veya bir hizmet platformu örnek verilebilir. Daha çok promosyon araçlarına benzedikleri ve şirketlerde mülkiyet hissesi vermediklerinden utility tokenleri yatırım olarak kabul edilmezler. Tokenlerin temsil ettiği şey aniden çok popüler ve talep edilir hale gelirse, utility token değeri artabilir. Örneğin token sınırlı erişim geçişini temsil ediyorsa henüz paraya çevrilmemiş olanların değeri ICO'yu kaçıran kişiler arasında önemli ölçüde artabilir.

Tokenler üretimi kolaylığı, kripto alanı için zorlu olan inanılmaz kalite ve düzenleyici güvenceye yol açmıştır. Şirketler tokenleri piyasaya sürerken ve ICO'lar aracılığıyla fon toplarken iyi niyetlidirler. Bununla birlikte kendilerini değer odaklı şirketler olarak sunan ancak para toplamaya çalışan ve asla ürünü geliştirmeyen başka dolandırıcılıklar da vardır. Basit bir ifadeyle utility token insanların gelecekte bir şey için kullanmak amacıyla satın aldığı blok zinciri tabanlı varlıktır. Basit örnek olarak çevrimiçi oyun geliştiren şirket oyunun gelişimini finanse etmede utility token verebilir. Oyunun gelişimi bittiğinde token sahipleri, tokenleri oyun içi satın alımlarda kullanabilirler. Oyun geliştiricileri projelerini finanse etmede sermayeye erişim kazanır ve oyuncular gelecekte kullanmak üzere oyun içi tokenlere erişirler. Ancak utility token yalnızca sanal bir ortamda ürün satın almakla sınırlı değil; çok çeşitli kullanımlara sahip çok yönlü ve güçlü bir tokendir (Klaus Löber vd., 2019).

- Menkul kıymet tokeni: Bir şirkette veya DAO'da (decentralized autonomous organization) sahiplik hissesine eşit olan tokenlerdir. Menkul kıymet tokeni hisse senetleri veya gayrimenkul gibi genellikle geleneksel olan başka varlığın sahipliğini temsil etmesi gerekmektedir. Diyelim ki altın almak istiyorsunuz; ama aslında altına sahip olmak istemiyorsunuz. Biri değerini gerçek altının fiyatına göre değiştiren bir token yaratabilir. Çok daha güvenli olmaları gerekir çünkü Ethereum tokenini hacklemek birinin evine girmekten çok daha zordur. Sorunlu kısım sahip olunan tokene karşılık gelen gerçek bir varlığın olması gerektiğidir. Dolandırıcı bir token oluşturabilir ve insanlardan gerçek altın olmadan ona yatırım yapmalarını isteyebilir (Monika di Angelo, 2020). Menkul kıymet tokeni satın alındığında değer şirketin değerinden veya gelecekteki kar/temettülerinin değerinden türetilmesi niyetiyle satın alınır. Menkul kıymet tokeni yapmak için birçok mevcut değerlendirme metodolojisi, düzenlemesi ve sistemi vardır. Tüm bu düzenlemeler, onları kimin satın alabileceği konusunda en kısıtlayıcı olmaya zorlar. ABD'li yatırımcılar için uygulanan sistemlerin çoğu yatırımcının son iki yılda en az 1 milyon dolar net değere veya 200.000 doların üzerinde gelire sahip olmasını gerektiren "akredite bir yatırımcı" olmayı gerektirecektir. Şu anda yalnızca menkul kıymet token için ortaya çıkan birçok yeni borsa var ve bazı mevcut borsalar bu menkul kıymet tokene kimin sahip olabileceği veya onlara aktarılabilmesi konusunda bazı aşırı kısıtlamalar ve kontrollerle işlevsellik eklemektedirler. Pek çok uzman bunun piyasanın yeni yönü olabileceğine inanıyor çünkü değerlendirme önemli ölçüde kolaylaşıyor ve tokenler için yasal olarak var olan temettürü ve geri satın alma programlarında fırsatlar vardır. Menkul kıymet tokeni açık piyasada sınırlamaları olsa da yatırımcıların esasen istekli bir alıcı olduğunda özel hisse senedi üzerinde likidite elde etmelerine izin vermede avantajları vardır (Klaus Löber vd., 2019). Menkul kıymet tokeni genellikle menkul kıymet teklifine bağlı olduklarından, gerçekten "menkul kıymet token" olarak adlandırılmaları gerekir. Söz konusu menkul kıymetler genellikle teknoloji şirketinin uzun vadeli büyümesine bir yatırım şekli olarak tokenleri veren şirketteki hissedir. Tıpkı daha geleneksel piyasalarda bulunabilecek menkul kıymetler gibi düzenlenirler. Çoğu menkul kıymet tokeninin önemli bir özelliği onları yayınlayan şirkete ne olduğu konusunda

bir tür söz sahibi olma hakkıdır. Bir menkul kıymet tokeni satın alındığında esasen önemli bir hissedar olunur ve yatırım yapılan para, şirketin değerinden doğrudan etkilenir. Bu değer, belirli bir madeni paraya olan taleple ve diğerlerinin (artık sahibi olduğunuz) platformda sahip olduğu güvenle ilişkili olduğu bir kripto paradan farklıdır. Menkul kıymet tokeni geleneksel sermaye piyasalarıyla ilişkili hiçbir sürtüşme, gecikme veya ücret olmaksızın blok zincirin tüm avantajlarını sunmaktadır. Aynı zamanda menkul kıymet tokeni pazar ne kadar büyük olursa olsun, geleneksel pazarda halihazırda var olan herhangi bir varlığı parçalara ayırabilir. Menkul kıymet tokeni bir blok zincirinde yayınlandığından, yatırımcılar sahiplik paylarının halka açık defterde korunacağına tam olarak güvenebilirler. Piyasa manipülasyonu kurumsal aldatma veya kaç hissenin olduğu veya bunların kime ait olduğu konusunda yanlış anlamalar için çok az fırsat vardır ya da hiç yoktur. Yatırımcılar ayrıca tokenlerin düzenleyiciler tarafından menkul kıymetler olarak sınıflandırıldığını bilmenin verdiği gönül rahatlığına sahip olabilir ve menkul kıymet tokenlerinin satın alınması, satılması veya mülkiyetinde hangi yasaların geçerli olduğuyla ilgili herhangi bir belirsizliği ortadan kaldırabilir (Deloitte China, 2020b).

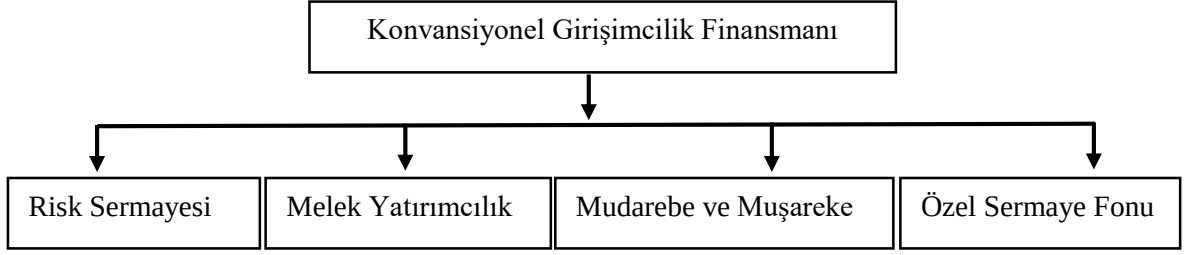
- Varlık (Asset) token: Altın petrol veya egemen para birimi gibi bağımsız değeri olan standart varlıklar tarafından desteklenen tokendirler. Pek çok proje tokeni egemen para birimlerine sabitlemeye odaklanır; USD en yaygın olanıdır. Stratejilerinin çoğu dış firma tarafından düzenli olarak denetlenen bir saklama hesabına nakit veren kullanıcılar için oldukça basittir ancak bu tokenlerin en büyüğü olan Tether ile neredeyse onlar kadar paraya sahip olmayabilecekleri sorunu konusunda söylentileri vardır (Monika di Angelo, 2020). Petrol halen yer altında bulunan 5 milyar varil petrolü tokenleştirmeyi amaçlayan venezuela hükümetinin çabası nedeniyle emtia tokenleri söz konusu olduğundan sıcak bir konudur. Bu aynı zamanda ortaya çıkması en tehlikeli tokendir çünkü hükümet gelecekteki karları tokenleştirmektedir. Bahsedilen durum kısa vadede Venezuela halkı için harikadır çünkü ülkede paraları olacak ancak uzun vadede ülke gelecekteki üretimine karşı borç almaya devam ederse hükümetini ayakta tutmanın tek yolunu tükenecektir. Bu potansiyel olarak başka bir çöküşü hızlandırabilir ve genellikle ülkenin sonraki büyük mali krizini şiddetlendirebilir. Son olarak Digix DAO blok zincirine gönderilen kanıtlanabilir altın rezervi sertifikaları ile altının fiyatına madeni para iliştiirmeye çalışmaktadır. Blok zincirinin yakında büyük bankacılık şirketleri ve borsa şirketleri tarafından geleneksel olarak kontrol edilen pazarlardan yararlanmaya başlayabilmesi açısından heyecan vericidir. Kripto para yatırımcılarının gerçek dünya varlıklarını çeşitlenmesine izin veren devasa merkezi olmayan emtia piyasalarının var olduğunu görebiliriz. Bu tokenlerin çoğu arbitraj fırsatı nedeniyle genellikle dayanak varlıklarıyla fiyat paritesinde kalmalı iken bunun yerine dayanak varlığın fiyatının yalnızca varlığın tabanı olacağına ve kolaylık nedeniyle bir likidite primi olacağı düşünülmektedir. Varlığı dünyadaki herhangi birine devretmektedir (Bruno vd., 2017).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. DİJİTAL GİRİŞİMCİLİK FİNANSMANI VE KONVANSİYONEL FİNANSMANI

Şekil 10'da melek yatırım, mudarebe, özel sermaye fonları ve girişim sermayesi bu varlıkları daha geleneksel olarak kuruculara sermaye sağlama rolünü yerine getiren gruplardır. Mevcut uygulamalar algoritmalar kişisel ağlar ve arka oda anlaşmaları yoluyla hangi kurucuların fon alacağını ve hangilerinin almayacağını belirler. Girişim sermayesi fonları için rekabet yüksektir ve anekdot niteliğindeki kanıtlar bir girişim sermayedarına sunulan iş planının yüzde birden azından belki de bin iş planında bire kadar finanse edildiğini göstermektedir. Öte yandan hisse bazlı kitle fonlaması kurucular tarafından kurumsallaşmış sermaye artırma sürecini önemli ölçüde değiştiren ve girişimcilik finansmanının demokratikleştirilmesi olarak adlandırılan yeni bir teknoloji destekli yeniliktir. Hisse bazlı kitle fonlamasının bu paydaş grubu üzerinde ne gibi bir etkisi olacağı sorusu hala cevapsızdır (Akbaş, 2019). Bu geleneksel paydaşlar yerlerinden mi edilecek yoksa kitle fonlamasını mı benimseyecekler?. Bir pazara yeni girenlerin birkaç etkisi olabilir: Marjların azaldığı ve tüketicilerin fayda sağladığı daha yüksek düzeyde rekabetçi bir pazarı tetikleyebilirler. Alternatif olarak ürüne olan talep güçlü olduğunda yeni girişler mevcut firmaların pazar payını azaltmaz bunun yerine pazarı genişletir (Lee vd., 2018). Şimdiye kadar ikincisi hisse bazlı kitle fonlamasında gerçekleşmiş gibi görünmektedir. Bunun birkaç nedeni vardır: Birincisi birçok proje geleneksel yollarla finanse edilmek için uygun değildir. Çünkü kanıtlanmamış bir geçmişe sahiptirler. Girişim firmalarının veya melek finansmanın aradığı büyüme potansiyeline sahip olmayabilirler. Bu projeler için geleneksel finansman biçimleri hiçbir zaman bir seçenek olmamıştır ve bu nedenle hisse bazlı kitle fonlaması pazarı genişletmektedir (Diemers vd., 2018). Diğer örnekler ise geleneksel finansman kaynaklarının kitle fonlamasına bir pazarın belirlenebileceği katma değerli bir adım olarak nasıl bakabileceğini göstermektedir. Örneğin bir girişim firması hisse bazlı kitle fonlaması yoluyla bir pazarın var olduğunu başarılı bir şekilde kanıtlamışsa bir şirketi desteklemeye daha istekli olabilir (Beaulieu, 2015: 18).

Şekil 10: Konvansiyonel Girişimcilik Finansmanı



3.1. Girişim Sermayesi

Girişim sermayesi teknoloji ve internetin hızlı gelişmesiyle beraber öne çıkan bir başka finansman yöntemidir. Özellikle girişimin finansman sıkıntısını gidermeyi amaçlayıp uzun vadede yüksek getiri beklentisi güdülen bir finansman aracıdır. Girişim sermayesi terimi yüksek getiri oranı elde etmek amacıyla oldukça riskli bir projeye yapılan finansal yatırımı temsil etmektedir. Girişim sermayesi kavramı çok eski olsa da hükümetin son liberalleşme politikası ile bazı ülkeler girişim sermayesi hareketini canlandırdığı görülmektedir (Mackey, 2015: 16). Gerçek anlamda girişim sermayesi finansmanı bazı ülkelerin sermaye piyasasına en son girenlerden biridir. Bu girişim sermayesi şirketleri finans kuruluşlarının gerektirdiği şekilde girişimlere katkıda bulunabilmek için girişimcilere gerekli girişim sermayesini sağlamaktadır. Sermaye sağlamaya ek olarak bu girişim sermayesi firmaları yardım edilen firmalara aktif olarak rehberlikde etmektedirler. Finansmanın başlangıç aşamasında olan ve henüz menkul kıymetleri halka arz etmeye hazır olmayan genç yüksek teknoloji şirketi girişim sermayesi arayabilir. Böylesine yüksek riskli bir sermaye girişim sermayesi fonları tarafından öncelikle sermaye kazancı şeklinde yüksek bir getiri oranı kazanma umuduyla uzun vadeli öz sermaye finansmanı şeklinde sağlanır. Aslında girişim sermayedarı girişimci ile ortak olarak hareket etmektedir. Bu nedenle bir girişim sermayesi, kanıtlanmamış fikirler, ürünler, teknoloji odaklı veya yeni başlayan firmalar için başlangıç sermayesi sağlayabilir. Girişim sermayesi geleneksel yollarla finansman sağlayamayan firmalarada da yatırım yapabilirler (Pavlova, 2021).

Başlangıç yatırımının çok yüksek risk getiri değış tokuşu nedeniyle büyük kurumsal yatırımcılara ve varlıklı bireylere erken yatırım yapmaları için daha az riskli bir yol sunmak üzere 1950'de girişim sermayesi şirketleri adı verilen yeni bir özel sermaye yatırım şirketleri grubu ortaya çıkmaya başlamıştır. Büyük miktarda yüksek riskli büyüyen şirketlere azınlık hisse senedi yatırımları yapmaya odaklanan (ortaklık) bir yatırım stratejisi kullanan aşamalı şirkettirler. Erken aşamadaki şirketler için bu finansman sistemi kurumsal yatırımcılara ve girişim sermayesi endüstrisinde genellikle sınırlı ortaklar veya fon sponsorları olarak adlandırılan varlıklı bireylere geçmişte yatırım sermayesi üzerinden halka açık hisse senetlerinden daha yüksek getiri sağlayan bir varlık sınıfına erişim sağlamıştır. Son 30 yılda girişim sermayesi fonlarının ortalama yıllık getirisi yüzde 27,99

olurken ortalama yıllık borsa getirileri için en popüler gösterge olan stok performansı 500, ortalama yüzde 9,69 getiri elde etmiştir. Bununla birlikte bu önemli ölçüde daha yüksek getiriler stok performansı 500 ve diğer hisse senedi endekslerine kıyasla artan volatilité miktarını içerir. Finansal piyasalar ve ekonomi yeni yönleré doğru gelişmeye devam ederken girişim sermayesi endüstrisinin gelecekte bu kadar yüksek getiri sağlayıp sağlamayacağı da belirsizdir (Crisanti vd., 2019: 26). Girişim sermayesi yenilik için fon kaynaklarına (şirketler, devlet ve girişimcinin arkadaşları ve ailesi) olan endişeler nedeniyle mevcut olan geleneksel düşük maliyetli sermaye kaynakları arasındaki boşluğu doldurur. Bu boşluğu başarıyla doldurmak girişim sermayesi endüstrisinin özel sermaye fonlarını çekmek için yeterli sermaye getirisi kendi katılımcıları için cazip getiriler ve girişimcilere yüksek getiri sağlayacak yüksek kaliteli fikirleri çekmek için yeterli yukarı potansiyel sağlamasını gerektirir. Basitçe söylemek gerekirse zorluk doğası gereği riskli ticari girişimlerde sürekli olarak üstün bir yatırım getirisi elde etmektedir (Diemers vd., 2018).

Girişim sermayesi yüksek getirilere ek olarak girişim sermayesinin halka açık şirketlerle çok az korelasyona sahip küçük büyüyen şirketlere yoğunlaşmasının bir sonucu olarak sınırlı ortaklarına çeşitlendirme faydaları da sağlamaktadır. Bu ilişkisizliğin en önemli nedeni girişim sermayesi yatırımlarının genel olarak portföy şirketi satılınca ya da halka arz edilinceye kadar çok az veya hiç değerinin olmamasıdır (Howell vd., 2018). Nihai çıkış tamamlanmadan önce çoğu girişim sermayesi şirketi değersiz görülmedikçe bir yatırımdan kar veya zararı kaydetmez. Girişim sermayesi alan şirketlerin çeşitlilik göstermesi gibi girişim sermayesi şirketlerinin kendileri de oldukça heterojen bir yatırımcı grubudur. Yatırım stratejileri, motivasyonlar, yaklaşımlar, büyüklük ve konum gibi çeşitli faktörlerde farklılık gösterirler. Girişim sermayesi şirketinin yatırım stratejisi genellikle ne kadar büyük bireysel yatırımlar ve şirketin iş döngüsü yatırımlarının hangi bölümünde yapmak istediği hakkında bilgi içeren genel yatırım tezini ana hatlarıyla belirler. Beklenen yatırım getirisi, çıkış stratejisi ve belirli sektöre ilişkin olası uzmanlaşma da girişim sermayesi yatırım stratejilerinde düzenli olarak tanımlanmaktadır (Wallmeroth, 2018: 20).

Ayrıca girişim sermayesi şirketi yöneticilerinin ve sınırlı ortaklarının farklı motivasyonları ve yaklaşımları yatırımı etkileyebilir. Bazı girişim sermayesi yatırımcıları portföy şirketlerine aktif olarak yardım ve rehberlik sağlarken diğerleri çoğunlukla pasif yatırımcılar olarak hareket eder. Son birkaç yılda girişim sermayesi kapitalistleri çeşitlilik ve eşitlik gibi sosyal sorunların da daha fazla farkına varmışlardır; ve bu nedenle girişim sermayesi endüstrisinde yavaş yavaş yer edinmeye başlamaktadır. Örneğin kadınların ve azınlıkların sahip olduğu girişim sermayesi şirketlerinin sayısını istikrarlı bir şekilde arttıp aynı zamanda girişim sermayesi yatırımcıları azınlık girişimcilerin sahip olduğu erken aşama büyüme şirketlerini finanse etmek için giderek daha fazla aramaktadırlar. Çoğu durumda bir girişim sermayesi şirketinin büyüklüğü sınırlı ortaklarından topladığı sermaye miktarı ile ölçülür. Bazı girişim sermayesi şirketleri birkaç milyon dolar diğerleri ise yüz milyonlarca hatta milyarlarca dolar değerinde sermaye toplarlar. Önceki başarı yatırım stratejisi ve vizyonu girişim

sermayesi şirketlerinin fiziki konumu ve yerel ve uluslararası finans piyasalarının durumu gibi faktörler sınırlı ortaklardan ne kadar sermaye elde edebileceklerini analiz ederler. Bu sermaye genellikle on yıllık sabit bir vadeye sahip olan ayrı girişim sermayesi fonlarına bölünmüştür. Bir fona yatırılan sermaye başlangıçtan itibaren ilk 2-3 yıl içinde yatırılır; ardından girişim sermayesi şirketi portföy şirketlerine olası takip ile yatırımlarını yönetmeye ve yapmaya odaklanır. Sınırlı ortaklardan girişim sermayesi fonuna fiili sermaye işlemi fon şirketlere yatırım yapmaya başladıktan sonra yapılır (Zhao vd., 2015: 12).

Girişim sermayesi ile ilgili yukarıda belirtilen farklılıklara ek olarak şirketin fiziksel konumu da girişim sermayesi endüstrileri için önemli bir faktördür ve bir girişim sermayesi fonunun yaratma ve yatırım süreçleri üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Modern küreselleşmiş dünyada girişim sermayesi şirketleri yatırımlarını coğrafi olarak çeşitlendirebilir ancak birkaç çalışma girişim sermayesi yatırımının girişim sermayesi şirketlerinin bulunduğu yere coğrafi olarak yakın olan işletmelere yatırım yapmayı tercih eden davranışla segiledikleri görülmüştür. Girişim sermayesi şirketlerinin çoğu San Francisco, Boston, Londra, Toronto, Pekin ve Şanghay gibi yüksek teknoloji bölgelerindeki birkaç büyük şehirde ve finans merkezlerinde kümelenmiştir. Bu alanlar genç büyüme aşamasındaki şirketlerin yoğunluğunun ve yüksek eğitilmiş ve deneyimli profesyonellerin havuzlarına erişimin bir sonucu olarak girişim sermayesi çekmektedir. Girişim sermayesi şirketleri kazançlı yatırım fırsatları sağlamak sosyal ağlar kurmak portföy şirketlerini desteklemek ve yatırımları organize etmek için bu kaynaklara ihtiyaç duyarlar (Akbaş, 2019).

Yalnızca yüksek riskli başlangıç şirketlerine yatırım yapmak girişim sermayesi şirketlerinin genellikle küçük ve hızlı büyüyen şirketlerle ilgili çok çeşitli farklı türdeki riskleri belirlemek analiz etmek kontrol etmek ve izlemek için gelişmiş ve sağlam süreçlere sahip olması gerektiği anlamına gelmektedir. Son teknoloji ve yeni yenilikçi iş modelleri yaratmaktadır. Girişim sermayesi risk yönetimi genellikle her ikisi de farklı riskler ve risk yönetimi tekniklerine sahip olan yatırım öncesi ve sonrası aşamalar olarak ikiye ayrılırlar. İlk yatırım öncesi aşamada girişim sermayesi finansörleri ajans ve piyasa riskleri finansal riskler makro düzey riskler ürün geliştirme riskleri ve yönetimin performansı ile ilgili riskler gibi riskleri belirlemeye ve değerlendirmeye odaklanırlar (Akyıldız, 2021). Girişim sermayesi şirketleri bu riskleri azaltmak için ön tarama ve durum tespiti yapmak yatırımcıyı koruyan sözleşme hükümleri hazırlamak yatırımı paylaşan bir sendika oluşturmak için diğer yatırımcılarla bir araya gelmek ve yatırımı dönüm noktası olaylarıyla bağlantılı birkaç aşamaya bölmektedir. Girişim sermayesi yatırımının yatırım sonrası aşaması risklerin ve diğer önemli temel göstergelerin sürekli izlenmesinden ve portföy şirketlerinin işlerini büyütme ve destek olmaktan oluşur. Ayrıca girişim sermayesi yatırımcıları kurucular ve yönetim ekipleri tarafından potansiyel olarak zararlı davranışları düzeltmeye çalışmak için izlemeyi de kullanılmaktadır (Howell vd., 2018). Girişim sermayesi şirketleri performans eksikliği ve odaklanma gibi yönetimle ilgili riskleri mevcut portföy şirketleri için en önemli riskler olarak algılamaktadır. Girişim sermayesi şirketleri

yatırım sonrası aşamada yatırım portföylerinin genel riskini azaltmak için yatırımlarını genellikle farklı endüstriler coğrafi konumlar ve yatırım aşamalarında çeşitlendirir. Portföydeki şirketler arasındaki korelasyonu karşılaştırmak ve portföy ile hisse senedi piyasası arasındaki korelasyonu karşılaştırmak da girişim sermayesi şirketlerine portföy yoğunlaşma risklerini değerlendirmede yardımcı olan başka bir risk yönetimi yöntemidir (Zhao vd., 2015: 11).

Ön tarama durum tespiti ve risk yönetimi süreçlerine rağmen girişim sermayesi yatırımı her zaman önemli miktarda risk içerir bu yalnızca en aza indirilebilir ancak asla tamamen ortadan kaldırılamaz. Bu gerçek girişim sermayesi yatırımcılarının portföy şirketlerinin yalnızca yüzde dördünün getirilerin çoğunu nasıl ürettiğini portföy şirketlerinin yüzde altmış beşinin negatif getiri ve yüzde yirmi beşin mütevazı getiri ürettiğini gösteren istatistiklerle desteklenmektedir. Bu sınırlı ortaklarına kamu finansman piyasalarına kıyasla sermayelerinde daha yüksek getiri sağlamak için, girişim sermayesi şirketlerinin yatırılan sermayenin değerini birkaç kat artırabilecek son derece başarılı erken aşama şirketleri bulması ve bunlara yatırım yapması gerektiği anlamına gelmektedir. Örneğin yaklaşık 10 yıl süren bir girişim sermayesi fonu borsadan yıllık ortalama getiriyi aşmak için fonun vade tarihinden önce değerinin en az üç katına çıkması gerekmektedir (Bellavitis, 2017: 9).

Girişim sermayesi fonlamanın yapısının bir sonucu olarak girişim sermayesi şirketleri hangi şirketleri finanse edeceklerini seçmede çok seçici olmak zorunda ve bu nedenle yılda yüzlerce hatta bir anlaşmaya varmak için tarama yapmaktadırlar. Yüksek potansiyele sahip erken aşama şirketi keşfetmek bir olasılıktır. Girişim sermayesi şirketleri en erken aşamadaki potansiyel şirketleri keşfetme olasılığını artırmak için bazıları gelir öncesi şirketlerin gelir üretmeye başlamasının ortalama ne kadar sürdüğünü içeren çeşitli endüstri sektörü özellikleri matrisini analiz eder ve izlerler. Farklı sektörlerde gerekli sermaye miktarı ve zamana ilişkin beklenen gelir-gider oranı ve mümkün olan en yüksek yatırım getirisini elde etmek için bir şirketin gelişim döngüsünün hangi aşamasında bir yatırım yapılması gerektiğidir tanır (Arnold vd., 2019). Sermayeye katılım yönetime katılım teknolojik yatırım küçük ölçekte işletme hızlı büyüme ve uzun vadeli yatırım gibi temel taşların oluşturduğu girişim sermayesinin belli başlı özelliklerini şöyle sıralayabiliriz.

- Girişim sermayesi finansman bir yöntem olup; yatırım yapmak isteyen birey ya da şirketin finansmanı aracı şirket kanalıyla girişimciliklere aktarır.
- Girişim sermayesi sadece özel şirketlere finansman sağlar.
- Girişim sermayesi sadece sermaye yardımında bulunmaz ayrıca girişimcilikleri yönlendirmede ve takip etmekte aktif rol oynar (Manigart, 2018).
- Girişim sermayesi şirketlerin kurumsal olarak büyüyüp gelişmesine de yardımcı olur.
- Girişim sermayesi esas amacı yaptığı yatırımı halka arz ederek maksimum fayda sağlamaktır.
- Girişim sermayedarları yatırım yaptıkları şirketin hem zarar hem de karına ortak olurlar.

- Girişim sermayesi kısa vadeli değil; aksine 5-10 yıllık uzun vadeli bir yatırım aracıdır.
- Şirketin büyüme imkanı; Girişim sermayesi şirkete genişleme fırsatı sağlar. Banka kredisi gibi diğer yöntemlerle bu mümkün olamaz. Banka kredileri teminat gerektirir ve krediyi geri ödeme yükümlülüğü vardır. Bununla birlikte girişim sermayesinde yatırımcılar şirketin uzun vadeli başarısına inandıkları için riski almaya hazırdır. Bu nedenle girişim sermayesi finansmanı, yüksek başlangıç maliyeti ve sınırlı işletme geçmişi olan girişimler için faydalıdır (Pavlova, 2021: 27).
- Ağlar ve bağlantılar; oluşturmada yardımcı olan girişim sermayesi iş dünyasında büyük bir bağlantı ağına sahiptir. Bu bağlantılar, girişimlerin büyümesi ve başarılı olması için avantajlı olabilir.
- Geri ödeme zorunluluğu yoktur; Girişimin başarısız olması veya kapanması durumunda girişim sermayesi yatırımcılara geri ödeme yükümlülüğü yoktur. Bu nedenle girişim finansmanı yeni başlayanlar için çok önemlidir (Manigart, 2018).

3.2.Mudarebe Finansmanı

Son yıllar ticaretin özgürleşmesine ve küreselleşmeye doğru istikrarlı bir baskıya tanık olmaktadır. Girişimciler dünya çapında uygulanan farklı iş uygulamaları ve kavramlarını tanıyarak büyümeyi kolaylaştırmak için yeni fırsatlardan yararlanabilirler. Bu da faizsiz (İslami) bankacılıkta mevcuttur. İslami bankacılıkta yol gösterici ilkeler şeriat hükümleri ile belirlenmiştir. Bu hükümlerden biri de riba (faiz) yasağıdır. Şeriat Kuran'ın öğretilerine dayanan İslam hukukunu ifade eder (Hussain vd., 2015: 70). Müslüman girişimciler faiz alamadıkları veya ödeyemedikleri için konvansiyonel bankalarla iş yapamamaktadırlar. Pazara hizmet etmek için islami bankalar şeriat hükümlerine uygun ve bu nedenle müşterileri tarafından kabul edilebilir bir dizi faizsiz finansal araç geliştirmiştir. Bu finansal araçlardan bazıları mudaraba (finans mütevelliliği) ve muşareke (sermaye) (ortaklık) kâr-zarar paylaşım sistemine dayanır; buradaki kavram bir girişimciye sabit bir getiri oranından borç vermek yerine finansörün girişimin kâr ve zararlarından pay almasıdır. Bu bölüm mudarebe'nin özelliklerini analiz etmek ve sözleşmedeki finansör ve borçlu/girişimcinin rollerini vurgulamaktadır (Rammal, 2010).

Şekil 11'e göre mudarebe bir tarafın (Rabbü'l Mal) koymuş olduğu sermayeyi diğer tarafın ise (Mudarib) emeği ile ortaklık kurarak elde edilecek karı paylaşmak üzere tertip ettikleri ortaklık olarak ifade edilebilir. Mudarebe günümüzde mevcut olan girişim sermayesi finansman modeli ile benzerlik gösteren bir tür sermaye-emek ortaklığıdır (Hassan ve Bello, 2014: 68). Yine de kısmen içerdiği yüksek risk nedeniyle islami bankaların yıllık yaklaşık yüzde on beş oranında büyümesi beklenirken kâr-zarar paylaşımı faaliyetlerinin yalnızca küçük bir bölümünü (yaklaşık yüzde beş) oluşturmaktadır. İslami bankaların çoğu hem girişimci hem de yatırımcı rollerini üstlenerek mudarebe konseptini uygulamaktadır (Walyoto, 2016: 2532). Bir fon sahibinin bakış açısından banka

mevduat sahiplerinin fonlarını mudarebe kurallarına tabi olarak kar elde etmek için yöneten bir mudarib (girişimci) olarak hareket eder. Buna karşılık banka mevduat sahibinin fonlarını mudarebe bazında kullanabilir ve bu nedenle yatırım portföyü tarafında rabb-ulmal (finansör) hareket edebilir. İslami bankalar ev finansmanı ve yatırım hesaplarında mudarebe kavramını tanıtmaktadır. İslami bankalardaki yatırım hesapları da mudarebe prensibine dayanmaktadır ve mevduatlar vadesinden önce çekilemeyen vadeli mevduatlardır. Kâr paylaşım oranı ve vade süresi arz ve talep koşullarına bağlı olarak bankadan bankaya değişiklik göstermektedir. Teorik olarak bu yatırım hesaplarının getirisi olumlu veya olumsuz olabilir (Hassanain, 2010). Yine de gerçekte getiriler çoğunlukla olumludur ve geleneksel bankaların vadeli mevduatlarında sundukları oranlarla oldukça benzerdir. İslami bankalar son otuz yılda hızlı bir büyüme yaşamış olsalar da esasen kâr ve kâr kisvesi altında faiz getiren ürünler sundukları yönündeki eleştiriler itibarlarını zedeleyebilmektedir. İslami bankaların bazı finansman araçlarıyla ilgili sorunları kabul eden müslüman alimler daha fazla zarar paylaşım aracının geliştirilmesi ve kullanılması gerektiği görüşünü dile getirmişlerdir. Son zamanlarda müslüman ülkelere hükümetlerin İslami finans sistemini mevcut tek finansman seçeneği olarak uyguladıkları İran ve Pakistan'ın önderliğini takip etmeleri yönünde çağrılar da yapılmaktadır. Bu tür önlemlerin alınması için baskı müslüman ülkelerdeki girişimcilerin ve dünya çapındaki müslüman girişimcilerin finansal gereksinimleri için mudarebe'ye ihtiyaç duyacakları anlamına gelmektedir. Bu nedenle küresel olarak başarılı olmak için girişimcilerin mudarebe'nin ve onun günümüz dünyasındaki uygulamalarının farkında olmaları gerekmektedir (Rammal, 2010).

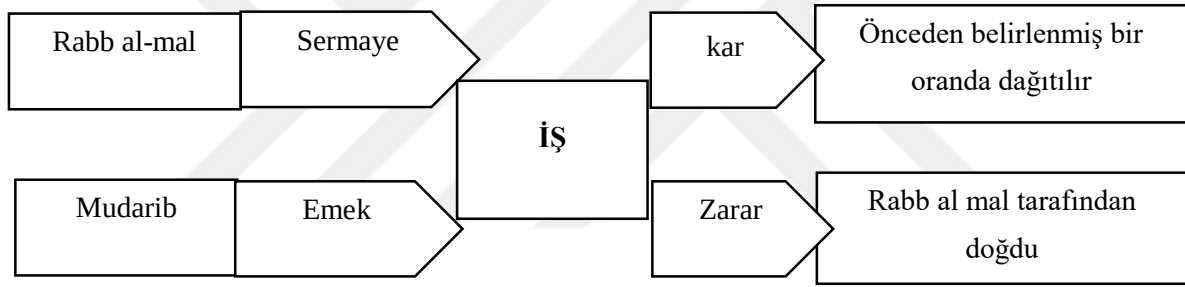
Mudârebe bir tarafın fon sağlaması (asıl olarak finansör) ve diğerinin kar elde etmek amacıyla çaba ve yönetim uzmanlığı (mudarib veya aracı olarak girişimci) sağladığı kar paylaşımı ve zararı karşılayan bir sözleşmedir. Kârdaki pay karşılıklı anlaşma ile belirlenir ancak varsa zararlar mudarib'in ihmalinden suistimalinden veya sözleşme şartlarının ihlalinde kaynaklanmadıkça tamamen finansör tarafından karşılanmaktadır (Rammal, 2010: 72). Mudârebe'ye bazen uyuyan bir ortaklık denir. Çünkü mudarib işi yürütür ve finansör yönetime müdahale edemez ancak sermayenin daha iyi yönetimini sağlamak için koşullar belirtilebilir. İslami bankalar fon toplamak için çoğunlukla mudârebe finansmanından yararlanırlar; mudârebe sözleşmeleri yatırım fonlarının yönetimi için de kullanılmaktadır (Hunter ve Abdelhady, 2017: 554).

Mudarebe'nin koşullarından biri finansçının girişime dahil olan risk paylaşılmadığı sürece sabit bir getiri oranı talep etme veya ana meblağdaki herhangi bir ek için hak talep etme hakkına sahip olmamasıdır. Bu nedenle taraflar getirilerini teşebbüsün karlarını paylaşarak elde etmektedir. Kâr bölüşümü mutlaka orantılı olmalıdır ve toplu ödeme veya garantili getiri alamamaktadırlar. Taraflar kârı paylaşmak için önceden belirlenmiş bir orana karar vererek bunu uygulayabilirler. İş faaliyetini tamamladıktan sonra finansör anaparayı ve kârın önceden kararlaştırılmış payını alabilir. Aynı zamanda girişimciler kalan kârı fikir ve hizmetlerinin karşılığı olarak tutabilirler (Usmani, 2007). Mudarebe'nin avantajları sorumluluğun paranın kullanıcıları tarafından paylaşılmasını vurgulaması

ve serbest piyasa sistemini daha açık ve demokratik hale getirmesi olduğunu belirtmiş olmasıdır. Girişim zarara sebep olursa; katkıda bulunan sermaye ölçüsünde finansör tarafından karşılanacaktır. Girişimci herhangi bir finansal sermaye sağlamadığı için zaman ve emek kaybı dışında kayıplara ortak olmamaktadır. Ancak ihmal veya sahtekarlık söz konusu ise uğranılan zararlardan girişimci sorumlu tutulabilir. Bu nedenle mudarebe bir finansör açısından kar ve zarar paylaşımı olarak adlandırılabilir (Rammal, 2010: 71).

Mudarebe sözleşmesi bir tarafın sermaye teklif ettiği ve diğer tarafın bu sermaye ile bir miktar iş üstlendiği bir iş sözleşmesi biçimidir; ilki rabb al-mal ve ikincisi mudarib olarak adlandırılır. Kâr her iki taraf arasında önceden kararlaştırılan bir oranda dağıtılırken bir kusur olmadığı sürece zararın tamamı el-mal tarafından doğar (Nagaoka, 2013: 1694).

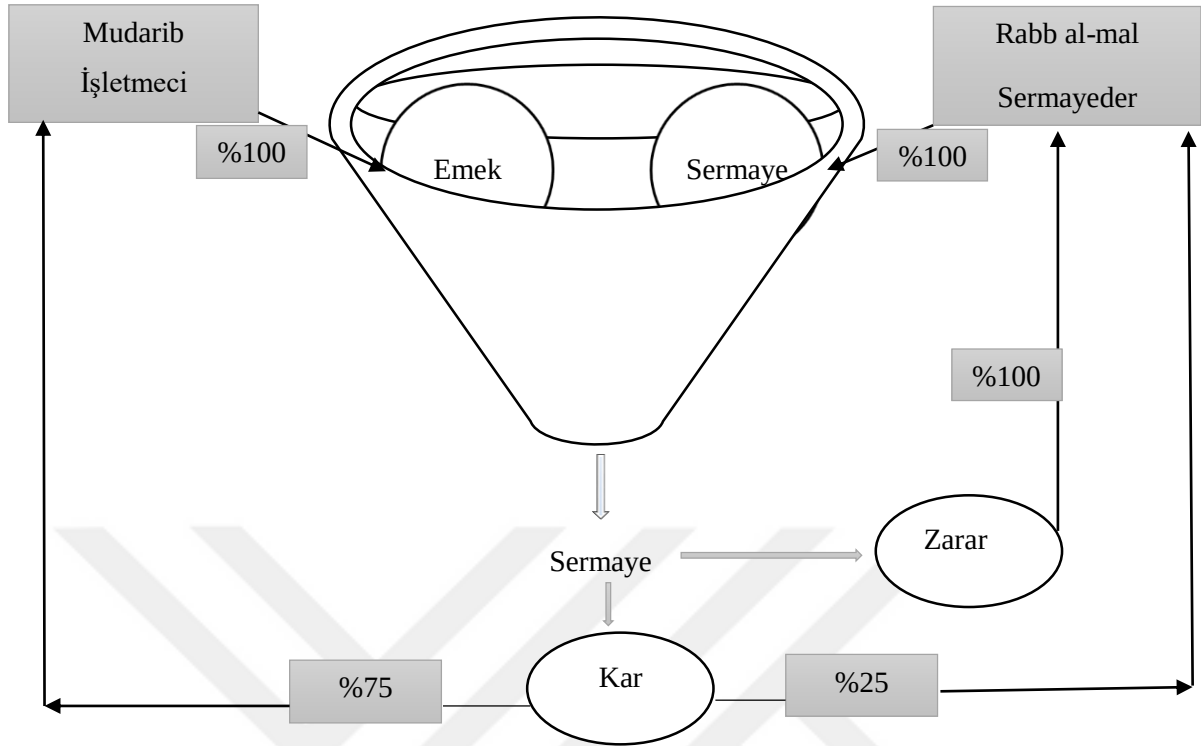
Şekil 11: Mudarebe Sözleşmesi



Mudarebe bir sermaye sağlayıcısı (rabbul mal) ile bir girişimci (mudarib) arasında rabbul malın mudarib tarafından yönetilecek sermaye sağladığı ve başlarken elde edilen herhangi bir karın rabbul mal ve mudarib arasında paylaşıldığı bir sözleşmedir. Şekil 11 ve 12’de Karşılıklı mutabık kalınan kar paylaşım oranı mali zararlar mudaribin kötüye kullanılması (teaddi) ihmal (taksir) veya belirtilen şartların ihlali (mukhalafah al-shurut) nedeniyle olmamak kaydıyla rabbul mal tarafından karşılanır (Fleifel, 2010).

Şekil 12’ye göre bu finansman sisteminde müteşebbis olan ve planladığı iş fikrini hayata geçirmek istemesine rağmen elinde finansman kaynağı olmayan girişimciler ile elinde sermayesi bulunan ve bununla alakalı olarak kar elde etmeyi isteyen sermayedarın beraber kurdukları ortaklık olarak görülebilir. Mudarebe sisteminde ilgili işin yönetimi mudarib yani emeğini ortaya koyan taraftadır. Sermayedar işin yönetiminde aktif rol almaz, sadece oluşan karda hak sahibidir. Yapılan ortaklık neticesinde eğer zarar söz konusu olursa, emeğini ortaya koyan girişimci sermayeden sorumlu tutulmaz. Ancak eğer girişimcinin işletme yönetiminde kusuru söz konusu olursa, tazmin hakkı olabilmektedir.

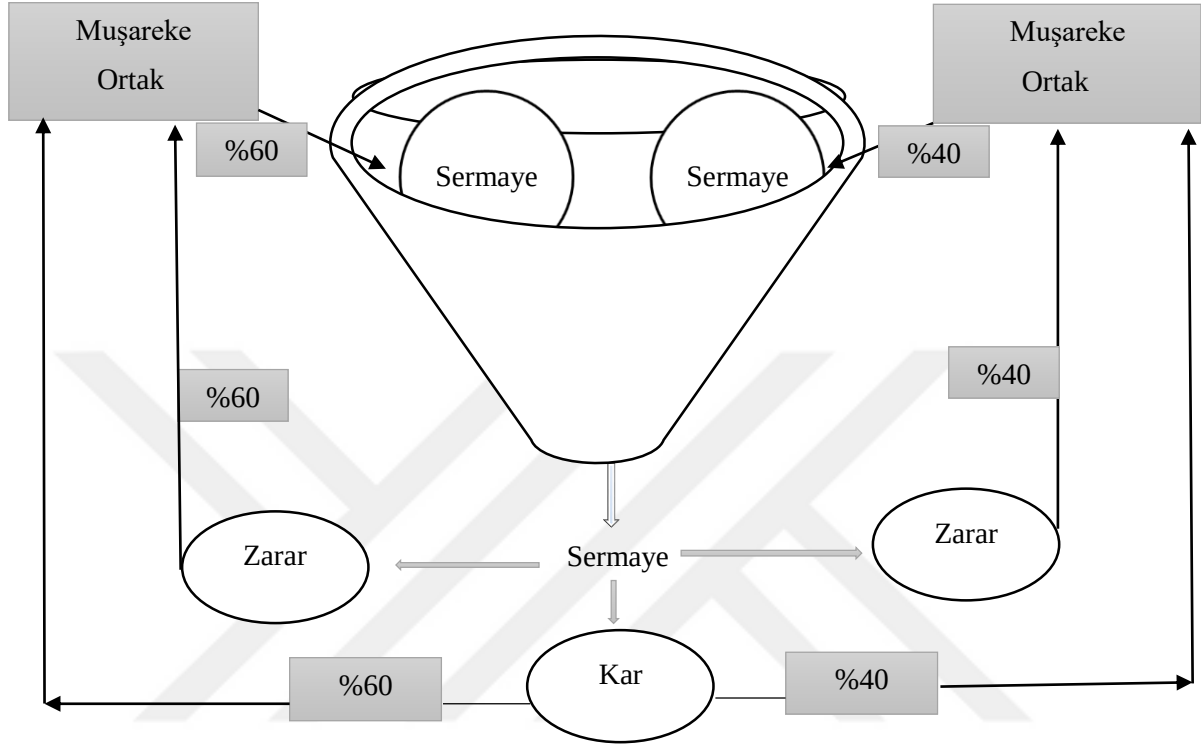
Şekil 12: Mudarebe Uygulaması



Muşareke paylaşmak anlamına gelen Arapça kökenli bir kelimedir. İş ve ticaret bağlamında tüm ortakların ortak girişimin kar veya zararını paylaştığı ortak girişim anlamına gelir. Hem üretim hem de dağıtım üzerinde geniş kapsamlı etkileri olan faize dayalı finansman için ideal bir alternatiftir. Modern kapitalist ekonomide faiz her tür finansmanda ayırım gözetmeksizin kullanılan tek araçtır. İslam faizi yasakladığı için Müslüman girişimciler bu aracı hiçbir şekilde fon sağlamak için kullanamamaktadırlar. Bu nedenle müşareke İslami ilkelere dayalı bir ekonomide hayati bir rol oynamaktadır (Yüksel, 2021). Müşareke iki veya daha fazla ortağın varlıklarını hizmetlerini yükümlülüklerini veya yükümlülüklerini kâr amacıyla birleştirme anlaşmasıdır. Şekil 13'te mudarebe sözleşmesi müşaraka sözleşmesinden aşağıdaki temel açılardan ayırt edilebilir: Müşarekede kâr payına hak kazanma tüm ortakların nakit, mal, maddi varlık, hizmet veya kredibilite biçimindeki sermaye katkısına dayanır. Müşareke sözleşmesinin konusu bir tür sermaye katkısıdır. Müşareke'de iş gücü (yönetim becerileri ve iş uzmanlığı dahil) taraflar (ortaklar) tarafından ortaklaşa sağlanırken mudarebede tüm iş gereksinimlerini sağlamak mudaribe düşmektedir. Müşarakanın normal prensibi her ortağın yönetimde yer alma ve onun için çalışma hakkına sahip olmasıdır. Ancak ortaklar yönetimin işlerinden biri tarafından yürütülmesi ve başka hiçbir ortağın müşaraka için çalışmaması şartıyla anlaşılabilirler. Ancak bu durumda uyuyan ortak yalnızca yatırımı kadar kâra hak kazanır ve kendisine tahsis edilen kâr oranı daha önce tartışıldığı gibi yatırımının oranını geçmemelidir. Müşareke finansmanında zarar olması durumunda her bir ortağın zarara tam olarak yatırımının oranına göre maruz kalacağı konusunda tüm İslam hukukçuları ittifak halindedir. Bu nedenle bir ortak sermayenin %40'ını yatırırsa kaybın %40'ından ne fazlasını ne de azını çekmesi

gerekmez ve aksine herhangi bir koşul sözleşmeyi geçersiz kılabilir. Bu ilke üzerinde hukukçular arasında tam bir fikir birliği vardır (Ajmi vd., 2020).

Şekil 13: Müşareke Uygulaması



Şekil 13'e göre müşareke finansman yönteminde, bir işin yapılabilmesi için gereken sermaye ve emek girdilerinin ortak olarak her iki tarafın beraber yerine getirdiği bir ortaklık türüdür. Yapılan ortaklıkta kar paylaşımı iş başlangıcında belirlenirken, zarara katlanma ise ilgili işe yatırılan sermaye oranına göre yapılır. Müşareke ortaklığında mudarebe yönteminden farklı olarak ortaklığın her iki tarafı da yönetimde aktif rol alırlar. Alınan kararlar ve yönetim ile ilgili her iki tarafından beraber yürüdüğü bir ortaklık sistemidir.

3.3.Melek Yatırım

Melek yatırımcı kavramı son yıllarda adından çokça söz ettiren yeni bir finansman edinme modelidir. Bu model finansman edinme yöntemi özellikle iş fikirlerini ilerletmekte sıkıntı yaşayan girişimciliklerin yardımına bir tür melek gibi yardım elini uzatmasından ötürü ismini buradan aldığı söylenebilir. Melek yatırımcı yönteminde girişimcilikler projelerini genelde başlatıp finansman sıkıntısı çektiğinde ve bununla alakalı olarak aile, arkadaşlarından ve yakın çevresinden kaynak bulmakta zorlandığında başvurabileceği yöntemlerden biridir. Aslında girişimciliklerin kendi gayretleriyle kendisine yatırım yapacak olan kişi ya da kişileri iletişim yöntemiyle bulması olarak da

ifade edilebilir (Cumming ve Zhang, 2019: 76). Melek yatırım genellikle şirketin uzun vadeli büyümesinden kar elde etmek amacıyla yüksek net değere sahip bireylerin kendi zamanlarını ve paralarını yeni işlere yatırmaları olarak tanımlanır. Melek yatırım pratiği yüzyıllardır ve birçok insan arasında var olmuştur. Ancak 1990'ların ortalarında ABD'de bir endüstri olarak resmileşmeye başlamıştır (Morrisette, 2007: 60).

On yıldan biraz daha uzun bir süre içinde melek yatırım kuruluşları çoğunlukla bir ABD ve Avrupa fenomeni olmaktan dünya çapında aktif ve görünür olmaya geçiş yapmaktadır. Kolombiya'dan Kamboçya'ya, Sırbistan'dan güney Afrika'ya melek yatırımcılar sıfırdan ağlar kurup bu ağların nasıl kurulduğu yapılandırıldığı ve işletildiği konusunda kendi yerel yaklaşımlarını ortaya koymuşlardır (Korkmaz, 2020). En etkileyici şekilde bu melek grupları çok zorlu ortamlarda başarıların tadını çıkıp birçoğu bunu çok az rehberlik veya izlenecek en iyi uygulamalarla yapmaktadır. Bununla birlikte her başarılı melek grubu kurucusu, başlamak için bir yer arayan daha birçok potansiyel kurucu vardır. Bu grup operasyonlarını kolaylaştırmak için küresel en iyi uygulamaları araçları ve şablonları sunarak bu tür bireyleri ve yeni oluşturulan melek gruplarını desteklemeyi amaçlamaktadır. Herhangi bir ortamda bir melek ağı kurmak zordur. Bunu sınırlı bir ülkede yapmak anlaşma akışı zayıf yatırımcı korumaları ve kurumlar neredeyse imkansız görünebilir (Dibrova, 2015: 286).

Melekler hatırı sayılır iş tecrübesine sahip yüksek net değere sahip bireylerdir. Gelişmekte olan ülkelerdeki yüksek net değere sahip bireylerin çoğunluğu yerel olarak yatırım yapma eğilimindeyken en yaygın olarak gayrimenkul tarım mineraller veya diğer doğal kaynak çıkarımlarına yatırım yapma eğilimindeyken bazıları hızlı büyüyen start-up şirketlerini finanse etmeyi tercih etmektedirler. Küresel olarak meleklerin çoğu iki ana kategoriye ayrılır: Yeni kurulan şirketlere dahil olmak isteyen başarılı girişimciler ve işletme yöneticileri ve diğer geleneksel yatırımcılardır (Zincirkıran ve Tiftik, 2014). Melek yatırımı birkaç nedenden dolayı önemlidir. Melekler arkadaşların ve ailenin neler sunabileceği ile bankaların, girişim sermayedarlarının ve özel sermaye firmalarının katkıda bulunmaya istekli olduğu arasındaki fon boşluğunu doldururlar. Ayrıca iş bilgisi ağlar ve mentorluk sağlarlar. Girişimciler melek yatırımcılar yeni kurulan şirketlere yaptıkları yatırımlarla istihdam yaratılmasına katkıda bulunmaktadır. ABD'de yapılan araştırmalar start-up'ların her yıl yaklaşık 3 milyon iş sağladığını gösteriyor. Melek pazarıyla ilgili küresel veri toplamak oldukça zor olsa da araştırmalar melek gruplarında yılda 5-20 şirkete yatırım yapıldığını gösteriyor. Ortalama olarak Angels işlem başına yatırım yapılan işletmenin öz sermayesinin %12,7 almaktadır (White ve Dumay, 2020: 3143).

Bir melek grubu oluşturmanın veya bir araya gelmenin kaynakları bir araya getirme daha verimli anlaşma tarama süreçlerinden ve daha büyük yatırımlardan yararlanma ve riski paylaşma yeteneği gibi birçok avantajı vardır. Bir iş meleğinin veya girişim sermayedarının temel amacı

başarılı bir çıkışa sahip olmaktır. Özellikle satılmak üzere yapılan bu tür yatırımlar birkaç yıl sonra yatırımcının yoluna devam etmesine izin vermektedir. Yatırımların her biri farklı bir miktar para gerektiren farklı planlama, farklı temel faktörler ("bir başlangıç aşamasına bağlı olarak fonlamalar" bölümünde açıklanmıştır) farklı aşamalarda yapılabilir. Temelde aynı konsepti ancak farklı alt süreci takip ederek gerçekleştiren ve farklı aşamalarda yer alan melek yatırımcılar ve girişim sermayesi firmaları melek yatırımlar açısından (bir dereceye kadar) farklı yöntemler kullanılmaktadır (Linde ve Prasad, 2000: 45). Melek grupları ve melek ağları bir araya gelerek hem mali durumlarını hem de deneyimlerini paylaşırlar; yatırımcıları ve kurucuları bir araya getiren etkinlikler ve konferanslar veya bireysel işletmeler melekler (genellikle yönetici deneyimi olan) girişimleri kendi paralarıyla finanse etmektedirler. Melek yatırım ve girişim kapitalizminin hem finansal hem de planlama açısından farklı süreçleri vardır. Bir yol haritası çizilebilmesi için yatırılacak para miktarına karar verilmesi gerekir (White ve Dumay, 2020: 3149). Melek yatırımcı türleri şunlar olabilir:

- Arkadaşlar ve aile: Bu yeni başlayanlar için en yaygın finansman kaynağıdır ve genellikle finansman ararken girişimlerin başladığı yerdir.
- Zengin bireyler: İşe bağlı olarak doktorlar, avukatlar veya başarılı iş adamları gibi yüksek bir net değere sahip kişiler genellikle bir işletmeye eşitlik karşılığında büyük miktarda para yatırmaya isteklidir.
- Gruplar: Pek çok melek yatırımcı bir grubun parçası olarak giderek daha fazla faaliyet göstermeye başlıyor. Bu, yatırım düzeyi potansiyelini önemli ölçüde yükseltir (Cumming ve Zhang, 2019: 87).

Melek yatırım yönteminin bulunduğu ekonomiye değişik avantajları olmaktadır. Bunlardan belli başlı olanları aşağıda sıralanacaktır.

- Bir melek yatırımcıdan finansman almanın en büyük avantajı küçük bir işletme kredisi almaya göre daha az riskli olmasıdır. Kredilerden farklı olarak bir melek yatırımcının fonunu geri ödemek zorunluluğu yoktur çünkü finansman karşılığında öz sermaye alırlar. Melek yatırımcılar genellikle uzun vadeli bir bakış açısına sahip olan ve yatırımlarının uzun bir süre boyunca geri dönüşü göremeyeceklerini anlayan yatırımcıları deneyimlemişlerdir. Pek çok melek yatırımcı yatırım fırsatlarının yanı sıra kişisel fırsatlar da aramaktadır.
- Ayrıca melek yatırımcılar çok fazla iş tecrübesine sahip oldukları için startup için mentorluk sağlayabilirler. İşletmenizin başarılı olduğunu görmek için motive olurlar ve çok değerli bilgiler ve rehberlik sunabilirler (Yüksel, 2021).
- Aslında araştırmalar melek yatırımcılar tarafından desteklenen girişimlerin önemli bir büyüme sağlama, daha yüksek bir getiri oranı yaşama ve daha uzun süre faaliyette kalma

olasılıklarının daha yüksek olduğunu göstermektedir (Bruno, 2016). Bir girişimin bir melek yatırımcıyı üstlenerek elde ettiği diğer faydalar şunlardır:

- Yatırımcı ile ilişkilendirilmekten gelen itibar.
- Potansiyel müşteriler veya çalışanlar için iletişim.
- Yatırım bankacıları, muhasebeciler, avukatlar ve diğer profesyonellerle iletişim.
- Benzer şirketlerde kullanılan pazar bilgisi ve stratejileri.
- Yatırım kararlarını hızlı bir şekilde almakta özgürdür.
- Teminata gerek yok - yani kişisel varlıklar.
- Yatırımcınızın sektör bilgisine ve bağlantılarına erişim.
- Dış denetim nedeniyle daha iyi disiplin.
- Akıl hocalığı veya yönetim becerilerine erişim.
- Geri ödeme veya faiz yoktur (Yüksel, 2021).

Melek yatırım yönteminin bulunduğu ekonomiye değişik dezavantajları olmaktadır. Bunlardan belli başlı olanları aşağıda sıralanacaktır.

- Melek yatırımcılar işletme sahiplerinin girişimlerini çalışmalarını mümkün kılarken, bu şekilde fon elde etmenin özkaynak kaybı gibi bazı dezavantajları vardır. Birçok işletme sahibi finansman karşılığında girişimlerinin % 10 ila % 50 verirler.
- Melek yatırımcılar yatırımlarından, bazen ilk beş ila yedi yıl içinde orijinal yatırımlarının 10 katına eşit önemli bir getiri bekleyebilirler. Bu siz ve herhangi bir çalışan için ek baskı oluşturabilir. Finansmanı kabul etmeden önce işletmenin bir yatırımcının bekleyeceği oranda büyüüp büyüemeyeceğini değerlendirir ve büyüme için beklentiler belirler.
- Diğer dezavantaj kontrolün kaybedilmesidir. Çoğu melek yatırımcı paralarını bir girişime yatırdıktan sonra işe uygulamalı bir yaklaşım benimsiyor. Örneğin deneyimli melek yatırımcılar bazen bir işi halka açmak veya şirketi daha büyük bir şirkete satmak gibi bir çıkış stratejisine sahip olmaktan hoşlanırlar. Hazır olmadan işi bırakmanız için sizi cesaretlendirebilirler. Tersine çok fazla eşitlik vererseniz sizin yerinize daha deneyimli bir yönetici koymayı seçebilirler ve muhtemelen sizi başlangıçta yarattığınız işten çıkarabilirler (Bruno, 2016).

3.4.Özel Sermaye Fonu

Özel sermaye fonları yatırım yaptıkları şirketlerde operasyonları iyileştirerek, maliyetleri azaltarak, temel olmayan varlıkları satarak ve nakit akışını maksimize ederek değer yaratmak amacıyla öncelikle özel şirketlere yatırım yapan aktif olarak yönetilen sermaye havuzlarıdır. Bir özel sermaye fonu aracılığıyla yatırımcılar fon yöneticisinin çeşitli şirketlere yatırım yapmasını sağlayan

sermayelerini birleştirirler. Özel sermaye fonu potansiyel olarak yüksek büyüme gösteren borsaya üye olmayan şirketlerde bir özsermaye hissesi karşılığında sağlanan orta ila uzun vadeli finansmandır. Bazı yorumcular "özel sermaye" terimini yalnızca satın alma ve satın alma yatırım sektörüne atıfta bulunmak için kullanırlar. Avrupa'da ancak ABD'de olmayan diğeri tüm aşamaları kapsayacak şekilde "girişim sermayesi" terimini kullanır yani "özel sermaye" ile eş anlamlıdır. ABD'de "girişim sermayesi" sadece erken aşamadaki yatırımlara ve genişleyen şirketleredir (Arundale, 2010).

Özel sermaye fonu borsaya kayıt olmayan şirketlerin büyümesine ve başarılı olmasına yardımcı olmak için uzun vadeli taahhüt edilmiş sermaye sağlamaktadır. Yeni bir başlangıç yapmak genişlemek bir iş kurmak ana şirketinin bir bölümünü satın almak bir şirketi geri çevirmek veya yeniden canlandırmak isteyenler özel sermaye ile bunu yapabilirler. Özel sermaye fonu elde etmek borç almaktan veya banka gibi bir borç verenden borç almaktan çok farklıdır. Borç verenlerin bir krediye ve sermayenin geri ödenmesine ilişkin yasal faiz hakları vardır. Özel sermaye fonu şirketinizdeki bir hisse karşılığında yatırılır ve hissedarlar olarak yatırımcıların getirileri işi büyümesine ve karlılığına bağlıdır. Birleşik Krallık'ta özel sermaye fonu, girişimcilerin projelerini geçici olarak destekleyecek varlıklı bireyler bulduğu 18. yüzyılın sonlarında ortaya çıkmaktadır. Bu gayri resmi finansman yöntemi bir dizi özel sermaye şirketinin kurulduğu 1970'lerin sonlarında ve 1980'lerin başında bir endüstri haline gelmiştir ve özel sermaye artık tanınan bir varlık sınıfına girmiştir (Baird, 2021: 5).

Özel sermaye fonları tipik olarak potansiyel yatırımları sağlayan ve denetleyen ve fon için yatırım yapma takdirine sahip genel bir ortak tarafından profesyonel olarak yönetilen sınırlı ortaklıklar veya sınırlı sorumlu şirketler olarak yapılandırılmıştır. Özel sermaye fonlarının genellikle bir yatırım amacı veya belirli sektörlerdeki endüstrilerdeki coğrafi bölgelerdeki, büyüklük aralıklarında veya gelişme veya operasyon aşamalarındaki şirketlere veya belirli tür ve büyüklükteki yatırımlara odaklanabilecek stratejidir. Özel sermaye fonları erken aşamadaki şirketlerde girişim sermayesi yatırımları yapmaya daha fazla şirkette büyüme sermayesine yatırımlar yapmaya odaklanabilir. Kurulan şirketler kaldıraçlı satın almalar ve kontrol değişikliği işlemleri veya sıkıntılı şirketlere yapılan yatırımlar ve geri dönüş veya özel durumlardır. Özel sermaye fonlara önemli bir yukarı yönlü potansiyel sunan öz sermaye yatırımını ifade etse de, özel sermaye fonları kıdemli, asma kat veya dönüştürülebilir borç da dahil olmak üzere borç finansmanı sağlayabilirler tanır (Arnold vd., 2019). Birçok özel sermaye fonu portföy şirketlerine operasyonel ve diğeri yardımlar sağlamaktadır. Yatırım fonlarının aksine bazı özel sermaye fonları bu şekilde kayıtlı olabilese de 1940 Yatırım Şirketi Yasası uyarınca genellikle yatırım şirketleri olarak kayıttan muafır. Ek olarak özel sermaye fonlarındaki paylar 1933 menkul kıymetler yasası kapsamında kayıttan kaçınmak için genellikle halka arzlardan ziyade özel yerleşimlerde verilirler. Bu tür muafiyetlere dayanmak için özel sermaye fonları genellikle kişi sayısını ve türünü sınırlandırıp onlara yatırım yapabilirler. Çoğu

özel sermaye fonu yalnızca belirli nitelikleri ve minimum yatırım gereksinimlerini karşılayan kişi veya kuruluşlar tarafından kullanılabilir. Genellikle yalnızca yüksek net değere sahip kişiler ve kurumsal yatırımcılar yatırım yapmaya uygundur. Sınırlı bir özel sermaye fonundaki ortak veya diğer öz sermaye payları bir borsada listelenmez veya başka bir şekilde devredilemezdir. Sınırlı durumlarda bazı özel sermaye fonları yatırımcılardan payları geri satın alacaktır ancak bir özel sermaye fonuna yapılan yatırım likit olmayan olarak kabul edilmelidir. Özel sermaye fonlarının bu fonları genellikle daha geniş bir alana dağıtılır ve sonuç olarak yatırım şirketleri olarak tescil edilirler. Özel sermaye fonlarından oluşan bir fon doğrudan bireysel şirketlere yatırım yapmak yerine farklı stratejilerle diğer özel sermaye fonlarına yatırım yapar ancak portföy şirketlerine ortak yatırımlar ve borsada işlem gören özel sermaye şirketlerine yatırım da yapabilirler (Baird, 2021: 6).

Özel Sermaye fonu olarak da bilinen doğrudan özel şirketlere yatırım yapan yatırımcılardan oluşan öz sermayedir. Bu öz sermaye fonu borsada işlem görmez ve genellikle çeşitli sektörlerde yatırım yapmak için genel bir yatırım kriterini takip eder veya sektöre özel bir kriteri takip eder. Özel sermaye fonlarının elde tutma sürelerinin uzun olduğu düşünüldüğünde özel sermaye sermayesi daha uzun süreler için büyük meblağlarda para yatırmayı göze alabilen kurumsal ve bireysel yatırımcılardan elde edilir. Bu sermaye ayrıca satın almalar sahip olunan bir şirkette işletme sermayesinin genişletilmesi yeni teknolojinin finansmanı şirketin bilançosunun güçlendirilmesi vb. gibi büyük ölçekli amaçlar için kullanılabilir. Bu fonlar için yatırım süresi 10 ila 13 arasında herhangi bir yerde olabilir. Süresi dolduktan sonra fon kapatılır ve fonlar ortaklara iade edilir (Cecil, 2011: 126). Özel sermaye fonları aşağıdaki yatırım fikirleri üzerinde çalışır:

- Girişim sermayesi: Özel sermaye fonu henüz kuruluş aşamasında olan ve geleneksel finansman araçlarına veya finansal piyasalara erişimi olmayan şirketlere fon sağlamak için kullanılabilir.
- Büyüme sermayesi: Özel sermaye fonları gerekli varlıklara sahip olmayan tanınmış bir özel şirketin genişleme faaliyetlerini finanse etmek için kullanılabilir; bunun sonucu olarak mevcut varlıklarını kullanmak için gerekli olan geleneksel finansman araçlarını kullanma konumunda değildir (Baird, 2021: 4).
- Kaldıraçlı veya yönetim satın almaları: Özel sermaye fonları mevcut yönetimin hedefe doğru çalışabilmesi için kuruluşa yerleştirilen ek kaldıraçla birlikte kullanılır (Berthou, 2015).
- Geri dönüş/sıkıntı durumları: Özel sermaye fonu şirket mevcut borcunun üstesinden gelemediğinde önemli bir finansman kaynağı olarak hizmet edebilir. Bu durumda fon sermayesi yönetim tarafından yürütülen geri dönüş stratejilerinin yardımıyla şirketin bilançosunu istikrara kavuşturmak için kullanılabilir (Baird, 2021: 6).

Özel sermaye fonun yönteminin bulunduğu ekonomiye değişik avantajları olmaktadır. Bunlardan belli başlı olanları aşağıda sıralanacaktır.

- Kullanılmayan potansiyel: Büyük ölçüde keşfedilmemiş ve kullanılmayan bir bölge olan özel sermaye için potansiyel şirket yatırımlarının arenası, Ufukta, genişlemeye yeni başlayan listelenmemiş özel şirketlerden, daha büyük kuruluşların popüler olmayan bölümlerinden ve hatta borsada iyi performans göstermeyen ve onları özel yapan şirketlerden birkaç seçenek vardır (Baird, 2021: 5).
- Sıkı şirket seçimi süreci: Özel sermaye fonu yatırımlarını yöneten firmalar oldukça seçicidir ve yatırım yapabilecekleri potansiyel şirketleri değerlendirmek için önemli miktarda kaynak harcarlar. Bu aynı zamanda ilgili risklerin anlaşılmasını ve bunların nasıl hafifletileceğini de içerir. Çok sayıda potansiyel şirket arasından yöneticiler son derece seçici olabilir ve gerekli tüm özelliklere sahip olan bir şirket seçebilir (Berthou, 2015).
- Açık hesap verebilirlik: Özel sermayeye ait şirketlerin yönetim ekipleri hissedarlıklarını koruma ve buna göre hareket etme hakkına sahip olan ilgili profesyonel hissedarlara karşı sorumludur (Phalippou, 2012: 121).

Özel sermaye fonun yönteminin bulunduğu değişik Riskleri vardır. Bunlardan belli başlı olanları aşağıda sıralanacaktır.

- Minimum yatırım: Özel sermaye yatırımlarının giriş engeli yüksektir; yani minimum yatırım için 25 milyon dolara kadar çıkabilen muazzam miktarda sermaye gerektirir. Minimum 250.000\$'lık yatırımla daha düşük bir eşige hitap eden bazı özel sermaye şirketleri var; ancak bunlar hala çoğu geleneksel yatırım minimumlarından daha yüksektir. Taahhüt edilen büyük meblağların bir sonucu olarak özel sermaye yatırımcıları yatırımlarından küçük bir yüzdelik kazançla bile önemli ölçüde kazanç elde edebilirler. Bununla birlikte yatırım iki ucu keskin bir kılıç olabilir yani bu büyük para miktarları aynı şekilde negatif bir yatırım getirisinden önemli kayıplara yol açabilir (Berthou, 2015).
- Likidite riski: Likidite riski özel sermaye yatırımcıları için bir endişe kaynağıdır. Likidite yatırımcıların yatırımlara girip çıkma kolaylığını ölçer. Küçük şirketler için kazanç artışı zaman alabilir bu nedenle özel sermaye yatırımcılarının fonlarını özel sermaye şirketine ortalama dört ila yedi yıl arasında bırakmaları beklenir. Bazı yatırımlar herhangi bir getiri yaşanmadan önce daha uzun elde tutma süreleri gerektirir. Hisse senetleri, yatırım fonları veya borsada işlem gören fonlar (exchange-traded funds) gibi diğer varlık sınıflarında yatırımcılar gerektiğinde bir yatırımı aynı gün satabilirler. Ancak özel sermaye yatırımları bu lüksü sunmamaktadır (Phalippou, 2012: 118).
- Market riski: Özel sermaye şirketlerinin yatırım yaptığı küçük şirketlerin hiçbirinin büyüyeceğinin garantisi olmadığı için geleneksel yatırımlara kıyasla yatırımlarında daha fazla piyasa riskiyle karşı karşıyadırlar. Başarısızlık bu şirketler arasında çok daha yaygındır ve bir düzineden yalnızca biri veya ikisi firma ve yatırımcıları için önemli bir getiri sağlar.

Etkisiz bir yönetim ekibi başarısız olan yeni bir ürün lansmanı veya rakipler nedeniyle modası geçmiş yeni gelecek vaat eden bir teknoloji, özel sermaye yatırımcıları için önemli kayıplara yol açabilir (Phalippou ve Gottschalg, 2009: 129). Diğer varlık sınıfları piyasa riski taşısa da daha yerleşik şirketlerde temerrüt riski daha düşüktür. Ayrıca özel sermaye yatırımları şirketin zaman içinde faiz ödemeleri yoluyla hizmet vermesi maliyetli olabilecek önemli miktarda borç kullanmasını gerektirebilir. Genel olarak özel sermaye yatırımının risk profili diğer varlık sınıflarından daha yüksektir ancak getirilerin kayda değer ölçüde daha yüksek olma potansiyeli vardır. Fonları ve risk toleransı olan yatırımcılar için özel sermaye portföyün bir kısmı için kazançlı bir yatırım olabilmektedir (Cecil, 2011: 133).

3.5.Hisse Bazlı Kitle Fonlaması ve Hisse Senetleri

Hisse bazlı kitle fonlamasını ve hisse senetlerinden farklı kılan birkaç kural ve düzenleme olsa da temel farklılıklar likidite ve yatırım limitleridir. Hisse senetleri halka açık olarak işlem görür, böylece yatırımcılar hisse senedini sabah alıp öğleden sonra satabilirler. Ayrıca hisse senetlerinizin istenilen kısmını istenilen zamanda satılabilir. Hisse bazlı kitle fonlaması ile öz sermayenizi doğrudan sponsordan satın alınıp yatırımın tam vadesini taahhüt edilebilir tanır (Arnold vd., 2019). Bazı hisse bazlı kitle fonlaması biçimleri hisselerinizi satmanıza izin verse de halka açık hisse senetlerine kıyasla seçenekler sınırlıdır (Yüksel, 2021). Hisse bazlı kitle fonlaması ile risk seviyesi genellikle daha yüksektir. Çoğunlukla halka açık şirketler köklü ve istikrarlıdır. Kitle fonlaması ile yepyeni bir anlaşmaya yatırım yapıp başarılı olması ve bir kâr elde etmesi için sponsora güvenilir. Kitle fonlamasının bir şirketin ne kadar sermaye artırdığı ve yatırım sermayesini kimden artırdığı konusunda da sınırları vardır. Hisse bazlı kitle fonlaması yatırımcılara para karşılığında işletmenizden küçük bir pay sunarken; eşler arası kredi (P2P) borç verenler sabit bir süre boyunca sabit bir getiri karşılığında borç para verebilirler (Jeklin, 2016: 17). Sonuç olarak hisse bazlı kitle fonlaması yoluyla sermaye artırma süreci yatırım yapan halka hisse ihraç eden şirketlerdeki ilk halka arza benzerdir. Bununla birlikte hisse bazlı kitle fonlaması ile şirketler bir borsada işlem görmezler ve sonuç olarak maliyetli sürekli raporlama gereksinimlerine tabi olmazlar. Bu nedenle hisse bazlı kitle fonlaması şirketlerin bir borsada kayıtlı olmakla ilgili büyük miktarda zaman ve maliyetle uğraşmak zorunda kalmadan halktan para toplamasına olanak tanır. Her türlü yatırımın riskli olduğunu akılda tutarak; hisse bazlı kitle fonlaması çeşitli şirketlerde daha küçük miktarlarda yatırım yapılmasına ve yatırımcıların yatırımlarını çeşitlendirmesine ve riskin bir kısmını hafifletmesine olanak tanıyan bir yatırım portföyü oluşturmasını sağlayabilir.

3.6.Hisse Bazlı Kitle Fonlaması ve Girişim Sermayesi

Ölçeklendirmeden daha fazla kaynağa erişim sağlamaya kadar, bir şirketin fon toplaması için birçok neden vardır. Hedefleri fon toplamının en iyi yolunu belirleme de önemli bir rol oynar. Firmaların finansman sağlamaları için en yaygın yöntemlerden ikisi; hisse bazlı kitle fonlaması ve girişim sermayesi gibi geleneksel finansman yöntemleri birkaç kaynaktan büyük meblağlarda para sağlarken, hisse bazlı kitle fonlaması çok sayıda insandan mütevazı meblağlarda getiri sağlayabilir. Hisse bazlı kitle fonlaması ve girişim sermayesinin ne kadar dikkatli takip edilmesi gerektiğini görmek için bu iki yöntemi karşılaştırmak gerekmektedir (Bessière vd., 2020: 148). Geleneksel girişim sermayesi yatırımını kitle kaynak kullanımıyla karşılaştırırken dikkate alınması gereken bazı önemli ayrımlar vardır:

- Kontrol seviyesi: Hisse bazlı kitle fonlaması yoluyla finansman genellikle girişim finansmanından daha çok girişimci dostudur. Birçok kurucu yönetim kurulu koltuklarından ve çoğunluk kontrolünden vazgeçmekten hoşlanmazlar. Hisse bazlı kitle fonlaması yoluyla fon toplamak girişimcinin önemli bir kontrol düzeyini elinde tutmasına olanak tanırken girişim sermayesi yoluyla sermaye artırımı genellikle yatırımcının şartlarını ve değerlendirmesini kabul etmeyi içermektedir (Jeklin, 2016).
- Sosyal etkisi: Sadece para kazanmak yerine önemli bir sosyal etki yaratmak isteyen işletmeler için hisse bazlı kitle fonlaması oldukça faydalı olabilir. Pek çok kitle fonlaması yatırımcısı inandıkları veya gerçekleşmesini istedikleri bir değişikliği hızlandırmak için varlıklarını kullanmak isterler ve bu hedeflerine ulaşmalarına yardımcı olacak mükemmel firmayı bulmaktan başka bir şey değildir. Bu önemli bir sosyal veya çevresel etkiye sahip olmak için fikirlerini ve çözümlerini yeniden yazabilen işletmeler için olumlu bir durumdur.
- Katı ve esnek kriterler: Girişim sermayesi firmaları tarafından yatırım hedeflerini belirlemek için kullanılan kriterler genellikle hisse bazlı kitle fonlaması platformları tarafından kullanılanlardan daha katıdır. Kitle fonlaması girişim sermayedarlarından daha esnek bir yatırım aracı olmaya devam etmektedir. Bu nedenle firma ölçeklenebilir ve zorlayıcı bir duruma sahipse yatırım seçimi girişim sermayelerinde olduğu gibi sadece birkaç kişi yerine hisse bazlı kitle fonlaması örneği gibi birkaç kişi tarafından yapılmaktadır tanır (Arnold vd., 2019).
- Ağ etkisi: Ağ etkisi terimi bir ürün, hizmet veya platformun değerinin onu kullanan alıcı, satıcı veya kullanıcı sayısına bağlı olduğu herhangi bir durumu ifade eder. Tipik olarak alıcıların satıcıların veya kullanıcıların sayısı ne kadar fazlaysa ağ etkisi ve teklifin yarattığı değer de o kadar büyük olur. Hisse bazlı kitle fonlaması platformları ölçek ekonomilerinden yararlanır. Bunun nedeni başka bir kullanıcı bir ağı katıldığında, ağ etkilerinin pozitif geri besleme döngüleri üretmesi ve ölçeğe göre artan getiriler üretmesi nedeniyle bir bireyin katılımının değerinin artmasıdır (Tolsma, 2016).

- Anlaşma akışı: Tanınmış bir hisse bazlı kitle fonlaması platformu olan Startengine'e göre hisse bazlı kitle fonlaması kampanyalarının toplam sayısı risk yatırımlarının sayısından önemli ölçüde az olsa da sermaye kitle fonlamasının girişim sermayesinin yıllarına kıyasla yalnızca birkaç yılda faaliyet gösterdiği göz önüne alındığında bu beklenebilir bir durum olmaktadır. Hisse bazlı kitle fonlaması büyüdükçe önümüzdeki yıllarda bu farkın azalmasını düşünülmektedir (Korkmaz, 2020).

Hisse bazlı kitle fonlaması büyük bir pazarlama çabasına ve ivmesine dayanmaktadır. İş modeli basit değilse ve hikaye insanları ikna edemiyorsa; bu yol startup için uygun olmayabilir. Çekiş hayatın her kesiminden geniş bir insan yelpazesinin anlaşılmasına bağlı olduğundan tanıtım kampanyaları onların nasıl başarılı olduklarını çok basit bir şekilde açıklamalıdır. Tüketici elektroniği gıda teknolojisi ve yazılımla uğraşan şirketler için kitle fonlaması yatırımcıları bulmak diğer endüstrilere göre daha kolaydır. Yatırım koşulları hisse bazlı kitle fonlaması genellikle geleneksel risk finansmanından daha girişimci dostudur. Birçok kurucu yönetim kurulu koltukları verme, çoğunluk kontrolü, kendilerine kısıtlayıcı şartlar getirme ve bazı tasfiye olaylarında tercihlerini kaybetme fikrinden hoşlanmayabilirler. Hisse bazlı kitle fonlaması yoluyla para toplamak, girişimcinin kendi yöntemleriyle fon toplamasının bir başka yoludur (Jeklin, 2016).

Girişim sermayesi yoluyla yükseltmek genellikle nadir istisnalar dışında yatırımcının şartları ve değerlemesi üzerinde para toplamak anlamına gelir. Akıllı para veya izleyici yatırımcılar hisse bazlı kitle fonlaması "akıllı para" yatırımcılarının yanı sıra "seyirci" veya "pasif" yatırımcıları da bünyesinde barındırabilir. Bu konuyla ilgili olarak genellikle girişim finansmanı daha iyidir; çünkü sıklıkla daha yüksek bir katılım düzeyi ile birlikte gelir (Tolsma, 2016). Girişim sermayelerin yönetim kurulu aracılığıyla şirket stratejisi önererek yatırım yaptıkları girişimlere yardımcı olmaya çalışması, amiral gemisi tedarikçileri ve en önemlisi müşterileri ile bazı tanıtımlar yapması nadir değildir. Öte yandan bugün hisse senedi kitle fonlaması platformları başarılı bir tur ve sonrasında değerlendirme olasılığını artırmak için çapa yatırımcılarını turda yer almaya teşvik edeceğinden büyük yatırımcılar kitle fonlaması yoluyla da getirilebilir (Bessière vd., 2020: 156).

3.7.Hisse Bazlı Kitle Fonlaması ve Melek Yatırım

Melek yatırım ve hisse bazlı kitle fonlaması hem çevrimiçi hem de çevrimdışı olarak bir arada var olmasına rağmen koşulları farklıdır. Müzakere süresindeki farkı olup melek yatırımcılarla müzakere başlangıç yaşayabilirliğini gösterirken aylarca sürebilir. Hisse bazlı kitle fonlaması yaparken dönem dinamik operasyonları desteklenmektedir. Ayrıca küçük miktarlarda para söz konusu olduğundan hisse bazlı kitle fonlaması yatırımcılarının durum tespiti yapmak için ekonomik bir teşviki yoktur (Dibrova, 2015).

Sosyal kanıt farkı melek yatırımcılar genellikle diğer yatırımcılardan veya şirketin endüstrisinden bir insan ağından kanıt alırlar. Bir girişimin iyi anlaşmaları yapabileceğini ve diğer yüksek üretken yatırımcılarla ortaklık anlaşmaları imzalayabileceğini göstermektedir. Hisse bazlı kitle fonlaması ile zaten ilgi gösteren kalabalığın boyutunun sosyal kanıtıdır. Yatırımcılar halkın bir şirket hakkında söyleyecekleri hakkında gerçek bir fikir edinmek ister. Proje seçim süreci ve yatırım mekanizmasındaki farktır. Hisse bazlı kitle fonlaması erken aşamadaki girişimler için tercih edilen seçenek haline gelir çünkü birçok yatırımcıya birkaç adım atmak yerine çok sayıda potansiyel yatırımcıya bir adım atabilmektedir. Yatırım yapılan fonların limitindeki farklı hisse bazlı kitle fonlaması sitelerinde, 50 ila 100.000 ABD Doları arasında herhangi bir yatırım yapılması da mümkün olmaktadır (Beebe, 2020). Bu bireysel yatırımcıların risk sermayesi yatırım alanına girmelerine ve çeşitlendirilmiş bir yatırım fırsatları havuzu açmasına olanak tanımaktadır. Hisse bazlı kitle fonlaması yeni kurulan şirketlere yatırım yapmak isteyen kişiler ile finansmanı hak eden şirketler arasında bir köprü olabilir. Melek yatırımcılar arasında herhangi bir iyilik bulamayan erken aşamadaki girişimler, hisse bazlı kitle fonlaması ekosistemlerinde yeni bir kabul seviyesinin tadını çıkarabilmektedir (Korkmaz, 2020). Başka bir startup hatasına dönüşmekten kaçınmak için her şey akıllı başlangıç yatırımlarını artırmakla ilgilidir. Ayrıca kalabalığın bilgeliği piyasadaki projelerin kalitesini artırmanın yanı sıra risk finansmanı arayan daha fazla özel şirkete yol açabilir. Başlangıç inkübatörleri veya hızlandırıcılarıdır. Sonuç olarak, başarılı bir kitle fonu her zaman girişimin teklifine bağlı olacaktır. Sosyal medyaya e-posta haber bültenlerine içerik pazarlamasına ve diğer çevrimiçi pazarlama taktiklerine dayalı aktif iletişim de çok önemli roller oynamaktadır. Birçok başarılı şirket başarılarını melek fonlarının desteğine borçludur yani hisse bazlı kitle fonlaması yakın zamanda meleklerin veya girişim sermayelerin yerini alamayacaktır. Ancak kitle fonlaması girişim sermayelerini ve melek yatırımcıları girişim ve finansman arasındaki ana kapı olarak ortadan kaldıran girişimlerin başlayabileceği yeni bir yol olarak sahneye çıkmaktadır (White ve Dumay, 2020).

3.8.Hisse Bazlı Kitle Fonlaması ve Özel Sermaye Fonu

Hisse bazlı kitle fonlaması tıpkı özel sermaye gibi aslında yeni bir kavram değildir. Bu finansman biçimleri (Babil ve Hammurabi'ye kadar uzanan) şirket kavramı kadar eskidir. Bununla birlikte iki finansman biçiminin ayrıldığı yer araçların rolüdür. Kitle fonlaması platformunun dijital doğası daha liberal ve açık bir finansman yolunu teşvik edebilir. Küçük bir profesyonel yatırımcı grubunun yatırımlarına dayanan erken aşamadaki şirketler için geleneksel sermaye artırma yöntemlerinden farklı olarak hisse bazlı kitle fonlaması daha geniş bir yatırımcı grubunu hedeflemektedir. Ancak iki finansman biçiminin ayrıldığı yer araçların rolüdür. Özel sermayenin fonların ve fon yöneticilerinin ortaya çıktığını gördüğü yerlerde kitle fonlaması özel (yani borsada işlem görmeyen) işletmelerin finansmanının aracısızlaştırılmasına aktif olarak katılmıştır (Berthou,

2015). Hisse bazlı kitle fonlaması platformları aracılığı sermaye sağlayıcıları ve sermaye arayanlar arasında bir eşleştirme hizmetine indirmektedir (Yasar, 2021). Hisse bazlı kitle fonlaması modern iletişim teknolojilerinin teşviki altında bir finansman uygulamasının oldukça mantıklı bir evrimi gibi görünmektedir. Özellikle son mali krizden sonra KOBİ finansmanının kıtlığına bir yanıt olarak övülerek medyanın ve siyasilerin dikkatini çekmektedir. Bununla birlikte bu teorik akıl yürütme finansman gerçeğini karşılamada yetersiz kalmaktadır.

3.9. İlk Coin Arzları ve Girişim Sermayesi

Geleneksel finansman kaynaklarına karşılık girişim sermayesinin firmaları bu faktörlerle başa çıkmak ve yeni kurulan şirketlerin yönetimine katkıda bulunmak için gereken yeteneklere sahiptirler. Blok zinciri ile ilgili projelerde girişim sermayesinin yatırımı daha geniş ortamına göre start-up'ların erken aşamada finansmanı için bir finansman aracı olarak ilk coin arzların çoğalmasını göstermek için ilk coin arzları ihracına karşılaştırmalı bir ölçü olarak kullanılmaktadır. Tablo 3'te bu tür bir karşılaştırma ilk coin arzları tekliflerindeki büyümeyi göstermede güçlü olmasına rağmen birkaç nedenden dolayı tercih edilme ihtimalinin azaldığı görülmektedir. Girişim finansmanı bir ilk coin arzları teklifini tamamlayıcı olabilir ve uygulamaya alınabilir (Hornuf vd., 2021). Girişim sermayesi fonları ilk coin arzları öncesi aşamada özel ön satışlarda yer alarak veya bir ilk coin arzlarının masraflarını finanse ederek bir dizi ilk coin arzları teklifine katılabilir. Bir girişim sermayesi fonu tarafından sağlanan parasal olmayan desteklerden de yararlanır. Bir girişim sermayesinin parasal olmayan katkısı, uzmanlık, sektör bilgisi, bağlantılar ve iletişim ağının yanı sıra yönetsel ve stratejik yardımdan oluşur. Girişim sermayeleri yeni kurulan şirketlere "koçluk" sağlar ve bir firmanın gelişiminin izlenmesinde aktif bir rol oynar. Bu benzersiz bir şekilde gelişimlerinin ilk aşamasında yeni başlayanların ihtiyaçlarını karşılar ve sadece ICO'lar aracılığıyla fon toplayan yeni başlayanlar tarafından kaçırılan bir fırsat olabilir (Roosenboom vd., 2020).

Tablo 3: İlk Coin Arzları ve Girişim Sermayesi

Faktör	Güvenilirlik	Likidite	Alıcıları Incelemek	Hızlı yatırım	Şeffaflık	Uluslararası erişilebilirlik
VC	Yüksek	Düşük	Var	Düşük	Yüksek	Düşük
ICO	Düşük	Yüksek	Yok	Yüksek	Düşük	Yüksek

Tablo 3'te bu tür bir karşılaştırma ilk coin arzları tekliflerindeki büyümeyi göstermede güçlü olmasına rağmen birkaç nedenden dolayı tercih edilme ihtimalinin azaldığı görülmektedir. Bir şirketin kurucu ekibi her iki durumda da büyük önem taşır. Kurucu ekiplerin uzmanlığı önceki deneyimleri ve referansları her iki durumda da başarı faktörlerinden biridir. Bununla birlikte bir girişim sermayesinin yatırımcısı tarafından bir perakende token sahibi tarafından olduğundan daha

dikkatli bir şekilde incelenmektedir. Tıpkı yeni kurulan şirketin iş planı gibidir. Benzer şekilde girişim sermayesi fonları, diğer şeylerin yanı sıra yönetim ekibini önerilen iş planını ve uygulanabilirliğini analiz eden titiz bir durum tespiti süreci yürütür. Aksine ilk coin arzları tekliflerinde durum tespiti sistematik bir şekilde yapılamayabilir. Hem yatırımcı hem de girişimci açısından girişim sermayesi finansmanına kıyasla bir ilk coin arzları teklifinin yadsınamaz karşılaştırmalı avantajı likiditedir tanır (Arnold vd., 2019). İlk coin arzlarında verilen tokenler günden itibaren anında likidite ile ikincil piyasalarda alınıp satılabilir. Buna karşılık girişim sermayesinin yatırımları son derece likit değildir ve bir fonun yatırımdan çıkması birkaç yıl alabilir. İlk coin arzları daha önce tartıştığımız gibi kuruculara şirketleri için finansman sağladıktan hemen sonra "para çekme" imkanı verir. Bu girişimci ile şirketi finanse eden yatırımcılar arasındaki çıkar uyumunu azaltabilir (Fisch, 2019: 13). Doğal olarak ilk coin arzları proje için herhangi bir kişisel fon taahhüt etmeden token alabildikleri için girişimciler tarafından tercih edilen finansman yolu olacaktır. Akademik araştırmalar başarısızlık riski yüksek ve sağa eğik projeler için ICO'ların tercih edildiğini göstermektedir. Girişimci tarafından ilk coin arzları gelirlerinin bir miktar alıkonması durumunda proje başarısız olsa bile girişimcinin getirisi pozitifdir (Furnari, 2018).

Girişimciler bir tüketici tabanı çekmenin ve kişisel bir finansal ödül aramak yerine proje etrafında bir ağ kurmanın bir yolu olarak girişim sermayesi yerine bir ilk coin arzları aracılığıyla finansman aramaya karar verebilir. İki finansman yöntemi arasında temel bir fark olsa da daha kolay ağ etkileri kısmen ilk coin arzları finansmanının neden daha az olduğunu açıklayabilir. Son aylarda girişim sermayesi finansmanını geride bırakmaktadır. Şirketler diğer alternatiflerin yokluğunda bir ICO'ya başvurmak yerine ağ etkilerinden değer yaratmak ve bunlardan para kazanmak amacıyla şirketlerini token ihracı yoluyla finanse etmeye çalışabilirler (Lee vd., 2018). Piyasa katılımcılarına göre bazı girişim sermayesi fonlarının ICO'ları geleneksel girişim sermayesi yatırımları için potansiyel bir alternatif çıkış seçeneği olarak gördüğü de belirtilmelidir. Yeni bir teknolojinin uygulanması olarak yeni bir finansman aracı ortaya çıkarsa ve teknolojinin "aynı dili" kullanılarak doğan yeni finansman yöntemleri ortaya çıkarsa, bu finansmanın kesinlikle kullanılması için bir teşvik olduğu anlamına gelmektedir. Girişim sermayesi gibi geleneksel olanlar yerine bu yeni bir finansman aracıdır. Girişim sermayesi açısından ilk coin arzları finansmanının ana avantajlarından biri likiditedir. Aşağıda Blockchain finansmanının girişim sermayesi finansmanı ile yapılanları nasıl geride bıraktığını görülmektedir (Roosenboom vd., 2020). Bu amaçla incelenen tüm belgeler göz önüne alındığında aşağıdaki nedenlerle girişim sermayelerinin kendi işini finanse etmesi yerine ilk coin arzları şirketlerini ICO'lar yapmış olarak sınıflandırılabilir:

- Girişim sermayesi seçeneğine gitmeyi başaramadılar: İlk coin arzları geleneksel finansman yöntemleriyle başarısız olduklarında yeni başlayanların kendi işlerini finanse etmeleri için son şans haline gelmektedir.

- Projenin yatırımcılar için daha ilginç olmasını sağlayan blockchain tabanlı bir iş modeline sahipler: Blockchain ortamında çalışması ve bir sorunu çözmesi planlandığı için daha derinlemesine analiz edilmeyi gerçekten hak eden işletmeler olduğu açık, gerçek dünya sorunudur.
- Halka arzlar seçeneğini rezerve etmek için uzun vadeli bir strateji olarak kullanmak istiyorlar: Nedeni basit, neden halka arz için mücadele etsinler çok daha fazla para harcıyorlar ve yatırımcıların uzun vadeli perspektifler hakkında şüpheli olma riskini taşıyorlar. ICO'lar aslında şirketlerin diğer tür araçlarla olduğundan daha fazla fon toplarken, gelecekteki halka arz hedefleri için tanınmalarını sağlayan en iyi kısa vadeli finansman aracıdır tanır (Arnold vd., 2019).

3.10. İlk Coin Arzları ve Halka Arzlar

Şekil 14'ta ve tablo 4'te halka arzlar belki de ilk coin arzlarında kullanılan terminolojideki benzerlikler nedeniyle genellikle halka arzlara benzer olarak görülürler. Her ikisi de kendilerine bağlı haklara sahip enstrümanların halka arzını teşkil eder ve ihraç eden şirket için finansman sağlamanın bir yolu olarak kullanılır. Ancak iki mekanizmanın benzerlikleri terminolojiyle sınırlıdır ve mekanizmalar çoğu düzeyde farklılık gösterir. İlk coin arzları ve halka arzlar süreci farklılık gösterir.

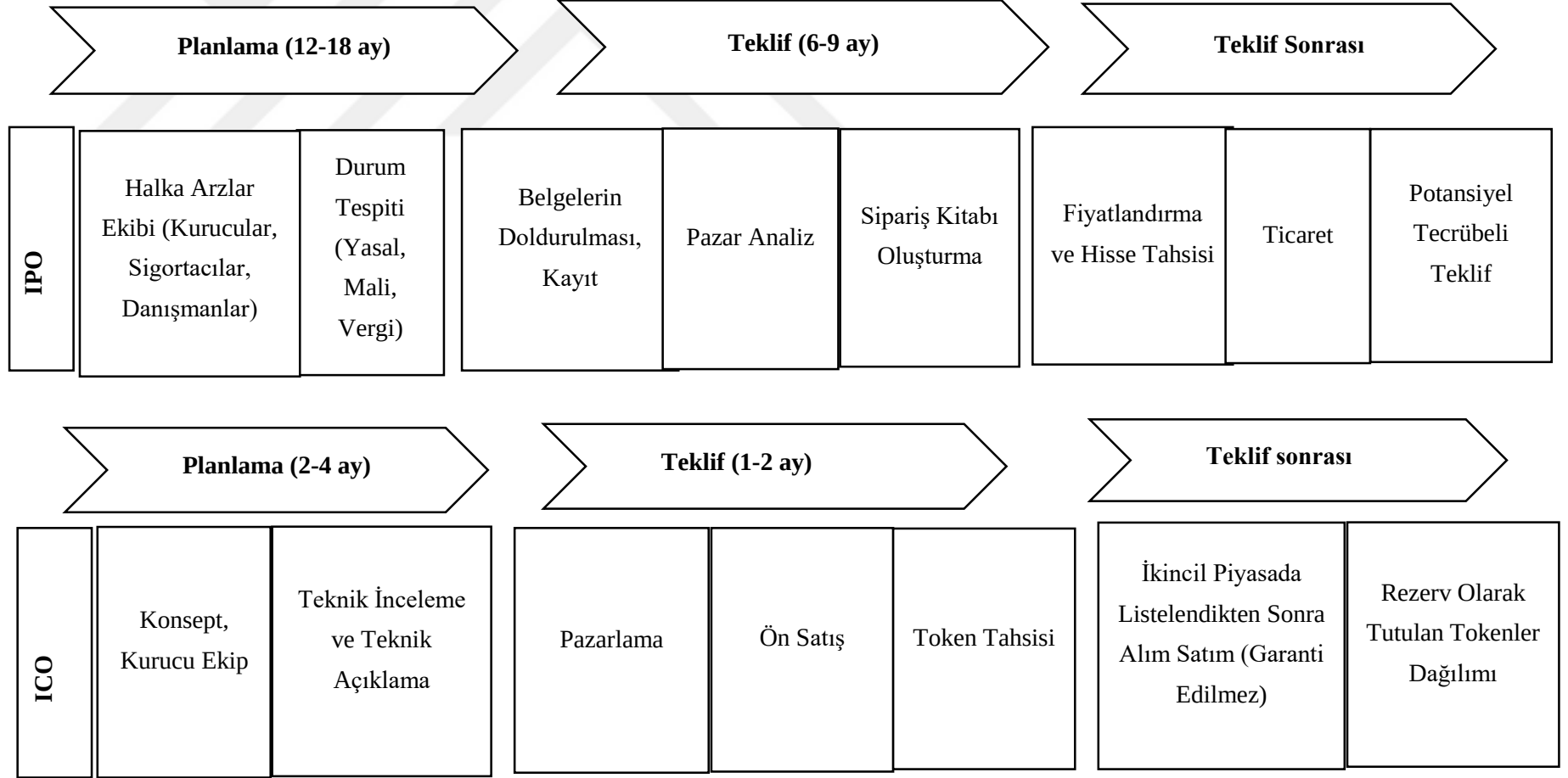
Halka arzlar olgun bir iş teklifi kanıtlanmış bir işletme işi ve sağlıklı nakit akışı üretimi olan yerleşik şirketlere hitap ederken ilk coin arzları henüz şirketleşmemiş ve henüz yerleşik operasyonları olmayan yeni başlayanlar tarafından üstlenilir. Ek olarak projeye katılımı temsil eden ve aynı zamanda bir kullanım/fayda değerine sahip olan ihraç edilen tokenlerin bir çoğunun işlevindeki ikilik ilk coin arzlarına özgüdür (Korkmaz, 2020). İlk coin arzları çoğunlukta proje bazlıdır ve sağlanan finansman, finansmanın şirket bazlı olduğu halka arzlara kıyasla aslında yeni başlayanların belirli bir projenin taahhüdünü finanse etmesine izin vermektedir. Ayrıca ilk coin arzları tekliflerinin büyük çoğunluğu finanse etmektedir. Blockchain üzerinde oluşturulan ve sunulan ürün veya hizmetlere sahip blockchain tabanlı şirketlerin halka arzlar ise endüstriden bağımsızdır. Yatırımcı açısından bakıldığında halka arzlara yapılan yatırım hem operasyonel hem de finansal performansın bir siciline dayanmaktadır. ICO'larda yatırım bir ihtiyaca blok zinciri etkin bir çözüm için önerilen bir teknolojik konsept temelinde yapılır (Bruno vd., 2017).

Bir KOBİ yaşam döngüsündeki zamanlama açısından iki mekanizma yaşam döngüsünün farklı dönemlerine yanıt verir. Halka arzlar seri AD finansmanını takip eder; veya girişim sermayesi finansmanından sonra bir çıkış olarak kullanılırken, ilk coin arzları aşağıdakilere benzer şekilde tohum/erken aşama finansmanı arayıp örneğin tohum finansmanıdır. Bir halka arz operasyonlarının sicili ve finansal performans sicili olmadan bir başlangıç için bir seçenek olamazlar. Finansman

boyutu açısından ilk coin arzlarında kaynak yaratma halka arzlardan daha küçüktür ve 2016'daki medyan halka arzlar medyan ilk coin arzları için 6,4 milyon ABD dolarına kıyasla 94,5 milyon ABD doları artmıştır. Daha düşük maliyetli bir finansman seçeneği olmasına rağmen ilk coin arzları maliyetlerinde bir artış mekanizmasının olgunlaşması ve düzenlenmiş bölgeye doğru ilerlemesi ile orantılıdır. Özellikle büyük boy teklifler için önemlidir. Maliyet farkı aynı zamanda halka arzlar ihracının belirli yargı yetkisine de bağlıdır. Çünkü bazı ülkeler kamu öz sermaye ihracı için orantılı düzenlemeler uygulamıştır, bu da daha düşük fiyatlara izin vermektedir (Hornuf vd., 2021).

İki finansman mekanizması arasındaki önemli bir fark teklifin katılımcılarına haklarda yatmasıdır. Halka arzlar hissedarlara şirkette mülkiyet hakları şirketin gelecekteki nakit akışlarında (temettü yoluyla) haklar ve ihraç edilen hisselerin türüne bağlı olarak oy hakkı verir. Token sahiplerine atanan haklar farklı teklifler arasında değişiklik gösterir. Ancak çoğunlukta ilk coin arzları mülkiyet hakları vermezler. Bu finansman sağlamak isteyen ancak KOBİ'ler tarafından kamu özkaynaklarının kullanılmasının önündeki başlıca engellerden biri olan mülkiyetlerinin bir kısmını vermek istemeyen girişimciler için büyük bir avantaj olabilir. Aynı zamanda blok zinciri tabanlı yapıların yönetimi özellikle oy haklarının yokluğunda token sahipleri için zorlayıcı olabilir (Korkmaz, 2020).

Şekil 14: İlk Coin Arzları ve Halka Arzlar



Kurumsal finans teorisinin şirket finansallarına uygulanmasıdır. Herhangi bir performans metriğinin olmaması ağlarda değer yaratma ve ilişkilendirmedeki karmaşıklık ve blok zinciri tabanlı ağlarda standart kurumsal finans teorisini uygulamanın zorluğu göz önüne alındığında belirteçlerin değerlendirilmesi ve fiyatlandırılması zordur. Tokenlerin düşük fiyatlandırılmasının halka arz hisselerinden daha yüksek olduğu biliniyor. İlk coin arzlarında halka arzlara göre bu kadar düşük fiyatlandırma, 2017-18'de gözlemlenen "kripto yutturmaya" ya ek olarak ICO'larda bir değerlendirme ve fiyatlandırma analizi gerçekleştirmenin zor olduğu gözlemlenmektedir. Fiyatlandırmaya ek olarak sigortacılar ilk coin arzlarında bulunmayan halka arz sonrası fiyat istikrarına da yardımcı olurlar. Tek bir işlem seansında bir hisse fiyatının düşmesini önleyen piyasa kurallarının (örneğin aşırı oynaklığı önlemek için piyasa limitleri veya emir boyutu sınırlamaları) yokluğunda, tokenlar değerinde büyük düşüşlere ve aşırı oynaklığa maruz kalır. Dolaşımda büyük miktarda token bulunan ilk coin arzları katılımcıları bu nedenle bir tokenin fiyatını kolayca manipüle edebilirler (Lee vd., 2018).

Tablo 4: İlk Coin Arzları ve Halka Arzlar

Faktör	Güvenilirlik	Yasal kapsam	Şirket kaydı	Hızlı yatırım	Küçük yatırımlar	Uluslararası erişilebilirlik
IPO	Yüksek	Var	Var	Düşük	Yok	Yok
ICO	Düşük	Yok	yok	Yüksek	Var	Var

Son olarak tablo 5'te dijital girişimcilik finansmanı ile konvansiyonel girişimcilik finansmanı yaratma arasındaki temel farklılık göstermektedir. Dijital girişimcilik finansmanı başlatıcısının onu başlatmak için paraya ihtiyaç duyduğu bir projenin yararına fon toplama yöntemi olmasıdır. konvansiyonel girişimcilik finansmanı bir topluluğun yararına fon toplama sürecidir. Dijital girişimcilik finansmanı bir kişi tarafından yapılan bir proje çalışması için para toplama sürecidir. Bu esas olarak internette bulunan web siteleri aracılığıyla yapılır. Bu fon yaratma yöntemi başlatıcısı projeyi başlatmak için kaynak eksikliği olan projeler için alternatif bir finansman kaynağıdır. Konvansiyonel girişimcilik finansmanı bir amaç için para toplamanın çok eski bir sürecidir. Çoğunlukla bu tür bağış toplama çalışmaları hayır işleri içindir. Birçok gönüllü fon toplama nedeninden etkilenen bu çalışma için tepki göstermektedir. Bu çevrimdışı bağışların bir şeklidir. konvansiyonel girişimcilik finansmanı fon toplama nedenini açıklayarak insanlarla etkileşim kurabilmektedir.

Tablo 5: Konvansiyonel ve Dijital Girişimcilik Finansmanı

Karşılaştırma Parametresi	Dijital Girişimcilik Finansmanı	Konvansiyone Girişimcilik Finansmanı
Anlam	Dijital girişimcilik finansmanı bir çevrimiçi platform kullanan büyük bir insan grubundan çok sayıda küçük miktarlarda bir proje veya işletme için fon düzenleme yöntemidir.	Konvansiyonel girişimcilik finansmanı destekçilerin iş fikirlerini finanse etmek için tipik kaynakları kullandığı zamandır.
Kaynak	Dijital girişimcilik finansmanı işinize güvenen bir grup yatırımcıdan geliyor. Esas olarak çevrimiçi yapılır.	Konvansiyonel girişimcilik finansmanı herkesin fon toplayabileceği bir süreçtir. Genellikle çevrimdışı yapılır.
Yatırımcılar	Yatırımcı bulmak kolaydır. İşe yarayan, yenilikçi ve düşündürücü fakirdirler.	Yatırımcı bulmak zordur. Kâr potansiyeli olan fikirdir.
Doğrulama	Bu fikrin oldukça heyecan verici ve yenilikçi olduğunun bir doğrulamasını sağlar.	Böyle bir doğrulama mevcut değildir.
Fikir	Finansman sağlamak için kalabalığa açıklanmaktadır.	Finansman sağlayan kişi ve kuruluşlarla gizli kalır.
Zaman	Dijital fonlaması internetteki erişimine göre daha az zaman gerektirir.	Konvansiyonel girişimcilik finansmanı insan çabası gerektirdiğinden zaman alıcı bir süreçtir.
Amaç	Dijital fonlaması kısa vadeli hedefler için alternatif bir kaynak yaratma sürecidir.	Konvansiyonel girişimcilik finansmanı uzun vadeli hedefler için düzenlenir.
Miktar	Kişiler alabilecekleri miktarı yükseltir, bu nedenle birçok kişinin desteğini gerektirir.	Bir veya iki yatırımcı grubu tarafından büyük miktarda para toplanır.
Ağ oluşturma	Başlatıcıların bağış toplayıcılarla iletişim kurması için bir fırsat sağlar.	Bu süreçte birçok kişi katıldığı için herkesle teması sürdürmek zordur.
Kontrol ve Yönetim	Destekleyenlerin elinde kalır.	İşletmedeki payları nedeniyle yatırımcılarla paylaşılmıştır.

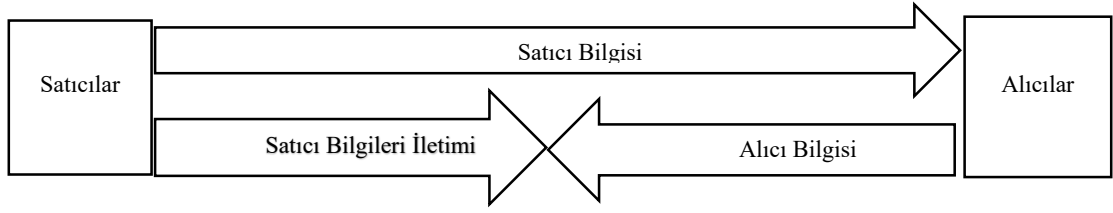
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. DİJİTAL GİRİŞİCİLİK FİNANSMANINDA BİLGİ ASİMETRİSİ

4.1. Bilgi Asimetrisi

Bilgi asimetrisi bir iş tarafının muhatap oldukları diğer taraftan daha fazla bilgiye sahip olduğu durumdur. Bilgi asimetrisi işletme taraflarından bir ya da birden fazlasının diğer kişi ya da kişilerden daha iyi bilgiye sahip olması şeklinde tanımlanabilir. 2001'de Joseph Stiglitz, George Akerlof ve Michael Spence sermaye piyasalarında bilgi asimetri çalışması paylaşmıştır. Nobel komitesi Akerlof'un 1970 tarihli "Alternatif Pazarı" adlı makalesini bilgi ekonomisi üzerine paha biçilmez çalışma olarak vurgulamıştır. Bilgi hatası olarak da bilinen bilgi asimetrisi ekonomik işlemin taraflarından birinin diğer taraftan daha fazla maddi bilgiye sahip olması durumunda ortaya çıkar. Tipik olarak bir mal veya hizmetin satıcısının alıcıdan daha fazla bilgiye sahip olması durumunda ortaya çıkar. Ancak ters dinamik de mümkündür. Hemen tüm ekonomik işlemler bilgi asimetrisini içerir. Her türlü iş ilişkisinde bilgi asimetrisi örneklerini bulabilmektedir. Finansal piyasalar finans uzmanları perakende yatırımcılara göre piyasa bilgilerine çok daha fazla erişime sahip olma eğilimindedir. Bazı brokerler müşterilerini yüksek riskli yatırımlara veya hizmet ücretlerinden daha yüksek oranlar talep edenlere yönlendirebilir veya işletmenin karlılığı hakkında içeriden bilgi saklayabilirler. Finans uzmanları ve müşterileri arasındaki bilgi asimetrisi bu davranışı tetikleyebilir (Wenchien, 2021). Bilgi asimetrisi terimden de anlaşılacağı gibi eşitsiz veya orantısız bilgidir. Tipik olarak bir tarafın diğerinden daha fazla veya daha ayrıntılı bilgiye sahip olduğu bir tür iş anlaşması veya finansal düzenlemeye atıfta bulunmada kullanılır. Bilgi asimetrisi sorunu herhangi bir işlem gerçekleşmeden önce başlar. Tipik olarak bir taraf genellikle olması gerekenden daha iyi anlaşma elde etme niyetiyle ilk etapta (saha) işleme girmeden önce diğerinden daha fazla bilgiye sahiptir (Hirofumi vd., 2017). Örneğin Şekil 15'te gösterildiği gibi bir kişi kullanılmış arabanın satışını düşünmektedir. Arabayı satan kişi genellikle araç hakkında alıcıya ilettiklerinden daha fazlasını bilir.

Şekil 15: Bilgi Asimetrisi



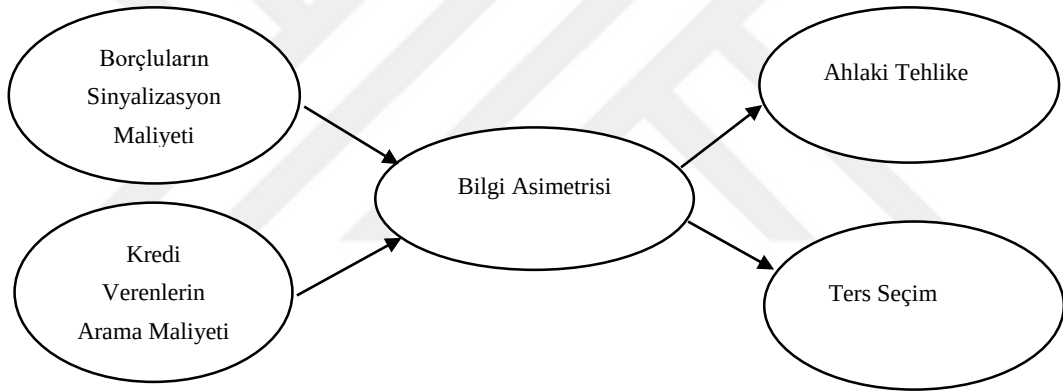
Bilgi asimetrisi ticari işlemleri iki temelde etkileyebilir: Borç verme işinde finansman alanlar (borç alanlar) ve sağlayanlar (borç verenler) için bir borç sözleşmesi kurulur ve borçlu, anaparayı ve gerekli faizi öngörülen süre içinde geri ödemeyi taahhüt eder. Ancak tüm yasal hükümlerin ötesinde bilgi asimetrisi sorunları dikkate alındığında sözleşmeden taviz verilmektedir. İlk olarak herhangi bir yatırım projesini çevreleyen içsel belirsizlik borçlunun geri ödeme kabiliyetini sorgular. İkincisi borçlunun sözleşmeye uyma konusundaki kırılgan sözünün üstesinden gelmek daha zor olabilir. O nedenle kredi işletmelerinde kredi riskinin değerlendirilmesi kredi verenin kredi kararları vermesi için esastır ve kredi bilgisi kredi riskinin değerlendirilmesinde çok önemli unsurdur. Bu bilgi asimetrisi sorununun üstesinden gelinmesinde kredi alan kişi kendisi ve yatırım projesinin özellikleri hakkında sinyaller verip iletir. Kredi veren ise kredi bilgilerini araştırır ve kredi başvuru sahibin hakkında tarama yapar.

Geleneksel bankacılık sisteminde banka kredi kararları verir; kredi bilgilerinin toplanması ve değerlendirilmesinden sorumludur. Temerrüt riski diğer şeylerin yanı sıra kredi geçmişine ve yatırım projesinin özelliklerine bağlı olduğundan banka muhtemelen borçlunun hesaplarını bilançosunu ve iş planını görmek isteyebilir. Şekil 16'de gösterildiği gibi bilgi ekonomisi teorisi borç verenin ek bilgi edinmenin marjinal maliyetinin marjinal faydaya eşit olduğu noktaya kadar bilgi edineceğini öne sürer. Benzer şekilde borçlu sinyalizasyon maliyeti nedeniyle tam bilgi iletmeyecektir. Kredi geçmişlerinin belgelenmediği ve bir havuzda toplanmadığı ortamda kredi veren olarak bankanın kredi başvuru sahibini denetlemesinde önemli ölçüde zaman ve kaynak harcaması gerekirken borçlunun teminat gibi güvenilir olduklarını belirtmesinde sınırlı araçlar vardır. Bu borçlunun bankanın görmezden geldiği veya erişiminin olmadığı bilgilere sahip olduğu geleneksel borç verme işinde açıkça bilgi asimetrisine neden olur.

Ters seçim ve ahlaki tehlike bilgi asimetrisinin iki sonucudur ve araştırmalar tüketici kredisi endüstrisinde bu tür fenomenleri göstermiştir. Bir borç veren kredi tahsis ederken borçlular ve farklı kredi risklerine sahip yatırım projeleri arasında ayırım yapamadığında ters seçime maruz kalır. Borçlu ödünç alınan fonları borç alan üzerinde bilgi ve kontrol eksikliği nedeniyle engellenen borç verenle üzerinde anlaşılmalardan farklı yatırım projelerine uygularsa ahlaki tehlike ortaya çıkabilir (Roudaki ve., 2016: 57).

- Ters seçim: Alıcı ve satıcının farklı bilgilere erişebildiği iş ilişkisini ifade eder. Taraflardan her biri sahip olduğunu varsaydığı bilgilere dayanarak hamle yapabilir ancak diğeri yoktur. Bu tür bilgi asimetrisi hem perakende piyasalarını hem de işgücü piyasalarını etkileyebilir. Hatta kişisel ilişkileri bile etkileyebilir (Sahar ve Vaez, 2013: 107).
- Ahlaki tehlike: Ekonomi dilinde bir şirket veya birey artan riski üstlendiğinde bu yüksek riskin tüm sonuçlarını kişisel olarak üstlenmediği için ahlaki tehlike oluşur. Örneğin bir emeklilik fonunun fon yöneticisi, kendi kişisel portföyüne kıyasla daha riskli hisse senetlerine yatırım yapabilir çünkü fonlar çökerse kişisel olarak para kaybetmezler (sonuç olarak işlerini kaybedebilirler). Bu durumda fon yöneticisi emeklilik fonuna katılanların sahip olmadığı yatırımları hakkında içeriden bilgiye sahiptir ve belki de emekliler seçenек sunulduğunda bu tür finansal riski onaylamayacaktır (Lewis, 2011: 1540).

Şekil 16: Bilgi Asimetrisinin Temel Etkiler



Bir tarafın ekonomik işlemlerle ilgili bilgisi ona avantajlı konum sağlarken diğer taraf büyük kayba uğratabilir. Olumsuz bilgi seçimi genel ekonomi için kötü olan pazar kaybına yol açabilir. Bu bilgiler ürünlerle ilgili doğru veya tam bilgiye sahip olmayan tarafların kötü seçimler yapmasına yol açabilir. Borç alan veya borç verenin bilgi eksikliği büyük kayba yol açabileceğinden borçlanma ve borç vermenin gerçekleştiği finansal piyasalarda büyük bir sorundur (Dermawan vd., 2020: 32). Bilgi asimetrisi mutlaka kötü bir şey değildir. Aslında artan bilgi asimetrisi sağlıklı piyasa ekonomisinin istenen sonucudur. İşçiler seçtikleri alanlarda giderek daha fazla uzmanlaşmaya çalıştıkça daha üretken hale gelirler ve sonuç olarak diğer alanlardaki işçilere daha fazla değer sağlayabilirler (Boujelbene ve Besbes, 2012: 7). Bazı durumlarda bilgi asimetrisi sigorta şirketinin poliçenin satışı sırasında ifşa edilmemiş risk nedeniyle aşırı kayıp olasılığıyla karşılaştığı olguyu tanımlayan ters seçim gibi neredeyse hileli sonuçlara yol açabilir (Kahn, 2013: 178).

4.2. Temsil İlişkisi

Bir kişinin diğerk kişi adına hareket ettiğı ve vekilin müvekkil adına yasal ilişkiler kurabildiğı, iki kişi arasındaki güvene dayalı ve rızaya dayalı ilişkidir. Bu iş veya kişisel ilişki olabilir. Temsilci ilişkisi bir kişinin ("müdür" olarak adlandırılır) ya da vekilin kendi adına hareket etmesine izin verdiği güven ilişkisidir. Temsil ilişkisi bir veya daha fazla kişinin (vekillerin) başka kişiyi (temsilci) kendi adlarına yetkilendirmeyi içeren bir hizmeti yerine getirmesinde görevlendirdiğı sözleşme olarak tanımlamıştır. Temsilci müvekkilin kontrolüne tabidir ve onun talimatlarına rıza göstermelidir. Temsilcilik ilişkilerinin örnekleri arasında şunlar yer alır. Bir vekaletname imzaladığı müşterinin mülkünde alıcı bulmasında emlakçı tutulur veya işletme ürünlerini başka ülkede satmak için temsilci atar. Temsil ilişkileri birçok işlemde ortaktır. Belirli süre boyunca veya aracının belirli eylemleri gerçekleştirdikten sonra sürmesi belirtilebilir. Temsil ilişkilerinin çok daha geniş olduğu ve belirsiz bir süre boyunca sürdüğü de belirtilebilir. Hem müdür hem de temsilcinin ek görevlerini doğurduklarında temsilcilik ilişkilerinin farkında olmaları gerekir. Bunun nedeni temsillerin müvekkil adına üçüncü şahıslarla uğraşırken bir yetki düzeyine sahip olmasıdır. O sebeple temsil ilişkileri güven unsuruna dayanmaktadır. Temsilcilik ilişkisinin güvenli kalmasını sağlamada taraflar arasındaki sözleşmede bu yükümlülükler belirtilmemiş olsa bile taraflara daha yüksek yükümlülükler yüklenir. Ayrıca vekil genellikle ilgili olgular hakkında müdürden daha iyi bilgiye sahip olduğundan bu durum "bilgi asimetrisi" olarak adlandırılmıştır. Temsil vekili performansının vaat edilenle uyumlu olacağı konusunda kendisini masrafsızca garanti edemez (Ahola vd., 2021: 720).

4.3. Ahlaki Tehlike

Ahlaki tehlike bir bireyin etkilerinin başka tarafça karşılanacağını bildiğinde daha pervasız hale gelmesidir. Bir bireyin ya da kurumun, alınan risklerin tüm maliyetine katlanmak zorunda kalmaması durumunda risk alma isteğindeki artış ahlaki tehlike olarak tanımlanmaktadır. Bunun bir örneğı sigortalı tüketicinin sigorta kapsamına girdikten sonra daha fazla risk almasıdır. Ahlaki tehlike terimi 17. Yüzyılda sigorta şirketlerinden kaynaklanmaktadır (Lee, 2005: 26). Bunun yerine risk ve maliyet başka tarafça karşılandığında ortaya çıkan verimsizliklerle ilgilidir. Ahlaki tehlike sigortacılık dışında vekalet teorisi gibi ekonomik problemlerin açıklanmasında da kullanılmaktadır. Bu bağlamda ahlaki tehlikenin kaynağı gizli eylem ya da gizli bilgidir. Dolayısıyla ahlaki tehlike bilgi asimetrisi ile ilişkilendirilmektedir. Ahlaki tehlikenin arabaları sigortalı olduğundan tüketicilerin 100mph'de hız yaptıkları anlamına gelmediğini belirtmek önemlidir. Bunun yerine bazı tüketicilerin çok fazla özen göstermesi muhtemeldir (Macho-Stadler ve Pérez-Castrillo, 2018: 466). Ahlaki tehlike birinin aldığı riskler ve oluşturdukları maliyetlerde sınırlı sorumluluğa sahip olduğu bir durumdur. Sonuç olarak o kişi veya kuruluş aksi takdirde alacaklarından daha fazla risk almaya teşvik edebilir çünkü onlar için ödeme yapmak zorunda kalmazlar. Risk alırlarsa ve işler yolunda

giderse kazanırlar. Eğer işler kötü giderse ama bedelini başka biri ödüyorsa; risk almanın sonuçları az düzeyde olur (Alvarez ve Camiña, 2014).

Ahlaki tehlikeler bir hükümetin yatırım konusunda katı düzenlemeler dayatmasına neden olan finansal krizlere yol açar. Bunu daha çok sigorta ve finans sektörlerinde görmek mümkündür. Devlet kurtarmaları sigorta ve finans şirketlerini ilgili tarafları bir kayıp veya kaza açısından zararları ile destekleyen riskleri üstlenmeye teşvik etmektedir. Ancak sigorta şirketlerinin ve bankaların bu tür planların gereksiz kullanımı nedeniyle yaşamak zorunda kaldıkları finansal krizi gösteren yeterince gerçek dünya örneği vardır. Bu nedenle endüstriler bir şirketi finansal boşalmaya götürebilecek ahlaki tehlike risklerinden kendilerini korumada gerekli önlemleri almalıdır. Tanım olarak ahlaki tehlike temelde asimetrik bilgiye dayanmaktadır. Ahlaki tehlike durumunda bir tür düzenlemeye giren (genellikle sigortayı içeren) bir taraf eylemlerinin diğer taraf tarafından karşılanacağını bilir. Bu nedenle durumun ne kadar riskli olduğuyula ilgilenmezler veya yalnızca potansiyel sonuçlara maruz kalmayacaklarını bilerek risk almaya teşvik edilirler. Ahlaki tehlike ile daha iyi bilgilendirilmiş bir tarafın bilgi avantajını istenmeyen veya dürüst olmayan şekilde kullanma eğilimini kastediyor. Ahlaki tehlike fon alıcısının parayı amaçlandığı şekilde kullanmaması veya gereksiz riskler alması veya riski azaltmada dikkatli olmama riskidir. Örneğin fonlarını Bernard Madoff'a yatıran yatırımcılar 65 milyar dolarının çoğunu Madoff'un yatırımcılarının istediği gibi yatırım yapmak yerine bir Ponzi şeması yürüttüğü ve paralarını çeken insanlara yeni yatırımcılardan alınan paralarla ödediği için kaybetmiştir. Madoff aslında yıllardır müşterisinin parasını yatırmamıştır. 2008 büyük durgunluğu sırasında gelenden daha fazla para çekiliyordu oyüzden Ponzi şeması başladıktan nihayet on yıllar sonra çöktü (Press, 2009: 18). Ahlaki tehlike, insanları bilinmeyen varlıklara borç vermeye veya para yatırmaya isteksiz kıldığından özellikle küçük firmalar için doğrudan finansmanı pahalı hale getirmiştir. Düşük maliyetle güvenilir bilgi toplama konusundaki uzmanlıklarıyla finansal araçlar aksi halde bu bilgileri alamayacak olan birçok firmaya veya kişiye finansman sağlayabilirler (Dowd, 2008).

4.4. Temsilci maliyetleri

Temsilci maliyetleri hissedarların (müdürler) ve yönetim ekibinin (temsilcilerin) rekabet eden çıkarları nedeniyle oluşan dahili maliyetlerdir. Bu anlaşmazlığın çözülmesi ve ilişkinin yönetilmesi ile ilgili giderlere vekalet maliyetleri denir. Bu maliyetlerin mülkiyet ve kontrolün ayrılmasından kaynaklanmasıdır. Hissedarlar hissedar değerini maksimize etmek isterken yönetim bazen hissedarların menfaatine olmayan kararlar alabilirler (yani kendilerine fayda sağlayanlar). Temsilci maliyetleri vekilin durum üzerinde tam kontrole sahip olmadığı durumlarda bir vekil ile vekilin niyetleri arasındaki farklarla ilişkili maliyetlerdir (Çalopa vd., 2020: 528). Bakış açısındaki bu farklılıklar önemli ek maliyetlere veya değer kaybına yol açabilir.

Örneğin şirketin yöneticileri işi hissedarlardan hoş olmayan yöne götürdüklerinde hissedarların işteki hisselerini satma olasılıkları daha yüksektir; bu da hisselerin piyasa değerini düşürür. Değerdeki bu düşüş temsilci maliyetidir. Temsilci maliyetlerine örnek olarak hissedarlar maliyet düşürmeye odaklanarak hisse başına kazancı artırmak isteyebilirken yöneticiler avantajlarını artırmada para harcamaya daha isteklidir (Jensen, 2005: 326). İşletmenin üst düzey yöneticileri hisse senedi fiyatını ve hisse senedi opsiyonlarındaki nakit miktarını artırmak için sahtekarlığı rapor eder. Ardından hisse senedi fiyatı düşer ve hissedarlara zarar verir. Temsilcilik maliyetlerine yol açabilecek diğer ilişki, seçilmiş politikacılar ile seçmenler arasındadır ve politikacılar seçmenlerin çıkarlarına zarar verebilecek eylemlerde bulunabilirler. Temsilci maliyetleri bir vekil-müdür ilişkisindeki temel memnuniyetsizliklerden, aksamalardan ve verimsizliklerden kaynaklanır. Bu masrafların ödenmesi vekalet eden acenteye yapılır. Özünde temsilci maliyetleri müdürlerin ve temsilcilerin rekabet eden çıkarlarından kaynaklanan şirket içi maliyetlerdir. Genellikle bu maliyetler her iki taraf arasındaki herhangi anlaşmazlığı çözmek için yapılan harcamaları içerir (Florackis, 2008: 44). Hisse temsilci maliyeti temel temsilci probleminden kaynaklandığından basittir. Bu maliyet hissedarlar ve şirketin yönetimi arasındaki çıkar çatışması nedeniyle ortaya çıkar. Bununla birlikte temsilci maliyetleri yalnızca her iki tarafın da hedefleri birbirinden ayrıldığında ortaya çıkar. Bu sorun devam ettiği sürece temsilci masraflarını hissedarlar üstlenmek zorundadır. Borç vekalet maliyeti hissedarların yanı sıra şirketin içinde çıkarı olan borçlular da olacaktır. Bu durumda sahipler ile yönetim arasında bir temsilci ilişkisi olabilir. Bazı durumlarda yönetim kişisel kazançlarını borçluların kazançlarına göre önceliklendirebilir. Benzer şekilde borç sağlayıcıları dikkate almadan hissedarların çıkarlarına göre hareket edebilirler (Gul vd., 2012: 272).

Temsilci sorunu çeşitli faktörlerden kaynaklanabilir. Genellikle temsilciler müdürlerin çıkarlarını tam olarak temsil etmediğinde ortaya çıkar. Bazen temsilciler bu çıkarların ne olduğunu anlamadığından yanlış beyan mevcut olabilir. Diğer durumlarda müdürün çıkarlarına aykırı olan kişisel çıkarlarını göz önünde bulundurabilirler. Asil (Müdür) temsilci (ajan) ilişkisi temsilci maliyetlerinde önemli rol oynar. Asil-vekil ilişkisi bir tarafın (müdür) yasal olarak diğer tarafı (temsilci) kendi adına hareket etmesinde atadığı iki taraf arasındaki anlaşmadır. Asil ve temsilci sorunları çıkarları uyumlu olmadığında ortaya çıkar. Sonuç olarak temsilci maliyetleri ortaya çıkar (Chamidah ve Asandimitra, 2017). Temsilci maliyetlerinin iki kategorisi şunlardır:

- Temsilci (Management Team) şirketin kaynaklarını kendi çıkarları için kullandığında ortaya çıkan maliyetlerdir.
- Temsilcinin (Ajans) kendisini hissedar çıkarlarına göre önceliklendirmesini önlemede müdürler (hissedarlar) tarafından yapılan maliyetlerdir.

Asil (Müdür) temsilci (ajans) ilişkisinde temsilci maliyetlerini azaltmanın en yaygın yolu teşvik planı uygulamaktır. İki tür teşvik vardır. Finansal ve finansal olmayan teşviklerdir. Mali teşvikler en yaygın teşvik programlarıdır. Örneğin bir kuruluş belirli hedefe ulaşırsa yönetim ekibinin parasal ikramiye almasına karar verilebilir. Performansa dayalı finansal teşvikler acenteleri şirketin çıkarlarına en uygun şekilde hareket ve motive etmeye yardımcı olur (Hoang vd., 2019: 298). Mali teşviklere örnekler:

- Hisse senedi opsiyonları: Kişinin önceden belirlenmiş fiyattan belirli sayıda hisse satın almasına izin verir.
- Kar paylaşımı: Yönetim şirketin karının bir yüzdesini alır.

Mali olmayan teşvikler daha az kullanılır ve genellikle mali teşviklere kıyasla maliyetleri düşürmede başarılı değildir. Temsilcilik maliyetlerinin tamamen ortadan kaldırılamayacağını belirtmek önemlidir. Teşviklerin kendileri aslında temsilci maliyetleridir. Bu teşviklerin amacı doğru uygulanırsa yönetimin kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmesine izin vermekle (muhtemelen daha yüksek maliyetlere yol açacaktır) karşılaştırıldığında bu maliyetleri düşürmektir (Imelda ve Patricia, 2019).

4.5.Hisse Bazlı Kitle Fonlaması ve Bilgi Asimetrisi

Bilgi asimetrisi gerçek dünyada bilginin düzgün şekilde akmadığı gerçeğini ifade eder. Bazı insanlar diğerlerinin sahip olmadığı bilgilere erişebilirler. Hisse bazlı kitle fonlaması söz konusu olduğunda bu finansal hizmeti sağlayanların hizmeti sundukları kişi hakkında her zaman bilmek istedikleri kadar çok şey bilmedikleri anlamına gelmektedir. Yatırımcı para verirken, (hisse alan) girişimci para alan (hisse ihrac olan) kişi hakkında bir şeyler bilmek, paranın borcunu geri ödeyebilecek şekilde harcamasını sağlamak, onları takip etmek ve kaçmadığından emin olmak önemlidir. Bu nedenle onlara ihtiyacı olan herkese finansal hizmetler sağlamazlar. Yani ellerinde yeterli fon olsa bile özellikle de ihtiyaç duydukları bilgiyi almanın çok pahalı olduğu durumlarda yeterince bilmedikleri potansiyel borçlulara bunları ödememeyi tercih ederler. Finansal hizmetlerle ilgili bilgi asimetrisi en önemli iki sonucu, ahlaki tehlike ve ters seçim olarak bilinir. Kişinin (Girişimci veya yatırımcı) davranışı finansal hizmetlere erişimlerine bağlı olarak değiştiğinde ahlaki tehlike ortaya çıkabilir. Örneğin bir iş insanı (girişimci) yüksek faizli kredi aldıktan sonra (daha yüksek bir kâr oranı elde etmeye çalışmak ve böylece krediyi daha kolay geri ödemek için) daha riskli yatırım yapabilir. Dolayısıyla bu durumda yüksek faiz oranları riskli davranışlara neden olabilir (Bergh vd., 2019).

Şekil 17'e göre hisse bazlı kitle fonlamanın bilgi asimetrisinde üç tür aktör vardır; girişimci, yatırımcı ve platformdur. Girişimci projesine yatırılan sermayenin çoğu yabancı yatırımcılardan gelmektedir. Bilgi asimetrisi hisse bazlı kitle fonlaması bağlamında aşırı biçimde sunulur. Hisse bazlı kitle fonlaması yatırımcıları bilgilerini çoğunlukla çevrimiçi platformlardan elde ederler. Girişimcilerle yüz yüze etkileşimler konusunda durum tespiti yapamazlar. Buna göre kurucu ekibin azmi kişilerarası dinamikleri ve değerliliğini çevrimiçi olarak değerlendiremezler. Üstelik platformdan elde edilen bilgiler sınırlı ve hatta yanıltıcıdır. Bir yandan bağış toplayıcılardan alınan komisyon ücretleri platformların gelirinin büyük kısmını oluşturduğundan platformlar bağış toplayanların finansal güvenilirliğini manipüle etmek için teşvik edilir. Bazı iyi niyetle hareket eden hisse bazlı kitle fonlaması platformları bile çok sayıda projesinde eşdeğer durum tespiti yürütülmesinde, platformların sektör uzmanlığı eksikliğinden ve güvenilirliklerinin doğrulanmasında pratik sorunlarla karşılaşacaktır. Bilgi asimetrisi sorunu yalnızca akredite yatırımcılara açık olan girişim sermayesinden farklı olarak hisse bazlı kitle fonlamasına dahil olan riskleri ve sorunları anlamada eşdeğer karmaşıklığa sahip olmayan perakende yatırımcılar tarafından erişilebilir olduğundan daha belirgindir. Yatırımcıların bağış toplayanların hisselerini kolayca değerlendirebilecekleri likit bir ikincil piyasanın olmaması irrasyonel sürü davranışı endişelerini artıracaktır. Start-up'ın hızlı büyümesi ile yatırımcılar ve girişimciler arasındaki bilgi dengesizliği artacaktır. Hisse bazlı kitle fonlaması Start-up'ların operasyonlarına doğrudan dahil değildir. Bu nedenle yatırımcılar bilgi toplamak için bir kanaldan yoksundur ve haklarının yatırım yapılan firmada temsil edilmesini sağlar. Bilgi asimetrisi sorunu hisse bazlı kitle fonlamanın "lemon pazarı" için bir pazar haline gelmesine neden olabilir. Hisse bazlı kitle fonlaması girişim sermayesi fonunu güvence altına alamayan birçok girişimcinin son çare olma eğilimindedir. Girişim sermayesi bilgi asimetrisi girişimcilerin iş modelleri hakkında daha yüksek bilgi sahibi olmalarından kaynaklanmaktadır (Korkmaz, 2020).

Hisse bazlı kitle fonlaması yasal kısıtlamalar nedeniyle tarama faaliyetlerinden kaçınırken küçük yatırımcılar genellikle iş teklifini uygun şekilde inceleme konusunda uzmanlığa veya zamana sahip değildirler. Ayrıca küçük yatırımlar üzerinde kapsamlı durum tespiti yapmak son derece etkisiz olacaktır. Bu girişimcilerin rakiplerin fikirlerini kopyalamasından korktuklarından ayrıntılı iş bilgilerini kamuoyuna açıklamadaki tereddütleri ile daha da zorlaşmaktadır. Diğer bir deyişle kalabalık yatırımcılar şu anda işletmenin değerini belirlemede zorluklarla karşılaşmakta ve bu da ters seçim sorunlarına yol açmaktadır. Hisse bazlı kitle fonlaması ile ilişkili yüksek riskler ciddi sorunları ve bilgi asimetrisi göz önüne alındığında yatırımcıların korunmasını sağlamada düzenlemelerin yapılması önemlidir. Bu tür düzenlemeler devlet düzenlemesi yoluyla zorunlu hale getirilebilir veya özel siparişlerin bir sonucu olarak ortaya çıkabilir (Yüksel, 2021). Sözleşmeye dayalı tasarımlar hisse bazlı kitle fonlaması bağlamında daha düşük uyumluluk ve uygulama maliyetleri ve hızla gelişen bu sektördeki acil sorunların ele alınmasında artan verimlilik ve esneklik gibi çeşitli avantajlardan yararlanır. Platformlar tarafından hazırlanan bu hizmet sözleşmeleri makul şekilde "tek taraflı" bir

sözleşmenin merceğinden görülebilir. Hisse bazlı kitle fonlaması yatırımcılarına sözleşme şartlarını müzakere etme fırsatı vermez ancak yalnızca çevrimiçi platformlar üzerinden kitle fonlaması projesine sermaye katkısında bulunmadan önce 'Kabul Ediyorum' veya 'Yatırım' düğmesini tıklama fırsatı verir. Ayrıca birçok hisse bazlı kitle fonlaması platformu kendi takdirine bağlı olarak hizmet sözleşmesinin herhangi bir şartını değiştirme veya herhangi bir zamanda hizmeti değiştirme, askıya alma ve durdurma hakkını saklı tutar (Kleverlaan ve Jonge, 2016).

Bununla birlikte bilgi asimetrisi sorunları hisse bazlı kitle fonlaması firmalarındaki küçük yatırımcılar için özellikle önemli konu olarak görülmektedir çünkü bireysel sermaye kitle yatırımcılarının bilgi asimetrisini azaltmada; zamanları, kaynakları ve teşvikleri olmayabilir. Bilgi asimetrisi yanlış yatırım kararlarına yol açmanın yanı sıra yanlış yönetim kurulu ve diğer kurumsal yönetim mekanizmalarının baştan kurulmasına (eğer kurulursa) yol açarak yatırım sonrası önemli sorunları doğurabilir. Ayrıca hisse bazlı kitle fonlaması yatırımcıları yatırım sonrasında düzeltici önlemler almada (hisselerin birçok küçük kitlesel yatırımcı arasında dağıtılmasıyla ilgili olarak) teşvik ve güçten yoksun olabilir. Sonuç olarak seçim ve ahlaki tehlike problemleri ve olumsuz etkileri azaltmada hisse bazlı kitle fonlaması piyasalarında yönetim mekanizmaları kombinasyonunun çalışması gerekecektir. Bu mekanizmalar hisse bazlı kitle fonlaması firmaları içinde ve dışında çalışabilir. Doğası gereği de resmi veya gayri resmi olabilir. Bir bilgi ekonomisi perspektifi etkili yönetim mekanizmaları demeti olmadan hisse bazlı kitle fonlaması piyasasının girişimci finasta uygulanabilir alternatif kalmasının olası olmadığını öne sürebilir (Cumming vd., 2021: 702).

Özet olarak şekil 17’de ve tablo 6’da hisse bazlı kitle fonlaması söz konusu olduğunda başlangıç yatırımları girişimci ve yatırımcılar arasında yüksek derecede bilgi asimetrisi ile karakterize edilir. Olumlu getiri elde etmede yatırımcıların ve girişimcinin hem niteliklerini hem de kabiliyetini doğru şekilde değerlendirmesi gerekir. Ayrıca girişimcinin fikrinin potansiyelini doğru yönde değerlendirmeleri gerekir. Hisse bazlı kitle fonlamasında girişimin gelecekteki nakit akışlarını yaratma yeteneği hakkındaki bilgi asimetrisi kolektif yatırımcının hissedar olma kararına hakimdir. Ayrıca toplu yatırım yatırımcıları, azınlık hissedarları olmaya çalıştıkça mülkiyet ve kontrolün ayrılmasından kaynaklanan yönetim kaygıları ortaya çıkmaktadır. İlgili temsilci maliyetleri diğer finansal piyasalar gibi hisse senetlerinin toplu yatırımını etkiler. Bilgi asimetrisi hisse bazlı kitle fonlaması bağlamında aşırı biçimde sunulur. Hisse bazlı kitle fonlaması yatırımcıları bilgilerini çoğunlukla çevrimiçi platformlardan elde eder. Girişimcilerle yüz yüze etkileşimler konusunda durum tespiti yapamazlar. Buna göre kurucu ekibin azmi kişilerarası dinamikleri ve değerliliğini çevrimiçi olarak değerlendiremezler. Üstelik platformdan elde edilen bilgiler sınırlı ve hatta yanıltıcıdır. Bir yandan bağış toplayıcılardan alınan komisyon ücretleri platformların gelirinin büyük kısmını oluşturduğundan platformlar bağış toplayanların finansal güvenilirliğini manipüle etmede "teşvik edilir". İyi niyetle hareket eden hisse bazlı kitle fonlaması platformları bile platformların bu yeni gelişen sektördeki sektör uzmanlığı ve deneyiminden yoksun olması nedeniyle çok sayıda hisse

bazlı kitle fonlaması projesinde eşdeğer durum tespiti yapma ve güvenilirliklerini doğrulama konusunda sorunlarla karşılaşacaktır. Hisse bazlı kitle fonlaması da girişimci ekiple yüz yüze görüşmeden yatırım yapmaktadır. Ayrıca bireysel hisse bazlı kitle fonlamasında büyük izleme maliyetlerine katlanmak ekonomik anlamda mantıklı değildir. Sonuç olarak bir bilgi ekonomisi perspektifi hisse bazlı kitle fonlaması bağlamında açık bir ters seçim ve ahlaki tehlike olduğunu öne sürerek etkin kurumsal yönetimi çok önemli hale getirir. Girişimciler ayrıca işleri geleneksel yollarla yapmayan, niyetlerini ve eylemlerini çevreleyen nedensel belirsizliği artıran kural bozuculardır.

4.6.Hisse Bazlı Kitle Fonlaması ve Ahlaki Tehlike

Bilgi asimetrisi örneği daha geniş ekonomik anlamda ahlaki tehlike ile ilgilidir. Tanım olarak ahlaki tehlike temelde asimetrik bilgiye dayanmaktadır. Tablo 6’da ahlaki tehlike durumunda bir tür anlaşmaya giren (girişimci) taraf eylemlerinin diğer taraf (yatırımcı) tarafından karşılanacağını bilir. Bu nedenle durumun ne kadar riskli olduğuyla ilgilenmezler veya yalnızca olası sonuçlara maruz kalmayacaklarını bilerek risk almaya teşvik edilirler. Hisse bazlı kitle fonlamasında küçük bir yatırımcının ve girişimcinin davranışını izleme yeteneği, kaynak ve teşvik eksikliği nedeniyle sınırlıdır (Yung ve Zender, 2010).

Sözleşmeler zorunlu olarak eksik olduğundan hisse bazlı kitle fonlamasında izleme sorununu çözmek için başka kalite kontrol önlemlerine ihtiyaç vardır. Yatırımcılar ve yayıncılar arasında yüksek düzeyde bilgi asimetrisi vardır. Hisse bazlı kitle fonlamasındaki ahlaki tehlike genellikle girişimciler tarafından yapılır çünkü girişimciler projeye yönelik riskleri doğru şekilde sunmazlar. Girişimciler ise riske değil; yatırımcının oluşturduğu risklere maruz kalır ve ahlaki tehlikeler yaratır. Bilgi asimetrisi ikinci büyük sorunu yani 'ahlaki tehlike' bir tarafın karşı tarafın kârını azaltan, üzerinde anlaşmaya varılmamış ve gözlemlenemeyen eylemlere geçebileceği durumu ifade eder (Cumming vd., 2021: 707). Bunun temel nedeni, girişimcilerin yeni finansal kaynaklara erişme kararıdır. Hisselerin ihracından elde edilen kazançlar doğrudan genişleme amaçlı değildir. Yeni kabul edilen hisse bazlı kitle fonlaması projelerinin ana motivasyonları arasında proje büyüme beklentileri, organizasyonel gelişim için mevcut fonlar ve geleneksel borçlanma yerine finansman yer alır. Tipik olarak sözleşmeyi yalnızca istenen özelliklere sahip kişilere çekici gelecek şekilde kurar.

Ahlaki tehlike sorunu bir temsilci sonuçları başkalarına zarar verse bile kendi ihtiyaçlarını karşılamada bir sözleşmeyi yerine getirmede başarısızlığa yol açan fırsatçı davranışlarını varsayar. Platformlar, yatırımcılar ve bağış toplayıcılar arasında aracı olarak hisse bazlı kitle fonlaması pazarında kilit bir işlevi yerine getirir. Tahminen hisse bazlı kitle fonlaması platformunun iki önemli rolü, bağış toplayanların bilgilerinin yatırımcılara dağıtılmasını ve bağış toplayanların bilgilerinin

çevrimiçi olarak yayınlanmadan önce doğrulanmasını içerir. İlk rol yaygın olarak kabul edilmektedir ancak ikincisi daha tartışmalıdır (Furnari, 2018).

Hisse bazlı kitle fonlaması finansman sonrası yatırımları üzerinde çok az kontrole sahip veya hiç kontrole sahip değilken sözleşmeler ahlaki tehlike ve bekleme sorunlarına karşı yetersiz koruma sağlamaktadır. Bu soruna önerilen çözümler (i) fonlama sonrasında grubun yatırımlarını kontrol etmeye teşvik edilen atanmış grup lideri ile grup yatırım yapısı ve (ii) profesyonel yatırımcılarla birlikte ortak yatırım yapısıdır. Hisse bazlı kitle fonlaması platformları ilgili yatırımcıları aramalıdır. Bir organizasyonun operasyon sürecine dahil olan insan faktörleri olduğu sürece yatırımcı ile girişimci arasındaki ahlaki tehlikeler ve çıkar çatışmaları her zaman var olacaktır. Akıllı sözleşmenin getirilmesi sözleşmeye dayalı yükümlülükler otomatik olarak gerçekleştirilebildiğinden temsilci maliyetlerinin doğasını da değiştirip hesap verebilirliği izlemenin ve teşvikleri dağıtmanın yeni yoludur (Kleverlaan ve de Jonge, 2016).

4.7.Hisse Bazlı Kitle Fonlaması ve Temsilci Maliyetleri

Temsilci maliyetleri hissedarlar ve işletme yöneticileri (girişimci) arasındaki anlaşmazlığın maliyetidir. Hissedarlar ve girişimci bir şirketin yapabileceği en iyi hamleler konusunda genellikle kendilerini anlaşmazlık içinde bulurlar ve bu "temsilcilik sorunu" olarak bilinir. Temsilcilik problemlerinden kaynaklanan maliyetler temsilci maliyetleridir. Bir işletmenin yatırımcı ve yöneticileri (girişimci) her zaman göz göze gelmezler (Isniawati vd., 2018). Bazı eylemlerin bir tarafı diğerine fayda sağlar. Bu nedenle devam eden bir gerilim seviyesi vardır. Bu gerilimden temsilci maliyetleri ortaya çıkmaktadır. Hisse bazlı kitle fonlamasında iki tür temsilci maliyeti vardır ancak ikisi de hissedarlar ve girişimciler arasındaki aynı içsel gerilimden kaynaklanır. İlk tür temsilci maliyeti, girişimcilerin kaynaklarını kendi hedeflerini ilerletmede kullanır. İkinci tür temsilci maliyeti hissedarların girişimciler izlemek ve birinci tür temsilci maliyetinin oluşmamasını sağlamada kaynak harcadıkları zaman oluşmaktadır. Temsilci maliyetleri hissedarlar ve girişimciler bir şirketin yapması gereken eylem fikirleri konusunda ayrıldığında ortaya çıkar. Hissedarların servetini maksimize etmesinde tek bir kurumsal eylem yolunu izlemek isteyebilir ve girişimciler hisse bazlı kitle fonlaması ve diğer üst düzey yetkililer dahil olmak üzere başka bir yol izlemek isteyebilirler. Özet olarak bu iki taraf aynı girişimcilere özellikle faydalı olabilecek bir şey yapıp yapmama konusunda fikir ayrılığına düşmektedirler (Langejan, 2013).

Şekil 17’de ve tablo 6’ya göre, bilgi asimetrisi ahlaki tehlike ve temsilci maliyetleri hisse bazlı kitle fonlaması alanında göstermektedir. Yatırımcılar ve girişimciler arasındaki temsilci maliyeti göz önüne alındığında, girişimciler yatırımcıların farkındalığı ve kontrolünün olmaması nedeniyle ticaret yapmak ve kötüye kullanmak için birçok fırsata sahiptir (Selvakumar ve Sathyalakshmi, 2015).

Ancak temsilcilik maliyetlerinin iki ana mekanizma tarafından büyük ölçüde azaltıldığı girişim sermayelerin aksine: (1) Kademeli finansman ve (2) Portföyün girişim sermayedarları tarafından kontrol edilmesidir. Fakat hisse bazlı kitle fonlamasında bir mekanizma yoktur. İlk olarak girişim sermayedarları tipik olarak gerekli tüm sermayeyi önceden sağlamazlar ve bunun yerine aşamalar halinde yatırım yaparlar. Aşamalı finansman girişim sermayedarlarını portföy şirketinin gelişimi hakkında bilgi toplamaya ve yeniden finansman kararları vermeden önce şirketi yakından izlemeye teşvik ederler. Aynı zamanda girişimcileri girişim sermayedarlarından müteakip finansmanı güvence altına almada daha çok çalışmaya teşvik eder. Buna karşılık hisse bazlı kitle fonlaması platformu aşamalı finansman kullanmaz ve sonuç olarak çok sayıda projeyi çevrimiçi olarak sürekli olarak izlemeye zaman ve kaynak harcamanın hiçbir nedeni yoktur. Yeni başlayanların nakit akışları ve girişimcilik çabaları doğrulanabilir olmadığından, girişimcilerin iş sorumluluklarından kaçma olasılığı daha yüksektir. İkincisi portföy şirketinin kontrolü orantısız şekilde girişim sermayesi fonuna aittir. Girişim sermayesi yatırımcıları hisse senetleri portföy şirketinin oy gücünün çoğunluğundan daha azını temsil etse bile genellikle bir portföy şirketinin yöneticilerinin çoğunluğunu belirleme hakkına sahiptir. Ek olarak portföy şirketi önemli iş kararlarında girişim sermayesi yatırımcılarının onayını gerektiren bir dizi sözleşmeye dayalı olumsuz sözleşmeye tabi olacaktır. Girişim sermayesi yatırımcılarından farklı olarak hisse bazlı kitle fonlaması yatırımcıları ve platformları yatırım yapılan şirketlerde bu tür orantısız kontrol haklarına sahip değildir bu nedenle temsilci maliyetlerini arttırır.

4.8.Eşler Arası Kredi ve Bilgi Asimetrisi

Bilgi asimetrisi örnekleri her yerde vardır. Finans dünyasında borç veren kurumun borç alanla bir anlaşma yapmış olur. Borç veren borçlunun şart koşması gereken şartları ve anlaşmaları belirler ve genellikle arka plan kontrolleri yapılır. Bununla birlikte borçlu parayı ne için ödünç aldığını tam olarak açıklayamayabilir. Bu borç verenin farkında olsaydı borç verenin krediyi vermeyi reddetmesine yol açabilecek risk düzeyi içerisinde kullanabilirdi. Borç veren zamanında geri ödenmeyen veya hiç geri ödenmeyen bir kredi ile kaşı karşıya kalabilir. Böyle bir durumun zararı o kadar büyükse borç verenin kaybı telafi etmek için diğer borçlulardan daha yüksek faiz oranları talep etmesi durumunda geniş kapsamlı sonuçlara yol açabilir. Herhangi bir anlaşmada ideal durum her bir tarafın aynı bilgiye sahip olduğu ve her iki tarafın da işlemle ilgili tüm bilgilere sahip olduğu mükemmel bilgi asimetrisinden biridir. Bu şekilde her iki taraf da anlaşmaya güvenle girebilir ve beklediklerini alabilirler. Bilgi asimetrisi hemen her yerde bulunur ve kusursuz iş anlaşmalarını ve işlemlerini neredeyse imkansız hale getirir. En iyi durumlarda bilgi asimetrisi bazı engellere neden olur ancak her iki tarafı da nispeten zarar görmelerini engelleyebilir. En kötüsü bilgi asimetrisi bir taraf için ciddi mali sıkıntılara neden olabilir ve anlaşmaların bozulmasına ve anlaşmaların başarısız olmasına yol açabilir. Bilgi asimetrisi bir ekonomik işlemin taraflarından birinin diğer taraftan daha fazla maddi bilgiye sahip olması durumunda ortaya çıkmaktadır (Isniawati vd., 2018).

Eşler arası kredi ekosistemleri çeşitli endüstrilerde büyüyen bir trenddir. Bu organizasyon yapısına güvenen birçok şirket son yıllarda benzeri olmayan büyüme oranları görmüştür. Geleneksel hizmet sağlayıcılarla karşılaştırıldığında, platformlar hizmetleri doğrudan müşterilerindir. Bu nedenle platformlar talep ve arz tarafı arasındaki etkileşimleri etkinleştirerek ve koordine ederek değer yaratır. Bu platformlar iki taraflı pazarlar olduğundan farklı çapraz yan ağ etkileri ile karakterize edilirler. Yani pazarın her bir tarafı ilgili diğer grubun katılımından dışsallıklar türetirler. Şekil 17'ye göre eşler arası kredi platformları bu konseptte dayanır ve belirli proje veya girişim için fon arayan kişiler ile potansiyel yatırımcılar arasındaki işlemleri kolaylaştırır (Suryono vd., 2019). Ancak eşler arası kredi platformları özeldir çünkü platformlar aracılığıyla yapılan işlemler piyasa tarafları arasında yüksek düzeyde bilgi asimetrisi olması nedeniyle, özellikle son kullanıcılar için risklidir. Her iki taraflı pazarda farklı pazar tarafları arasında belirli düzeyde bilgi asimetrisi olsa da eşler arası kredi kitle fonlaması bağlamında bir dizi faktör bu sorunu büyötmektedir. Örneğin yatırımları önceden değerlendirmede müşteri incelemeleri gibi kamuya açık bilgiler genellikle çok az veya hiç yoktur. Bu nedenle eşler arası kredi kampanyalarının yaratımcıları potansiyel yatırımcılara yönelik bilgi akışını kontrol ettikleri için kaliteyi abartabilir veya bilgileri saklayabilirler (Lynn, 2019). Ayrıca eşler arası kredi platformlarında yayınlanan projelerin çoğu henüz emekleme aşamasında olduğundan proje sonuçları bir şekilde tahmin etmeyi zorlaştırmaktadır. Diğer iki taraflı piyasa türleriyle karşılaştırıldığında bilgi asimetrisi sorununu eşler arası kredi de çözmek daha zordur. Çünkü bu sorunu azaltmak için başka bağlamlarda sıklıkla uygulanan itibar sistemleri gibi mekanizmalar eşler arası kredi platformlarıyla daha az alakalıdır. Bu nedenle eşler arası kredi projelerinin gerçek faydasını yatırım kararının verilmesi gereken zamanda tespit etmek zordur ve eşler arası kredi dinamikleri bu nedenle diğer platform ortamlarındakilerden farklıdır (Yan vd., 2015: 7). Bilgi asimetrisini azaltmada eşler arası kredi platformlarının optimal piyasa tasarımına ilişkin birçok açık soru hala devam etmektedir.

Şekil 17'ye göre adresleme bilgi asimetrisi eşler arası kredi platformunun ana temasıdır. Yatırım kararlarının ezici çoğunluğunda olduğu gibi eşler arası kredi verenler kredi kararıyla ilgili olarak borçlarından dezavantajlıdır. Borç alan neredeyse eksiksiz bilgiye sahipken, borç veren yalnızca platform tarafından sunulanlara sahiptir. Bu nedenle platform operatörleri potansiyel borçluları veya borç verenleri katılım için gereksiz engellerle motive etmeden bu bilgi asimetrisini azaltmada platformlarına ve süreçlerine mekanizmalar tasarlamalıdır. Bu tür mekanizmalar tedarik noktası mekanizmalarını (ya hep ya hiç) genel platform kurallarını geri bildirim sistemlerini kalabalık durum tespiti ve koruma fonlarını içerir (Cummins vd., 2019). Verilerin ve ilgili analizlerin sağlanması ve özellikle çevrimiçi eşler arası kredi ödünç verme pazarları yeterli ölçeğe ulaştıkça büyük veriler, eşler arası kredi platformlarını farklılaştırmanın ve aynı zamanda bilgi asimetrisini azaltmanın kritik bir bileşenidir. Tüm eşler arası kredi platformlarındaki kilit mekanizma kredi notu ile temsil edilen borçlunun kredibilitesinin bir platform değerlendirmesine dayanan tipik olarak

tescilli kredinin bir tür kategorize edilmesidir. Bu puanlar kredi geçmişi ve kişisel veriler gibi muhtemel borçluların zorunlu bilgi açıklamalarından ve ayrıca daha ayrıntılı biyografik veriler fotoğraflar ve bazı durumlarda akran onayları dahil olmak üzere tamamlayıcı gönüllü bilgi açıklamalarından türetilir (Jeon, 2020).

Bu tür eşler arası kredi platformları girişimcilere yaratıcı fikirlerinde fon toplama fırsatları sunar. Bununla birlikte bilgi asimetrisi piyasa katılımını bozabilir ve optimal olmayan sonuçlara yol açabilir. Ancak ucuz konuşmanın eşler arası kredi kitle fonlaması üzerindeki etkisi projelere göre heterojendir. Taraflardan her biri sahip olduğunu varsaydığı ancak diğerinin yapmadığı bilgilere dayanarak hamle yapabilir. Bu tür bilgi asimetrisi hem platformda hem de kişisel ilişkileri bile etkileyebilir. Eşler arası kredi verme platformunun ortaya çıkışı bireysel borç alanların ve yeni kurulan şirketlerin kredi vermesini büyük ölçüde kolaylaştırır. İlk olarak eşler arası kredi verme platformu interneti bir araç olarak kullanır; bu nedenle işlem bilgileri şeffaf ve işlem maliyetleri nispeten düşüktür (Lu vd., 2020). İkincisi eşler arası kredi verme platformunda borçlular sadece kişisel bilgilerini ve kredi taleplerini vererek kredi alabildiklerinde eşler arası kredi borç verme platformu üzerinden yapılan işlemlerin geleneksel ticari bankalara göre daha verimli olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte eşler arası kredi platformunun yüksek verimliliği ve düşük maliyeti eşler arası kredi platformuna karşılık gelen riskleri de beraberinde getirir. Özellikle borçlu ile borç veren arasındaki bilgi asimetrisi ters seçim sorununa veya ahlaki tehlike sorunlarına neden olacaktır. Örneğin borçlu borç alırken kredinin başarısında elverişli olmayan bilgileri gizler ve kredi başarıyla verildikten sonra temerrüde yol açar (Zhao vd., 2017). Temsilcilik maliyeti ve ahlaki tehlike bilgi asimetrisinin iki sonucudur ve araştırmalar tüketici kredisi endüstrisinde bu tür fenomenleri göstermiştir. Bir borç veren kredi tahsis ederken borçlular ve farklı kredi risklerine sahip yatırım projeleri arasında ayırım yapamadığında ters seçime maruz kalır. Borçlu ödünç alınan fonları borç alan üzerinde bilgi ve kontrol eksikliği nedeniyle engellenen borç verenle, üzerinde anlaşılanlardan farklı yatırım projelerine uygularsa ahlaki bir tehlike ortaya çıkar. Çevrimiçi eşler arası kredi ödünç verme platformları hem arama hem de sinyal verme maliyetlerini azaltmada, borç verenler ve borç alanlar arasında böyle bir aracı görevi görür. Bu nedenle büyük veri teknolojileri eşler arası kredi kredilerinde bilgi asimetrisini önemli ölçüde azaltmayı mümkün kılar (Lee , 2005).

Sonuç olarak eşler arası kredilendirme bir eşler arası kredi platformunun ağırlık talep tarafı (borç alan) ile arz tarafı (borç veren) arasında etkileşimi mümkün kıldığı iki yönlü ağıdır. Kayıtlı borçlular finansal ihtiyaçlarını platforma sunar ve inceleme amacıyla nispeten sınırlı miktarda bilgi sağlamaktadır. Eşler arası kredi deki bilgi asimetrisi borçlu tarafından ele alınacaktır. Borç alan kredinin tüm şartlarını ve koşullarını borç verene sunarsa, birçok kişiyi finanse etmeye istekli olmaz ve sonuç olarak eşler arası kredinde finansman için sunulan proje başarısız olur. Borçlu adına eşler arası kredideki bu bilgi asimetrisi ahlaki bir tehlike olabilir. Potansiyel borçluların sağlaması gereken bilgi miktarı platformlar arasında değişiklik gösterir. Bireylerin proje, gelir, iş, diğer borçlar, kredi

hedefi ve kişisel beyanını içerebilir. İşletmelerin genellikle mali tabloları bazı tarihsel işlem formlarını ve kredi teklifi ayrıntılarını içerir. Borçlu tarafından sağlanan bilgilere dayanarak, eşler arası kredi platformu kredi başvurusunun listelenip listelenmeyeceğine karar verir. Bir kredi verildiğinde platform kredi işlemeyi ve geri ödemeyi kolaylaştırıp gelecekteki kredi puanlamasında kullanılmak üzere kredi ve borçlu verilerini toplamaya ve analiz etmeye devam eder.

4.9.Eşler Arası Kredi ve Ahlaki Tehlike

Girişimci ahlaki tehlikenin iyi belgelenmiş sorunları göz önüne alındığında kısmi kontrol hakları talep eden veya girişimci girişimi izleyen hiçbir aktif finansal aracının bulunmadığı tanımlayıcı özelliği ile eşler arası kredinin son zamanlardaki popülerliği şaşırtıcıdır (Cummins vd., 2019). Gerçekten de yatırım bankaları ve girişim sermayedarları gibi finansal aracılardan girişimcilik finansmanının olağan kaynağı olduğuna dair ampirik gözlemin temel ekonomik mantığı, onların ahlaki tehlikeyi sınırlama yetenekleridir. Özellikle yatırımı tek finansal aracı aracılığıyla koordine etmek girişimciyi kontrol etmedeki bedavacılık sorunlarını azaltır ve izleme maliyetlerinin tekrarlanmasını önler. Girişimcinin projesini yönetmede veya izlemede aktif rol almayan eşler arası kredi platformları son zamanlarda popülerdir (Yan vd., 2015: 8). Özellikle eşler arası kredi platformlarının kendileri bile sorunun tamamen farkında oldukları ve potansiyel eşler arası kredi projelerinin potansiyel destekçilerini girişimcilik ahlaki tehlikeleri konusunda açıkça uyardıklarından öte yandan eşler arası kredisinde kaydedilen ahlaki tehlike vakaları şaşırtıcı derecede düşüktür. Ahlaki tehlike bu iki temel soruyla açıklanır. Birincisi eşler arası kredi geleneksel riskli finansman biçimlerinin sağlayamadığı ekonomik faydaları sağlar mı? İkincisi eşler arası kredi girişimcilerin etik risklerini nasıl daha iyi kontrol edebilir?.

Eşler arası kredi girişimciye nihai yatırım kararı alınmadan önce tüketicilerine hazır erişim sağlayarak yenilik sağlamasıdır. Bu girişimcinin ürüne yönelik potansiyel talebi ve dolayısıyla projenin karlılığını öğrenmesini sağlar. Eşler arası kredi girişimcinin nihai yatırım kararını daha doğru bilgilere dayandırmasını sağlar. Ya hep ya hiç olarak adlandırılan eşler arası kredi planları zor fonlama hedefleri belirleyerek bunu otomatik olarak yapar. Borç veren taahhütte bulunursa ve finansman hedefi karşılanırsa borç veren yüksek olduğunu ortaya çıkarırsa girişimci yatırım yapmak için parayı alır. Buna karşılık fonlama hedefi karşılanmazsa borç veren düşük olduğu ortaya çıkarsa girişimci para almaz. Dolayısıyla bu planlar standart finansal aracılardan yapılmadığı sorunu ele alır. Diğer bir deyişle eşler arası kredi yatırımını değerli kılmak için ürüne yeterli talebin olup olmadığı hakkında daha doğru bilgi sağlama konusunda geleneksel girişimci finansman biçimlerine göre ekonomik avantajı sahiptir. Ahlaki tehlike borç alan ve borç veren arasında bilgi asimetrisi olduğunda ve iki taraf arasındaki anlaşmadan sonra tek taraflı davranışta değişiklik olduğunda ortaya çıkar. Bilgi asimetrisi işlem taraflarından birinin diğer taraftan daha fazla maddi bilgiye sahip olduğu herhangi durumu ifade eder. Ahlaki tehlike genellikle borç verme ve ödünç alma endüstrilerinde

meydana gelir. İki taraf ne zaman anlaşsa ahlaki tehlikeler mevcut olabilir. (Cummins vd., 2019). Eşler arası kredi platformları hem girişimciler hem de borç verenler için etik riski azaltmaya çalışır. Özellikle girişimciler projelerini tam bir azim ile yapmazlarsa bu projeden elde edilecek kazançları göz ardı ederek ahlaki tehlikeye yol açarlar (Jeon, 2020). Bununla birlikte eşler arası kredi toplu yatırım planları kredi verdikten sonra borç verenlere yönelik etik risk değildir. Aynı zamanda tescilli yapıları toplu yatırımın etik riski aktif olarak yönetmesine izin verir. Özellikle ardışık taahhütlerin ortaya çıkması ve platformların taahhüt edilen bütçe seviyelerine ilişkin güncel bilgileri raporlaması kredi verenlerin aşağıdaki potansiyel taahhüt stratejisini benimsemelerine olanak tanır.

Borç veren yalnızca girişimcilere eksiksiz bilgi sağlamayı ve etik riskleri ortadan kaldırmayı taahhüt eder. Yani borç veren tam olarak bilgilendirildiği anda finansmana katılır. Bu koşullu bağlılık davranışı en iyi ihtimalle ahlaki tehlike bilgisini azaltır. Bir yandan girişimcinin finansman hedefini yatırım maliyetinin üzerinde belirlemesi projenin karlı olmasında yeterli talebin olup olmadığını gösterir. Girişimci ise projenin yatırım maliyetlerinden ne kadar fayda sağladığını tam olarak açıklamamaktadır. Borç verene bu ek faydaların miktarı hakkında borç vermek etik riskleri kontrol etmenin en iyi yoludur. Çünkü projeyi karlı hale getirmede yeterli talep olduğunda ahlaki tehlike sorunu daha akut hale gelir. Böylece girişimcinin tam talep miktarını bulmasına izin verse de yeterli olmayacaktır. Borçlu bu taahhüt stratejilerini benimsemedeki ahlaki riski en aza indirir (Cumming , 2019: 78).

Eşler arası kredi planları borç alan ahlaki tehlikeleri hafifletmesine izin verirken ahlaki tehlike tehdidi genellikle verimsizliğe yol açar. Genel olarak eşler arası kredi girişimcinin ahlaki tehlikeye yenik düşmediğine inandırmak için ihtiyaç duyulur. Bu çarpıklıkların ihtiyacı ve tam boyutu ahlaki tehlikenin derecesine ve gerekli yatırım maliyetlerine kıyasla projenin önceden beklenen fazlasına bağlıdır. Yalnızca fon fazla yatırım maliyetlerine kıyasla yeterince büyükse verimli fonlama hedefi ahlaki tehlikeyi önler ancak bu durumda ahlaki tehlike tehdidi verimsizliğe yol açmaz (Wan, 2019). Ayrıca yatırım ve maliyetleriyle ilgili özel bilgiler ahlaki tehlike sorununu ciddi şekilde yoğunlaştırabilir.

Sonuç olarak ahlaki tehlike birinci dereceden bir problem olarak görülebilirken maliyet yapısı hakkındaki özel bilgiler ikinci derecedendir. Genel olarak girişimcinin maliyet yapısıyla ilgili özel bilgiler eşler arası kredinin verimliliğini etkilediğinden platformların özel bilgi miktarını sınırlamaya yönelik teşvikleri yoktur. Pratikte örneğin girişimciden projenin uygulanabilirliğini makul maliyetlerle gösterecek bir prototip sunmasını isteyerek yaparlar (Cumming, 2019: 83). Eşler arası kredi dolayısıyla projenin karlılığı hakkında daha doğru bilgi sağlayabilmeleri bakımından geleneksel girişimci finansman biçimlerine göre avantaja sahip olsa da eşler arası kredi bu avantajına bu yollarla ulaşamamasından daha doğal neden yoktur. Bir finansal aracı yani kitle fonlaması

girişimci finansmanın daha geleneksel biçimlerinin yerine geçmekten ziyade tamamlayıcı olarak görülmelidir.

4.10. Eşler Arası Kredi ve Temsilci Maliyetleri

Temsilci maliyetleri (borç alan ve borç veren) "temsilci" arasındaki ilişkili maliyetleri ifade eden ekonomik bir kavramdır. Temsilci veya eşler arası kredi asıl borç veren adına borçluyu denetleme yetkisine sahip olacaktır. Bununla birlikte iki tarafın farklı nedenleri olabilir ve temsilci genellikle daha fazla bilgiye sahiptir. Ana borç veren temsilcisinin veya eşler arası kredi her zaman kendi çıkarları doğrultusunda hareket ettiğini doğrudan garanti edemez. Faydalardaki bu potansiyel fark eşler arası kredide temsilci maliyetini yönlendiren şeydir. Bu maliyetin yaygın örnekleri arasında eşler arası kredi (temsilci) borçluyu izlemek istediğinde borç verenin maruz kalacağı maliyetler veya kredinin riskini maksimize etmek yerine gereksiz yere boşa harcanması sayılabilir. Eşler arası kredinin temsilci maliyetlerle ilgili sorunları azaltmada kullanılır. Bu maliyetler genellikle düzenleyici maliyetler olarak bilinir. Borçlunun ne yaptığı hakkında daha fazla bilgi toplamayı içerebilirler. Borç alanın çıkarlarını borç verenin çıkarlarıyla uyumlu hale getirecek mekanizmalar kullanılmaktadır. Bir kuruluşta (eşler arası kredi) borç verenler ve borç alanlar sorunu yöneticiler arasındaki çıkar çatışması ve bilgi asimetrisinden kaynaklanmaktadır (Yan vd., 2015).

Temsilcinin davranışını kontrol etmek ve sınırlamak için bir sözleşme vardır. Bu sözleşme izleme maliyetleri ve artık kayıplar yaratır. Eşler arası kredi bilgi asimetrisini azaltabilir. Bilgi düzenli raporlama ve borç takibi yoluyla tarafların çıkarları daha iyi kontrol edilebilir. (Yan vd., 2015). Eşler arası kredi yönetsel davranışın borç verene zarar vermemesi için sözleşmeden doğan yükümlülüklerine uymalıdır. Bazen belirsizlikler nedeniyle borç verenler ve borç alanlar arasındaki faydalar hala orantısızdır ve kalan kayıpları üçüncü taraf maliyetlerine eklemektedir. Artık kayıplar sözleşme ile her iki tarafın çıkarlarına hizmet etmesinde en uygun şekilde tasarlanmış olsa bile taraflar sözleşmeyi yerine getirmediğinde ortaya çıkan fırsat maliyetleridir. Sorunu azaltmada iki belirleyici unsur kritik öneme sahiptir. Bunlar Motivasyon ve sorumluluktur (Cumming, 2019: 90). Birincisi, borç verenin aracıya borçluyu ilişki kurması ve ahlaki tehlikeyi azaltmasında teşvikler sağlaması yaygındır. Gözetim nedeniyle temsilci maliyetlerini azaltan kurumun operasyonel sürecinde insan faktörleri yer aldığı sürece temsilci ile asıl arasında her zaman etik riskler ve çıkar çatışmaları olacaktır. Akıllı sözleşmenin getirilmesi sözleşmeden doğan yükümlülükler otomatik olarak yerine getirilebildiğinden sorumluluğu izlemenin ve teşvikleri dağıtmanın yeni bir yolu vekalet maliyetlerinin doğasını da değiştirmektedir (Jeon, 2020).

Son olarak eşler arası kredi geçişinin farklı aşamalarında maliyetlerin dönüşümü işlem ve temsilci maliyetlerini ortadan kaldırmaz ancak ikisinin dönüşümünü zorlayarak daha verimli

ekonomik varlık oluşturur. Eşler arası kredi platformları esas olarak; (1) borçludan kredi geri ödemesi sırasında başlangıç ücretlerine, (2) aylık faturayı ödedikten sonra borç verenden geri ödeme ücretlerine ve (3) gecikme ücretleri gibi ek maliyetlere maruz kalır. Eşler arası kredi platformu pazarlama kredi işleme ve topluluk oluşturma faaliyetleri dahil olmak üzere çeşitli görevleri üstlenir. Genellikle kredi kararlarına katılmazlar. Kredi kararları vermedikleri (geleneksel bankalar gibi mevduat toplamadıkları) için kar marjlarının ana itici gücü olan geleneksel borç verenlere göre çok daha düşük işlem ve aracılık maliyetlerine sahiptirler. Bu düşük maliyetler eşler arası kredi ağının hem arz hem de talep taraflarına aktarılır. Buna göre şeffaflık hızlı karar verme teminatsız kredi vaatleri olan borçlular genellikle rekabetçi faiz oranlarıyla eşler arası kredi platformlarına çekilir ve borç verenler daha düşük işlem maliyetleri, risk çeşitlendirmesi, pazar erişimi ve daha yüksek potansiyel getiri ile çekilir.

4.11. İlk Coin Arzları ve Bilgi Asimetrisi

Bilgi asimetrisi yönetimin yatırımcıların farkında olmadığı girişimin durumu hakkında dahili bilgiye sahip olması halinde ortaya çıkar. Bilgi asimetrisinden kaynaklanan risklere karşı koymada risk sermayedarları ve bankalar geleneksel finansman prosedürlerindeki araçlar genellikle fon toplamadan önce kapsamlı bir durum tespiti süreci gerçekleştirir (Callejo, 2019). İlk coin arzların pazarı yüksek düzeyde bilgi asimetrisi ile karakterizedir çünkü ilk coin arzları firmaları çok geç kanıtlanmış bir sicili yoktur. İlk coin arzları hakkındaki bilgide ana kaynak iş modelini özetleyen ve genellikle projenin yol haritası fonların kullanımı ve token dağıtımı ile ilgili ek bilgilerdir. Teknik incelemelerin genellikle yatırımcıları yatırıma çekmesinde ahlaki tehlike sorununu yansıtacak şekilde örtmeceli şekillerde tasarlandığını göstermektedir. Yatırımcılar gönüllü olarak açıklanan bilgilere tam olarak güvenmez (Chen, 2019). İlk coin arzları pazarındaki bilgi asimetrisi benzersiz bir acente çatışması yaratıp bu ajans çatışması düzenleyici zorluklarla daha da kötüleşmektedir. Yani çoğu ilk coin arzları düzenleyici "gri bölgede" çalışır ve daha genel olarak ulusal uygulayıcıların dağıtılmış platformları kovuşturması zordur. Bazıları bunun potansiyel olarak ilk coin arzları pazarını limon pazarına dönüştürebileceğini iddia ediyor. Yatırımcı ve yatırım yapılan kurum arasındaki ilişki özellikle girişimci finansman ortamında bilgi asimetrisi ile karakterize edilir. Genel olarak ilk coin arzları pazarındaki bilgi asimetrik gelirlerin bir kısmını nakit olarak alıkoymada yetersiz yatırımla bağlantılı bir acente çatışması yaratır. Altta yatan sorun ilk coin arzları firmalarının güvenilir şekilde kaliteyi işaret edememeleridir. İlk coin arzların yatırımcıları finansal uzmanlığa veya kaynaklara sahip olmayan bireylerin karışımından oluştuğundan bu kişiler ayrıntılı bir inceleme yapamazlar. Buna ek olarak bir token satışı başlatan girişimciler henüz yasal olarak bilgi ifşa etmek zorunda değildirler (Ofir ve Sadeh, 2019). İlk coin arzları pazarının göze çarpan özelliklerinden biri girişimciler ve yatırımcılar arasındaki önemli bilgi asimetrisidir. Kapsamlı durum tespiti yapma eğiliminde olan girişim sermayecilerin aksine ilk coin arzları yatırımcılarının esas olarak teknik incelemenin içeriğine ve şartlara güvenmeleri gerekmektedir.

İlk coin arzların yatırım kararlarını verirken göz önünde bulundurulana daha sıkı düzenlemenin ilk coin arzları pazarındaki bilgi asimetrisinin kapsamını azaltması muhtemel olsa da girişim sermayesi potansiyel ilk coin arzları yatırımcılarından her zaman daha iyi bilgilendirilmesi muhtemeldir (Miglo, 2020). İlk coin arzları bu farklı özelliğini tanımada yüksek kalite ve düşük kalite olmak üzere iki tür girişimci olduğunu varsayarak modelimizi daha da genişletilmektedir. Girişimciler ve girişim sermayesi yatırımcıları girişim türü hakkında bilgilendirilirken ilk coin arzları yatırımcıları bilgilendirilmez. Sonuç olarak ilk coin arzları finansmanı arayan yüksek kaliteli girişimleri (yüksek türler) olan girişimciler türlerini yatırımcılara bildirmede bir teşvike sahipken, düşük kaliteli girişimlere (düşük türler) sahip girişimcilerin taklit etme teşviki vardır (Chod ve Lyandres, 2018). Bilgi asimetrisi potansiyel yatırımcıların finansal ürünün gerçek kalitesini değerlendirmesi gereken bilgilere sahip olmadığı finansal piyasalarla ilişkili durumdur. Potansiyel olarak bu durumlarda yüksek kaliteli şirketlerin pazara girmesinde caydırılacağı bir pazar yaratabilir. Yani bilgi asimetrisini halka arzlar girişim sermayesi ve kitle fonlaması bağlamında tartışır. Örneğin halka arzlar bağlamında potansiyel yatırımcılar menkul kıymetin sahibine göre önemli ölçüde daha düşük bilgiye sahiptir. İlk coin arzları teknik incelemeleri zayıf ve yanıltıcı olma eğilimindedir ancak yine de ilk coin arzları fon toplamada başarı oranı oldukça yüksektir (Callejo, 2019). Bu alt bölümde bilgi asimetrisinin üç ana kaynağını belirlenmektedir.

İlk olarak standart açıklama gerekliliklerinin olmaması tokenlerin doğaları gereği önemli ölçüde farklılık gösterir. Mali haklardan tüketim haklarına kadar çok çeşitli hakları temsil edebilirler. Bu nedenle düzenleyici statüleri belirsizdir. Bunun üzerine çeşitli yargı yetkileri benimsemiştir. ICO'ları yasaklamaktan kripto dostu yaklaşıma kadar bir dizi yaklaşımdır. Sonuç olarak ilk coin arzları halka arzlardan farklı olarak standart açıklama gerekliliklerine tabi değildir. Bunun yerine çoğu yetersiz ve yanıltıcı olduğu tespit edilen beyaz kağıtlar yayınlamaktadırlar (Ofir ve Sadeh, 2019).

İkincisi yatırımcılar genellikle projenin kalitesini değerlendirilmesinde gereken temel teknik bilgiden yoksundurlar. Çoğu ilk coin arzları blok zinciri temelli girişimlerdir ve amaçlarını anlamak için iş modelleri teknolojik uzmanlık gereklidir. Yatırımcıların teknik bilgi eksikliği nedeniyle bilgi asimetrisinin ana kaynağıdır. Buna paralel olarak yatırımcıların projenin teknik yönlerine ve özellikle kaynak kodunun ifşa edilmesine karşı oldukça hassas olma eğilimindeyken beyaz kağıtlarda verilen vaatler ile gerçek kod arasındaki uyumsuzluklara karşı duyarsız olduklarını ve kodlanmamış vaatler toplanan miktarı etkilememektedir. Bu yatırımcıların kaynak kodunu gözden geçirmedikleri veya kalitesini değerlendiremedikleri anlamına gelir (Miglo, 2020).

Üçüncüsü çoğu ilk coin arzları çok erken aşamada başlatılır. Çoğu ilk coin arzları fikir aşamasındadır ve platformlarının/hizmetlerinin ilk coin arzlarından bir yıl veya daha fazla bir süre

içinde piyasaya sürülmesi beklenmektedir ve para topladıktan yaklaşık bir yıl sonra ilk coin arzları tarafından finanse edilen girişimlerin yalnızca küçük kısmı çalışan ürün tekliflerine doğru ilerlenmektedir (Miglo, 2020). Çoğu ilk coin arzları çok erken aşamada başlatıldığı ve kayıtların bulunmadığı göz önüne alındığında, bilgili olmayan yatırımcılar bilinçli bir yatırım kararı veremezler. Bu potansiyel ihraççının belirli bir gelir düzeyi ve istikrar sergilemesi gerekeceği ancak ihraççının faaliyetlerinde belirli olgunluk yoluyla elde edilebilecek halka arzların aksinedir. Bu kısmen borsaların ve yatırım bankalarının (sigortacı olarak hareket eden) listeleme gerekliliklerinden sonrasında iyi performans gösterme potansiyeline sahip halka arzları seçme eğiliminden kaynaklanmaktadır (Ofir ve Sadeh, 2019).

4.12. İlk Coin Arzları ve Ahlaki Tehlike

Bilgi asimetrisinin yanı sıra ilk coin arzlarında da ahlaki tehlikeler gözlenmektedir. Ahlaki Tehlike işlem yapmada taraflar riski paylaşır ve bir taraf diğer tarafın aldığı riskin maliyetini üstlenir. Bu durum en belirgin şekilde ilk coin arzları bağlamında gözlemlenmiştir. İlk coin arzları çıkar çatışmasıyla karşılaştığında ahlaki tehlike oluşur. Diğer yandan uzun vadede büyüme sermayesi elde etmekle ilgileniyorlar. Diğer yandan ise kısa vadede bir çıkış stratejisiyle ilgileniyorlar (Chen, 2019). İlk coin arzları bağlamında girişimlerin fırsatçı davranış sergilemeye ve ilk coin arzları sırasında kaliteyi belirtmede ana hatlarıyla belirtilen bilgi asimetrisinden yararlanmaya teşvik edilmesi böylece daha fazla fon toplanması ancak uzun vadede daha düşük getiri elde edilmesinde ahlaki tehlike vardır (Callejo, 2019). Bilgi asimetrisi zamanla azalır ve yatırımcılar kaynak kodunun gerçek kalitesini öğrenirler. Bu fırsatçı davranışın daha önce tartışıldığı gibi ilk coin arzları başarısı üzerinde olumlu etkiye sahip olduğunu kilitleme mekanizmaları ve token arz kısıtlamaları hakkında açıklamanın ilk coin arzları başarısı ile ilişkili olduğunu ancak olumsuz uzun vadeli sonuçları olduğunu göstermektedir. Benzer şekilde ihraççıların teknik incelemelerde açıklanan bilgileri abartma eğiliminde olduğunu ve teknik incelemelerdeki bilgileri abartmanın daha kısa sürede daha fazla fon toplamakla ilişkili olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte abartılı bilgilerin aynı zamanda daha düşük piyasa getirileri ve zamanla azalan daha yüksek başlangıç fiyat oynaklığı ile ilişkili olduğu fark edilmiştir (Chod ve Lyandres, 2018). Piyasayla ilişkili bilgi asimetrisi ve bu bilgi asimetrisinden yararlanmanın potansiyel faydası göz önüne alındığında ihraççılar ikileme karşı karşıyadırlar. Bir yandan fırsatçı davranışın uzun vadeli olumsuz sonuçları olurken diğer yandan ilk coin arzları başarısı üzerinde olumlu etkisi vardır. İlk coin arzlarında toplanan miktar ağ etkisi nedeniyle özellikle önemlidir ve bu erken likidite yatırımcıları için önemli bir sinyaldir. Bu nedenle ihraççıların bakış açısından fırsatçı davranışlara direnmenin verimsiz olması mümkündür. Yani teknik incelemelerde açıklanan yanıltıcı ve abartılı bilgilere sahip düşük kaliteli ilk coin arzlarının, fırsatçı davranışa direnen yüksek kaliteli ilk coin arzlarından daha iyi performans göstermesi olasıdır (Ofir ve Sadeh, 2019). Platformların gelişimi ile ilgili ahlaki tehlike problemlerinin varlığı sadece girişimcilerin kendilerini değil aynı zamanda blockchain katılımcılarını da içerir. Bir

platformun kalitesi katılımcılar için oldukça belirsizdir ve token tasarımı ilgili tarafların teşviklerini etkileyebilmektedir.

4.13. İlk Coin Arzları ve Temsilci Maliyetleri

İlk coin arzları söz konusu olduğunda tokenlerin yatırımcıları özellikle önemlidir. Yatırımcılar olarak hareket ederler aynı zamanda platform büyüme beklentilerini ve dolayısıyla genel girişim başarısını kritik olarak etkileyen gelecekteki müşteriler olarak hareket ederler. Bu nedenle sadakat etkisi ilk coin arzları bağlamında çok belirgin olmalıdır. Sadakat karar vermeyi ve dolayısıyla temsilci maliyetlerinin tezahürünü farklı şekillerde etkileyebilir. Sadakat, bireyin hem fayda kazancını hem de bireysel karar vermede kullanılan olası durumlarının öznel (fikir) olasılıklarını etkileyebilir. Bunun yerine sadakatin aracılara doğrudan fayda sağlayarak temsilci odaklı karar verme sürecini etkisiz hale getirdiğini unutmamak gerekir. Bu onların olasılık tahminleri aracılığıyla. Genel olarak sadakatin temsillerin fayda kazançları üzerindeki olumlu etkisi ilk coin arzları pazarındaki bilgi asimetrisinden kaynaklanan temsilci maliyetleriyle ilgili sorunları azaltabilir. Uygulamada potansiyel yatırımcılar tüm mevcut bilgiler arasından beklenen vekalet maliyetlerinin kapsamı için referans noktaları belirlemeye çalışmaktadırlar (Chod ve Lyandres, 2018).

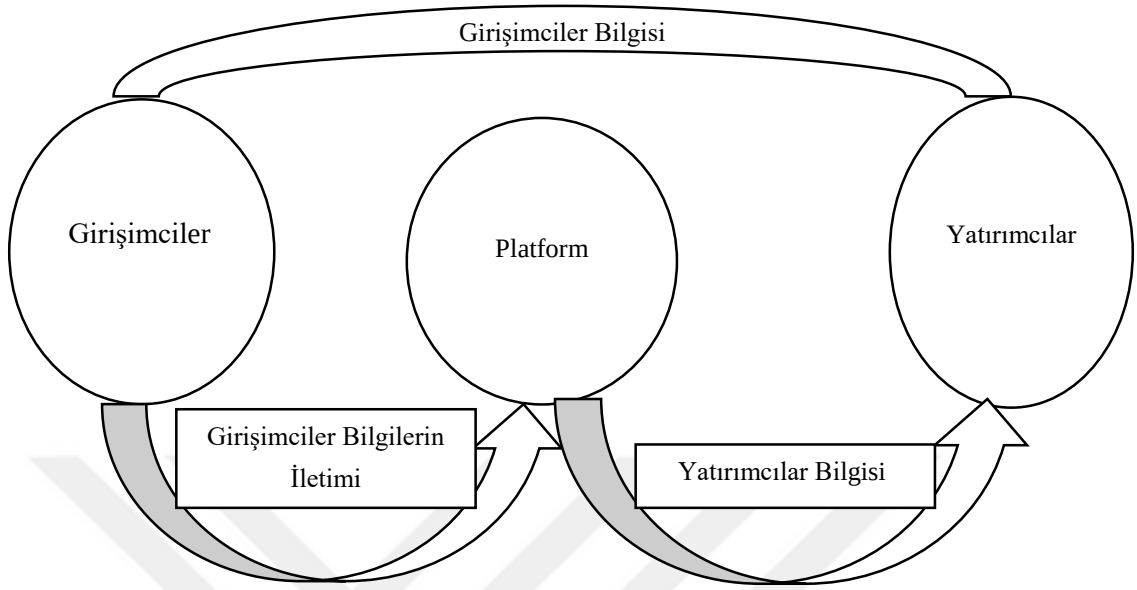
İlk coin arzları pratik bakış açısından baş yönetici (chief executive officer) sadakati baş yöneticinin kolayca ihanet etmediği kişisel özelliği olarak da görülebilir. Aslında anekdot niteliğindeki kanıtlar baş yönetici sadakatının ilk coin arzları beklentilerini ölçmede ana düşünce olduğunu göstermektedir. Bunun mantığı geçmişte sadakat gösteren baş yöneticilerin eski müdürleriyle ortalama olarak kaliteli ilişkilerin sinyali vermesidir. Bu yatırımcıları cezbeden gelecekteki acente maliyetlerine neden olma potansiyelinin daha düşük olduğu şeklinde yorumlanır. Özellikle (a) baş yönetici bağlılığında, ilk coin arzları düşük fiyatlandırması azalır çünkü baş yönetici bağlılığı yatırımcıları cezbederse son derece sadık baş yöneticilere sahip projelerin potansiyel yatırımcılara daha az teşvik sunması gerekir; (b) düşük fiyatlandırma ve ilk coin arzları brüt gelirlerinin ürünü olarak tanımlanan masada kalan para, benzer nedenlerle baş yönetici sadakatindeki düşüşler; (iii) baş yönetici sadakati daha fazla yatırımcıyı çektiği için ilk coin arzı brüt gelirleri artar; (c) sadık baş yöneticiler ilk coin arzları daha kapsamlı şekilde hazırladıkça pazara çıkış süresi artar; ve (d) baş yöneticinin sadakati ile listeden çıkma olasılığı azalır (Lynn, 2019).

İlk coin arzlarına özgü bir temsilcilik çatışması çeşitlendirmenin faydası ile eksik yatırımın maliyeti arasındaki değiş tokuş nedeniyle ortaya çıkar. Çeşitlendirmenin faydası girişimcilik risklerinin bir kısmını çeşitlendirilmiş yatırımcı tabanına aktaran ilk coin arzları projesiyle ilgilidir. Geleneksel finansman yöntemlerinden farklı olarak ilk coin arzları girişimcinin kontrol haklarını

finansmanı güvence altına alındıktan sonra yatırım seviyesini seçmeye gerek kalmadan ilk coin arzları gelirlerinin bir kısmını nakit olarak tutmasına izin vermeleri bakımından benzersizdir. İlk coin arzları projelerinin genellikle güvence altına alındıktan sonra yatırım seviyesini seçmesi fonlama ve gelirlerin bir kısmını nakit olarak tutma teşviki potansiyel olarak bir eksik yatırım sorunu yaratır. Ayrıca yatırımcılar firmanın kârından ziyade gelire yönelik iddiayı temsil eden jetonlara sahiptirler. Sonuç olarak ilk coin arzları firması tüm marjinal yatırım maliyetini üstlenir ancak kısmen kâr eder (karşılık gelen marjinal yatırım getirisinden elde tutulan jetonların kısmıdır). Bu eksik yatırım sorununu daha da şiddetlendirir. Bu nedenle bilgi asimetrisi temel senaryoda girişimcilerin ilk coin arzları yerine girişim sermayesini tercih etmesine neden olabilir (Feng vd., 2018).

Temsilci maliyetleri tipik olarak yatırımcı ve girişimci arasındaki çıkar çatışmaları gibi temel verimsizliklerin, memnuniyetsizliklerin ve aksamaların ardından ortaya çıkar. Girişimci yatırımcıların çıkarlarına aykırı olabilecek başka yollarla şirketi büyümeye çalışabilir. Sonuç olarak yatırımcılar temsilci maliyetlerine karşı karşıya kalacaklardır. Blockchain değişmez merkezi olmayan ve güvenilir özellikleriyle etkinleştirilen çeşitli merkezi olmayan uygulamaları destekler. Bununla birlikte kuruluşlar ve iş modelleri arasında blok zinciri mimarisi için birleştirici kriterler yoktur. Bu farklılık karmaşık ve çeşitli blockchain ürünleri yaratır. Ortaklarla yapılan her ekonomik değişimdeki maliyetler iki ölçü ile ilişkilendirilir. Piyasa kusurlarından kaynaklanan işlem maliyetleri ve bir kuruluştaki çıkar çatışması ve bilgi asimetrisinden kaynaklanan temsilci maliyetleridir. Blok zinciri müdahalesiyle ekonomik faaliyetlerin etkinliğini anlamak ve stratejik uyumu kolaylaştırmada mevcut internet tabanlı iş hizmetlerine iki fayda güven ve şeffaflık getirerek blok zincirinin etkilerini keşfetmede, işlem maliyetini ve temsilci maliyetini teorik mercekler olarak kullanılmaktadır. Kurumsal yönetimin iyileştirilmesine yardımcı olur. Akıllı sözleşmeler işlemlerin yürütme süresini önemli ölçüde iyileştirir ve işlem hacmini hızla artırır. İnternet, hiyerarşileri elektronik pazarlara kaydırırken ekranlar arasındaki güven eksikliği alışverişleri engellemektedir. Blockchain uygulamaları kuruluşların güven oluşturmaya ve daha merkezi olmayan şekilde çalışmasına olanak tanıyan onay mekanizması aracılığıyla ekranlar arasında güven oluşturmada bir çerçeve sağlar. Böylece mevcut internet altyapısına blok zinciri dahil edilerek, organizasyon biçimlerinin karar sınırları dışarıya doğru genişleyecektir. Son olarak blok zinciri geçişinin farklı aşamalarında maliyetlerin dönüştürülmesi organizasyon yapısı ve üçüncü tarafların rolünde önemli yönetimsel sonuçlara sahiptir. Blockchain işlem ve acente maliyetlerini ortadan kaldırmaz ancak ikisinin dönüşümünü zorlayarak daha verimli bir ekonomik varlıklar oluşturur (Lynn, 2019).

Şekil 17: Dijital Girişicilik Finansmanında Bilgi Asimetrisi



Tablo 6: Dijital Girişicilik Finansmanında Bilgi Asimetrisi

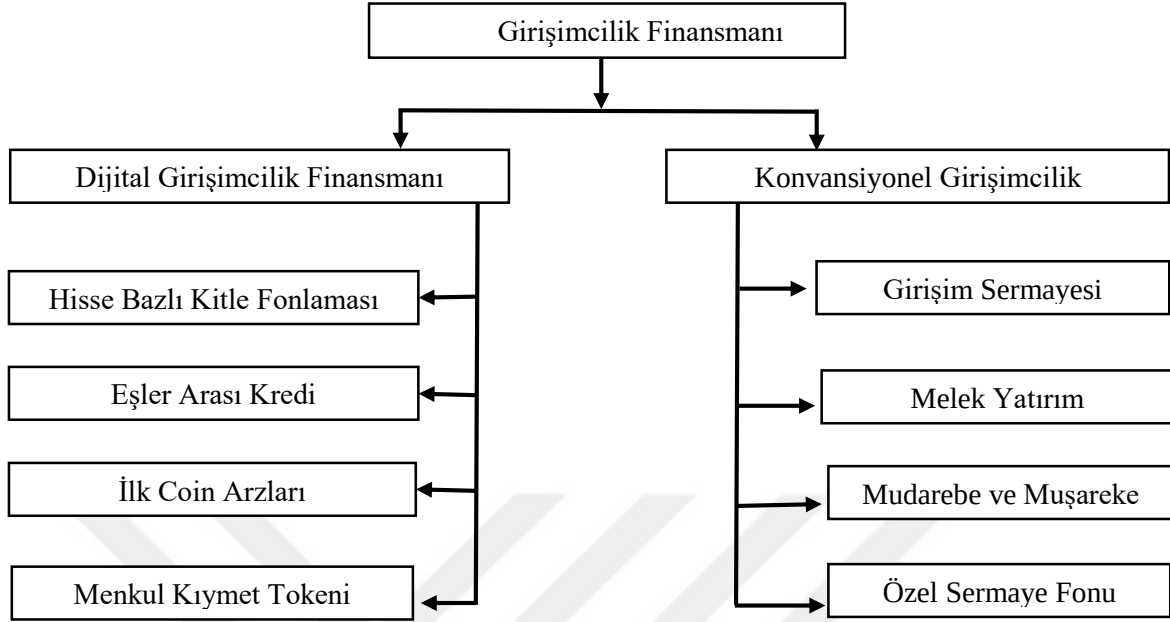
Faktör	Bilgi Asimetrisi	Ahlaki Tehlike	Temsilci Maliyetleri
ECF	Orta	Yüksek	Yüksek
P2P	Orta	Orta	Orta
ICO	Düşük	Daha Yüksek	Daha Yüksek

SONUÇ VE ÖNERİLER

Girişimciliğin fayda ile ilgili farklı etkilerini sıralamak mümkündür. Girişimci firmalar ekonomilerin belkemiği ve hem ekonomik kalkınmanın hem de istihdamın etkili güçleridir. Genç ve yenilikçi girişimci firmalar yeni teknolojilerin, endüstrilerin ve pazarların yaratılması geliştirilmesi ve büyümesiyle ilgilidir ve en fazla istihdamı yaratırlar. Bu yüzden medeniyetlerin gelişerek zenginleşmesini sağlamasına yarayan girişimcilik önemli bir kıymet olarak görülmektedir. Ancak girişim firmalar büyümelerini sürdürmede genellikle önemli miktarda finansal sermayeye ihtiyaç duyarlar. Girişimcilik finansman kaynakların dağılımı ve Start-up'lara uygulanması ile birlikte öneminin anlaşılması gerekir. Bu çalışma girişimcilik finansmanı alanına ne kadar finansman sağlanacağı konusunda tüm girişimcilerin karşı karşıya olduğu önemli sorunların çözülmesine yardımcı olmuştur; yeni girişimlerin ne zaman ve nereden temin edilmesi gerektiği, ne kadarının uygun olacağı ve finansman nasıl yapılandırılmalıdır? Sorularına yanıt vermektedir. Yeni girişimcilerin çoğu gerekli fonlarını sağlayamaması durumunda hayallerinin büyük ölçüde çizim tahtasında kalacağını fark etmektedir. Bu nedenle şekil 18'de girişimciler kendi işverenlerinin konvansiyonel girişimcilik finansmanı (melek yatırım, girişim sermayesi, özel sermaye fonu, mudarebe ve müşareke) ve dijital girişimcilik finansmanı (hisse bazlı kitle folaması, eşler arası kerdi, ilk coin arzları ve menkul kıymet tokeni) bir fon kaynağı dahil olmak üzere olası finansörlerin uzun listesini çıkarırlar. Girişimcilerin çoğu finansman için yaklaştıkları birçok geleneksel finansman yolu iş ve finansal planlar hakkında şüphecidirler; yüksek öz sermaye katılımı talebi firma kontrolü ve yönetsel etki uygular ve yeni başlayanların içinden geçtiği karakteristik büyüme süreci hakkında çok az bilgiye sahiptirler.

Bugüne kadar girişimci finans literatürü (geleneksel finansmanı) girişim sermayesi ve melek finansmanı üzerine zengin araştırma geleneği geliştirmiştir. Son on yılda girişimci finans literatürü girişim sermayesi yatırımcılarının, özel sermaye fonu, mudarebe ve melek yatırımlarının önemini vurgulamıştır. Ancak girişim sermayesi yatırımcılarının özel sermaye fonu, mudarebe ve melek finansmanının alaka düzeyine rağmen son yıllarda yeni finansman kaynağı ortaya çıkmıştır. Ek 1'de girişimcilik finansmanının farklı faktörlere göre karşılaştırılmasını göstermektedir.

Şekil 18: Girişimcilik Finansmanı



Yeni girişimcilik finansmanı kaynaklarının yaygınlaşması potansiyel olarak girişimlerin sermaye artırmalarını ve büyümesini kolaylaştırır. Bununla birlikte kitle fonlaması finansman kaynaklarının ortaya çıkması ve "geleneksel" borç finansmanına ve finansal önyüklemeye verilen sınırlı ilgi girişimlerin karşılaştığı zorlukları farklı bakış açılarından ve perspektiflerden keşfetme fırsatları sunmaktadır. Bu nedenle girişimciler konvansiyonel girişimcilik finansmanı ve dijital girişimcilik finansmanı fon kaynağı dahil olmak üzere olası finansörlerin uzun listesini çıkarıp kullanabilirler. Geleneksel girişimcilik finansmanı dijital girişimcilik finansmanı ile karşılaştırılmıştır. Ancak bunlar arasında önemli farklılıklar vardır. Yeni girişimcilik finansmanı teknolojiye hızlı ilerleme sayesinde yeni bir boyut kazanan ortak faaliyettir. Dijital girişimcilik finansmanı çok sayıda insanın bir amaca küçük katkılarda bulunmasına ve aralarında önemli katkı sağlamasına olanak tanır. Dijital girişimcilik finansmanı sistemi günümüzde gelişen teknolojik hayatın ve değişen iş algısının sonucu olarak görülebilir. Bu sistemin en belirgin özelliği internet üzerinden girişimcilerin tanımadığı geniş bir kitle tarafından fon ihtiyacının temini arayışıdır. Bu yeni finansal aracılık biçimi işlem maliyetlerini düşük tutar ve çeşitlendirme yoluyla riskleri yönetir. Böylece platformların operasyonlarını destekleyen finansal araçlara bağlı olarak çeşitli iş modelleri tanımlanabilir.

Dijital girişimcilik finansmanı ile geleneksel finansman yöntemlerinin aksine fonlara çok daha hızlı ve kolay ulaşılabilir. Aynı zamanda dijital girişimcilik finansmanı ile yatırımcı bulma, girişimlerini açıklama, ilişki kurma ve ikna etme gibi birçok geleneksel finansman yönteminde gereken çaba ve süreç daha kolay gerçekleştirildiğinden zaman kaybetmeden hızlı sonuç alınmasını sağlar. Günümüzde ülkeler dijital girişimcilik finansmanı sistemi sayesinde girişimcilere veya

girişim şirketlerine yeni iş fırsatları sağlamayı ve girişimcilerini uygulamak istedikleri projelerinde gerekli finansal kaynakları artırmayı sağlar.

Girişimlerin söz konusu finansman sorunlarının çözümünde alternatif finansman modellerine yönelmeleri büyük önem taşımaktadır. Çalışmada çözüm sunabildiği birçok alternatif finansman modeli üzerinde durulmuştur. Ancak burada vurgulanması gereken diğer önemli nokta da girişimlerin kendilerine hangi alternatif kaynağın daha uygun olacağını incelemeleri gerektiğidir. Girişimciler ilgili tüm alternatif sermaye edinme türleri hakkında yeterli bilgiye ulaşırlarsa kendilerine uygun olanı seçme çabaları daha olumlu sonuçlar verecektir. Böylece girişimciler hangi kaynağın kendilerine ne zaman fayda sağlayacağı konusunda yeterli bilgi düzeyine ulaşmış olacaklardır. Aşağıdaki tablo yardımı ile ilgili alternatif sermaye yöntemlerinin girişimcilere hangi aşamada yardımcı olacağını açıklamada daha kolay olacaktır.

Kitle fonlaması kavramı ilk kez 2008 yılında kamuoyunun bilincine varan yeni bir olgudur. İngiltere hükümeti'nin bankacılık standartları parlamento komisyonu kitle fonlamasını birçok yatırımcıyı bir araya getiren (genellikle çok küçük miktarlar için) çevrimiçi pazar yeri olarak tanımlamaktadır. Kitle fonlaması teriminin esnek olduğunu ve tüm kitle fonlamasının aynı olmadığını anlamak önemlidir. Halihazırda dörtten fazla ana kitle fonlaması fırsatı vardır ve bunlar borçlanarak fon sağlamada öz sermayeyi (hisse) artırarak fon sağlamada, İCO olarak fon sağlamada veya menkul kıymet tokeni karşılığında fon sağlamada kullanılabilir. Bu tür yatırımları yapmada "fazla maliyet" vermek zorunda kalmadan hem de daha çok kişiye daha büyük yatırım fırsatlarına erişim sağlamaktadır. Ayrıca fon toplamak isteyenlere daha fazla seçenek sunar ve fon toplama başarılı olursa, yararlanıcının piyasasında daha başarılı olacağının iyi bir göstergesi olabilir. Fon toplamada daha fazla seçenek sunar, geleneksel finansmanda daha fazla rekabet yaratır ve muhtemelen kitle fonlaması endüstrisi daha sofistike hale geldikçe geleneksel finanstan daha az maliyetli olma potansiyeline sahiptir.

Kitle fonlaması yoluyla isterse daha geleneksel finansman yöntemleriyle olsun; herhangi bir yatırımdaki ana risk, yatırımcının parasını kaybedebilmesidir. Faydalanıcı tarafından yatırımcılarına yapılan ödemelerin temerrü geleneksel finansman yöntemlerine kıyasla kitle fonlamasında daha karmaşık olabilir. Fon transferinin nasıl gerçekleşeceğini fon akışını ve yatırım için hangi hesapların kullanılacağını belirlemek başarılı platformda diğer bir anahtar faktör olacaktır. Kitle fonlaması platformu operatörü ayrıca sağlam kara para aklamayı önleme imzası dahil olmak üzere önerilen yararlanıcının durum tespiti yapmada etkili mekanizmaya sahip olmalı ve müşteri kontrollerini bilmelidir. Dikkate alınacak diğer hususlar arasında iş modelinin kapsamlı incelemesi, önerilen yatırımın amacının açıklığa kavuşturulması, işletmenin risklerinin ve başarı potansiyelinin belirlenmesi yer alacaktır. Bu bilgilerin yeterli ve şeffaf şekilde platformda belirtilmesi yararlanıcının tüm ayrıntıları ve yatırımın risklerinin dürüst şekilde değerlendirmesi gerekecektir. Bu şekilde

yatırımcılar yatırımın gerçekçi olmayan bir resmine sahip olmaktan kaçınmada bilinçli karar verebilirler.

2008 yılında yaşanan küresel finansal kriz sonrasında yetkili otoritelerce bankalara uygulanan regülasyonların artması, tüketicilerin bankalara olan davranışlarının değişimi, geleneksel finansmanların ve bankaların dijitalleşme ile birlikte hizmet kanallarını çeşitlendirmede yeterli derecede hızlı olamaması, finansal hizmetleri daha iyi, daha hızlı ve daha düşük maliyetlerle sunabilen fintek firmalarının önünü açmıştır. Finans ve teknoloji kelimelerinin birleşmesinden oluşan fintek kavramı, mobil, internet ve veri analitiği gibi ar-ge teknolojilerini kullanarak geleneksel anlamdaki finansal hizmet anlayışını ortadan kaldırmıştır. Fintek, tüm dünyadaki finansal hizmetleri tamamen değiştirerek, birçok yeni alternatif finansman yolu (kitle fonlaması) ile bir finansman kanalı sunmaktadır. Teknolojinin yardımı ile finansal hizmetlerin daha kullanıcı dostu haline getirilmesi tüketicilerin bu hizmetlere çok daha kolay ulaşmasını ve yararlanmasını mümkün kılmaktadır. Yapay zeka, robotik süreç otomasyonu, büyük veri, blokzinciri, makine öğrenimi, akıllı sözleşmeler ve biyometrik doğrulama gibi altyapıları kullanan fintek firmaları, ödeme hizmetleri, kitle fonlaması, eşler arası kredilendirme, varlık yönetimi, kredi derecelendirme, sigorta ve kripto para ve ilk coin arzları gibi alanlarda yenilikçi yaklaşımlar ile hizmet vermektedir.

Küresel finansal teknoloji sektörünün teknolojik gelişimi ve firmaların hızla büyümesindeki en büyük etken bireysel kullanıcıların sisteme girmesi olmuştur. Özellikle finansal yatırım, kitle fonlaması, eşler arası kredi, ilk coin arzları ve bankacılık işlemleri konusunda daha hızlı ve daha güvenli hizmet sunan firmalar bu avantajlarıyla dünyanın farklı bölgelerindeki bireysel kullanıcılara ulaşabilmişlerdir. Bunun sonucunda ise küresel anlamda daha fazla kullanıcıya ulaşabilen ve daha yüksek rekabet gücü olan büyük firmalar dünyanın farklı bölgelerinde finansal merkezler oluşturmuşlardır. Fintek girişimleri nesnelerin interneti, derin öğrenme, yapay zeka, blok zincir (blockchain) ilk coin arzları veya kripto para uygulamaları gibi teknolojilerden yararlanarak müşterilerine mobil ve dijital ödeme sistemleri, eşler arası kredi, kitle fonlaması, küçük ve yeni işletmeler için finansal çözümler ve muhasebe çözümleri, eşler arası kredilenme, robot yatırım danışmaları gibi alanlarda yenilikçi çözümler sağlamaktadırlar. Fintek girişimleri geleneksel finansman kuruluşların karmaşık ve yavaş yapılarını geride bırakarak özel yazılım ve algoritmalar aracılığı ile tüketici ve müşterilerine hızlı ve efektif çözümler sunup teknolojiye ayak uydurmayı amaçlamaktadır.

Finansman, farklı kaynaklardan ticari faaliyetler için fon elde etme eylemlerini ifade eder. Girişim sermayesinin, melek yatırım, devlet fonları, mudarebe, özel sermaye fonu ve tahvil değerleri gibi çeşitli geleneksel finans kaynakları vardır. Fintekteki gelişmeler birçok yeni alternatif finansman yolu yani (kitle fonlamsı) bir finansman kanalı sunmaktadır. Örneğin, hisse bazlı kitle fonlaması, eşler arası kredi ve ilk coin arzları işletmelerin daha düşük maliyetle veya geleneksel olarak mümkün olmayan bir şekilde fon elde etmeleri için alternatif yol sağlar.

Yatırımcıları ve borçluları geleneksel krediler yerine kitle fonlaması kredilendirmeye yönlendiren nedir?. Çalışmaya göre kitle fonlaması pazarının itici güçlerini kitle fonlaması borç verme pazarının büyümesini kolaylaştıran üç özel nedeni vardır. Hisse bazlı kitle fonlaması ve eşler arası kredi verme piyasasının genişlemesinin ilk itici gücü mali krizlerdir. Geleneksel borç verme piyasasının borç verme hacimlerinin hisse bazlı kitle fonlaması ve eşler arası kredi verme piyasasının borç verme hacimleri ile olumsuz yönde ilişkili olduğu bilinmektedir. Bu eğilim borçluların bankalar (geleneksel finansmanı) tarafından yetersiz hizmet aldıkları andan itibaren finansal ihtiyaçlarını karşılamada kitle fonlaması model platformlarına başvurmaları ile açıklanabilir. Finansal kriz sırasında ise bankalar (geleneksel finansmanı) kredi arzını daha da azaltmıştır. Kredi arzındaki bu düşüş, yetersiz hizmet alan borçluları çevrimiçi borç verme platformlarına yöneltmiş ve kitle fonlaması borç verme platformlarıyla daha çok ilgilenmişlerdir.

Geleneksel bankalara olan güvenin azalması borçluları geleneksel bankacılık pazarından çevrimiçi borç verme pazarına çekeceğinden kitle fonlaması kredilerinin miktarını arttıracaktır. Bu özellikle mali krizden sonra olmaktadır. Bu eğilimin etkisinin kredibilitesi düşük olan borçlular için daha büyük olduğu görülmektedir. Bu daha düşük kredibiliteye sahip daha fazla borçlunun kitle fonlaması borç verme piyasasına çekileceği anlamına gelmektedir. Buna bağlı olarak kişilerarası güvendedeki artış; geleneksel bankacılıkta çok daha kişisel olduğundan borçluları kitle fonlaması kredilerinden geleneksel bankacılığa yönlendirecektir. Yatırımcılarda da aynı eğilimler bulunmaktadır. Geleneksel bankalara olan güvenin azalması çevrimiçi kredilere yapılan yatırımları artırmaktadır. Kitle fonlaması kredilerinin büyümesinin başka itici gücü, geleneksel bankaların giriş engelleri ve rekabetidir. Bir ülkede ne kadar fazla banka varsa; kitle fonlaması platformlarında giriş engelleri yüksekse, büyümeleri düşük olmaktadır. Ancak gerçek mekanda faaliyet gösteren mağazaya yakın olmayan veya bankalarla kötü deneyimi olan borçlular çevrimiçi krediye başvuracaktır. Düşük banka yoğunluğuna sahip alanlar bu nedenle kitle fonlaması kredi platformlarında bir büyüme fırsatıdır. Sonuç olarak kitle fonlaması borç verme platformları bankaların tuğla ve harç şubelerini kapatan mevcut eğiliminden yararlanmaktadır. Kitle fonlamasının özellikleri, ilk yüksek verimlilik ve düşük maliyettir.

Kitle fonlamasında projenin yayınlanması tanıtımı ve işlemlerinin tamamı internet üzerinden gerçekleştirilir. Bu yatırım ve finansman tarafları arasındaki iletişimi ve işlem verimliliğini büyük ölçüde geliştirir. Aynı zamanda başlangıç maliyetini, pazarlama maliyetini ve işlem maliyetini düşürür. İkincisi çeşitliliği ödüllendiren kitle fonlaması yatırımcılarında sermaye getirilerinin yanı sıra işletme özkaynakları, token, fiziksel ürünler, kültürel performanslar, film ve televizyon çalışmaları da alabilirler. Kitle fonlaması getirilerinin çeşitliliği çeşitli yatırımcıların farklı ihtiyaçlarını karşılayabilir. Üçüncü olarak küçük yatırımlarla ilgili düzenlemelere göre kitle fonlaması yatırımcıların belirli servet ve yıllık gelire ve buna karşılık gelen risk toleransına sahip küçük yatırımlar yapmasını gerektirir. Bu modeller her seviyedeki katılımcıların farklı ihtiyaçlarını karşılarlar. Kitle fonlamasının türüne bağlı olarak bir dizi maddi veya manevi varlık alabilir. Genellikle kitle fonlaması platformlarında yani fon sağlayıcıları, fon sağlayıcılara bağlayan internet tabanlı platformlarda gerçekleşmektedir.

İlk coin arzları ve tokenler ekiplerin kripto para dünyasındaki projelerinde fon toplarken kullandıkları yöntemdir. İlk coin arzları ve tokenler teknolojik Start-up'larda geleneksel finansman yerine kullanılabilecek bir alternatif olabilir. Utility tokenleri, menkul kıymet tokenleri ve varlık tokeni, kitle fonlaması türünü takip eder. Çünkü bazı token da yatırımın piyasaya sürüldükten sonra nihai ürünü kullanmasına izin verir ancak çoğu ilk coin arzları ve kitle fonlamasının aksine öz sermaye hakları vermez. Gerçekten de ilk coin arzları kitle fonlaması ile birçok özelliği paylaşır fakat blok zinciri sistemi altında çalışır. Bununla birlikte ilk coin arzları kitle fonlamasından farklıdır. Bu farkların iki tanesi şöyledir; çünkü ilki esas olarak aracılığı bir blok zinciriyle değiştirmek merkezi olmayan ve ikincisi proje üzerinde bazı durum tespiti yapan merkezi bir platform kullanır. Kitle fonlaması kullanan şirketlerin ilk coin arzları kampanyalarının aksine ürünlerin fiyatını önceden belirlemesi gerekebilir. Her iki kavram arasındaki temel fark likiditenin varlığı ve ilk coin arzları için ikincil piyasadır.

İlk coin arzları ve halka arzlar kavramları karşılaştırılmıştır ancak bunlar analiz edilen üç kavramdan en farklı finansman şeklidir. İlk olarak ICO'lar halka arzlardaki hisse senedinden çok daha az token satma maliyeti içerir ve ayrıca yatırımda daha düşük bir başlangıç eşiği vardır. Bu süreçlerde ilk coin arzları tamamen sanal olarak kripto borsasında yapıldığında ve borsalarda halka arzların gerçekleşmesi gerektiğinde farklı yerlerde gerçekleşir. Bu nedenle ilk halka arzların piyasası yüksek düzeyde düzenlenmiştir ve ilk coin arzları düzenleyicilerin dikkatini çekmesine rağmen hala büyük ölçüde düzenlenmemiş durumdadırlar. Ayrıca bir halka arzın izahnamesi ile karşılaştırılabilecek beyaz kayıt büyük ölçüde düzenlenmemiş olmasına rağmen ilk coin arzların düzenlemeleri artmaktadır. Bazı pazarlarda, İsviçre pazarında olduğu gibi düzenlenmiş faaliyetlerdir. Hisseler ve tokenler esas olarak ilki sahiplerine şirketin kararları üzerinde olası oy haklarıyla birlikte sahiplik hakları verdiğinde farklılık gösterir ancak tokenler göstermez. Ayrıca ilk coin arzlar bir fikri veya projeyi en çok başlangıç aşamasında finanse eder ancak halka arzlar şirket büyürken ve yaşam

döngüsünün daha olgun bir aşamasındayken gerçekleşir ve bu nedenle elde edilen finansman çoğunlukla iyi performans gösteren güçlü şirket siciline dayanır. Son olarak ikincil piyasalarda tokenin küçük bir kısmı ile ticaret yapma şansı vardır ancak hisselerde aynı şey olmayacaktır.

Ancak bilgi asimetrisi kitle fonlaması (eşler arası kredi, hisse bazlı kitle fonlaması, ilk coin arzları ve menkul kıymet token) projesinin başarısını ve başarısızlığını belirlemede önemli rol oynar. Tüm taraflar (girişimciler ve yatırımcılar) projelerle ilgili tüm bilgilere eriştiğinde karar vermek kolaylaşır. Taraflar arasında bilgi asimetrisi olmadığında bilinçli karar verme zorlaşır ve diğer bazı taraflar bu gibi durumlardan haksız avantaj elde edebilir. Yatırımcılara genellikle kitle fonlaması platformları veya girişimciler tarafından yanlış bilgiler sağlanabilir. Ayrıca girişimciler platformlar tarafından fonlama konusunda bilgilendirilmeyebilir. Bu nedenle bilgi asimetrisi kitle fonlamasında önemli risk faktörü olarak kabul edilir. Bilgi her sektörde özellikle de kitle fonlaması endüstrisinde çok büyük öneme sahiptir.

Çalışmada girişimcilerin dijital girişimcilik finansmanını tanıması (açıklama) ve hangi tür modelin daha uygun olacağını tespit edilmesi, geleneksel girişimcilik finansmanı ve dijital girişimcilik finansmanı ile karşılaştırılması, girişimcilerin ekonomik ve sosyal fayda sağlamak amacıyla uygulamak istedikleri iş fikirlerinin finansmanında yeni alternatif kaynakların araştırılmasıdır. Girişimcilerin finansal yetersizliklerini gidermede başvuracakları alternatif finansal araçlara dijital girişimcilik finansmanı veya kitle fonlamasına (hisse bazlı kitle fonlaması, eşler arası kredi, ilk coin arzları ve menkul kıymet tokeni) uygun yaklaşım sunulmuştur. Girişimcilerin alternatif kaynaklar konusunda bilgilendirilmesi ve seçim aşamasında kendilerine uygun finansman kaynağını kolaylıkla belirlemelerine yardımcı olmuş kitle fonlamasının (hisse bazlı kitle fonlaması, eşler arası kredi, ilk coin arzları) bilgi asimetrisi, ahlaki tehlikesi ve temsilci maliyetleri araştırılmıştır. Sonuç olarak girişimcilik finansmanının geleneksel yolları olan dijital girişimcilik finansmanı veya kitle fonlaması ile karşılaştırılmıştır. Ancak bunlar arasında önemli farklılıklar vardır. Bu kavramlar hisse bazlı kitle fonlaması, eşler arası kredi, ilk coin arzları ve menkul kıymet tokeni yeni alternatif finansmanı olarak çıkmıştır. Girişimcilerin finansal yetersizliklerini gidermede başvurdukları alternatif finansal araçlar dijital girişimcilik finansmanı veya kitle fonlaması (hisse bazlı kitle fonlaması, eşler arası kredi, ilk coin arzları ve menkul kemet tokeni) uygun yaklaşım sunmuştur. Bilgi asimetrisi kitle fonlaması projesinin başarısını ve başarısızlığını belirlemede önemli rol oynar. Tüm taraflar (girişimciler ve yatırımcılar) projelerle ilgili tüm bilgilere eriştiğinde karar vermek kolaylaşır.

Ek olarak şu ana kadar araştırılmamış bazı vakalar da dikkate alınmalıdır.

1. Gelecekteki araştırmalar, kitle fonlaması ve eşler arası kredi modelinde şirketler anapara geri ödemesinden ve kredinin faizinden ziyade hizmet ve geç ödeme ücretlerinden kar elde edecektir. Böyle bir modelde tüketicilere karşı hesap verebilirliğe yönelik teşvikler gerekmektedir.

2. Gelecekteki araştırmalar, farklı kitle fonlaması yatırımcıları arasındaki kişisel özellikleri ve yatırım motivasyonu arasındaki farklılıkları daha fazla keşfetmeye çalışmalıdır. Bu faktörler kültürler ve ülkeler arasında farklılık gösteriyor mu? Yatırımcıların özellikleri ve yatırım motivasyonu bir kampanyanın finanse edilme olasılığını ne ölçüde öngörüyor? Sorularına cevap aranmalıdır.



KAYNAKÇA

- Adhami, Saman vd. (2019), "Risks and Returns in Crowdlending", Available at SSRN, <http://dx.doi.org> (3.11. 2020).
- Adhikary, Bishnu Kumar vd. (2018), "Crowdfunding Lessons From Japan's Approach", Kobe University Social Science Research Series or **springer journal**, 1-110.
- Akbaş, Serengül Yüksel (2019), **Girişimciler ve Yatırımları Buluşturan Alternatif Finansman Yöntemi: Kitle Fonlaması**, Yüksek Lisans Tezi, Pamukkale Üniversitesi-Muhasebe ve Finansman Programı, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ahola, Tuomas vd. (2021), "Agency Relationships of Project-Based Firms", **International Journal of Project Management**, 39(7), 713-725.
- Aldeholm, Marianne Sol (2019), **Crowdfunding in Europe, The Impact of National Crowdfunding Regulation**, Yüksek Lisans Tezi, Economics from the NOVA, School of Business and Economics.
- Alexander, Bachmann vd. (2011), "Online Peer-To-Peer Lending - A Literature Review", **Journal of Internet Banking and Commerce**, 16(2), 1-18.
- Antonella, Francesca Cicchiello (2020), "Entrepreneurial Dynamics and Investor-Oriented Approaches for Regulating the Equity- Based Crowdfunding", **Journal of Entrepreneurship and Public Policy**, 2045-2101.
- Arundale, Keith (2010), " A Guide to Private Equity", <https://www.bvca.co.uk> (12.09.2021).
- Aström, Zeyneb Hafsa (2012) **Risk Analysis for Profit and Loss Sharing Instruments**, Doktora Tezi, International University of Sarajevo.
- Alvarez, Francisco ve Camiña, Ester (2014), "Moral Hazard and Tradeable Pollution Emission Permits", **Journal of Theoretical Economics**, 14(1), 1-129.
- Aboubacar, Coulibaly (2019), **Credit Risk Estimation in the Age of Peer to Peer Lending**, Yüksek Lisans Tezi, Cloud State University, Department of Economics.
- Andreas, Dietrich ve Reto, Wernli (2017), "What Drives the Interest Rates in The P2P Consumer Lending Market? Empirical Evidence from Switzerland", **Research Gate**, 13(1), 221-229.
- Adrian, Fong (2015), " Regulation of Peer-To-Peer Lending in Hong Kong ", Routledge Taylor and Francis Group and Financial Markets, **Research Gate**, 9(4), 251-259.

- Africa, FSD (2016), "East Africa Crowdfunding Landscape Study", **Department for International Development**, <http://www.fsdafrica.org> (14.08.2020).
- Adhami, Saman vd. (2018), "Why Do Businesses Go Crypto? An Empirical Analysis Of Initial Coin Offerings", **Journal of Economics and Business**, 64-75.
- Akyıldız, Birten (2021), **Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Kitleli Fonlamanın Karşılaştırılması Üzerine bir İnceleme**, Yüksek Lisans Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı.
- Asfour, Nafie (2019), **Role of Blockchain and Smart Contracts in Transforming Social Contracts**, Yüksek Lisans Tezi, IBN Haldun University, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı.
- Ahmad, Muhammad Farooq vd. (2020), "What Determines Initial Coin Offering Success: A Cross-Country Study", **Economics of Innovation and New Technology**, <https://doi.org> (01.12.2021).
- Arnold, Laurin vd. (2019), "Blockchain and Initial Coin Offerings: Blockchain's Implications For Crowdfunding", **Business Transformation through Blockchain**, 233-272.
- Ante, Lennart ve Fiedler, Ingo (2019), " Cheap Signals in Security Token Offerings (STOs)", **SSRN Electronic Journal** 1(1), 1-18.
- Au, Cam-duc vd. (2021), "Security Token Offerings – Determinants of Success For Token Sales", **Research Gate**, <https://www.researchgate.net> (01.12.2021).
- Bavoso, Vincenzo (2019), "The Promise and Perils of Alternative Market - Based Finance : The Case of P2P Lending in The UK", **Journal of Banking Regulation**, 21 (2), 395-409.
- Babina, Tania (2020), **Entrepreneurial Finance**, Doktora Tezi. Columbia Business School at The Very Center of Business, <https://www.researchgate.net> (07.11.2020).
- Bonini,Stefano ve Capizzi, Vincenzo (2019), " The Role of Venture Capital in The Entrepreneurial Finance Ecosystem: Future Threats and Opportunities", **SSRN Electronic Journal**,(49), <https://ssrn.com/abstract> (05.09.2020).
- Baird, Robert, (2021), "Important Information About Private Equity Funds, www.rwbaird.com.
- Berthou, Erica, (2015), Private Equity Funds, www.debevoise.com (20.10.2022).
- Bessière, Véronique vd. (2020), "Crowdfunding, Business Angels, and Venture Capital: an Exploratory Study of The Concept of The Funding Trajectory", **Venture Capital**, 22(2), 135-160.
- Boujelbene, Younes ve Besbes, Lobna (2012) "The Determinants of Information Asymmetry Between Managers and Investors: A Study on Panel Data", **IBIMA Business Review**, 1-11.

- Bruno, Michael (2016), "Angel Investors", **Aviation Week and Space Technology**, 178(8), 56-58.
- Brochado, Ana (2016), " Success Drivers of Sports Crowdfunding Campaigns", **Business Research Unit (BRU-IUL), Lisbon, Portuga**, 67-82.
- Burke, Andrew (2014), **The Impact of Commercial Peer-To-Peer Lending Websites on the Finance of Small Business Ventures**, Doktora Tezi, Academic Cranfield University, School of Management.
- Bernardino, Susana ve Santos, Freitas (2020), "Crowdfunding : An Exploratory Study on Knowledge , Benefits and Barriers Perceived by Young Potential Entrepreneurs", **Journal of Multinational Financial Management**, 13(4),1-8.
- Block, Joern H vd. (2016), "New Players in Entrepreneurial Finance and Why They are There", **Small Business Economics Journal**, (50), 239-250.
- Bellavitis, Cristiano vd. (2017), "Entrepreneurial Finance: New Frontiers of Research and Practice", **An International Journal of Entrepreneurial Finance**, 19(2), 1-16.
- Beaulieu, Tanya (2015), "A Conceptual Framework for Understanding Crowdfunding" **Journals Communications of the Association for Information Systems**, 37(1), 1-36.
- Biasi, Joey ve Chakravorti, Sujit (2018), "Initial Coin Offerings: Disruptor or Impostor?", In **SSRN Electronic Journal**, <https://doi.org/10.2139/ssrn.3251487> (01.12.2021).
- Boujelbene, Younes ve Besbes, Lobna (2012), "The Determinants of Information Asymmetry between Managers and Investors: A Study on Panel Data", **IBIMA Business Review**, 12(20), 1-12.
- Bruno, Riccardo vd. (2017), "Initial Coin Offerings: Threats and Opportunities of a New Financing Tool", **Relatore**. <https://link.springer.com/article> (Accessed, 01.12.2021).
- Biancone, Paolo Pietro, vd. (2020), "Crowdfunding and Fintech : business model sharia compliant", <https://ssrn.com/abstract> (20.07.2022).
- Beebe, Joyce (2020), "Tax Considerations of Crowdfunding. Rice University's Baker Institute for Public Policy - Issue Brief", **Public Finance**, <https://www.bakerinstitute.org> (14.12.2021).
- Cheuk Hang Au, Barney Tan (2020), "Developing a P2P Lending Platform: Stages, Strategies and Platform Configurations", **Zheshang Research Institute Journal**, 30 (4), 1229-1249.
- Christoph, Bertsch (2017), "The Role of Trust in Online Lending", **Centre for Economic Policy Research**, 1-54.
- Cai, Cynthia Weiyi (2018), "Disruption of Financial Intermediation by FinTech: a Review on Crowdfunding and Blockchain", **Cafaanz Accounting & Finance Journal, Australia Charles Sturt University**, 58(2018) 965-992.
- Čalopa, Marina Klačmer vd. (2020), "Impact of Board Size and Ownership Concentration on Agency

- Costs: Evidence for Croatian Companies", **Zbornik Radova Ekonomskog Fakultet Au Rijeci**, 38(2), 521–535.
- Christine, Farnish (2019), "P2P Lending and Regulation", **ZOPA**, <https://www.adb.org> (15.02.2021).
- Cathy W.S. Chen vd. (2019), "Inferences of Default Risk and Borrower Characteristics on P2P Lending", **North American Journal of Economics and Finance**, 50(10),10-13.
- Ceren, Çubukçu (2017), "Kitleli Fonlama : Türkiye ' deki Kitleli Fonlama Platformları Üzerinden Bir Değerlendirme", **Girişimcilik ve İnovasyon Yönetimi Dergisi**, 6(2), 155-172.
- Chan, Lareina J (2018), "Crowdfunding and Regulation in Hong Kong its for Inertia?", **Research Gate**, 351-400.
- Carl, Esposti (2015), "The Crowdfunding Industry Report", **Research Gate**, <https://www.smv.gob.pe> (20.11.2020).
- Chaffee, Eric ve Rapp, Geoffrey C (2013), "Regulating Online Peer-To-Peer Lending In The Aftermath of Dodd-Frank: In Search of an Evolving Regulatory Regime for an Evolving Industry", **Research Gate**, 45(2013), 447-530.
- Cai, Wanxiang vd (2019), "Crowdfunding and Social Capital: A Systematic Review Using a Dynamic Perspective ", **Science Direct**, <https://doi.org> , (14.11.2020).
- Clifford, Chance (2018), "Initial Coin Offerings -Asking the Right Regulatory Questions", **Research Gate**, <https://www.cliffordchance.com> (02.12.2021).
- Chumachenko, Ivan (2019), "Security Tokens Offering Regulation As the Way of The Venture Investment", **Research Gate**, 6(2019), 21-26.
- Callejo, Guillermo (2019), "Empirical Analysis of Information Asymmetry in Initial Coin Offerings ", <https://doi.org> (01.01.2022).
- Cecil, Anthony (2011), Private Equity Fund Accounting, **International Private Equity**, 111-146.
- Chamidah, Nofitasari ve Asandimitra, Nadia (2017), "The determinant of Agency cost in Indonesia", **International Journal of Economic Research**, 14(4), 83-97.
- Chod, Jiri ve Lyandres, Evgeny (2018), "A Theory of ICOs: Diversification, Agency, and Information Asymmetry", **SSRN Electronic Journal**, <https://doi.org/10.2139/ssrn>, (20.08.2021).
- Crisanti, Andrea vd. (2019), The VC Factor: Data-Driven Insights About VC-Backed Start-Ups in Europe", **Invest Europe**, 1-52.
- Cumming, Douglas J vd. (2021), "Equity Crowdfunding and Governance: Toward an Integrative Model and Research Agenda", **Academy of Management Perspectives**, 35(1), 69-95.

- Cumming, Douglas vd. (2019), "Angel Investors Around the World", **Journal of International Business Studies**, 50(5), 692-719.
- Cummins, Darryl vd. (2019), Addressing Information Asymmetries in Online Peer-To-Peer Lending: FinTech and Strategy in the 21st Century Chapter, **Springer International Publishing**, <https://doi.org> (12.11.2021).
- Çatak, Çiydem (2020), "Entrepreneurial Finance in Turkey: A Comparison of German Entrepreneurial Index (GEX) with Borsa Istanbul Emerging Companies Market (ECM)", **Journal of Yaşar University**, 15(57), 63-71.
- Çağlar, Muhammet Tunahan (2019), "Yeni Nesil Alternatif FinansmanYöntemi OlarakKitlese Fonlama : Dünya Ve Türkiye", **Uygulamalı Sosyal Bilimler Dergisi**, 3(2), 18-34.
- Çonkar, Ehmet Kemalettin ve Canbaz, Muhammet Fatih (2018), "Kitle Fonlaması Finansman Yöntemi: Türkiye’de Sistemin Geliştirilmesine Yönelik Öneriler", Afyon Kocatepe Üniversitesi, **Optimum Journal of Economics and Management Sciences**, 5(2), 119-132.
- Çıtak, Muhammed (2022), **Fıkhi Açıdan Paya Dayalı Kitle Fonlaması**, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme AnaBilim Dalı.
- Douglas, Cumming (2019), "New Directions in Entrepreneurial Finance", **Journal of Banking & Finance** 100(1), 252-260.
- David J, Denis (2004), "Entrepreneurial Finance: An Overview of The Issues and Evidence", **Journal of Corporate Finance**, 10 (2004), 301-326.
- Demiray, Melek (2019), **Crowdfunding Community Engagement: Drivers and Outcomes**, P.H.D Tezi, Istanbul Technical University, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı.
- Deloitte China (2020a), "Security Token Offerings: The Next Phase of Financial Market Evolution", **Research Gate**, <https://www.researchgate.net> (15.02.2022).
- Derayah, Financaıl (2017), "A Concept Study on Peer-To-Peer Lending", **Derayah Financial**, <https://web.derayah.com> (08.02.2021).
- Dresner, Steven (2014), "Crowdfunding: A Guide to Raising Capital on The Internet", **Published simultaneously in Canada Financial series**, <https://www.crowdestor.com> (20.09.2020).
- Devashis, Mitra. (2019), "The Role of Crowdfunding in Entrepreneurial Finance", **Research Gate, Delhi Business**,13(2), 46-92.
- Durinck, Eveline, vd. (2017), "Crowdfunding Reshaping The Crowd’s Engagement in Culture", **European Union**, <https://europa.eu> (13.11.2020).
- Durkin, Mark vd. (2016), "The SME-Bank Relationship: Exploring the Impact of Crowdfunding at Start-up", **Kent Business School and the London Institute of Banking and Finance**, <https://www.ulster.ac.uk> (9.10.2020).

- Day, Jones (2017), "Initial Coin Offerings-A Singapore Perspective", **Research Gate** <https://www.jonesday.com>, (07.12.2021).
- Dell’Erba, Marco (2020), "From Inactivity to Full Enforcement: The Implementation of The “Do No Harm” Approach in Initial Coin Offerings", **In Michigan Technology Law Review**, 26(26), 175-227.
- Diemers, Daniel vd. (2018), "Initial Coin Offerings: A Strategic Perspective", **PWC Strategy & June**, <https://cryptovalley.swiss> (03.12.2021).
- Deloitte, China (2020b), "Advantages of Security Token Offerings", **Research Gate** <https://www2.deloitte.com>, (12.12.2021).
- De Carvalho, Lucia Fernanda ve Maccari, Emerson Antonio (2014), "Equity-Based Crowdfunding as an Alternative For Funding of Startups: Trends in Brazilian Context", **Research Gate**, 9(10), 1-11.
- Dolatabadi, Iman, vd. (2021), "Equity Crowdfunding in The U.S.", **SSRN Electronic Journal**, <https://doi.org>, (15.12.2021).
- Dermawan, Dodi vd. (2020), "Asymmetric Information of Sharing Economy", **Research Gate**, 144(2019), 29-33.
- Dowd, Kevin (2008), "Moral Hazard and The Financial Crisis", **Research Gate**, <https://doi.org/10.2139/ssrn> (29.01.2022).
- Dibrova, Alina (2015), "Business Angel Investments: Risks and Opportunities. **Procedia - Social and Behavioral Sciences**, 207(2015), 280-289.
- Davydiuk, Tetiana, vd. (2018), "İDe-crypto-ing Signals in Initial Coin Offerings: Evidence of Rational Token Retentionİ", **SSRN Electronic Journal**, <https://doi.org/10.2139/ssrn.3286835>.
- European Commission (2015), "Crowdfunding Explained:A Guide for Small and Medium Enterprises on Crowdfunding and How to Use it" **European Commission**, <https://ec.europa.eu> (20.11.2020).
- European Crowdfunding (2018), "Country Crowdfunding Factsheet", **European Crowdfunding Network**, <https://eurocrowd.org>, (18.12.2020).
- Fettahoğlu, Sibel ve Khusayan, Saulye (2017), "Yeni Finansman Olanağı: Kitle Fonlama New Financial Technique: CrowdFunding", **Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi UUSBD, Research Gate**, 479-521.
- Fraser, S ve Bhaumik, S (2015), "This is a Repository Copy of What do We Know About Entrepreneurial Finance and its Relationship with Growth?", **International Small Business Journal**, 33(1),70-88.
- Florackis, Chrisostomos ve Aydin, Ozkan (2008), "Agency Costs and Corporate Governance

- Mechanisms: Evidence For UK Firms", **International Journal of Managerial Finance**, 4(1), 37-59.
- Frederick, Howard (2009), "Entrepreneurship : Theory, Process, Practice", **Research Gate**, <https://www.researchgate.net>, (11.10.2020).
- Foggo, Daniel (2015), "Financial System Inquiry-Ratesetter Submission To The Treasury", **Rate Setter Australia**, [https:// www.Ratesetter](https://www.Ratesetter) (9.10.2020).
- Fleifel, Bilal A (2010), **Risk Management in Islamic Banking and Finance: The Arab Finance House example**, University of North Carolina Wilmington in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Master of Business Administration.
- Fabio, Braggion vd. (2020), "The Value of “New” and “Old” Intermediation in Online Debt Crowdfunding", European Corporate Governance Institute-Finance, Available at SSRN: <http://dx.doi.org> (20.08.2020).
- Fanno, M. (2019), **Equity Crowdfunding: an Analysis of Italian Start-Ups Case-Studies**, Master Thesis ,University’ Degli Studi Padova, Department Of Economics and Management.
- Feng, Chen vd. (2018), "Initial Coin Offerings, Blockchain Technology, and Voluntary Disclosures", **Research Gat**, <https://www.rotman.utoronto.ca> (05.12.2021).
- Ferrarini, Guido (2017), "Regulating FinTech : Crowdfunding and Beyond", <https://dergipark.org.tr> (20.07.2022).
- Feyen, Erik, vd. (2021), "Fintech and the digital transformation of financial services: implications for market structure and public policy", **BIS Papers**, 117(117), 1–64.
- Fisch, Christian (2019), "Initial Coin Offerings (ICOs) To Finance New Ventures", **Journal of Business Venturing**, 34(1), 1-22.
- FAS (2019), "A Deep Dive Into Security Token Offering (STO)", **Research Gate**, www.fintech-advisory.co (12.12.2021).
- Furnari, Salvatore Luciano (2018), "Market analysis, Economics and Success Drivers of Equity Crowdfunding", <http://entfin.org> (15.12.2021).
- Gabison, Garry A (2015), "Understanding Crowdfunding and its Regulations. How can Crowdfunding Help ICT Innovation?", **In European Commission Joint Research Centre**.
- Gray, Mia ve Zhang, Bryan (2015), "Crowdfunding: Understanding Diversity", **Research Gate** , <https://www.researchgate.net> (11.12.2020).
- Garratt, Rodney, vd. (2021), "Entrepreneurial Incentives and The Role of Initial Coin Offerings", **Journal of Economic Dynamics and Control**, <https://doi.org> (03.12.2021).
- Goyena, Chapin (2019), " Art of the Initial Coin Offering", **Journal of Chemical Information and Modeling**, 53(9), 1689-1699.

- Gul, Sajid vd. (2012), "Agency Cost, Corporate Governance and Ownership Structure", **International Journal of Business and Social Sciences**, 3 (9), 268-277.
- Genç, Sait (2021), **Türkiye’de Fintek Sektörünün Gelişim Dinamikleri**, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Ticaret Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı.
- Güler, Tamer (2020), **Yatırımcıların Kitleli Fonlamaya İlişkin Bakış Açılarının Belirlenmesine Yönelik Bir Araştırma**, Yüksek Lisans Tezi, EGE Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı.
- Hirofumi, Uesugi vd (2017), "Adverse Selection Versus Moral Hazard in Financial Contracting: Evidence From Collateralized and Non-Collateralized Loans", **SSRN Electronic Journal**, [https://doi.org \(04.02.2022\)](https://doi.org/10.2139/ssrn.3888888).
- Hoang, Le Duc vd. (2019), "Impact of Agency Costs on Firm Performance: Evidence From Vietnam", **Organizations and Markets in Emerging Economies**, 10(2), 294-309.
- Howell, Sabrina, vd. (2018), "Initial Coin Offerings: Financing Growth With Cryptocurrency Token Sales", **National Bureau of Economic Research**, [https://doi.org \(03.12.2021\)](https://doi.org/10.3386/w24888).
- Howell, Sabrina vd. (2020), "Initial Coin Offerings: Financing Growth With Cryptocurrency Token Sales", **Review of Financial Studies**, 33(9), 3925-3974.
- Hornuf, Lars vd. (2021), "Are Equity Crowdfunding Investors Active Investors?", **SSRN Electronic Journal**, October 2019, [https://doi.org \(16.12.2021\)](https://doi.org/10.2139/ssrn.3888888).
- Hornuf, Lars vd. (2018). Market Mechanisms and Funding Dynamics in Equity Crowdfunding. **Journal of Corporate Finance**, 50, 556-574.
- Högskola, Mälardalens (2019), **P2P Lending Market: Determinants Of Interest Rate And Default Risk**, Lisans Tezi, School of Business, Society & Engineering.
- Hemer, Joachim (2011), "A Snapshot on Crowdfunding", **Research Gate**, [https://www.researchgate.net \(21.11.2020\)](https://www.researchgate.net/publication/311111111)
- Hui, Julie vd. (2013), "Understanding Crowdfunding Work: Implications for Support Tools", **Northwestern University Association for Computing Machinery journal**, (6), 889-894.
- Hui, Julie, vd. (2012), "Easy Money? The Demands of Crowdfunding Work", **Semantic Scholar**, [https://www.semanticscholar.org \(14.09.2020\)](https://www.semanticscholar.org/document/00000000000000000000000000000000).
- Hamid, Omer Hag ve Allaymoun, Mohammad (2019), "E-Mudaraba Suggested System For Islamic Investments", **Journal of Internet Banking and Commerce**, 24(1), 1-21.
- Hassan, Rusni Bt ve Bello, Shafi Abdul Azeez (2014), "The Concept of Mudarabah Investment Deposit", **International Journal of Business Management & Research**, 4(2), 64-74.
- Hassanain, Khalifa M Ali (2010), "Islamic Finance and Banking : Modes of Finance", **Research**

Gate, 1-76.

- Hunter, Dipti Hunter vd. (2017), "Feature Islamic finance – an Attempt to Mitigate Shari ' a Compliance risk", **Butterworths Journal of International Banking and Financial Law**, 551-553.
- Hwang, Victor vd. (2019), "Access to Capital for Entrepreneurs: Removing Barriers", **SSRN**, <https://papers.ssrn.com> (15.08.2020).
- Hoogmartens, Eline (2018), **Deregulatory Potential of Blockchain Technology For Peer-To-Peer Lending**, Master thesis, KU Leuven University-Faculty Of Law.
- Inês Tomaz da, Costa Pacheco (2018), **Regulating the Online Peer-To-Peer Lending Industry: A proposal for a regulatory approach in the US**, Master thesis, Tilburg University, Faculty of Business Law Tilburg, The Netherlands.
- Iftekhar, Hasan vd. (2017), "Stereotypes in Person-To-Person Lending: Evidence From Debt Crowdfunding", **Semantic Scholar**, <https://www.semanticscholar.org> (10.01.2021).
- Ingham, Marc ve Assad, Djamchid (2016), "A Research Agenda: Crowdfunding at The Service of Responsible Social Entrepreneurship and Innovations", **Burdundy School Of Business ,Cahiers du CEREN**, 49, 27-51.
- İşiner, Nisa (2021), **Sermaye Piyasası Hukukunda Paya Dayalı Kitle Fonlaması**, Yüksek Lisans Tezi, Atılım Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Özel Hukuk Ana Bilim Dalı.
- Ian, Galloway (2010), "Peer-To-Peer Lending and Community Development Finance", **Community Investments**, 21(3), 18-24.
- Imelda, Elsa ve Patricia, Dewi Ayu (2019), "Capital Structure, Corporate Governance, and Agency Costs", **International Conference on Entrepreneurship and Business Management**, 18 (2), 203-207.
- Jensen, Michael (2005), "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", **SSRN Electronic Journal**, 76(2), 323-329.
- Jun, Chen, vd. (2018), "Decision Making in Crowdfunding Under Risk Analysis", **Hawaii International Conference on System Sciences**, 18(2), 1463-1472.
- Jahangir, Rashed (2020), "Peer To Peer (P2P) Lending", **Resarch Gate**, <https://www.researchgate.net>, (01.2.2021).
- Jeklin, Andrew (2016), Equity Crowdfunding: New Evidence from US and UK Markets Alice, 1-23.
- Jeon, Seongmin (2020), Information Asymmetry Issues in Online Lending : A Case Study of P2P Lending Site, <https://www.researchgate> (25.11.2021).
- Joseph, Cuschieri (2019), "Security Token Offering MFSA Capital Markets Strategy Consultation

- Document", **Research Gate**, 12(19), 1-28.
- Jenik, Ivo vd. (2017), "Crowdfunding and Financial Inclusion", **Financial Sector Specialist**, <https://responsiblefinanceforum.org> (18.09.2020).
- Jennifer J. Xu vd. (2015), "P2P Lending Fraud Detection: A Big Data Approach", **Springer, International Publishing Switzerland**, 1(15), 71-81.
- Johnson, Eric vd. (2016), "The Security Risks of Peer-To-Peer File Sharing Networks", **Center for Digital Strategies Tuck School of Business Dartmouth College**, <https://citeseerx.ist.psu.edu>, (07.02.2021).
- Kurt, Stanberry ve Aven, Forrest (2019), "Crowdfunding and the Expansion of Access to Start-Up Capital" **International Research Journal**, 12(4), 1382-1391.
- Kevin Davis ve Jacob Murphy (2016a), "Peer-To-Peer Lending: Structures, Risks and Regulation", **The Finsia Journal**, 3, 37-44.
- Korkmaz, Özgecan (2020), **Amerikan Hukuku İle Karşılaştırmalı Paya Dayalı Kitle Fonlaması**, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Bilgi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Hukuk Ana Bilim Dalı.
- Kristof De, Buysere vd. (2012), "A Framework for European Crowdfunding", **European Crowdfunding Network**, <https://eurocrowd.org> (17.10.2020).
- Käfer, Benjamin (2016), "Peer-To-Peer Lending - A (Financial Stability) Risk Perspective", **University of Kassel, Department of Economics**, 69(1), 27-42.
- Kamra, Sumit. (2016), "The Peer-To-Peer (P2P) Marketplace", **Research Gate**, <https://www.happiestminds.com> (20.02.2021).
- Klaus, Löber vd. (2019), "Committee on Payments and Market Infrastructures Wholesale Digital Tokens", **Research Gate**, <https://www.researchgate.net> (15.02.2022).
- Kiernan, Daniel vd. (2016), "Peer To Peer Lending Report", **Intelligent Partnership**, <https://intelligent-partnership.com>, (11.01.2021).
- Kim, Kyoung-Jin ve Seng-Phil, Hong (2017), "Design and Implementation of System for Reliable Application Using Blockchain: A Case Study in P2P Crowdfunding", **International Journal of Grid and Distributed Computing**, 10(12), 81-92.
- Kirby, Eleanor ve Worner, Shane (2014), "Crowd-funding : An Infant Industry Growing Fast", **Staff Working Paper of the IOSCO Research Department**, 1-63.
- Klaft, Michael (2008), "Online Peer-To-Peer Lending: A lenders' perspective", **Research Gate**, 371-375.
- Kothari, Vinod, vd. (2019), "P2P Report India & Global 2019-20", **VKC Since** 1-78.

- Katz, Etay vd. (2018), "Initial Coin Offerings: Innovating in a Changing Market", **Allen & Overy**, 1-4.
- Katja N, Pielen vd. (2018), "The Triangle of ICOs, Bitcoin and Ethereum: A Time Series Analysis", **Leibniz Information Centre for Economics**, 4(18), 1-22.
- Koepl, Thorsten ve Kronick, Jeremy (2018), "Tales from the Crypt - How to Regulate Initial Coin Offerings", **SSRN Electronic Journal**, 525(18), 1-24.
- Kwek, Melissa vd. (2017), "Token Sales / Initial Coin Offerings", **SSRN Electronic Journal**, <https://doi.org/07.12.2021>.
- Kleverlaan, Ronald ve de Jonge, Flip (2016), "Equity Crowdfunding Considering Potential Risks and Liabilities as the Industry Grows and Matures", **SSRN Electronic Journal**, www.crowdfundinghub.eu, (18.12.2021).
- Kuti, Mónika vd. (2017), "Equity-Based Crowdfunding", **Hitelintézet Szemle**, 16(4), 187–200. <https://doi.org/17.12.2021>.
- Kahn, Lisa B (2013), "Asymmetric Information Between Employers", **American Economic Journal: Applied Economics**, 5(4), 165-205.
- Lee, Seok Weon (2005), "Moral Hazard, Agency Problem and Ownership Structure", **Corporate Ownership and Control**, 3(2 A), 116-124.
- Lewis, Gregory (2011), "Asymmetric Information, Adverse selection and Online Disclosure: The Case of Ebay Motors. American Economic Review", **SSRN Electronic Journal**, 101(4), 1535-1546.
- Lindsay, M (2018), "Alternative Finance Series One Year of Equity Crowdfunding: Initial Market Developments and Trends", **Economic Research Series and SSRN Electronic Journal**, 13, 1-15.
- Lee, Gan (2020), "Initial Exchange Offering (IEO)", **SSRN Electronic Journal** <https://doi.org/17.02.2022>.
- Lee, Jongsub vd. (2018), "The Wisdom of Crowds and Information Cascades in FinTech: Evidence From Initial Coin Offerings", **SSRN Electronic Journal**, 1(352).
- Leong, Kelvin ve Sung, Anna (2018), "FinTech (Financial Technology): What is It and How to Use Technologies to Create Business Value in Fintech Way? **International Journal of Innovation, Management and Technology**", doi: 10.18178/ijimt.2018.9.2.791 (21.07.2022).
- Li, Jiasun, ve Mann, William (2018), "Initial Coin Offering and Platform Building", **SSRN Electronic Journal**, 1-43, <https://doi.org/06.12.2021>.
- Lewis, Gregory (2011), "Asymmetric Information, Adverse Selection and Online Disclosure: The Case of Ebay Motors", **American Economic Review**, 101(4), 1535-1546.

- Linde, Lucinda Linde vd. (2000), "Venture Support Systems Project: Angel Investors", **VSS Project, Release 1(1)**, 1-100.
- Lu, Kai vd. (2020), Information Asymmetry Among Investors and Strategic Bidding in Peer-To-Peer Lending, <https://ssrn.com> (20.10.2021).
- Lynn, Theo vd. (2019), Disrupting Finance: FinTech and Strategy in The 21st Century, <http://www.palgrave.com>, (20.10.2021).
- Lahdan, Rahmati vd. (2021), "Security Token Offerings. **Small Business Economics**" <https://doi.org> , (12.12.2021).
- Luke, Deer vd. (2015), "The Rise of Peer- To-Peer Lending in China : An overview and survey case study About ACCA", **The Association of Chartered Certified Accountants**, 1-34.
- Landström, Hans ve Parhankangas, Annaleena (2019), "Handbook of Research on Crowdfunding", **Research Gate**, <https://doi.org> (26.11.2020).
- Lavryk, Alexander (2016), "P2P Lending as an Alternative to Bank Lending in Ukraine", **Banks and Bank Systems or Research Gate** , 11(4), 20-31.
- Leach, Chris vd. (2012), "Enterpreneurial Finance", **South-Western, Cengage Learning**, <http://feb.unhas.ac.id> (08.07..2020).
- Lei, Xue (2016), "Discussion of the Risks and Risk Control of P2P in China", **Modern Economy Scientific Research**, 7(04), 399-403.
- Lenz, Rainer (2018), "Peer-To-Peer Lending: Opportunities and Risks", **European Journal of Risk Regulation**, 7(4), 688-700.
- Lihua, Zhan Lihua vd. (2019), "The Impact of Internet Finance Development on Financial Repression", **Internationa in Social Science, Education and Humanities Research**, 294(6), 171-176.
- Lins, Elmar (2016), **Five Essays on Entrepreneurial Finance : Exploring New Ventures ’ Financing Sources**, Doktora Tezi, Heinrich Heine University Düsseldorf, Faculty of Business Administration and Economics.
- Liu, Hongxing ve Yuanyuan, Yu (2016), "Research of Internet Financing Strategy of Small and Micro Enterprises" **Atlantis Press**, 56(3), 426-429.
- Lo, Kai Lisa ve Jackson , Jinhong (2016), "Does Re-Intermediation Benefit Borrowers and Investors? Evidence from China’s P2P Market", **School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics**, 1-29.
- Liang, Bc Na (2019), **Impact of Regional Differences on P2P Lending: Evidence from China**, P.H.D Thesis, Charles University, Faculty of Social Sciences Institute of Economic,

- Melek, Demiray, Sebnem Burnaz (2019), "Positioning of Crowdfunding Platforms: Turkey as an Emerging Market Case", **Journal of management marketing and logistics, JMML**, 6(2), 84-94.
- Maria Alejandra ve Caporale Madi (2017), "Entrepreneurial Finance in Developing Countries:The Experience of the BRICS after the Global Crisis", **In Open Journal of Economics and Finance**, 1(1), 37-45.
- Moreno, Moreno vd. (2019), " Success Factors in Peer-To-Business (P2P) Crowdlending : A Predictive Approach", **IEEE Access Journal**, 7(19), 1485586-148593.
- Miglo, Anton (2020), "Choice Between IEO and ICO", **Birmingham City University** <https://mpira.ub.uni-muenchen.de>, (18.02.2022).
- Monika di, Angelo (2020), "Tokens, Types, and Standards: Identification and Utilization in Ethereum", **IEEE International Conference on Decentralized Applications and Infrastructures**, <https://www.researchgate.net> (16.02.2022).
- Massimo, Caratelli vd. (2016), "Peer-To-Peer Lending Practices and Players: The Case of Italy", **Journal of Italian Banking Association**, 67-71.
- Mattia, Pagotto (2017), **P2P Lending Volume and Market Interest Rate**, Master's Thesis, CA'focari University Of Venice-Economics and Finance.
- Mackey, Tim (2015), "Crowdfunding: A New Untapped Opportunity for Biotechnology Start-ups?", **Journal of Commercial Biotechnology**, 21(4), 15-14.
- Maleki, Ali (2015), "Entrepreneurial Finance: A Review of the Domain", **Journal of Entrepreneurship, Business and Economics**, 3(2)110-120.
- MachoStadler, Inés ve Pérez-Castrillo, David (2018), "Moral hazard: Base Models and Two Extensions", **Handbook of Game Theory and Industrial Organization**, 1(2), 453-485.
- Marchand, Fabian (2016), **An Institutional Comparison on the Growth-patterns and Behaviour of Crowdfunding Real Estate Markets in the Netherlands and United States** , Master Thesis, Delft University of Technology, Faculty of Architecture.
- Mauer, N (2016), **Crowdfunding and learning The determinants of successful completion of campaign , excess funding and pledged-goal ratio**, Master's Thesis, Erasmus University Rotterdam, Financial of Economics.
- Milne, Alistair ve Paul Parboteeah (2016), "The Business Models and Economics of Peer-To-Peer Lending", **European Credit Research Institute**, 1-36.
- Möllenkamp, Nilas (2017), **Determinants of Loan Performance in P2P Lending**, Bachelor Thesis, University of Twente, The Faculty of Behavioural, Management and Social sciences.
- Moritz, Alexandra ve Block, Joern (2013), "Crowdfunding und Crowdinvesting : State of the Art der

- wirtschaftswissenschaftlichen Literatur", **Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship**, 62(1), 57-89.
- Morse, Adair (2015), "Peer To Peer Crowdfundin: Information And The Potential For Disruption In Consumer Ldingen", **National Bureau Of Economic Research**, 1-33.
- Momtaz, Paul P (2018), "Initial Coin Offerings", **UCLA Anderson School of Management or SSRN Electronic Journal**, 15(5), 1-30.
- Mou-yu, Brian Lye ve Tay Weng, Hwee (2017), "Initial Coin Offering-A Quick Look", **On the sidelines of the Global Symposium on Development Financial Institutions held in Kuala Lumpur**, 18-22.
- Moxotó, Ana Claudia, vd. (2021), "Initial Coin Offering (ICO): A Systematic Review of the Literature", **Proceedings of the Annual Hawaii International Conference on System Sciences**, 4177–4186.
- Mamonov, Stanislav ve Malaga, Ross (2017), "Success Factors in Title II Equity Crowdfunding in the United States", **AMCIS 2017-America's Conference on Information Systems: A Tradition of Innovation**, 17(13), 1-10.
- Manigart, Sophie (2018), *Venture Capital*, <https://www.researchgate.net> (15.05.2020).
- Mazuin, noraina (2020), "An Evolution of Mudarabah Contract : A Viewpoint From Classical and Contemporary Islamic Scholars", **Procedia Economics and Finance**, 35(2015), 349-358.
- Morrisette, Stephen (2007), "A Profile of Angel Investors", **The Journal of Private Equity**, 10(3), 52-66.
- Muhammad Taqi, Usmani (2011), *An Introduction to Islamic Finance*, <https://doi.org> (20.10.2020).
- Nagaoka, Shinsuke (2013), "Reconsidering Mudaraba Contracts in Islamic Finance : What is the Economic Wisdom (Hikma) of Partnership-based Instruments? ", **Journal of Chemical Information and Modeling**, 53(9), 1689-1699.
- UNDP (2020), "Crowdfunding How does it work ? When is it feasible ?", *Financing Development Sustainable Solutions* ", <https://www.mdpi.com> 1-6.
- Nair, Aakash ve Mamgain, Ashish (2018), **What factors determine the success of an Initial Public Offering?**, Master Research Paper, HEC University, Management - Major Finance.
- Narayanan Vaidyanathan (2018), "ICOs: Real Deal or Token Gesture? Exploring Initial Coin Offerings" **Association of Chartered Certified Accountants**, 1-34.
- Nataliya Barasinska ve Dorothea Schafer (2014), "Is Crowdfunding Different? Evidence on the Relation between Gender and Funding Success from a German Peer-To-Peer Lending Platform", **De Gruyter** 15(4), 436-452.

- Narahari, Alok (2016), "Crowdfunding Platforms: An Industrial Organization Approach", **Economics of Network Industries**, 1-25.
- Nemoto, Naoko vd. (2019), "Optimal Regulation Of P2P Lending For Small And Medium-Sized Enterprises", **Asian Development Bank Institute**, 1-17.
- Nesme ,Yoann (2012), **Crowdfunding: An International Comparison and Analysis of the Constraints and Opportunities for Implementing it in Portugal**, Master thesis, Lisbonmba, Business Administration.
- Nikolaos, Daskalakis ve Wei, Yue (2016), "User's Perceptions of Motivations and Risks in Crowdfunding with Financial Returns", **University of Brighton, Brighton Business School**, 1-18.
- Nemoto, Edited by Naoko ve Yoshino, Naoyuki (2019), "Fintech for Asian SMEs. In Asian Development Bank Institute", <https://www.adb.org/502781>. (21.07.2022).
- Nadia, Asandimitra (2017), "The determinant of Agency Cost in Indonesia", **International Journal of Economic Research**, 14 (4), 83-97.
- Nisar, Tahir M vd. (2020), "Crowdfunding İnnovations in Emerging Economies: Risk and credit Control in Peer-To-Peer Lending Network Platforms", **WILEY journal**, 29(13), 355-361.
- Nur Onur, Mediha ve Değirmenci, Öznur (2015), "Crowdfunding Kitle Fonlaması", **T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Çalışma Raporları**, <https://ms.hmb.gov.tr> (23.12.2021).
- Oliver, Gajda (2017), "Review of Crowdfunding Regulation", **Published by the European Crowdfunding Network AISBL**, <http://www.eurocrowd.org> (27.12.2020).
- OECD (2019), "İnitial Coin Offerings (ICOs) for SME Financing" **Organisation for Economic Cooperation and Development**, <http://www.oecd.org/finance> (10.12.2021).
- Oxera (2016), "The Economics of Peer-To-Peer Lending", <http://www.oxera.com> (11.02.2021).
- Olivier, Goy (2019), "Crowdfunding, a Fresh Source of Financing For SMEs", **The French Economy and Finance Ministries**, <https://www.semanticscholar.org> (17.11.2020).
- Olena, Havrylchyk ve Marianne Verdier (2018), "The Financial İntermediation Role of the P2P İlending Platforms", **University of Paris** , <https://www.researchgate.net> (10.3.2021).
- Odell, Simon (2015), "Crowdfunding", **Landscape Institute Charles Darwin House**, <https://landscapewpstorage01.blob.core> (10.09.2020).
- Ofir, Moran, ve Sadeh, Ido (2019), "A Revolution In Progress: Regulating P2P Lending Platforms ", **New York University- Journal of Law and Business**, Forthcoming, Available at SSRN: <https://ssrn.com> (21.02.2021).
- Olsen, Marita Kummervold (2019), **Crowdfunding-From an Investor Perspective**, Master's Yüksek Lisans Tezi, Norwegian University of Science and Technology Faculty of Economics

and Management.

- Omarini, Eugenia (2018), "Peer-To-Peer Lending : Business Model Analysis and the Platform Dilemma A Framework of Definitions in the Peer-To-Peer Lending Landscape", **International Journal of Finance , Economics and Trade**, 2(3), 31-41.
- Oxera (2015), "Crowdfunding From an Investor Perspective", www.oxera.com (12.11.2020).
- Ölvedi, Tímea (2020), "An Overview Of Peer To Peer Lending", **Economy and Finance journal**, 7 (2), 218-232.
- Özyeşil, Mustafa (2020), "Initial Coin Offerings (ICOs): A Comprehensive Review on Start-Up Firms", **Pearson Journal of Social Sciences ve Humanities**, 4(1), 1-9.
- Özdrmir, Ceyda (2020), **Yeni Finansman Yöntemi Kitle Fonlaması: Paya Dayalı Modelde Kalite Sinyalleri ve Diğer Başarı Faktörleri**, Doktora Tezi, Başkent Üniversitesi, İşletme Ana Bilim Dalı, Muhasebe ve Finansm, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Özer, Aslı (2020), **Kitle Fonlaması**, Yüksek Lisans Tezi, Bahçeşehir Üniversitesi, Sermaye Piyasaları ve Ticaret Hukuku Ana Bilim Dalı, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Pushpa, Bv, Phani Satish (2016), "Prospects of Non Conventional Souces Of Credit- A Case Study On Peer To Peer Lending In India", **OSR Journal of Business and Management, Semantic Scholar**, 79-85.
- Palomäki, Henri (2019), **European crowdlending platforms: Evaluating Risks and Comparing Platforms From Investors Perspective**, Master's Thesis, University of Oulu, Department of Finance, international social.
- Parhankangas, Annaleena vd. (2018), "Crowdfunding: an Introduction", **Research Gate** <https://www.researchgate.net>, (05.09.2020).
- Pedone, Elena (2016), **A “Crowd” of “Peer” Agents in Lending Market: The Disruptive Impact of P2P Lending**, Master's Thesis, Libra universita-Department of Business and Management.
- Pham, Khanh Duy (2016), "A New Digital Financial Intermediation Peer To Peer Lending Platform", **University of Economics Ho Chi Minh City**, 22-35.
- Phillips, Robert (2018), "Success Factors and Barriers for Crowdfunding Campaigns for Arts-Based Projects in the UK", **Research Gate**, <https://www.researchgate.net> (24.11.2020).
- Pierrakis, Yannis (2019), "Peer-To-Peer Lending to Businesses: Investors' Characteristics, Investment Criteria and Motivation", **The International Journal of Entrepreneurship and Innovation**, 20(4) 239-250.
- Pierrakis, Yannis ve Collins,Liam (2012), "Crowdfunding: a New İnnovative Model of Providing Funding to Projects and Businesses, **The International Journal of Entrepreneurship and Innovation**, 20(4) 239-250.

- Paarlberg, Michael (2010), "On Moral Hazard and Unemployment", **Guardian**, 120(March), 1-17.
<http://www.theguardian.com>, (29.01.2022).
- Press, Illinois (2009), "What 's so Moral About the Moral Hazard ?", Published by : **University of Illinois Press on Behalf of North American Philosophical Pub**, 23(1), 1-25.
- Roodink, Carlien ve Kleverlaan, Ronald (2016), "Current State of Crowdfunding in Europe", Managing Director Crowdfunding Hub Research Leader Current State of Crowdfunding ,www.crowdfundingineurope.eu, (10.12.2020).
- Pohan, Nur Wulan Adhani (2020), "Borrower Sentiment on P2P Lending in Indonesia Based on Google Playstore Reviews", **Atlantis press**, 172(19), 17-23.
- Pointner, Wolfgang ve Raunig, Burkhard (2019), "A Primer on Peer-To-Peer Lending: Immediate Financial Intermediation in Practice", **IDEas Monetary Policy & the Economy, Oesterreichische Nationalbank (Austrian Central Bank)**, 3(18), 36-51.
- Paolo, Giudici ve Branka, Hadji Misheva (2017), "Scoring Models for P2P Lending Platforms : An Evaluation of Predictive Performance", **University of Pavia, Department of Economics and Management**, <https://www.p2pfisy.com> (25.02.2021).
- Pavlova, Elitsa (2021), "The European Venture Capital Landscape: an EIF Perspective Volume VI: The Impact of VC on The Exit and Innovation Outcomes of EIF-Backed Start-Ups", **EIF Research & Market Analysis**, VI(70), 41.
- Phalippou, Ludovic (2012), "Private Equity Funds' Performance, Risk and Selection", **In Research Handbook on Hedge Funds, Private Equity and Alternative Investments**, 113-137.
- Rammal, Hussain Gulzar (2010), "Mudaraba in Islamic Finance : Principles and Application", **Research Gate**, 1442423-1442423.
- Polk, Davis (2017), "Client Memorandum SEC Confirms That Some Initial Coin Offerings Are Illegal Unregistered Securities Offerings", **Research Gate**, <https://www.davispolk.com> (07.12.2021).
- Remolina, Nydia (2019), "Institutional Knowledge at Singapore Management University Ibero-American Institute for Law and Finance", Singapore Management University, **Research Part**, 1-46.
- Roosenboom, Peter, vd. (2020), "What Determines Success in Initial Coin Offerings? Venture Capital", **International Journal of Entrepreneurial Finance**, 22(2), 161-183.
- Principles, Overarching, vd. (2020), "Global Digital Finance Code of Conduct Part VII Principles For Security Token Offerings & Secondary Market Trading Platforms", **Research Gate**, <https://www.gdf.io> (12.12.2021).
- Roberto, Bottiglia, ve Flavio Pichler (2016), "Crowdfunding For SMEs", **Palgrave Macmillan**

<https://www.palgrave.com> (10.11.2020).

- Richards, Keith (2016), "Peer-To-Peer Lending An Introduction For Financial Adviser", **The Personal Finance Society**, <https://www.thepfs.org> (14.12.2020).
- Robb, Alicia M ve Robinson, David T (2014), "The Capital Structure Decisions of New Firms", **Published by Oxford University Press on behalf of The Society for Financial Studies**, 27(1), 153-179.
- Rofiqul, Islam Muhammad (2019), **Consolidated and Non-Consolidated Loans in The Peer-To-Peer Lending Market**, Master's Thesis, A Ritsumeikan Asia Pacific University, Business Administration.
- Ross, Andrew (2020), **Entrepreneurial Finance And Risk Management**, Master's Thesi, University of tasmania, Business and Economics.
- Roudaki, Jamal ve vd (2016), "Information Asymmetry: Evidence From Iran Listed Companies", **The International Journal of Accounting and Business Society**, 24(1), 47-63.
- Sahar, Mehdi Elhaei ve Vaez, Seyed Ali (2013), "Information Asymmetry and Financing Decisions: Evidence from Iran Stock Exchange", **International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences**, 3(3), 105-110.
- Samantha, Mcbride ve lain Niblock (2017), "Peer-To-Peer Lending Investor Guide", <https://43cyu21tdz6o41fs2y3e45y1-wpengine.netdna-ssl.com> (23.02.2021).
- Sadzius, Linas ve Sadzius, Tomas (2017), "Existing Legal Issues For Crowdfunding Regulation in European Union Member States", **International Journal of Business, Humanities and Technology**, 7(3), 52-62.
- Sadzius, Linas ve Sadzius, Tomas (2018), "Crowd Funding Regulation in the Baltic Region", **International Journal of Business and Social Science**, 9(2), 99-110.
- Salamzadeh, Aidin ve Kawamorita Kesim, Hiroko (2015), "Startup Companies: Life Cycle and Challenges", Thesi Faculty of Engineering, Ondokuz Mayıs University.
- Sancak, Ibrahim Ethem (2016), "Applicability and Readiness of Crowdfunding in Turkey", **International Journal of Business and Social Science**, 7(1), 99-110.
- Sevgili Yaylagül, Ülke (2019), **KİTLESEL FONLAMA UYGULAMALARININ FİNANSAL PİYASALARA**, Yüksek Lisans Tezi, BahçeŞehİr Üniversitesi, İşletme Bölümü.
- Song, Chaoyang, vd. (2015), "Risk and Innovation Balance In Crowdfunding New Products", **Research Gate**, <https://www.researchgate.net> (20.11.2020).
- Sohn, Kyung-Han ve Kim, Ye-Ji (2018), "Legal Issues of Initial Coin Offerings", **Ewha Law Journal**, 23(1), 203–230.
- Sapuan, Noraina Mazuin ve Roly, Mohammad Rahmdzey (2019), "Problem of agency in Mudarabah

- contract", **Global Journal Al-Thaqafah**, 9(2), 57-68.
- Shaikh, Salman Ahmed (2014), "A Critical Analysis of Mudarabah & a New Approach to Equity Financing in Islamic Finance", **Journal of Islamic Banking & Finance**, 1-11.
- Suryaningsih, Sri Abidah vd. (2011), "Mudarabah Application In Shariah Public Financing Bank Karya Mugi Sentosa Surabaya", **IOSR Journal of Economics and Finance**, 9(1), 19-29.
- Saxton, Gregory D (2016), "Smiles , Babies and Status Symbols : The Persuasive Effects of Image Choices in Small-Entrepreneur Crowdfunding Requests", State University of New York at Buffalo, **International Journal of Communication** 10(16), 1764-1785.
- Setyaningsih, Titik, vd. (2019), "Fintech-Based Peer-To-Peer Lending: An Opportunity Or A Threat?", **JURNAL Riset Akuntansi dan Keuangan Indonesia**, 122-133.
- Shneor, Rotem, vd. (2020), "Advances in Crowdfunding, Kristiansand", **Springer**, <https://doi.org/10.12.2020>).
- Silver, Lars vd. (2016), "The Role of Crowdfunding in Entrepreneurial Ventures: an Analysis of Recent trends in Sweden", **Sweden, Jurnal Investment Management and Financial Innovations**, 13 (1), 221-229.
- Sirma, İbrahim vd. (2019), "Crowdfunding Awareness in Turkey", Published by Elsevier, **Istanbul University Main, Procedia Computer Science**, 158(2019), 490-497.
- Song, Yuting (2020), **Comparison of Consumer Loans and P2P Lending in China**, Bachelor Thesis, VSB – Technical University of Ostrava, Faculty Of Economics, Department of Finance,
- Steinberg, Scott vd. (2012), "The Crowdfunding Bible: How to Raise Money For Any StarUp, Videogame, or Project", <http://thermasparkhotel.com.br> (11.09.2020).
- Suryono, Ryan Randy vd. (2019), "Peer To Peer (P2P) Lending Problems and Potential Solutions: A Systematic Literature Review", **Procedia Computer Science, universitas Teknokrat**, 161(2019), 204-214.
- Schauwecker, Marc-André Beat (2018), "Initial Coin Offering An Overview of The Legal Structure in Liechtenstein", **University of Rochester, USA**, <https://jusletter.weblaw.ch> (07.12.2021).
- Shrestha, Prabal vd. (2019), "Trust , Regulation , and Initial Coin Offerings : An in- Ternational Perspective", **Research Gat**, <https://www.aeaweb.org> (07.12.2021).
- Silverberg, Kristen vd. (2018), "Initial Coin Offerings: The Frontier of Financing. Institute of International Finance", **The Institute of International Finance**, <https://www.iif.com> (08.12.2021).
- Sohn, Kyung-Han ve KIM, Ye-Ji (2018), "Legal Issues of Initial Coin Offerings" **Ewha Law Journal**, 23(1), 203-230.

- Sietiņš, Reinis (2019), "Security Token Offering in EU: Applicable Law", <http://dspace.lu.lv> (12.12.2021).
- Sebla Uzuntepe, Fatma (2018), **Crowdfunding and factors that affect funders' intention to participate in: Turkey**, Doktora Tezi, Istanbul Okan University, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Bölümü.
- Sykes, Jay B (2018), "Securities Regulation and Initial Coin Offerings: A Legal Primer", In Congressional Research Service, www.crs.gov (12.03.2022).
- Şakir, Sakarya ve Bezirgan, Elif (2019), "Kitlesel Fonlamada Başarı Faktörleri :Türkiye ' De Ödül Bazlı Kitlesel Fonlamada Başarı Faktörleri", **Düzce Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**.
- Şahap, Faruk (2020), **Girişimcilik Temelinde Alternatif bir Finansman Modeli Olan Kitle Fonlaması ve Türkiye'deki Yatırımcılarına Yönelik bir Araştırma**, Yüksek Lisans Tezi ,Galatasaray Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı.
- Şanlıoğlu, Doğa (2019), **Bir Kitlesel Fonlama Türü Olarak ICO (Initial Coin Offering): Hukuksal Alt Yapı Açısından Bir Değerlendirme**, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Bilim Dalı.
- Tyler, Aveni vd. (2015), "New Insights Into An Evolving P2P Lending Industry: How Shifts in Roles and Risk are Shaping The Industry" , **Microfinance Capacity Building Initiative, Credit Suisse**, <https://www.findevgateway.org> (20.02.2021).
- Theo Lynn, ve John G. Mooney (2019), "Disrupting Finance: FinTech and Strategy in the 21st Century", **Palgrave Studies in Digital Business and Enabling Technologies**, <http://www.palgrave.com>, (20.12.2020).
- Thomas, Chemmanur, Paolo Fulghieri (2014), "Entrepreneurial Finance and Innovation: An Introduction and Agenda for Future Research", Published by **Oxford journal University Press** on Behalf of The Society For Financial, 27(1),1-19.
- Tons, Charl (2015), "ReglationOf Crowd-Funding In Hong Kong", SSRN www.charltonslaw.com, (16.11.2020).
- Tetyana, Balyuk (2019), "Financial Innovation and Borrowers: Evidence From Peer-To-Peer Lending", **SSRN**, <https://ssrn.com> (27.02.2021).
- Tolsma, Jeroen (2016), **Crowdfunding in the hospitality industry**, Master's Thesis University Of Twente, School of Business, Management and Social Science.
- Vural, Aslı ve Doğan, Deniz Umut (2019), "Girişimcilik Finansmanında Yeni Bir Model: Kitle Fonlaması1 (A New Model In Entrepreneurship Financing: Crowdfunding)", **İşletme Araştırmaları Dergisi/ Journal of Business-Turk**, 11 (1), 88-100.
- Vries, Marcel (2019), **Crowdfunding for Start-Up Financing in Kenya, South Africa & Uganda**,

Bachelor Thesis, University of Twente -The Faculty of Behavioural Management and Social sciences.

- Vinod Kumar L (2016), "Credit Risk Analysis in Peer-To-Peer Lending System", **IEEE International Conference on Knowledge Engineering and Applications**, 193-196.
- Voldere De, Isabelle (2017), "Crowdfunding Reshaping The Crowd's Engagement in Culture", **European Commission**, <http://europa.eu> (10.10.2020).
- Vural, Asli (2019), **Girişimciler İçin Yeni Nesil Bir Finansman Modeli “ Kitle Fonlaması - Crowdfunding”: Dünya ve Türkiye**, P.H.D Tezi, Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü , İşletme Ana Bilim Dalı.
- Usmani, Maulana Taqi (2008), "Musharakah and Mudarabah as Modes of Finance”, An Online Publication by Accountancy.pk.com, 1-19.
- Usmani, Mufti Taqi (2007), “An Introduction to Islamic Finance”, **SSRN**: <https://ssrn.com> (14.08.2020).
- World Bank (2019), "Regulation Alternative Finance: Results From a Global Regulator Survey", **World Bank**, <https://openknowledge.worldbank.org> (10.08.2020) .
- World Bank (2013), "Crowdfunding's Potential For The Developing World", **Information for Development Program (infodev) WBG**, <https://www.infodev.org> (28.11.2020).
- We Geng, Cheng (2019), **Information Contagion in P2P Lending Markets - Empirical evidence From China**, Master Tezi, Brazilian School of Public Administration and Business.
- Wallmeroth, Johannes, vd. (2018), "Venture Capital , Angel Financing , and Crowdfunding of Entrepreneurial Ventures : A Literature Review", **Université de Lyon, Research Centre for Entrepreneurial Finance Ecully, France**, 14(1), 1-29.
- Wang, Bin (2019), "Social Networks in Online Peer-To-Peer Lending: The Case of Event-Type Ties as Pipes and Prisms", **Proceedings of the 52nd Hawaii International Conference on System Sciences**, 6(2019), 6648-6657.
- Wang, Huaqing (2015), "A process Model on P2P Lending", **Financial Innovation, a springer open journal**, 1(1), 1-8.
- Wang, Yan ve Ni, Xuelei Sherry (2020), "Improving Investment Suggestions for Peer-To-Peer Lending Via Integrating Credit Scoring Into Profit Scoring", **In 2020 ACM Southeast Conference**, 141-148.
- Wenzlaff, Karsten ve Röthler, David (2011), "Crowdfunding Schemes in Europe," **European Expert Network On Culture (EENC)**, <https://www.interarts.net> (23.11.2020).
- Wierzbicka, Katarzyna (2019), "Crowdfunding as an Alternative Method of Raising Capital, e-Finance Finance internet quarterly", **University of Information Technology and**

Management in Rzeszów, 14(4), 56-66.

- Wolfe, Brian ve Yoo, Woongsun (2017), "Crowding Out Banks: Credit Substitution By Peer -To-Peer Lending", **Available at SSRN**: <https://ssrn.com> (19.11.2020).
- Walthoff-Born, Xavier vd. (2018), "Equity Crowdfunding, Shareholder Structures, and Firm Performance, Corporate Governance: An International Review", 26(5), 314-330.
- Wierzbicka, Katarzyna (2019), "Crowdfunding as an Alternative Method of Raising Capital", *Finance Internet Quarterly*, **University of Information Technology and Management in Rzeszów**, 14(4), 56–66.
- Wenchien, Liu vd. (2021), "Information Asymmetry and Bank Regulation: Can the Spread of Debt Contracts be explained by Recovery Rate?", **Nuevos Sistemas de Comunicación e Información**, <https://doi.org>, (29.01.2022).
- Walyoto, Sri (2016), "Mudaraba as a Model of Islamic Finance", **Journal of Economics and Business**, 1(1), 2503-4243
- White, Brett ve Dumay, John C (2020), "The Angel Investment Decision: Insights From Australian Business Angels", **Accounting and Finance Afnaaz**, 60(3), 3133-3162.
- Xu, Jennifer J vd. (2015), "P2P Lending Fraud Detection: A Big Data Approach", **Springer International Publishing Switzerland**, 1(2015), 71-81.
- Yasar, Burze (2021), "The New Investment Landscape: Equity Crowdfunding", **ScienceDirect**, 21(1), 1-16.
- Yang, Qin ve Lee, Chan Young (2019), "An Investigation of Enablers and Inhibitors of Crowdfunding Adoption: Empirical Evidence From Startups in China", **Wiley Online Library** <https://doi.org>, (13.12.2020).
- Yeo, Eunjung ve Jun, Jooyong (2020), "Peer-To-Peer Lending and Bank Risks: A Closer Look", **MDPI, Sustainability, Switzerland**, 12(15), 1-17.
- Yücel, Nihal (2021), **Kitle Fonlamasi ile Kobi Finansmani**, Yüksek Lisans Tezi Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı.
- Ying, Zhao vd. (2019), "Crowdfunding Industry History , Development, Policies , and Potential issues", **Journal of Public Affairs Or Research Garte** 19 (1), 1-12.
- Yi, Wu vd. (2020), "Understanding Lenders' Investment Behavior in Online Peer-To-Peer Lending: A Construal Level Theory Perspective", **National Natural Science Foundation of China**, **Available at SSRN**: <https://ssrn.com/abstract> (25.03.2021).
- Yan, Jiaqi Yan vd. (2015), "How Signaling and Search Costs Affect Information Asymmetry in P2P Lending: the Economics of Big Data", **Financial Innovation Springer open Journal**, 1(1), 0-11.

- Zhang, Bryan vd. (2015), "Moving Mainstream: Benchmarking the European Alternative Finance Market", **Global Financial Services Institute, Journal of Financial Perspectives**, 3(3), 1-40.
- Zhao, Hongke, vd. (2017), "P2P Lending Survey: Platforms, Recent Advances and Prospects", **ACM Transactions on Intelligent Systems and Technology**, 8(6), 1-28.
- Zincirkıran, Mustafa ve Tiftik, Hidayet (2014), "Angel Investors" in Entrepreneurship: An Assessment on Turkey Model. **Journal of Business Research - Turk**, 6(1), 42-42.
- Ze'-ev, Eiger ve Jeremy Mandell (2018), "P2P Lending: How It Works, **Current Regulations and Considerations**", <https://media2.mofo.com>, (20.12.2020).
- Zhao, Hongke vd. (2014), "Investment Recommendation in P2P Lending: A Portfolio Perspective with Risk Management", **IEEE Explore**, 1109-1114.
- Ziegler, Tania ve Shneor, Rotem (2020), "Lending Crowdfunding: Principles and Market Development, Cambridge Centre for Alternative Finance", **Cambridge Centre for Alternative Finance, Judge Business School, University of Cambridge, Cambridge, UK**, <https://doi.org>, (20.06.2020).
- Zohrabyan, Shavarsh (2016), **Crowdfunding For Entrepreneurship: An Exploratory Multivariate Analysis concerning Kickstarter and Indiegogo Platforms**, Yüksek Lisans Tezi, Braganca Pplitechnical Institute, Management, Specialisation in Business.



EKLER

Ek 1: Girişimcilik Finansmanı

Girişimcilik Finansman ın Türleri	Finansal Aracılık Şekli	Finansman Para Birimi	Bilgi Asimetrisi	Risk	Getiri	Yatırımcılar	Yatırımların Nakit Dönüştürölmesi	Kanunlar ve Düzenlemeler	Ürün	Yatırım Yönetimi
ECF	Platform/ Aracısız	İtibari para	Orta	Yüksek	Yüksek	Sınırsız Yatırımcı	Düşük	Var	Hisse	Girişimciler Tarafından (Ortaklık)
P2P	Platform/ Aracısız	İtibari para	Orta	Yüksek	Yüksek	Sınırsız Yatırımcı	Orta	Var	Broç	Girişimciler Tarafından
İCO	Blockchain/ Aracısız	Kripto	Düşük	Daha Yüksek	Orta	Sınırsız Yatırımcı	Daha Yüksek	Yok	Kripto Para (Token)	Girişimciler Tarafından
STO	Blockchain/ Aracısız	Kripto	Daha Yüksek	Düşük	Yüksek	Sınırsız Yatırımcı	Daha Yüksek	Var	Kripto Para (Token)	Girişimciler Tarafından
Risk Sermayesi	Aracılı	İtibari para	Yüksek	Yüksek	Yüksek	Sınırlı Yatırımcı	Düşük	Var	Hisse	Girişimciler ve Yatırımcılar Tarafından (Ortaklık)
Mudarebe	Aracılı	İtibari para	Yüksek	Orta	Orta	Sınırlı Yatırımcı	Orta	Var	Değışir/kar	Mudarib Tarafından
Müşareke	Aracılı	İtibari para	Yüksek	Orta	Orta	Sınırlı Yatırımcı	Orta	Var	Hisse/kar	Ortaklık
Melek yatırım	Aracılı	İtibari para	Yüksek	Yüksek	Yüksek	Sınırlı Yatırımcı	Düşük	Var	Hisse	Girişimciler ve Yatırımcılar Tarafından (Ortaklık)
Özel Sermaye Fonu	Aracılı	İtibari para	Daha Yüksek	Düşük	Yüksek	Sınırlı Yatırımcı	Düşük	Var	Hisse	Ortaklık

ÖZGEÇMİŞ

İlk, orta ve lise eğitimini Ghazni-Jaghori’da tamamladı. 2009 yılında Balkh Üniversitesi, İktisad Fakültesi Finans Bölümüne girdi. 2012 yılında üniversiteden mezun olduktan sonra Bamyan Üniversitesi İktisad Fakültesi Finans Bölümüne Öğretmen (Associate Professor) olarak 2018’e kadar çalıştı. 2018 yılında ise Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı tezli yüksek lisans programına kayıt yaptırdı.

Babak evli olup Türkçe, Farsça, Peştuça ve İngilizce dilleri ile konuşabilmektedir.