



İşletme Araştırmaları Dergisi  
Journal of Business Research-Turk  
10/4 (2018) 286-303

Journal Of  
Business Research  
Turk  
www.isarder.org

***Araştırma Makalesi***

**Gelişmekte Olan Piyasalarda İnovasyon ve Girişimciliğin Finansmanı Sorunu ve Alternatif Çözüm Önerileri**

*The Financing Problem of Innovation and Entrepreneurship in Emerging Markets and Alternative Solutions*

**Meltem GÜRÜNLÜ**  
İstanbul Arel Üniversitesi  
Uluslararası Ticaret ve Finans Bölümü  
İstanbul, Türkiye  
[orcid.org/0000-0001-6790-4256](https://orcid.org/0000-0001-6790-4256)  
[meltmgurunlu@arel.edu.tr](mailto:meltmgurunlu@arel.edu.tr)

**Özet**

Finansal gelişme, ekonomik gelişmenin temel bir parçasıdır. Finansman ve büyüme arasındaki bağlantıyı kurmak için girişimciliğin ve inovasyonun finansmanı kritik öneme sahiptir. Ancak, gelişmekte olan piyasalarda girişimciler ve inovasyonlar için fon bulmada kısıtlar vardır. Çünkü bu ülkelerde, genel olarak, kredi açığı çok yüksek olup, sermaye kaynaklarına ihtiyaç duyan daha fazla sayıda küçük firma yer almaktadır. Bu makale gelişmekte olan piyasalardaki kredi açığının daraltılması için yeni metodolojilere odaklanmaktadır. Bu bağlamda, kalkınma sürecinde bankaların rolü ve kredilerin kullanılabilirliğini iyileştirmek için gerekli politika önlemleri, alternatif bir finansman biçimi olarak mikrofinans, geleneksel bankacılıktaki kredi kısıtlarına hitap eden finansal teknolojiler (FinTech) ve oyun değiştirme potansiyeline sahip yeni bir finansal aracılık çeşidi olarak kitlesel fonlama üzerinde durulacaktır. Ayrıca, gelişmekte olan piyasalarda özel sermaye pazarları (girişim sermayesi fonları ve iş melekleri) aracılığı ile yeni girişimler için dışsal finansman sağlanması üzerinde de durulmaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Gelişen Piyasalar, Girişimciliğin Finansmanı, KOBİ'ler, Mikrofinans, Kitlesel Fonlama, Finansal Teknolojiler, Dijital Finans, Girişim Sermayesi, Melek Yatırımcılar

**Gönderme Tarihi** 20 Temmuz 2018; **Revizyon Tarihi** 31 Ekim 2018; **Kabul Tarihi** 5 Kasım 2018

**Abstract**

*Financial development is an essential part of economic development. Financing of entrepreneurship and innovations is critically important to establish the link between finance and growth. However, there are limitations in finding funds for entrepreneurs and innovations in emerging markets. Because in these countries, in general, there is a*

**Önerilen Atıf/ Suggested Citation:**

Gürünlü, M. (2018). Gelişmekte Olan Piyasalarda İnovasyon ve Girişimciliğin Finansmanı Sorunu ve Alternatif Çözüm Önerileri, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 10 (4), 286-303.

*larger number of small firms that have a very high credit deficit and need capital resources. This article focuses on new methodologies for narrowing credit gap exposure in emerging markets. In this context, policy measures to improve the role of banks and availability of credits in the development process, microfinance as an alternative form of financing, financial technologies (FinTech) to address credit limitations in the traditional banking and crowdfunding as a new type of financial intermediation will be focused on. In addition, the role of external financing through private equity markets (venture capital and angel business angels) is dealt with.*

**Keywords:** *Emerging Markets, Entrepreneurial Finance, SMEs, Microfinance, Crowdfunding, Financial Technologies, Digital Finance, Venture Capital, Angel Investors.*

**Received 20 July 2018; Received in revised form 31 October 2018; Accepted 5 November 2018**

## 1. Giriş

Finansal gelişme, ekonomik büyüme sürecinin ayrılmaz bir parçasıdır. İyi işleyen finansal sistemler, tasarrufları seferber etmeye, bilgi paylaşımını teşvik etmeye, kaynak tahsisini geliştirmeye ve risk yönetimini kolaylaştırmaya yardımcı olur. Bu alanda yapılan son araştırmalar finans ve büyüme arasındaki ilişkinin muhtemelen doğrusal olmadığına işaret etmektedir. Çünkü finansal gelişmenin, ekonomik büyümeyi zincirleme bir döngüyü takip ederek önemli ölçüde arttırdığına dair önemli kanıtlar vardır; finansal gelişme tasarrufları teşvik eder, bu da reel yatırımları teşvik eder ve reel yatırımlar genişledikçe finansal olmayan sektörden gelen hizmetlere yönelik artan talebi karşılamak için finansal büyüme gerçekleşir. Girişimcilik ve inovasyon hem finansal gelişmeyi hem de ekonomik büyümeyi desteklemektedir (Rousseau ve Watchtel, 2017).

Ekonomik büyüme esas olarak verimlilik artışından kaynaklanmaktadır. Verimlilik artışından kaynaklanan kazançları arttırmak, dönüşümcü girişimciliğe bağlı olan teknolojik değişimi gerektirir. Ancak, girişimcilik yeni kurulan şirketlerin dış sermayeye erişiminin olduğu bir ortamda gelişebilir. Bankalar bu süreçte kritik bir rol oynamaktadır. Bir ülkenin kalkınmasının ilk aşamalarında, bankalar genellikle dış sermaye için tek seçenektir. Diğer finansal aracılık biçimleri genellikle daha sofistike ekonomilerde ortaya çıkmaktadır. Ülkeler gelişmelerinin farklı aşamalarında ilerledikçe ve finansal sistemleri derinleştikçe ve genişledikçe, şirketler hisse senedi ve tahvil piyasaları da dahil olmak üzere daha geniş bir dizi dış finansman kaynağına erişebilir. Bu kaynaklar genellikle yeni kurulan şirketler için kolay erişilemez durumdadır. Bu yüzden de banka kredisi elde edemeyen, kuruluş aşamasındaki girişimci şirketler, genellikle arkadaşlarından ve ailelerinden gayri resmi olarak finansman elde ederler. Bu zorluklar, özellikle, gelişmekte olan ekonomilerde daha büyük engel teşkil etmektedirler. Gayri resmi kaynaklar yeni kurulan bir şirket için uygun maliyetli finansman sağlayabilirken, aile ve arkadaşlardan fon sağlama genellikle çok güvenli olmamaktadır ve resmi finansmana erişimin daha kolay olduğu ülkelerle karşılaştırıldığında daha düşük büyüme oranları ile ilişkilendirilebilmektedir (Chavis ve ark., 2012).

Sermayeye erişimin olmaması, girişimcilerin önünde yeni bir iş kurma ve bunu büyütme konusundaki en büyük engellerden biridir. Bu tür şirketler, teminat olarak gösterilebilecek güçlü maddi varlıklara sahip değildirler. 135 ülkedeki 130.000'den fazla

şirketi kapsayan Dünya Bankası İşletme Anketlerine (World Bank Enterprise Survey, 2016) göre, dünyadaki firma sahiplerinin %27'si büyümeye yönelik büyük bir kısıtlama olarak sermayeye erişimi rapor etmektedir. Birçok gelişmekte olan ekonomide dış sermayenin eksikliğini büyük bir sorun olarak rapor edenlerin oranı gelişmiş ülkelere göre önemli ölçüde yüksektir. Dahası, sermayeye erişim eksikliğinin şirketlerin ilk büyüme dönemlerinde, yani ilk üç yıl içinde daha da zor olduğuna dair kanıtlar vardır.

İşletmelerin maddi varlıklarını teminat göstermeden geleneksel banka kredileri elde edememesi sorunu 1970'lerde ortaya çıkan bir finansman şekli olan mikrokredi için büyük ilgi uyandırmıştır. Mikrokreditinin uluslararası bir hale gelmesi, bu finansman şeklinin ardındaki temel fikri –“sayısız milyonlarca fakir insanın içlerindeki girişimcilik kilidini açmak”- düşük gelirli ülkelerde yaşayan veya yüksek gelirli ekonomilerdeki marjinal gruplara ait olup olmadığına bakılmaksızın yansıtmaktadır. Bununla birlikte, mikro kredinin yoksulluğu azaltma derecesi tartışmalara konu olmaya devam etmektedir. Mikrokreditinin geçimlerini sağlayan girişimcileri desteklemekten ziyade dönüşümcü girişimciliği ne ölçüde teşvik ettiği konusunda şüpheler vardır. Buna ek olarak, mikrokredi kuruluşlarının yüksek işlem maliyetlerine bağlı olarak daha büyük ölçeklere ulaşma ve daha anlamlı bir rol oynama potansiyelinin sorgulanması söz konusudur. Mikrokredi kurumları geleneksel bankalarla aynı kısıtlamalarla karşı karşıya kalırken, gittikçe artan sayıda mikrokredi kurumu iş modellerini iki farklı yolla değiştirmiştir. Birincisi, ürün yelpazesini, tasarruf ve sigortaya dönüşerek genişletmişler ve sadece mikrokredi borç veren kuruluşlardan mikrofinans kurumlarına dönmüşlerdir. İkincisi, dijital finansın hız kazanmış olması bu kurumların ağ etkilerinden ve ölçek ekonomisinden yararlanmalarına yol açarak harcama oranlarını giderek düşürmektedir. Finansal teknoloji ile ilgili bu inovasyonlar, mikrofinans kurumlarının, kuruluş aşamasındaki şirketlerin tipik olarak karşı karşıya kaldığı finansman açığını azaltılabileceği konusunda iyimserliğe yol açmıştır (Armendariz ve Morduch, 2005).

Dijital finans alanındaki ilerlemeler diğer alanları da etkilemektedir. Örneğin, girişimciler para transferi hizmetlerinde teknolojik ilerlemeden ötürü denizaşırı ülkelerde olsa bile arkadaşlarından ve ailelerden gelen sermayeye daha kolay erişebilmektedirler. Aynı zamanda, finansal teknolojiye yapılan yatırımlar (fintech) sayesinde yeni finansal aracılık çeşitleri ortaya çıkmıştır. Kitle fonlaması piyasasında işlem tutarlarına göre tüketici kredileri birinci sıradayken, ticari krediler en büyük ikinci kategoridir (Report Linker, 2018). Son yıllarda hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ekonomilerde, kredi alanlar ve borç verenler arasında aracı olarak hizmet veren ve giderek artan sayıda internet platformu üzerinden verilen yatırımcılar arası (Peer-to-peer, P2P) kredileri hızla artmıştır. Bu iş modelinde, bu platformlar, kredi başvurularının “büyük veriler” temelinde kredibilitesini inceler ve analiz eder, kredilere kredi notları atar ve kredi yatırımlarını bireysel ve kurumsal yatırımcıların portföylerine tahsis eder.

Bu makalede, girişimciliğin finansmanı ile ilgili yeni kredi aracılık biçimlerinin ortaya çıkması ve bunların girişimciliğin finansmanı ile ilgili kısıtlara olan etkilerinin incelenmesine yer verilecektir. Bankaların kalkınma sürecindeki rolü ve banka kredilerinin kullanılabilirliğini iyileştirmek için politika önlemleri tartışılacaktır. Daha sonra, mikrofinans kurumlarının, bireylerin ve mikro işletmelerin banka kredileri elde etmelerindeki zorluklarından ve yetersizliklerinden kaynaklanan alternatif bir kredi kaynağı olarak rolüne yer verilecektir. Ayrıca, dijital teknolojilerin hem geleneksel

bankacılıkta hem de mikrofinans alanında kredi kısıtlarını azaltmada oynayabileceği role değinilecektir. Son olarak, yeni ortaya çıkan finansal aracılık modeli olarak kitlesel fonlamaya ve kitlesel fonlamanın yaratabileceği değişikliklere odaklanılacaktır.

## 2. Girişimcilik ve Finans

Finansal sistemler ve ekonomik kalkınma arasındaki ilişki, Schumpeter'in 1911'de ilk kez yayınlanan "Ekonomik Kalkınma Teorisi" isimli eserinden bu yana büyük ilgi görmektedir. Schumpeter (1911), gelişmemiş finansal sistemlerin büyümeyi iki kanalla engelleyebileceğini açıklamıştır; yatırımcıların kullanabilecekleri tasarruf miktarı sınırlı olabilmektedir ve bu kısıtlı kaynakları en verimli faaliyetlere yönlendirmek için gerekli mali araçların eksikliği söz konusudur. Finans ve büyüme literatürüne yapılan müteakip katkılar, finansal sistemin çeşitli işlevlerine ve ilave kanallarına odaklanmıştır. Tasarrufları biriktirmenin ve sermayeyi verimli kullanım alanlarına tahsis etmenin dışında, finansın bilgi üreterek, yatırımların izlenmesini ve şirket kontrolünü sağlayarak, ticareti kolaylaştırarak, riski çeşitlendirerek ve risk yönetimi ve mal ve hizmet alışverişini kolaylaştırarak büyümeyi etkilediği düşünülmektedir (Beck ve Levine,2018).

King ve Levine (1993), bankacılık sistemi büyüklüğünün gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı olarak ölçülen finansal derinlik düzeylerinin ilerleyen dönemlerdeki ekonomik büyüme oranlarını tahmin edebilmede kullanılabileceğini bulmuşlardır. Daha sonra yapılan çalışmalar, King ve Levine'in yaklaşımına borsa derinliği gibi diğer temsili değişkenleri de dahil ederek rafine etmiş ve finanstan ekonomik büyümeye doğru olan nedenselliği doğrulamıştır (Levine ve Zervos, 1998).

Diğer araştırmacılar finansal yapı ve ekonomik büyüme arasındaki nedenselliği araştırmak için makro değişkenlere odaklanmak yerine, endüstri ve firma düzeyinde mikro veri kullanmışlardır. Claessens ve Laeven (2005) doğal olarak dışsal sermayeye daha bağımlı olan endüstrilerin, dışsal finansmanı aynı derecede kullanmayan sektörlerle göre gelişmiş finansal sistemlerden daha fazla faydalanması gerektiğini savunan bir yaklaşım önermektedir. Yazarlar, ABD'deki endüstrilerden elde edilen verileri kullanarak, finansal gelişmenin hem mevcut işletmelerin genişletilmesi hem de yeni kuruluşların oluşturulması yoluyla endüstriyel büyümeyi önemli ölçüde etkilediğini bulmuşlardır. Demirgüç-Kunt (1996) finansal planlama modeli ile bireysel firmaların dış finansman ihtiyaçlarını doğrudan tahmin etmeyi amaçlamıştır. Finansal planlama modeli ile şirketlerin sadece birikmiş kazançları ve faaliyetlerinden elde ettikleri paraları kullanarak ne kadar hızlı büyüyebileceği hesaplanmıştır. Yazarlar, dışsal olarak finanse edilmeyen firmaların sahip olduğu büyüme oranından daha hızlı büyüyen firmalardaki büyümenin borsa likiditesi, bankacılık sisteminin büyüklüğü ve yasal sistemin algılanan kalitesi ile pozitif ilişkili olduğunu göstermektedir. Bu ve diğer çalışmalar finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu gösterirken, bu ilişki muhtemelen doğrusal değildir.

Tam tersine, bazı yazarlar finans sistemleri derinleşmeye devam ettikçe ve ülkeler daha zenginleştikçe, finans ve büyüme arasındaki bağlantının zayıflayabileceğini öne sürdüler. De Gregorio ve Guidotti'nin (1995) öne sürdüğü gibi, yüksek gelirli ülkeler finansal derinliğin artan yatırım verimliliğine katkıda bulunmadığı bir noktaya ulaşmış olabilirler. Gelişmiş ekonomilerde, kaynakların daha üretken sektörlerden uzaklaşarak finans sektörüne doğru giderek daha fazla yönlenebileceğini savunan diğer çalışmalar da mevcuttur. Dahası, büyüyen ve giderek karmaşıklaşan finansal sistemler, ekonomik

kırılma riskini artırarak finansal kırılganlığı artırabilir (Rousseau ve Wachtel, 2017). Ekonomik gelişmenin erken dönemlerinde finansal gelişme büyüme artırır, ancak bu etkiler daha yüksek finansal gelişme düzeylerinde zayıflar ve sonuçta olumsuzlaşır. Finans ve büyüme arasındaki muhtemel çan eğrisi şekilli ilişkiye rağmen, mevcut literatür, ülkelerin kalkınmakta olduğu sürece ekonomik gelişmenin finansal gelişme gerektirdiğini kabul etmektedir.

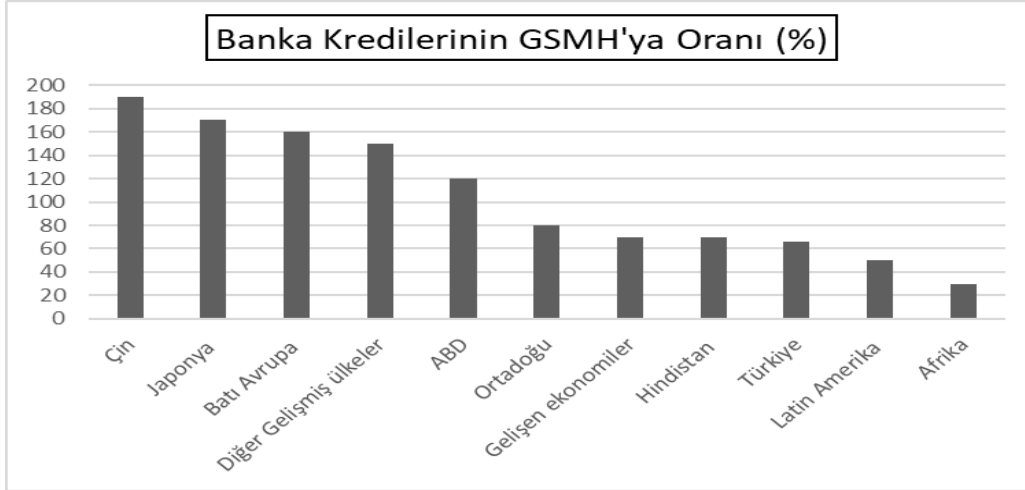
Ayyagari ve ark. (2007), inovasyon ve teknolojik ilerlemenin hem firmaların hem de ekonomilerin büyümesinde önemli bir rol oynadıklarını göstermektedir. Ayyagari ve ark. (2007) doğrudan inovasyon konusunu ele almaktadır. Buna göre, inovasyon üç tür faaliyeti kapsamaktadır; yeni ürün gruplarının ve yeni teknolojilerin sunulması gibi temel yenilikler, firmanın genel organizasyonunu etkileyen faaliyetler ve lisans sözleşmeleri veya yabancı ortaklarla ortak girişimler yoluyla bilgi aktarımı yapan faaliyetler. Yazarlar, Dünya Bankası'nın 47 adet gelişmekte olan ekonomi için uyguladığı kurumsal anketlerden elde edilen verilerden yararlanarak, bir firmanın yatırım harcamalarının dışsal olarak finanse edilen oranı ve firma inovasyonu arasında pozitif bir ilişki bulmaktadırlar. Bunun tersine, firmaların büyük ölçüde iç fonlara, finansal kiralama düzenlemelerine, aile ve arkadaşlara ve diğer gayri resmi kaynaklara güvendiği ülkelerde, firmalar daha az yenilikçi olabilmektedirler.

Bu durum, kişi başına düşen gelir ile ölçülen daha yüksek ekonomik refah düzeylerinin genel olarak şirketlerin yatırımlarını finanse etmede büyük rol oynayan bankalarla ilişkili olduğunu göstermektedir. Buna karşılık, ekonomik kalkınmanın ilk aşamalarında bulunan ülkelerdeki şirketler, birikmiş karları desteklemek için gayri resmi finans kaynaklarına daha fazla güvenme eğilimindedir. Bu erken aşamalarda, kredi kısıtlamaları genellikle çok ağırdır ve alternatif kaynaklar mevcut olmadıkça, yatırım faaliyeti kısıtlanmakta ve bu da ekonomik büyümeyi baltalamaktadır.

Ekonomik refah ile firmaların yatırım harcamalarının dışsal olarak finanse edilme oranı arasında gevşek bir ilişki vardır ve bu da diğer faktörlerin rol oynadığını göstermektedir. Bunlardan biri de düzenlemelerdir. Avrupa genelinde üç milyondan fazla firmadan gelen verileri kullanarak, Klapper ve ark. (2010), muhasebe standartlarına ve mülkiyet hakları korumasına yüksek oranda uyumun, dış finansmana daha fazla erişim ile ilişkili olduğunu ve firmanın piyasaya girişi ve büyümesi üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğunu bulmuştur. Girişimlerin inovasyona katkısı düşünüldüğünde, Dünya Bankası'nın "İş Yapma" raporlarının, girişimcilik finansmanına ve dolayısıyla teknolojik ilerlemeye ve ekonomik büyümeye daha kolay erişimin ön koşulu olarak mali sektör reformlarını uzun süredir savunması da şaşırtıcı olmamaktadır (World Bank, 2017)

## 2.1 Kredi Kısıtları ve Bankaların Rolü

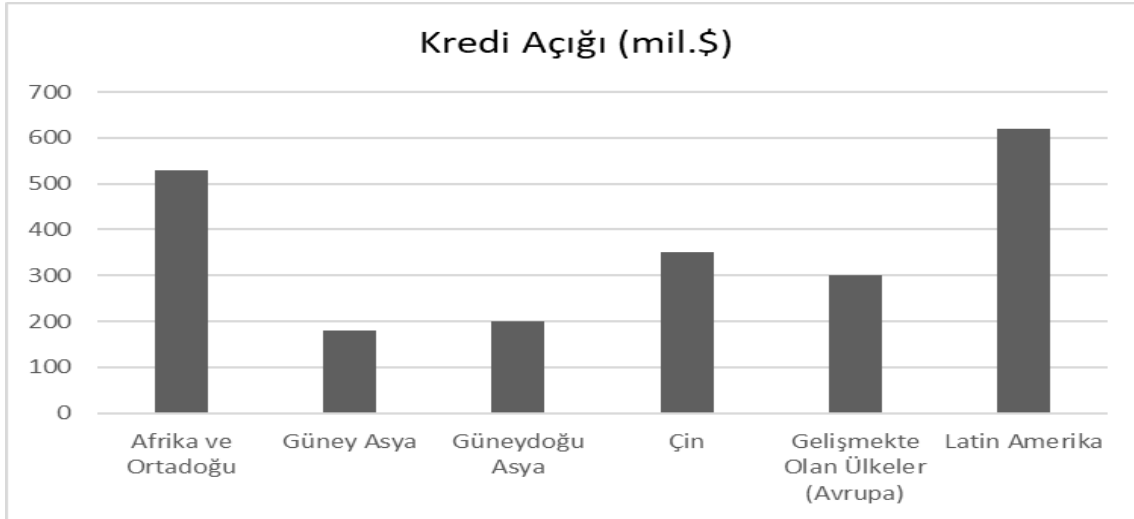
Yukarıdaki tartışmalar, gelişmekte olan ekonomilerin finansal sistemlerini sürekli olarak geliştiremedikleri takdirde gelişimsel durgunluk riski taşıdıklarını göstermektedir. Her ne kadar şirketlerin banka kredisine erişimi genellikle ülke ekonomisi geliştikçe artsa da gelişmekte olan ekonomilerde girişimcilere sunulan banka kredilerinin-gayrisafi milli hasılaya oranı oldukça düşüktür ve bu ülkelerde şirketler içsel olarak sağladıkları finansman kaynaklarına büyük ölçüde bağlı kalmaya eğilimlidirler.



Şekil 1 “Banka Kredilerinin GSMH’ya Oranı”

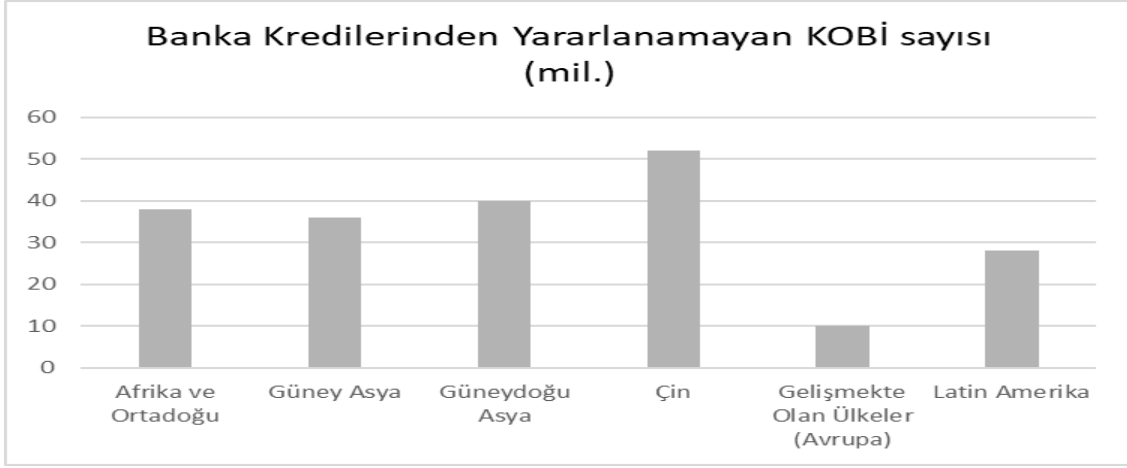
**Kaynak:** World Bank Financial Sector Database, 2016

Manyika ve ark. (2016), McKinsey Küresel Enstitüsü için hazırladıkları raporda, sunulabilen kredi miktarı ile mikro, küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin (KOBİ'lerin) ihtiyaç duyduğu fon miktarı arasındaki küresel açığı 2,2 trilyon dolar olarak tahmin etmektedir (Şekil 2). Toplamda 200 milyon KOBİ, bankalar tarafından hizmet dışı veya yetersiz hizmet görmektedir (Şekil 3). Bu sayı, mikro ve gayri resmi işletmeleri içeriyor olsa da bu şirketlerin birçoğu, temel olarak iş yaratma ve büyüme motoru olma potansiyeline sahip resmi ekonomide faaliyet gösteren küçük ve orta ölçekli işletmelerdir. Bu şirketlerin bir kısmı kısa vadeli krediye erişim sağlayabilir, ancak özellikle girişimciler için kritik önem taşıyan orta ve uzun vadeli krediler çoğu zaman mevcut değildir.



Şekil 2 “Kredi Açığı (milyar \$)”

**Kaynak:** Manyika ve ark. (2016), McKinsey Global Institute



Şekil 3. “Banka Kredilerinden Yararlanamayan KOBİ Sayısı (milyon)”

**Kaynak:** Manyika ve ark. (2016), McKinsey Global Institute

İşletmeler bankalardan borçlanma kabiliyetine sahip olsalar bile, diğer faktörler krediye erişimini kısıtlayabilir. Gelişmiş ülkelerde olduğu gibi, gelişmekte olan ekonomilerde de yeni kurulan firmaların sahiplerinin kişisel varlıklarını teminat olarak kullanma olasılığı eski firmaların sahiplerinin kişisel varlıklarını teminat olarak kullanma olasılığının neredeyse iki katıdır (Chavis ve diğerleri, 2012). Ancak, gerekli olan teminat, genellikle gelişmiş ekonomilerin iki katı veya üç katıdır. Bu da en çok genç firmaları etkilemektedir. Borç verme faiz oranları da daha yüksek olma eğilimindedir ve bu da şirketlerin bankalardan borç almalarını son derece maliyetli hale getirmektedir. Aynı zamanda, gelişmekte olan piyasalardaki borç verme ve mevduat faiz oranları arasındaki fark, gelişmiş ülkeler göre farklı risk profilleri ve rekabet dinamiklerinden dolayı daha geniş olmaktadır.

Latin Amerika'daki KOBİ'lerin toplam kredi açığı 2016'da 620 milyar dolar olarak tahmin edilmiştir. Bu rakam, Şekil 2'deki diğer bölgelerden daha büyüktür. Bu miktarın yaklaşık %40'ı Brezilya'daki bankalardan yetersiz hizmet alan KOBİ'lerden kaynaklanmaktadır. Gelişmekte olan Asya (Güney Asya, Güneydoğu Asya ve Çin) şimdiye kadarki en yüksek sayıda, bankalardan yetersiz hizmet alan şirkete sahip olup, yalnızca Hindistan'da tahmini olarak 23 milyon kredi kısıdı olan şirket vardır. (Güney Asya'daki tüm kredi kısıdı olan şirketlerin üçte ikisinden fazlası). Bankalardan az hizmet alan şirketlerin sayısındaki bölgesel farklılıklar, büyük ölçüde, dünyanın her bir bölgesindeki KOBİ'lerin toplam sayısını yansıtmaktadır. Aslında, bankalardan hizmet alan toplam KOBİ'lerin payı bakımından bölgesel çok az farklılık vardır. Bu oran Güney Asya'da %48'den, Afrika'da %53'e kadar değişmektedir. Bölgeler içerisinde, varyasyon daha önemlidir: bazı Afrika ülkelerinde, KOBİ'lerin %70'inden fazlası eksik veya yetersiz hizmet almaktadır (Manyika ve ark.,2016).

Gelişmekte olan ekonomilerin genel olarak mikro ve küçük ölçekli firmaların önemli ölçüde daha yüksek yoğunluk göstermesi şaşırtıcı değildir. Çünkü bu ülkelerin gelişmeleri, azgelişmiş finansal sistemlere sahip ülkelerde genellikle daha ağır olan kredi kısıtlamaları nedeniyle engellenmektedir. Dünya Bankası İşletme Anketlerinden elde edilen veriler ışığında, Chavis ve ark. (2012), gelişmekte olan ekonomilerdeki firmalardan kuruluşlarının ilk iki yılı içerisinde yalnızca %18'nin bankaların sunduğu kredilerden yararlanabildiği, %30'dan fazlasının da gayri resmi yollardan finansal kaynak temin ettikleri ve geri kalan kısmının da diğer ticari kredi kaynakları

kullandıklarını belirtmektedirler. 10 yıldan uzun süredir ayakta kalabilen şirketler, kayıt dışı finansmanı daha seyrek kullanırlar.

Firma yaşı ve fon kaynakları arasındaki ilişki Chavis ve ark. (2012) tarafından araştırılmıştır. Bu çalışma, daha güçlü hukuk kuralları ve daha iyi kredi bilgisine sahip ülkelerde, daha genç şirketlerin eski firmalara göre banka finansmanına daha kolay erişebildiğini göstermektedir. Bu bulguların Dünya Bankası'nın İş Yapma Raporlarında vurgulandığı gibi önemli politika sonuçları vardır. Kredi bilgisini geliştiren reformlar arasında, yeni bir kredi bürosu veya tescil kuruluşunun kurulması ile geçmişe ait verilerin raporlanması, borçluların yasalara göre verilere erişme haklarını garanti altına alınması, çevrimiçi kredi bilgilerinin sağlanması, perakende ve hizmet verilerinin raporlanması ve kredi puanlarının sağlanması yer almaktadır. Kredi bilgilerinin kredi raporlama hizmeti sağlayıcıları ile paylaşıldığı ülkeler genellikle daha yüksek özel krediler/GSYH oranına sahiptirler. Bu ülkelerde daha fazla firma banka kredilerine veya kredi limitlerine sahip olma eğilimindedir. Fakat genellikle daha az kredi başvurusu vardır (World Bank,2017). Bununla birlikte, kredi raporlama hizmeti sağlayıcılarının banka kredilerine erişimini hangi ölçüde sağlayabildiği, mevcut verilerin kapsamına bağlıdır. Kredi raporlama hizmeti sağlayıcılarının bulunduğu birçok ülkede, perakende, küçük işletme, mikrofinans, kurumsal kredi kartları ve sigortalar dâhil olmak üzere geniş bir dizi kaynak ve sektörden gelen verileri kullanarak daha geniş bir ağ oluşturmak için çabalar devam etmektedir.

## 2.2 Mikrokredi

Kredi kısıtları, bir şirketin erken aşamalarında özellikle zorlayıcı olmaktadır. Bu durum özellikle gelişmekte olan ekonomilerde, küçük firmaların yoğunluğunu açıklamaya yardımcı olur (Banerjee ve Duflo, 2005; Hsieh ve Olken, 2014). Mikrokredi, 1970'lerin ortalarında Grameen Bankası ve Bangladeş Rehabilitasyon Yardım Komitesinin (BRAC), ekonomik büyümenin önündeki engelin ve uzun süredir devam eden yoksulluğun nedeni olarak tanımlanan finansal kısıtlara yanıt olarak yeni kredi modelleri ile deney yapmaya başlaması ile ortaya çıktı. 1970'lerde ki mütevazı başlangıcından beri, modern mikro kredi dünya çapında 200 milyondan fazla borçlusuyla bir fenomen haline gelmiştir (Armendariz ve Morduch, 2005).

Mikrokredi kurumları geleneksel bankalarla aynı kısıtlamalarla karşı karşıya kalırken, gittikçe artan sayıda mikrokredi kurumu iş modellerini iki farklı yolla değiştirmiştir. Birincisi, ürün yelpazesini, tasarruf ve sigortaya dönüşerek genişletmişler ve sadece mikrokredi borç veren kuruluşlardan mikrofinans kurumlarına dönüşmüşlerdir. İkincisi, dijital finansın hız kazanmış olması bu kurumların ağ etkilerinden ve ölçek ekonomisinden yararlanmalarına yol açarak harcama oranlarını giderek düşürmektedir. Mikrofinans kurumları, başlangıçta, para borç verenlere bir alternatif olarak yaratılmıştır. Geleneksel borç verenler gibi mikrofinans kurumları da borçlularını yakından takip etme olanağına sahiptir. Ancak, farklı olarak, mikrofinans kuruluşları tipik olarak, birbirlerinin kredilerinden sorumlu bir grup borçlunun olması nedeni ile müşterileri ile yakın bir ilişki içerisindeyler (Banerjee ve Duflo, 2011). Banerjee (2013), mikrofinans kurumlarının kredi sağlamadaki temel prensiplerinden birinin neredeyse hiç seçici olmamak olarak açıklamaktadır. Fakirlerin doğal girişimciler olduğu inancını yansıtarak, neredeyse herhangi bir yoksul kişinin bir mikrofinans kuruluşundan küçük bir kredi alabileceğini belirtmektedir.

Kuruluşundan bu yana, mikrofinans hareketi farklı şekillerde gelişmiştir. Birincisi, mikrokredi öncelikli olarak ya da münhasıran, girişimcilik faaliyetlerini

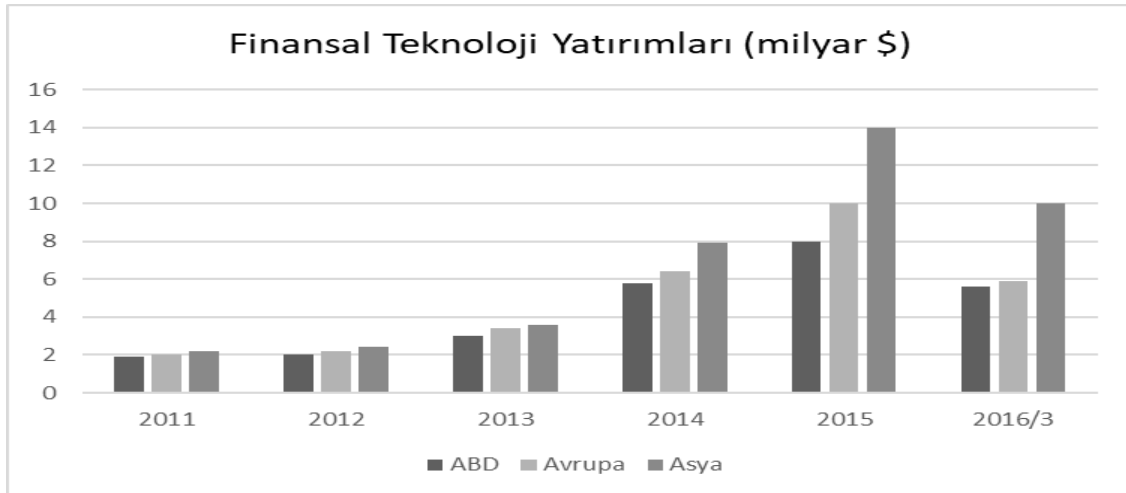


finanse ederek yoksullukla mücadele için bir araç olarak düşünülürken, zamanla sosyal misyonuna kar edebilme amacı da eklenmiştir. Günümüzde, birçok mikrofinans kurumu neredeyse bağımsız bankalar olarak işlev görmektedir. Global olarak, bugün sayıları 1100'den fazladır. Yaklaşık 23 milyar dolarlık yıllık kredi hacmiyle ve 2017 sonunda 89 milyar dolarlık tahmini brüt kredi portföyüyle faaliyet göstermektedirler. İkinci olarak, mikrokredi kuruluşları kâr amacı gütmeyen kuruluşlardan kâr amaçlı girişimlere dönüştükçe, tasarruf programlarına daha fazla önem vermişlerdir ve ellerinde biriken mevduatlar 2017 sonunda toplamda 38 milyar doları bulmuştur. Benzer şekilde, önemli sayıda mikrofinans kuruluşu, müşterilerinin ve kendi bilançolarının yararına sigorta ürünleri ile çeşitliliklerini arttırmışlardır (Mix Market Platform, 2018).

Son olarak, mikrofinans kurumlarının finansman yapısı, mikrofinans yatırım fonlarının önemli roller üstlenmesi ile derinden değişmiştir. Bu fonların çeşitleri, misyonları, hedefleri, fon kaynakları ve hissedar türleri açısından önemli ölçüde farklı olan çeşitli araçları kapsamaktadır. Bu yatırım fonlarının sponsorları, kâr amacı gütmeyen kuruluşlar ve kalkınma ajanslarından ticari yatırımcılara kadar farklı yelpazelerde olabilmektedir. Ticari yatırımcılar, çoğunlukla özel şahıslar olmasına rağmen, emeklilik fonları, sigorta şirketleri ve yatırım fonları gibi kurumsal yatırımcılar da mikrofinans kurumlarına yatırım yapma konusunda ilgi göstermişlerdir (Banarjee ve ark. ,2014).

### 2.3 Finansal Teknolojiler ve İnternet Tabanlı Pazar Kredileri

Geniş anlamda, dijital finans, finansal hizmetlerin dijital altyapı üzerinden iletildiği bir sistemdir. Nakit ve geleneksel banka şubeleri kullanmak yerine bireyler ve işletmeler, cep telefonları, bilgisayarlar ve satış noktası cihazları aracılığıyla dijitalleştirilmiş bir ödeme altyapısına bağlanırlar. Son yıllarda, finansal teknolojiye (FinTech) yapılan yatırımlar dünya çapında büyümüştür. (Şekil 4). Bu da finansal hizmetlerini, sermayenin aracılığını ve girişimcilik finansmanının kullanılabilirliğini dönüştürebilen dijital çözümler geliştirmeye yardımcı olmaktadır. Tüm ülkeler FinTech'ten faydalanabilirken, ekonomik gelişmenin çoğunlukla az gelişmiş finansal sistemler tarafından sınırlandırıldığı gelişmekte olan ekonomilerde finansal teknoloji yatırımlarından yararlanabilme potansiyeli daha da büyüktür. Dijital finans, bu ülkelerin finansal aracılıkta ilerlemesine yardımcı olabilirse, yeni teknolojilerin yıkıcı gücü, bu ülkelerde önemli bir ekonomik büyümeyi açığa çıkarabilir.



Şekil 4 “Finansal Teknoloji Yatırımları (FinTech)”

**Kaynak:** KPMG and CB Insights (2017)

Dijital finans, girişimcilik ve inovasyon faaliyetlerine iki şekilde fayda sağlayabilir; bankalar ve mikrofinans kurumları aracılığıyla mevcut aracılık biçimlerini daha verimli ve daha az maliyetli hale getirerek ve yeni aracılık biçimleri geliştirerek. Bu iki mekanizma yakından iç içe geçmiştir. Dijital finansın anlamlı bir rol oynaması için geniş tabanlı finansal katılımı sağlayan mobil ve dijital teknolojiler bulunmalıdır. Gelişmekte olan ülkelerde cep telefonu kullanımı önemli ölçüde artmıştır. Mobil ağlar artık bu ülkelerdeki insanların %90'ından fazlasına ulaşabilmektedir ve telefon sahipliği hala ağ kapsamının gerisinde kalıyor olsa da banka hesabına sahip insan sayısından daha fazla mobil abonelik sahibi insan vardır. McKinsey Küresel Enstitüsü için Manyika ve ark. (2016) tarafından yapılan çalışmada bu fark önemli olarak belirtilmektedir: 2014 yılında gelişmekte olan ülkelerdeki yetişkinlerin %80'i cep telefonlarını kullanırken, sadece %55'inin finansal bir hesabı vardır bu da iki milyardan fazla yetişkinin bankacılık hizmetlerine erişemediğini göstermektedir. Bazı bölgelerde, bu tutarsızlık daha da büyüktür. Afrika'da 4 kişiden sadece 1'inin bir banka hesabı varken, 10'da 8'inin cep telefonuna erişimi vardır.

Mobil ve dijital teknolojiler, dijital cüzdanlara kolay erişim sağlayarak ödeme işlemlerini kolaylaştırır ve özellikle uzak bölgelerdeki kullanıcılar, önemli seyahat süresi ve maliyet tasarrufu sağlayabilir ve hırsızlık riskini azaltabilir. Aynı zamanda, bu teknolojiler daha geniş bir yelpazede dijital olarak sunulan finansal hizmetlere erişim sağlar. Bu hizmetler arasında tasarruf hesapları ve hane halklarının nakit ve diğer tasarruf şekilleri ile dijital banka hesaplarına geçişi söz konusu olduğunda, finansal araçların bireylere ve şirketlere kredi sağlama kapasitesi artar.

Finansal teknolojiler, bankalar, mikrofinans kurumları, sigortacılar ve varlık yöneticileri gibi geleneksel araçların iş modellerinde devrim yaratırken, aynı zamanda veri yollarının eşit derecede kritik olduğu yeni finansal aracılık biçimlerini de beraberinde getirdi. Kitle fonlaması, büyük ölçüde sanat ve yaratıcı projeleri fonlayan sınırlı bir mekanizma olmaktan çıkarak, çok sayıda yatırımcıdan küçük miktarlarda sermayeyi biriktirmek için geniş tabanlı bir platforma dönüşerek bir patlama yaşadı. Kitle fonlamasının en çarpıcı özelliklerinden biri, sermaye tedarikçilerinin coğrafi dağılımı ve yatırımcılar ve girişimciler arasındaki mekânsal yakınlığın azaltılmış rolüdür. Kitle fonlaması, ödül ve bağış şeklindeki ödemelerle birlikte borç ve hisse senedi işlemlerini de içeren çeşitli biçimlerde gelir. Hacimce en büyük kitle fonlaması, küresel tüketici tabanına dayalı borç ve hisse senedi işlemlerinin yaklaşık %60'ını oluşturan internet üzerinden yatırımcılararası (aracısız veya yüzyüze) tüketici kredisidir (Peer-to-peer, P2P) (Report Linker, 2018).

Özellikle Asya'da. P2P kredileri genellikle “paylaşım ekonomisinin” diğer biçimlerine benzetilir (Sundararajan, 2016). Araba sağlayan Uber Technologies ve konaklama sağlayan Airbnb gibi internet platformları da kendilerinin sunmadıkları bir ürün sağlamaktadırlar. İnternet tabanlı bir platform kullanarak, borç veren ve borç alanlar bir banka aracı olmaksızın doğrudan birbirleriyle anlaşırlar. Finansmanın demokratikleşmesi olarak kabul edilen bu kredi platformları geleneksel bir banka gibi borç verme ve mevduat faiz oranları arasındaki farktan değil, genellikle kredi puanlama işlemlerinden ve kredi düzenleme ücretlerinden kâr elde ederler.

P2P platformları aracılığıyla tüketici kredisi sağlayan kredi verenler açıkça zarar edebileceklerini kabul etmektedirler. Çünkü paralarını geri alacaklarını ancak borçlular kredilerini geri ödediğinde bilebilmektedirler. Bazı platformlar, potansiyel borç

verenlerin borç alanları seçmelerine izin verirken, bazıları da borç verenlerin kredi için onaylanan herkese borç vermelerini zorunlu kılar. İlk kredilendirme platformları 2000'li yılların ortalarında başlamıştır. Ancak tüketici P2P kredileri, bankaların daha sıkı ve düzenleyici kurallarla borç vermeye başlamaları nedeni ile birçok tüketici ve işletmenin kredi almasını zorlaştıran 2008'de ki küresel finansal krizden sonra gelişmeye başlamıştır. Aslında, işletmeler için P2P kredisi, kitle fonlamanın ikinci en önemli şeklidir ve saf tüketici kredisi aracılığı olarak başlayan çeşitli platformlar, işletme kredilerine dönmüşlerdir. Çevrimiçi tüketici kredilerinde olduğu gibi, bazı platformlar geleneksel bankalarla iş birliği yapmaya başlamışlardır. Birçok benzerliğe rağmen, piyasada P2P tüketici kredileri ve işletmelere sağlanan internet tabanlı kredilendirme arasında da önemli farklılıklar vardır. Muhtemelen en önemli fark, borçluların kredi değerliliğine erişim yeteneğinde yatmaktadır. Tüketici kredilendirme platformları, sosyal medya ağı ve kredi başvuru sahibinin online başvuru formunu doldurma şekli gibi davranışsal veriler de dahil olmak üzere çok büyük miktarlarda geleneksel olmayan verileri kullanmaktadır.

Bununla birlikte, finansal teknolojilerin yeni kurulan şirketlere verilecek tüketici kredileri için “büyük veri” yaklaşımını uygulaması, işletmenin kredi değerliliğinin incelenmesi ve vergi kayıtları, yasal düzenlemelere uyum ile ilgili hazır bilgiler az olduğu için zorludur. Kaynaklar çoğu zaman güncel değildir ve düşük kalitedir. Ancak, finansal teknolojilerin büyük veri analizine dayalı yaklaşımının işletme kredileri için daha az uygulanabilir olduğu göz önüne alındığında, kitle fonlamanın bu alandaki başlıca avantajı, daha iyi borçlanma oranlarından ziyade daha hızlı ve şeffaf bir uygulama sürecinin yer almasıdır.

Gelişmekte olan ekonomilerde kitle fonlamanın piyasa potansiyelini tahmin etmek, önemli belirsizliğe tabidir. Diğer yandan hem internet tabanlı P2P kredilendirme hem de ödül tabanlı kitle fonlaması önemli avantajlara sahiptir. Bu yaklaşımlar, finansal hizmetlerdeki sistematik önyargıların coğrafyalara, sektörlere veya cinsiyete göre giderilmesine yardımcı olabilir; hızı, müşteri hizmetini ve sermayeyi sağlama kolaylığını arttırabilir, aracılık maliyetini düşürebilir, mevcut sermayenin havuzunu genişletebilir ve rekabeti arttırabilir. Öte yandan, kitle fonlaması, örneğin, ters seçim problemi, bilgisel dezavantajlar, denetim yetersizliği, likidite eksikliği, siber hırsızlık ve başarısızlıklardan kaynaklanan spesifik riskler ile birlikte gelir. Ayrıca, birçok yargı sisteminde ve düzenlemelerde bir eksiklik söz konusudur. Bazı ülkelerde, borç verme platformları bankacılık düzenlemelerine tabidir ve bu nedenle faaliyet göstermek için bir bankacılık lisansına ihtiyaç vardır. Diğer bazı ülkelerde, düzenleyiciler, örneğin, kayıt gerekliliklerine, iş davranışlarına, yönetim ve raporlama gereksinimlerine ilişkin olarak bu tür platformlar için özel düzenlemeler yürürlüğe koymuştur. Bu yaklaşımlar, iki aşırı kutup arasında- borç temelli faaliyetler üzerinde doğrudan yasaklama ve tam düzenleme eksikliği- arasında sıkışmaktadır. Bireysel ülkelerde hukuksal düzenlemelerin nasıl evrimleştiği, gelecekte kitle fonlamanın oynayabileceği rol üzerinde önemli bir etkiye sahip olacaktır.

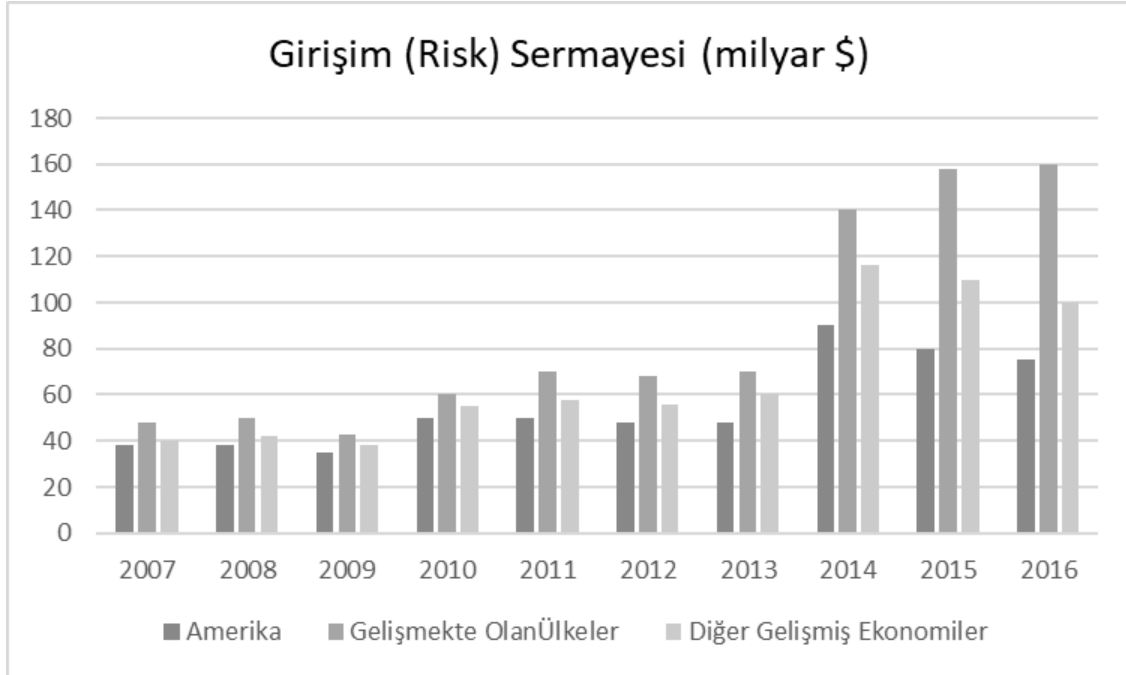
## **2.4 Gelişmekte Olan Ülkelerde Özel Sermaye Pazarları Aracılığı ile Dışsal Finansman Sağlanması**

### **2.4.1 Girişim Sermayesi**

Girişim sermayesi alanındaki mevcut araştırmaların çoğu ABD ve Avrupa pazarlarından elde edilen verilere dayanmaktadır. Fakat son dönemde Çin ve Hindistan

gibi ekonomiler başta olmak üzere gelişmekte olan piyasalarda girişim sermayesi yatırımları çok büyük bir artış göstermiştir. Örneğin, 2007 yılında gelişmekte olan piyasalar küresel girişim sermayesi yatırımlarının sadece %13'ünü çekerken, 2015'de payları neredeyse iki katı artarak %24'e yükselmiştir (World Economic Forum,2015). Çin ve Hindistan, Avrupa'daki diğer girişimci şirketlerden daha fazla girişim sermayesi çekmiştir. Bu finansman biçimi için rekabet arttığından, girişim sermayecileri diğer gelişmekte olan ekonomilerde de yatırım fırsatlarına odaklanmaya başlamışlardır. Dünyanın en kalabalık iki ekonomisinde girişim sermayesi yatırımlarının artması, e-ticaret ve internet'in yayılmasıyla yakından ilişkilidir. Çin ve Hindistan'da, değeri 1 milyon dolardan daha fazla olduğu için “unicorn” olarak tabir edilen firmalar e-ticaret ve tüketici internet sektörlerinde yoğunlaşmaktadırlar.

1990'ların sonları ile 2000'lerin ortaları arasında, Güneydoğu Asya, Rusya ve Latin Amerika gibi bölgelerde yaşanan ekonomik krizler, yükselen piyasalara yatırım yapan girişim sermayesi yatırımlarının neredeyse ortadan kaybolmasına neden olmuştur. Ancak o zamandan beri, risk veya girişim sermayesi yatırımları, yükselen piyasaların dünya ekonomisinin büyüme motoru haline gelmesiyle yükselmiştir. 2014–15 döneminde risk sermayesi kapitalistleri, Amerika Birleşik Devletleri dışında kalan gelişmiş ülkelerdeki girişimlere yatırılan toplam girişim sermayesi miktarından önemli ölçüde daha fazlasını (81 milyar dolar) gelişmekte olan piyasalara yatırmışlardır. Risk sermayesindeki bu büyümenin bir sonucu olarak, gelişmekte olan piyasalar, bu iki yılda küresel girişim sermayesinin dörtte birinden fazla bir kısmını emmişlerdir (Şekil 5).



Şekil 5. “Küresel Girişim Sermayesi Yatırımları”

**Kaynak:** World Economic Forum, Global Competitiveness Report, 2016

#### 2.4.2 Melek Yatırımcılar ve Melek Ağları

Geleneksel olarak, girişimlerin öz kaynakla finansmanı ile ilgili kurumsal pazar, 1950'lerde ABD'de sınırlı ortaklık fonları aracılığıyla kurulan girişim sermayesi fonları ile ortaya çıkmıştır. Melek yatırımcılar ise ABD'de girişim sermayesi fonlarının belirli bir olgunluğa eriştiği 1980'lerde gelişmeye başlamış olan kurumsal olmayan bir girişim

finansman modelidir. Bu finansman modelinde, çoğu zaman kendileri eski bir girişimci olan melek yatırımcılar başkalarının yeni girişimlerine kendi paralarını yatırmaktadırlar. Günümüzde sayıları giderek artan melek ağları ise erken evrede yüksek büyüme potansiyeline sahip girişimlerde birlikte yatırım yapan melek yatırımcıların ağlarıdır (Croce ve ark., 2016). Melek yatırımcı ağları yatırımcılara hisse senedi sağlar, yönetim desteği ve ağ erişimi imkanları sunar. Bunlar grup olarak, bireysel melek yatırımcılardan daha yüksek miktarda finansman sağlayabilirler (Gürünlü, 2018).

Melek yatırımcılar genellikle erken aşama finansmanı ve tohum sermayesi sağlar. Bu tür girişimcilik finansmanı sadece Amerika Birleşik Devletleri'nde değil, diğer gelişmiş ekonomiler ve gelişmekte olan pazarlarda da hız kazanmıştır. Avrupa İş Melekleri Birliği (European Trade Association for Business Angels, EBAN) tarafından 2014 yılında yapılan bir araştırmaya göre, 2013 yılında 468 işletme meleği ağı vardır. 1999 yılında ise işletme meleği ağlarının sayısı 75'dir. Bu ağların% 50'den fazlası, en büyük beş Avrupa ekonomisinde (Almanya, Fransa, Birleşik Krallık, İtalya ve İspanya) faaliyet göstermektedir. Bu ağlardaki iş melekleri, 2013 yılında, girişim sermayesi fonlarının erken aşama girişimlerine yatırım yaptıklarının iki katından daha fazla, 5,5 milyar € (7,4 milyar \$) yatırım yapmışlardır.

### 3. Sonuç

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında ayrılmaz ilişki vardır. Bir ülkenin sürdürülebilir ekonomik büyüme elde etme potansiyeli, teknolojik değişim ve dönüşümcü girişimciliğin bir işlevi olan daha üretken olma yeteneğine bağlıdır. Bununla birlikte, girişimciliğin sadece girişimlerin dışsal finansmana erişebileceği bir ortamda gelişebilmesi nedeniyle, ülkelerin finansal sistemlerini sürekli olarak geliştirmeleri zorunludur. Bankalar bu bağlamda özellikle önemli bir roller oynamaktadır. Gelişmekte olan ekonomilerdeki çok sayıda küçük ve orta büyüklükteki işletmeler, özellikle de çok az maddi varlığa sahip ve esasen kredi geçmişi olmayan daha genç şirketler yeterli teminat bulamadıklarından bankalardan dışsal finansman hizmeti alamamaktadırlar. Küresel kredi açığı 2,2 trilyon dolar olarak tahmin edildiğinde (Manyika ve ark. 2016), kredi kısıtlamaları hafifletilirse ekonomik büyüme önemli ölçüde hızlanabilecektir. Bu alandaki çabalar özellikle kredi bilgilerinin bulunabilirliğinin iyileştirilmesi ve güvenli işlemlere ve yasal haklara ilişkin reformların hayata geçirilmesine odaklanmıştır. Yoksullara ve mikro girişimlere verilen banka kredilerinin yetersizliği mikrofinans kurumlarının ortaya çıkmasını teşvik etmiştir. Mikrofinansman küresel bir fenomen haline gelmiştir, ancak mikro kredinin girişimciliği teşvik ederek yoksulluğun azaltılmasına yardımcı olma konusundaki temel amacına ne ölçüde ulaştığı açık değildir. Mikrofinans kurumları dönüşümsel girişimciliği teşvik etmek yerine geçim sağlamaya dayalı girişimciliğe destek vermeleri halinde, kendilerinden beklendiği gibi ekonomik büyümeye katkıda bulunamayabilirler. Son olarak, mikrofinans kurumları geleneksel bankalara benzer kısıtlara sahiptirler. Çünkü bunlar esas olarak manüel süreçlere ve nakde dayandıkları için yüksek işlem maliyetlerine sahip olmaktadır ve bu da daha büyük ölçeklere ulaşma kabiliyetlerini sınırlamaktadır. Bu tartışma bizi yeni finansal aracılık biçimleri olarak dijital finansmana ve kitlesel fonlamasına ve bunların girişimci firmaların dışsal finansmanı üzerindeki potansiyel etkilerine götürmektedir. Dijital finansın çok daha fazla müşteriye önemli ölçüde daha düşük maliyetlerle ulaşma potansiyeline sahip olması nedeni ile finansal teknoloji kurumlarının ve geleneksel bankaların borç verme kapasitelerinin,

müşterilerin tasarruf hesapları da dâhil olmak üzere daha geniş bir finansal hizmet yelpazesi sunulması gerektiği savunulmaktadır.

Herhangi bir dijital işlem, borç verenlerin kredi puanlama sistemlerini iyileştirmelerine izin veren bir veri izi bırakır. Bu özellik, pek çok gelişmekte olan ekonomide önemli bir ivme kazanan yeni internet tabanlı P2P platformları için olduğu kadar geleneksel bankalar için de önemlidir. Giderek, bankalar finansal teknoloji firmalarıyla daha fazla iş birliği yapmakta, finansal borçlanmayı artırabilecek çevrimiçi borç verenler aracılığıyla kredi sağlamaktadırlar. Böylelikle, teminatlarının az oluşu nedeni ile bankalardan yeteri kadar hizmet alamayan firmalar da finansal sisteme dahil olabilmektedirler. Ancak, bu iş birlikleri derinleştikçe, daha fazla kredi hacmine yol açtıkça, bu işlemleri inceleyen düzenlemelerin de artması muhtemeldir.

### Kaynakça

- Armendariz, B. ve Morduch, J. (2005). *The Economics of Microfinance*. USA: MIT Press
- Ayyagari, M, Demirguc-Kunt, A. ve Maksimovic, V. (2007). *Firm Innovation in Emerging Markets*. World Bank Policy Research Paper No:4157.
- Banerjee, A. ve Duflo, E. (2005). *Growth Theory through the Lens of Development Economics*. In Aghion, P. And Durlauf, S. (Eds.) *Handbook of Economic Growth*, Vol. 1, Part A , pp 473-552, USA: Elsevier
- Banerjee, A. (2013). *Microcredit Under the Microscope: What Have We Learned in the Past Two Decades, and What Do We Need to Know?*, *Annual Review of Economics*, 5, pp: 487-519.
- Banerjee, A. Duflo, E. Glennerster, R. ve Kinnan, C. (2014). *The Miracle of Microfinance: Evidence from a Randomized Evaluation*. MIT Economics Working Paper, <https://economics.mit.edu/files/9832>
- Banerjee A., Duflo E. (2011). *Poor Economics*. In: *A Radical Rethinking of the Way to Fight Global Poverty*. New York: Public Affairs.
- Beck, T. ve Levine, R. (2018). *Handbook of Finance and Development*. USA: Edward Elgar Publishing
- Chavis L.W. Klapper L. Love I. (2012). *International Differences in Entrepreneurial Finance*. In Cumming D. (Ed.) *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance* (pp:755–776). UK: Oxford University Press.
- Claessens, S. ve Laeven, L. (2005). *Financial Dependence, Banking Sector Competition and Economic Growth*, World Bank Policy Research Papers No:3481
- Croce, A., Tenca, A. ve Ughetto, E., (2016) . *How Business Angel Groups Work: Rejection Criteria in Investment Evaluation*. *International Small Business Journal: Researching Ent-repreneurship*, 35(4).
- Demirgüç-Kunt A., Maksimovic V. (1998). *Law, Finance and Firm Growth*. *Journal of Finance*, 53(6), pp:2107–2137.

- Demirgüç-Kunt, A. ve Maksimovic,V. (1996). Stock Market Development and Firms' Financing Choices", World Bank Economic Review 10, pp:341-369.
- European Trade Association for Business Angels (EBAN) (2014). Seed Funds, and Other Early Stage Market Players, Statistics compendium, <http://www.eban.org/wp-content/uploads/2014/09/13.-Statistics Compendium-2014.pdf> (Erişim Tarihi, 20.09.2018)
- Gregorio, J. ve Guidotti, P. (1995). Financial Development and Economic Growth. World Development Journal, 23(3), pp:433-448.
- Gürünlü, M. (2018). Girişimciliğin Finansmanında Yeni Trendler. Dirican,C. Akkaya,M., Erdoğan, A. (Editörler). Sermaye Piyasalarında Değişen Dinamikler. İstanbul: Türkmen Yayınevi
- Hsieh,C.H ve Olken,B. (2014).The Missing Middle. NBER Working Paper No. 19966
- King, R. Ve Levine, R (1993). Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence. Journal of Monetary Economics, 32(2), pp:513-542
- Klapper,L. Amit,R. ve Guillén,M.F (2010). Entrepreneurship and Firm Formation across Countries. In Lerner,J. and Schoar,A. , (Eds.) International Differences in Entrepreneurship, NBER Series (pp:129-159). USA: University of Chicago Press.
- KPMG ve CB Insights (2017) The Pulse of Fintech - Global Analysis of Venture Funding in the Fintech Sector. <https://home.kpmg.com/xx/en/home/insights/2017/02/the-pulse-of-fintech-global-analysis-of-venture-funding-in-the-fintech-sector.html>, (Erişim Tarihi, 16.05.2018)
- Levine, R. ve Zervos, S. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. American Economic Review, 88(3), pp:537-558
- Manyika,J. Lund,S., Singer,M., White,O. ve Berry,C. (2016). How Digital Finance Could Boost Economic Growth in Emerging Economies?. McKinsey Global Institute. <https://www.mckinsey.com/featured-insights/employment-and-growth/how-digital-finance-could-boost-growth-in-emerging-economies>, (Erişim Tarihi: 14.05.2018)
- Mix Market Platform (2018) <http://www.themix.org/mixmarket>, (Erişim Tarihi, 16.05.2018)
- Report Linker, Crowdfunding Market Reports (2018), <https://www.reportlinker.com/report/search?keywords=crowdfunding>, (Erişim Tarihi, 11.07.2018).
- Rousseau, P. ve Watchtel, P. (2017). Financial Systems and Economic Growth. UK: Cambridge University Press
- Schumpeter J. (1911). The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit and Business Cycle. Harvard Economic Studies, No:46. USA: Harvard University Press
- Sundararajan A. The Sharing Economy: The End of Employment and the Rise of Crowd-Based Capitalism. Cambridge, MA: MIT Press; 2016.

- World Bank (2016), Enterprise Surveys, <http://www.enterprisesurveys.org/data/exploretopics/finance#--13>, (Erişim Tarihi, 12.05.2018)
- World Bank (2016), Financial Sector Database, <https://data.worldbank.org/topic/financial-sector>, (Erişim Tarihi, 14.06.2018)
- World Bank (2017), Doing Business Reports:Equal Opportunity for All. Washington, USA: The World Bank, 14.th Edition.
- World Economic Forum (2015), <https://www.weforum.org/agenda/2015/07/which-countries-have-the-most-venture-capital-investments/> , (Erişim Tarihi, 27.09.2018)
- World Economic Forum (2016), [http://www3.weforum.org/docs/GCR2016-2017/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2016-2017\\_FINAL.pdf](http://www3.weforum.org/docs/GCR2016-2017/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2016-2017_FINAL.pdf), (Erişim Tarihi: 26.09.2018)



## The Financing Problem of Innovation and Entrepreneurship in Emerging Markets and Alternative Solutions

**Meltem GÜRÜNLÜ**  
İstanbul Arel University  
Department of International Trade and Finance  
İstanbul, Turkey  
[orcid.org/0000-0001-6790-4256](https://orcid.org/0000-0001-6790-4256)  
[gurunlu.meltem@gmail.com](mailto:gurunlu.meltem@gmail.com)

### Extensive Summary

#### Introduction

Financial development is an integral part of the economic growth process. Efficiently operating financial systems optimize resource allocation in an economy. Economic growth is mainly due to the increase in productivity. Increasing earnings resulting from increased productivity requires technological change due to innovative entrepreneurship. At this stage, access to external sources of capital from banks is very important in developing economies where other sources of external funding such as equity and bond markets are not so developed. These resources are often not easily reachable by newly start-up companies. Therefore, entrepreneurial companies that are not able to obtain bank credits can usually receive informal financing which is not secure. These challenges, in particular, are major obstacles to developing economies.

Insufficient reach to capital is the primary obstacle to starting a new business. Such companies do not have strong tangible assets that can be presented as guarantees to the lenders. World Bank Enterprise Survey (2016) reports that in many developing economies, the percentage of those start-up companies which report insufficient access to external financing as a major problem is much higher than in developed countries. Moreover, this is even more difficult during the first three years of the company's growth.

Microcredit institutions have changed their business models in two different ways. First, they have simply turned into microfinance institutions from microcredit lenders. Secondly, the acceleration of digital finance has led to a decrease in expenditure rates by leading them to benefit from network effects and economies of scale. These innovations in financial technology have led to optimism that microfinance institutions can reduce the funding gap typically faced by companies in the establishment phase (Armendariz and Morduch, 2005).

Advances in financial technologies also affect other areas. For example, new financial intermediation types have emerged. While consumer loans are in the first place in the crowdfunding market according to transaction amounts, commercial loans are the second largest category (Report Linker, 2018). In recent years, in both developed and developing economies, peer-to-peer (P2P) loans have been rapidly increasing due to the increasing number of internet platforms that serve as intermediaries between lenders and credit takers. In this business model, these internet platforms examine the big data related to loan applications, give ratings to loans, and distribute loans to a portfolio of investors.

This article will focus on the new forms of credit intermediation related to the financing of entrepreneurship and their impact on constraints related to the financing of entrepreneurship. The role of microfinance institutions and digital technologies in reducing credit constraints will be discussed. Finally, as an emerging model of financial intermediation, the focus will be on crowdfunding and changes to be made by crowdfunding. In addition, the role of external financing through private equity markets (venture capital and angel business angels) is dealt with.

### **Methodology**

As the methodology, an in-depth literature survey was conducted.

### **Findings & Discussion**

There is an inseparable relationship between financial development and economic growth. The potential for a country to maintain sustainable economic growth depends on its capability of technological change and innovative entrepreneurship. It is imperative that countries develop their financial systems continuously, as entrepreneurship can only develop in an environment where entrepreneurs can access external financing. Numerous small or medium scale and young enterprises in emerging economies, especially those companies with very few assets, cannot obtain sufficient financing from banks because they cannot find sufficient collateral. When the global credit deficit is estimated to be 2.2 trillion dollars (Manyika et al. 2016), economic growth will accelerate significantly if credit availabilities are improved. Improving the quality of credit information and implementing reforms on safe transactions and legal rights are major concerns. The inadequacy of bank loans to small-sized enterprises has increased the need for microfinance institutions. Microfinance has become globally important but it is unclear to what extent microcredit reaches its main objective in helping to reduce poverty by promoting entrepreneurship. Microfinance institutions may not be able to contribute to economic growth, as expected, if they support entrepreneurship based on supporting lives instead of promoting innovative entrepreneurship.

Finally, microfinance institutions have similar limitations to conventional banks. Because they are mainly based on manual processes and cash, they have high costs, which limit their capability to reach larger scales. This controversy leads us to new forms of financial intermediation such as digital financing and crowdfunding and their effects on financing of entrepreneurial and innovative companies. Since digital finance can reach more customers at significantly lower transaction costs, it is argued that the lending capacities of financial technology institutions and traditional banks should be increased by offering a wider range of financial services.

Any digital transaction leaves a data trace that allows lenders to improve their credit scoring systems. This feature is important for traditional banks, as well as for new internet-based P2P (peer-to-peer) platforms, which have gained significant momentum in many emerging economies. Increasingly, banks cooperate more with financial technology companies and provide loans through online lenders that can increase financial debt. In this way, firms that are not able to receive sufficient services from banks due to their low collaterals may be included in the financial system. However, as these collaborations deepen and as they lead to more credit volume, regulations that examine these processes are likely to increase.