

YENİ EKONOMİ İÇİN ANAHTAR AR-GE VE İNOVASYON FİNANSMANI

NURULLAH GÜR



YENİ EKONOMİ İÇİN ANAHTAR
AR-GE VE İNOVASYON
FİNANSMANI

NURULLAH GÜR

COPYRIGHT © 2014

Bu yayının tüm hakları SETA Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı'na aittir. SETA'nın izni olmaksızın yayının tümünün veya bir kısmının elektronik veya mekanik (fotokopi, kayıt ve bilgi depolama, vd.) yollarla basımı, yayını, çoğaltılması veya dağıtımı yapılamaz. Kaynak göstermek suretiyle alıntı yapılabilir.

Tasarım: : M. Fuat Er
Uygulama : Songül Eryiğit
Baskı : Turkuvaz Matbaacılık Yayıncılık A.Ş., İstanbul

SETA | SİYASET, EKONOMİ VE TOPLUM ARAŞTIRMALARI VAKFI

Nenehatun Caddesi No: 66 GOP Çankaya 06700 Ankara TÜRKİYE
Tel:+90 312.551 21 00 | Faks :+90 312.551 21 90
www.setav.org | info@setav.org | @setavakfi

SETA | İstanbul

Defterdar Mh. Savaklar Cd. Ayvansaray Kavşağı No: 41-43
Eyüp İstanbul TÜRKİYE
Tel: +90 212 395 11 00 | Faks: +90 212 395 11 11

SETA | Washington D.C. Office

1025 Connecticut Avenue, N.W., Suite 1106
Washington, D.C., 20036 USA
Tel: 202-223-9885 | Faks: 202-223-6099
www.setadc.org | info@setadc.org | @setadc

SETA | Kahire

21 Fahmi Street Bab al Luq Abdeen Flat No 19 Cairo MISIR
Tel: 00202 279 56866 | 00202 279 56985 | @setakahire

İÇİNDEKİLER

ÖZET	7
GİRİŞ	9
DIŞ FİNANSMAN AR-GE VE İNOVASYON İÇİN NEDEN GEREKLİ?	10
FİNANSAL GELİŞMİŞLİK	12
GİRİŞİM SERMAYESİ	17
FİNANSAL LİBERALİZASYON VE DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR	21
SONUÇ VE POLİTİKA ÖNERİLERİ	23

YAZAR HAKKINDA

Nurullah GÜR

2006 yılında Marmara Üniversitesi İngilizce İktisat Bölümü'nden mezun oldu. Aynı bölümden 2008 yılında yüksek lisans derecesini aldı. 2008- 2012 yılları arasında University of Essex'de yüksek lisans ve doktora çalışmalarını gerçekleştirdi. 2009-2012 yılları arasında aynı üniversitede asistan olarak görev yaptı. 2013 yılında Türkiye'ye dönen Gür, halen İstanbul Ticaret Üniversitesi İngilizce İktisat Bölümü'nde öğretim üyesi olarak çalışmalarına devam etmektedir. Kendisi aynı zamanda SETA İstanbul Ekonomi Direktörlüğü'nde araştırmalar yapmaktadır. Ekonomik gelişme ve finans-reel sektör ilişkileri alanlarında çeşitli uluslararası dergilerde yayınları bulunmaktadır. Disiplinler arası çalışmalara önem veren Gür'ün uluslararası politik iktisat ve ekonomik gelişme alanlarında ise kitap çalışmaları bulunmaktadır.

ÖZET

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin muhtemel bir “orta gelir tuzağı” tehlikesini atlatarak ekonomik gelişme merdiveninin daha üst basamaklarına tırmanmaları için AR-GE (araştırma-geliştirme) ve inovasyon faaliyetlerini hızla arttırmaları gereklidir. AR-GE’yi ve inovasyonu arttırmak için ise girişimcilerin hayal ettiklerini gerçekleştirebilecekleri bir ortam sağlanmalıdır. Girişimciler, hayallerini AR-GE faaliyetleri sonucunda inovasyona dönüştürebilmek için finansmana ihtiyaç duyarlar; ancak, hayaller ve finansman çoğu zaman aynı kişilerin elinde olmaz. Dolayısıyla, gelecek vaat eden girişimcileri tarayıp onlara fon bulacak ve daha sonra onların faaliyetlerini izleyerek AR-GE ve inovasyon finansmanı sağlayacak bir finans sistemine ihtiyaç duyulmaktadır. Bu analizin amacı, AR-GE ve inovasyon için dış finansman sağlamanın yollarını inceleyerek finans sistemi, reel sektör ve üniversiteler arasındaki ilişkinin en etkin biçimde nasıl kurulabileceğini araştırmaktır.

Yapılan bilimsel çalışmalar, bir ülkenin finansal gelişmişlik düzeyi ile AR-GE ve inovasyon performansı arasında güçlü bir pozitif ilişki olduğunu göstermektedir. Bir ülkenin finansal gelişmişlik düzeyi, iki farklı finans sistemiyle ilgili veriler incelenerek gözlemlenebilir. Bu iki farklı finans sisteminden birincisi “banka bazlı” finans sistemi, diğeri ise “piyasa bazlı” finans sistemidir. Banka bazlı finans sistemi, bankalar gibi finansal araçların devreye girip ödünç verilebilir fonları tasarruf sahiplerinden kredi isteyenlere aktardığı borca dayalı (debt-based) bir finansal sistemdir. Piyasa bazlı finans sistemi ise, ödünç verilebilir fonların tahsisinin borsa gibi sermaye piyasaları vasıtasıyla gerçekleştiği bir finansal sistemdir.

AR-GE ve inovasyonu arttırmak için hangi sistemin daha etkin olduğuna dair kesin bir cevap bulunmamasına rağmen, yapılan araştırmalar ve ülke deneyimleri sermaye piyasalarının teminat istemeyen yapısı, bilgi akışını daha hızlı sağlaması ve projelerinin değerlendirilmesindeki başarısından ötürü öz sermaye finansmanı (equity-based) temelli piyasa bazlı finans sisteminin daha başarılı

Bu analizin amacı, AR-GE ve inovasyon için dış finansman sağlamanın yollarını inceleyerek finans sistemi, reel sektör ve üniversiteler arasındaki ilişkinin en etkin biçimde nasıl kurulabileceğini araştırmaktır.

olduğuna işaret etmektedir. Türkiye’de sermaye piyasaları yeterince gelişmiş ve derinleşmiş olmadıkları için bu alanda atılacak adımların hızlı ve büyük etkileri olması muhtemeldir.

Sermaye piyasalarının AR-GE ve inovasyonu arttırmadaki başarıları sadece borsa ile sınırlı değildir. Özellikle dinamik ve yenilikçi girişimcilere dış finansman sağlamadaki etkisi düşünüldüğünde, girişim sermayesi de önemli bir alternatif teşkil etmektedir. Girişim sermayesi kanalları ABD, Kanada, İngiltere ve İsrail gibi ülkelerde yeni fikirlere sahip, ancak finansal gücü yeterli olmayan girişimcileri destekleyerek AR-GE ve inovasyonu arttırmada yıllardır öncü konumundadırlar. Türkiye, girişim sermayesi sağlama alanında yolun daha çok başlarındadır. TÜBİTAK’ın bir girişim sermayesi kuruluşu kurulmasına yönelik destekleri umut vaat edici olsa da, destekler konusunda atılacak daha birçok somut adım bulunmaktadır.

Son yıllarda hem Türkiye hem de dünyada kendinden daha fazla söz ettirmeye başlayan İslami finans sistemi, girişim sermayesi yapısına benzerliğinden dolayı AR-GE ve inovasyon finansmanı için önemli bir alternatif oluşturabilir. Ancak, analizde detaylı bir şekilde yer verilen nedenlerden dolayı, günümüz İslami bankacılık sisteminin işleyişi, girişim sermayesi tarzı bir katılımcı/ortaklığa dayalı finans modeline uygun değildir. Dolayısıyla Türkiye, İslami finans sektöründe AR-GE ve inovasyonu teşvik edebilecek yeni bir kurumsal yapıya ihtiyaç duymaktadır.

AR-GE ve inovasyon finansmanını sağlamanın bir yolu da doğrudan yabancı yatırımlardır. Doğrudan yabancı yatırımların bilgi ve teknoloji transferi sağlayarak, AR-GE laboratuvarlarının bir kısmını ev sahibi ülkeye aktararak ve iş yaptıkları yerli şirketlerin finansal kısıtlarını azaltarak AR-GE ve inovasyon finansmanına destek olmaları beklenmektedir. Türkiye, kurulan ekonomik ve politik istikrar ortamı sayesinde son 12 yıldır tarihinde hiç çekmediği kadar doğrudan yabancı yatırım çekmektedir. Bu aşamadan sonra doğrudan yabancı yatırımlar konusunda daha seçici davranılarak AR-GE ve inovasyon yoğun çalışan çokuluslu şirketleri ülkeye çekecek politikalar ortaya konulmalıdır.

GİRİŞ

Üretkenlik artışı, uzun dönemli ekonomik büyümenin ateşleyicisidir. İstikrarlı bir şekilde üretkenliği arttırmanın yollarının başında ise inovasyon gelmektedir. Son yıllarda yapılan teorik ve uygulamaya dönük iktisadi çalışmalar da inovasyonun uzun dönemli ekonomik büyümeyi arttırdığına işaret etmektedir.¹ İnovasyon için ise AR-GE faaliyetleri büyük önem arz etmektedir. AR-GE ve inovasyon birbirinden ayrılamaz bir bütündür. Dolayısıyla ülkeler ancak AR-GE faaliyetlerine yoğunlaşıp bunları inovasyona çevirebildikleri takdirde kalkınma merdiveninin üst basamaklarına çıkabilirler. AR-GE ve inovasyona odaklı olmayan ülkeler ise sadece fiziki sermaye ve/veya beşeri sermaye birikimi ile belli bir ekonomik büyüklüğe ulaşarak “orta gelir tuzağı”na hapsolurlar.

10. Beş Yıllık Kalkınma Planı Raporu’nda da belirtildiği gibi, Türkiye’de 2011 yılı itibarıyla yüzde 0,86 olan AR-GE harcamalarının gayri safi yurtiçi hasılaya (GSYH) oranının 2018 yılında yüzde 1,8’e çıkarılması hedeflenmektedir. Başbakan Prof. Dr. Ahmet Davutoğlu tarafından

açıklanan 62. Hükümet Programı’nda da Yeni Türkiye’nin güçlü bir ekonomiye ulaşması için özel sektör öncülüğünde AR-GE’ye daha fazla ağırlık verileceği duyurulmuştur.

Peki, AR-GE ve inovasyonu arttırmak için bir ekonomi nelere ihtiyaç duyar? İyi korunan mülkiyet hakları, planlı eğitim sistemi, iş eğitimleri ve “güven odaklı yönetim sistemi” bu soruya verilebilecek sihirli çözüm önerilerinden birkaçıdır. Ama belki de en önemli unsur, hayal kurabilme ve bunları pratiğe dönüştürebilme becerisidir. Bugün İstanbul’dan New York’a sekiz saatte uçabiliyorsak, yazdığımız yazıları bir tuşa basarak dünyanın her köşesinden insana ulaştırabiliyorsak, bunlar insanlığın hayal edebilme ve bu hayalleri pratiğe dönüştürme becerisinin sonuçlarıdır.

Hayallerin pratiğe dönüşmesi için finansmana ihtiyaç duyulduğu tartışılmaz bir gerçektir. Ancak hayaller ve finansman çoğu zaman aynı kişilerin elinde olmaz. Dolayısıyla tasarrufları toplayıp onları gelecek vaat eden bilim insanlarına ve girişimcilere aktaran bir finans sistemine ihtiyaç duyulmaktadır. Bu sistem, finans piyasalarını kumarhane sistemine çevirip krizlere yol açan değil; finans, reel sektör ve üniversiteleri bir araya getirebilen cinsten olmalıdır. Girişimcilik ve inovasyon konularına kafa yoran iktisadi düşünürlerin başında gelen Joseph Schumpeter finans sisteminin AR-GE ve inovasyonu arttırmada çok büyük öneme sahip olduğunu belirtmektedir. Schumpeter, iyi işleyen kredi mekanizmasının, yeni ürün ve üretim sistemleri ile var olanları yıkmayı amaçlayan girişimcileri finanse ederek inovasyonu teşvik ettiğini ve bunun da ekonomik büyümeyi sağladığının altını çizmektedir. Bu süreç “yaratıcı yıkım” (creative destruction) olarak adlandırılmaktadır. Yeni şirketlerin daha inovatif ve risk alma eğilimli oldukları bilindiğinden, dış finansmana kolay erişim yeni şirketlerin piyasaya girip mevcut şirketlerin pozisyonlarını sarsarak yaratıcı yıkım sürecini hızlandıracaktır.

1. D. Acemoğlu, *Introduction to Modern Economic Growth*, (Princeton University Press: Princeton, NJ, 2009)

Finansal sistemin temel olarak beş fonksiyonu bulunmaktadır.² Finansal sistem öncelikle şirketler, onların yöneticileri ve piyasa koşullarıyla ilgili öncül bilgiler üreterek yatırım projelerinin değerlendirilmesini kolaylaştırır. İkinci olarak finansal sistem, bireylerin çok farklı büyüklükteki tasarruflarını bir havuza toplayıp bunları dış finansmana ihtiyaç duyan diğer bireylere aktararak tasarrufların artmasına ve etkin yatırım alanlarına kanallanmasına yardımcı olur. Üçüncü olarak finansal sistem, sunmuş olduğu ürün çeşitliliği sayesinde riski çeşitlendirerek risk yönetimini kolaylaştırır. Dördüncü olarak, finansal sistem dış finansman hizmeti sunduğu yatırımcıların projelerini izlemeye alarak kurumsal yönetişimi (corporate governance) iyileştirir. Finansal sistem son olarak işlem maliyetlerini azaltarak mal ve hizmet ticaretini kolaylaştırır.

Özetle, finansal sistemi gelişmiş olan ülkeler; tasarrufları arttırmada, riski çeşitlendirmede, şirketleri taramada (screening) ve onların faaliyetlerini izlemede (monitoring) daha başarılı olduklarından dolayı AR-GE ve inovasyon odaklı şirketlere daha fazla dış finansman sağlayarak ekonomik büyümeyi desteklemektedirler.³ Öte yandan, az gelişmiş bir finans sistemi büyük ama etkin olmayan şirketlere daha fazla kaynak aktararak sermayesi olmayan ama yeni fikirleri olan girişimcilerin önünü kesmektedir. Bu durum sermayenin etkin dağılımını bozarak AR-GE, inovasyon ve dolayısıyla ekonomik büyümenin önünü tıkamaktadır.⁴

Bu analizin amacı; AR-GE ve inovasyon için dış finansman sağlamanın yollarını inceleyerek finans sistemi, reel sektör ve üniversiteler arasındaki ilişkinin en etkin biçimde nasıl kurula-

bileceğini araştırmaktır. Bu amaçla ilk olarak dış finansmanın AR-GE ve inovasyon için ne ifade ettiği üzerinde duracağız. İkinci olarak yapılan akademik çalışmalar ve ülke deneyimleri ışığında AR-GE ve inovasyon finansmanı alternatiflerini inceleyeceğiz. Son olarak analizi politika önermeleri ile noktalayacağız.

DIŞ FİNANSMAN AR-GE VE İNOVASYON İÇİN NEDEN GEREKLİ?

Dış finansmana erişim zorlukları firmaların potansiyellerini yakalamalarının önündeki en büyük engellerin başında yer almaktadır. Dünya Bankası tarafından yapılan Dünya Şirketler Anketi'ne katılan Türk firmalarının yüzde 25'i karşılaştıkları en büyük engelin finansmana ulaşım olduğunu belirtmişlerdir (bkz. Şekil 1). Firmaların hangi endüstride faaliyette oldukları dış finansmana olan ihtiyaçlarını etkilemektedir. Finans literatüründe son 20 yıla damgasını vuran çalışmalarında, Rahguam Rajan ve Luigi Zingales, endüstrilerin dış finansmana bağımlılıklarının farklı olduğunu ve bu bağımlılık farklarından dolayı finans sisteminin sanayi endüstrilerine etkisinin de farklı olduğunu öne sürmüşlerdir.⁵ Yazarlar, 28 sanayi endüstrisini dış finansmana bağımlılık açısından sıralamışlardır. Bu sıralamayı oluşturmak için basit ama mantıklı bir formül uygulamışlardır. Dış finansmana bağımlılık, firmaların sermaye yatırımları için gereken ve kendi nakit akışlarıyla karşılanamayan kısmının toplam sermaye yatırımlarına oranı kullanılarak hesaplanmaktadır.

Yapılan çalışmada finans sistemi gelişmiş olan ülkelerde dış finansmana bağımlı endüstrilerin daha hızlı büyüdükleri bulunmuştur. Bu çalışmada konu edilen 28 sanayi endüstrisinin

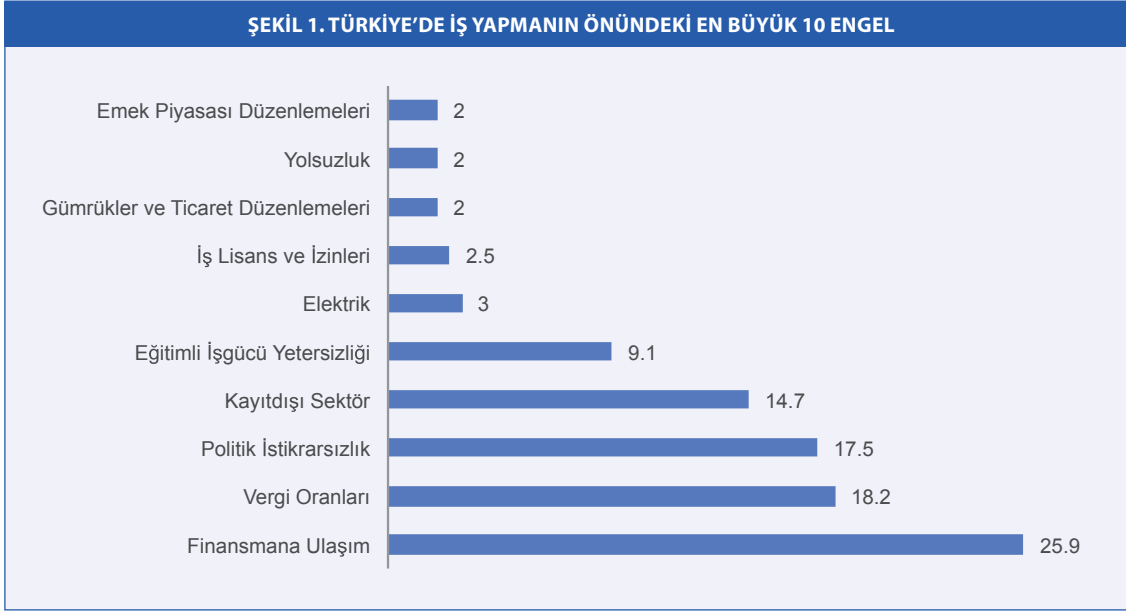
2. R. Levine, "Finance and Growth: Theory and Evidence", P. Aghion ve S. Durlauf (editörler), *Handbook of Economic Growth* içinde s. 865-934 (Elsevier, Amsterdam: 2005).

3. P. Aghion ve P. W. Howitt, *The Economics of Growth*, (The MIT Press: Cambridge, MA, 2009).

4. F. J. Buera, J. P. Kaboski, ve Y. Shin, "Finance and Development: A Tale of Two Sectors", *American Economic Review*, c. 101, no. 5 (2011), s. 1964-2002.

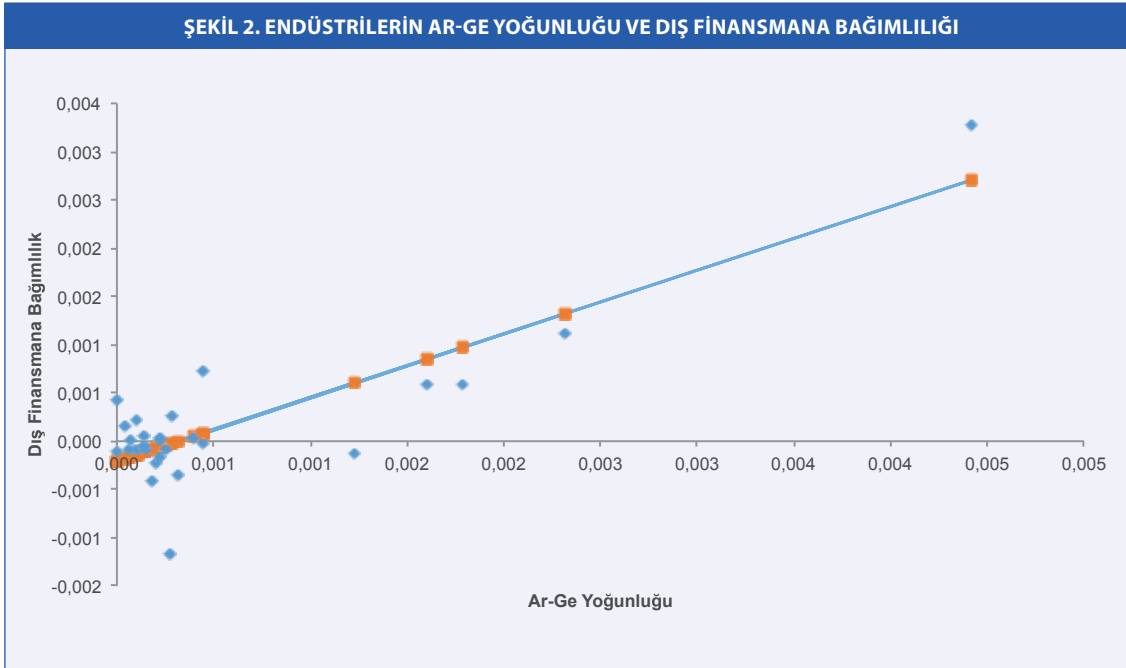
5. R. Rajan ve L. Zingales, "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review*, c. 88, no. 3 (1998), s. 559-87.

ŞEKİL 1. TÜRKİYE'DE İŞ YAPMANIN ÖNÜNDEKİ EN BÜYÜK 10 ENGEL



Kaynak: Dünya Bankası Şirketler Anketi

ŞEKİL 2. ENDÜSTRİLERİN AR-GE YOĞUNLUĞU VE DIŞ FİNANSMANA BAĞIMLILIĞI



Kaynak: A. Ilyina ve R. Samaniego, "Technology and Financial Development", Journal of Money, Credit and Banking, c. 43, no. 5 (2011), s. 899-921.

dış finansmana bağımlılık derecelerine göz atıldığında çok önemli bir bulgu göze çarpmaktadır. Şekil 2'de görüldüğü üzere, AR-GE faaliyetleri yoğunluğu ile dış finansmana bağımlılık arasında kuvvetli bir ilişki bulunmaktadır. Bir başka ifa-

deyle, AR-GE yoğun endüstriler aynı zamanda dış finansmana en fazla bağımlı endüstrilerdir. Yapılan akademik çalışmalar da dış finansmana erişim ile AR-GE ve inovasyon arasında güçlü bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Aralarında

Türkiye'nin de bulunduğu gelişmekte olan ülkeler için yapılan çalışmalarda, dış finansmana kolay erişebilen firmaların daha fazla AR-GE harcamaları ve inovasyon yaptıkları bulunmuştur.⁶

Peki, dış finansman neden AR-GE ve inovasyon için gereklidir? AR-GE ve inovasyon faaliyetleri ile ülkelerin finansal sistemleri arasında bağlantı kurmanın çeşitli yolları vardır. Öncelikle AR-GE yatırımları yüksek geri dönüş beklenen yatırımlardır ve AR-GE'ye ağırlık veren firmaların genellikle içeride oluşturulan nakit akışları yeterli değildir. İkinci olarak AR-GE ve inovasyona yönelik yatırımlar yüksek start-up harcamaları gerektirmekle birlikte başlangıçta belirsizlikleri de yüksektir. AR-GE yatırımları hemen sonuç vermemektedir, bu yüzden uzun süreli fikir üretme ve geliştirme aşamaları vardır. AR-GE ağırlıklı endüstrilerde firmalar sürekli olarak yenilikçi bir ortamda rekabet ettikleri için kısa zamanda sonuç alamayabilirler. Bu şartlar girişimcileri potansiyel yatırımcıları ikna etme konusunda zorlamaktadır. Başka bir nokta ise girişimcilerin yatırımcılara nazaran AR-GE ve inovasyon projelerinden beklenen dönüşler hakkında ve başarıya ulaşıp ulaşamama ihtimali hakkında daha fazla bilgiye sahip olmalarıdır. Şirketler projelerini dışarıya açıklayarak rakiplerinin bundan fayda sağlamasını istememektedirler. Fikirlerini açığa vurmaları çok maliyetli olacağı için piyasaya projeleri hakkında çok az sinyal vermektedirler. Bu durum girişimcilerin dışardan aldıkları sermayenin maliyetini arttıran bir unsurdur.

AR-GE yatırımlarını finansal sürtüşmelere duyarlı hale getiren bir başka neden ise teminat değerinin olmamasıdır. Bu özelliği nedeniyle AR-GE'nin varlıklarını taahhüt etmesi kısıtlanmaktadır. Varlık taahhüdünün ise borç finansmanında çok önemli bir yeri vardır. Bu durum, finansman

kısıtlamalara AR-GE yoğun firmaları daha duyarlı hale getirir. Finans sistemi az gelişmiş olan ülkelerde firmalarla ilgili bilgileri izlemek maliyetli ve tasarrufları yatırım yapılabilir alanlara kanalize etmek zor olduğu için AR-GE ve inovasyon faaliyetleri düşük kalmaktadır. AR-GE ve inovasyonun gözde olmaması, bu faaliyetleri yürüten insanların gelirlerinin de düşük kalmasına neden olmaktadır. Bu durum insanların beşeri sermayelerine yatırım yapıp üretken sektörlerde çalışmalarını yerine daha kolay para kazanabilecekleri sektörleri tercih etmelerine neden olmaktadır. Bu nedenle, finans sistemi dolaylı olarak AR-GE ve inovasyonu olumsuz etkilemektedir.⁷

FINANSAL GELİŞİMİŞLİK

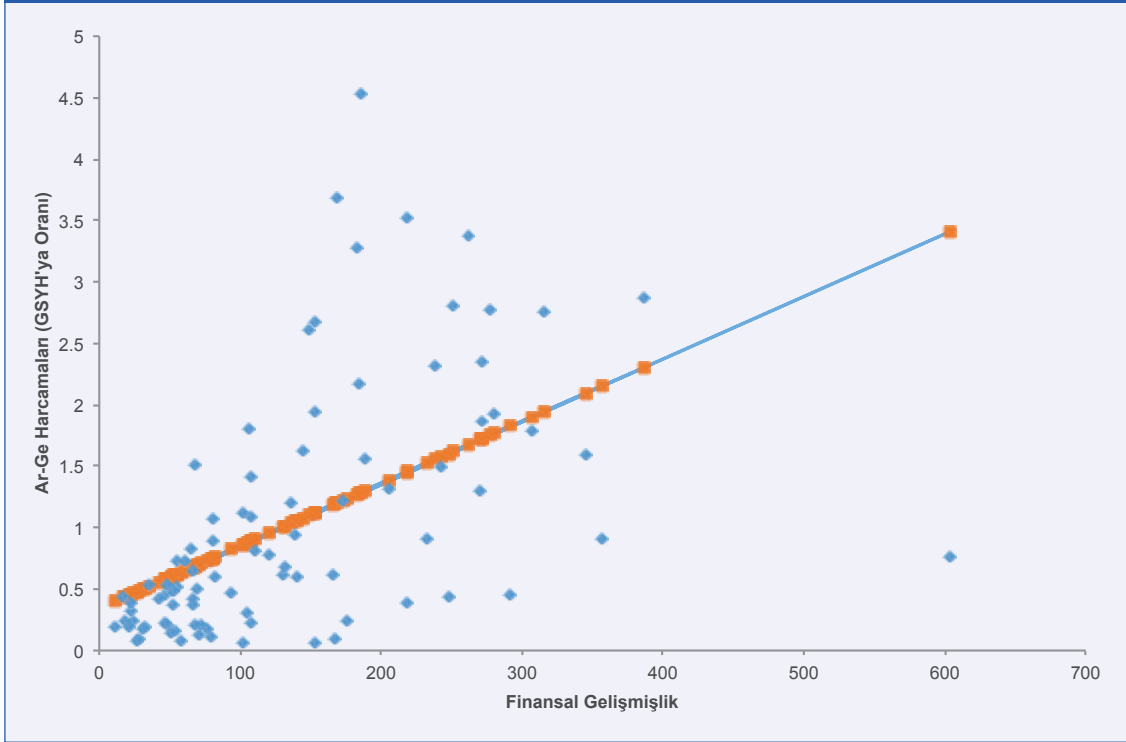
Bilimsel çalışmalar finansal gelişmişlik düzeyinin, ekonomik büyüme ve gelişmeyi etkilediğini göstermektedir.⁸ Finans piyasaları yatırımların risk değerlendirmesini yaparak, riski çeşitlendirerek, tasarrufları yatırımlara kanalize ederek, dış finansman imkanı sunduktan sonra yapılan yatırımları denetleyip şirketlerin kurumsal yönetişimini güçlendirerek ve mal ve hizmet ticaretini hızlandırarak ekonomik büyümeyi hızlandırabilirler. Peki, bir ülkenin finansal gelişmişlik düzeyi nasıl ölçülebilir? Bir ülkenin finansal gelişmişlik düzeyi, iki farklı finans sistemiyle ilgili veriler incelenerek gözlemlenebilir. Bu iki farklı finans sisteminden birisi banka bazlı finans sistemi, diğeri ise piyasa bazlı finans sistemidir. Banka bazlı finans sistemi, bankalar gibi finansal araçların devreye girip ödünç verilebilir fonları tasarruf sahiplerinden kredi isteyenlere aktardığı borca dayalı (debt-based) bir finansal sistemdir. Piyasa bazlı finans sistemi ise ödünç verilebilir fonların tahsisinin borsa gibi sermaye piyasaları vasıtasıyla gerçekleştiği bir finansal sistemdir. Şirketlerin

6. M. Ayyagari, A. Demircuc-Kunt ve V. Maksimovic, "Firm Innovation in Emerging Markets: Role of Governance and Finance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, c. 46, no. 6 (2011), s. 1545-1580; Y. Gorodnichenko ve M. Schitzer, "Financial Constraints and Innovation: Why Poor Countries Don't Catch Up?", *Journal of European Economic Association*, c. 11, no. 5 (2013), s. 1115-1152.

7. P. R. Agenor, O. Canuto ve M. Jelenic, "Access to Finance, Product Innovation and Middle Income Traps", *World Bank Working Papers*, n. 6767 (2014).

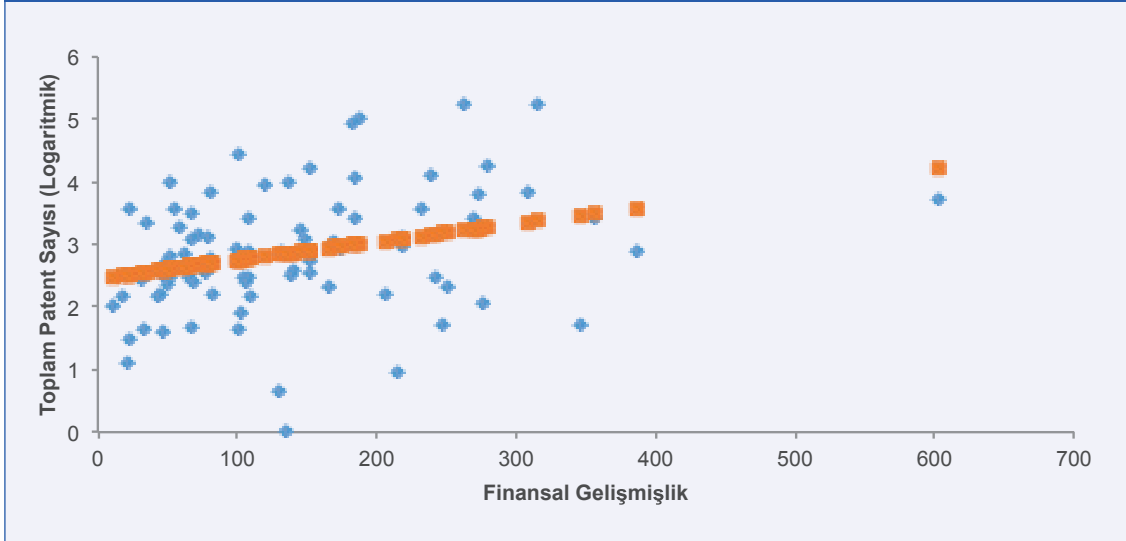
8. Bakınız Levine (2005), a.g.e.

ŞEKİL 3. FİNANSAL GELİŞMİŞLİK VE AR-GE HARCAMALARI



Kaynak: Dünya Bankası

ŞEKİL 4. FİNANSAL GELİŞMİŞLİK VE PATENTLER



Kaynak: Dünya Bankası ve Dünya Fikri Mülkiyet Örgütü

hisse senedi çıkararak kaynak edindiği öz sermaye finansmanı (equity finance), piyasa bazlı finans sisteminin en çok kullanılan dış finansman

yöntemidir. Piyasa bazlı finans sisteminde sıkça kullanılan bir diğer dış finansman yöntemi de tahvil ihracıdır.

Ülkelerin finansal gelişmişlik düzeyleri banka ve piyasa bazlı finans sistemleri için kullanılan göstergelerle ölçülmektedir. Bankaların ve diğer finansal araçların özel sektöre verdiği kredilerin GSYH'ye oranı banka bazlı finansal sistemin gelişmişlik düzeyiyle ilgili en çok kullanılan veridir. Piyasa kapitülizasyonunun GSYH'ye oranı da piyasa bazlı finansal sistemin gelişmişlik düzeyi için en çok kullanılan veridir. Bu iki gösterge arasında çok güçlü bir ilişki vardır. Bir başka deyişle, sermaye piyasaları güçlü olan ülkelerin bankacılık sektörleri de güçlüdür. Dolayısıyla, finansal gelişmişlik literatürde genellikle bu iki verinin toplamı ile ölçülmektedir. Şekil 3 ve 4'ten görüleceği üzere, finansal gelişmişlik ile AR-GE harcamaları ve inovasyon arasında pozitif ve güçlü bir ilişki mevcuttur. Tablo 1'de de seçilmiş ülkelerin finansal gelişmişlik düzeyleri bulunmaktadır. Görüldüğü üzere, Türkiye'nin finansal gelişmişlik açısından daha katetmesi gereken çok yol vardır.

Hangi sistemde olursa olsun genel olarak finansal gelişmişliğin AR-GE'yi ve inovasyonu

arttırdığı bilinmektedir. Ancak, yine de ülkeler arasındaki finansal sistemlerin işleyiş yönünden farklılıkları göz önünde bulundurulmalıdır. Örneğin, ABD ve İngiltere gibi ülkelerin finans piyasalarının temelde piyasa bazlı; Almanya ve Japonya'nın finans piyasalarının ise banka bazlı oldukları bilinmektedir. Dolayısıyla, Türkiye'ye model teşkil etmesi açısından hangi tip finans sisteminin AR-GE'nin ve inovasyonun finansmanında daha etkili olduğunun araştırılması önem arz etmektedir. Bu durumu göz önünde bulundurarak iki sistemin karşılaştırmasını yapacağız.

Sermaye piyasaları gelişmiş olan ülkelerde şirketler AR-GE ve inovasyon için daha fazla kaynak bulabilmektedirler. Bu durumun belli sebepleri vardır. İlk olarak, öz sermaye finansmanı teminat gerektirmedikinden dolayı AR-GE ve inovasyon odaklı şirketlerin dış finansmana erişebilmesi için önemli bir alternatif sunmaktadır. İkinci olarak, sermaye piyasalarının şirketler hakkında sürekli bilgi yaratan ve dağıtan yapısı AR-GE ve inovasyon odaklı şirketler hakkındaki belirsizlik orta-

TABLO 1. SEÇİLMİŞ ÜLKELER İÇİN FİNANSAL GELİŞMİŞLİK GÖSTERGELERİ

Ülke	Özel Sektöre Krediler (% GSYH)	Piyasa Kapitülizasyonu (% GSYH)	Finansal Gelişmişlik
ABD	194.48	121.02	315.50
Almanya	107.95	44.48	152.43
Arjantin	12.29	22.42	34.71
Avustralya	120.11	118.12	238.23
Birleşik Krallık	183.91	123.87	307.78
Brezilya	46.86	60.89	107.76
Çin	109.88	78.40	188.29
Danimarka	183.79	66.84	250.63
Hindistan	42.25	78.28	120.53
Japonya	176.78	85.05	261.84
Malezya	101.76	131.02	232.78
Mısır	42.99	61.06	104.05
Polonya	33.93	33.13	67.06
Rusya	35.53	65.72	101.26
S. Arabistan	54.28	97.99	152.28
Türkiye	30.43	30.74	61.17
Vietnam	85.31	13.55	98.86

Kaynak: Dünya Bankası

mını azaltabilmesinden dolayı yatırımcıların bu şirketlere yönelmesini sağlamaktadır. AR-GE ve inovasyon projelerinin değerlendirilmesi zor olduğundan, ortalama bir yatırımcının bu projelere imza atan şirketlerin gerçekte ne kadar yatırım yapılabilir olduğunu tespit edebilmesi zordur. Ancak, sermaye piyasalarının şirketlerin değeri ile ilgili anlık gelişmeleri sunuyor olması, AR-GE ve inovasyon odaklı şirketlerden hangilerinin daha fazla büyüme potansiyeline sahip olduğunu ortaya çıkartarak insanların bu şirketlere yatırım yapmasını sağlayabilmektedir.⁹ Dolayısıyla, sermaye piyasaları düzenli bilgi akışı sağlayarak ve AR-GE ve inovasyon temelli teknik süreçlerin değerlendirilmesini yatırımcılar için kolaylaştırarak bu alanda faaliyet gösteren şirketlere dış finansman kapılarını açmaktadır.

Sermaye piyasalarına oranla bankacılık sektörünün AR-GE ve inovasyon için dış finansman sağlamakta daha az istekli oldukları bilinmektedir. Bu durumun temelde üç nedeni bulunmaktadır. İlk olarak, sermaye piyasalarının fiyat sinyalleri ile yatırımcılara sunduğu geri bildirim akışı mekanizması bankacılık sektöründe bulunmamaktadır. Dolayısıyla, bu durum bankacılık sektörünün başarılı AR-GE faaliyetlerine ve inovasyonlara imza atabilecek şirketler yerine negatif büyüme potansiyeline sahip şirketlere dış finansman olanakları sunmalarını sağlayabilir. Bankacılık sektöründeki bilgi akışı sermaye piyasalarındaki kadar hızlı ve düzgün işlemediğinden dolayı bankalar şirketler hakkında bilgi elde etmek için yapmış oldukları çalışmaların maliyetini dış finansman maliyetine misliyle yansıtmaktadır. Bu durum, karlarının büyük çoğunluğunu bankalara kaptırmak istemeyen girişimcilerin gözünü korkutarak AR-GE ve inovasyon için yatırım yapma cesaretlerini törpülemektedir.

İkinci olarak, AR-GE ve inovasyon odaklı şirketlerin birçoğu bankacılık sektöründen kredi

alabilmeleri için gerekli olan teminatlara sahip değildir. Bu şirketler bankacılık sektöründen kredi almış olsalar bile bunu düzenli olarak ödemeleri için gerekli olan istikrarlı iç para akışına sahip olmayabilirler.¹⁰ Bundan dolayı da bankacılık sektörünün AR-GE ve inovasyon odaklı şirketlere kredi vermekte isteksiz davrandığı görülmektedir.

Üçüncü neden ekonomik olmaktan ziyade, çıkar çatışmasıyla ilgilidir. Bankalar birlikte yıllardır iş yaptıkları güçlü ama hantal müşterilerini korumak adına yeni girişimcilere kredi vermekte isteksiz davranarak AR-GE faaliyetlerinin ve inovasyonların önünü kesebilirler.¹¹ Gelişmiş ülkelerde dahi büyük şirketler ve holdinglerin kendi bünyelerindeki bankaları kullanarak veya bankacılık sektöründeki dostlarıyla pazarlıklar yaparak kendilerine rakip olabilecek AR-GE ve inovasyon odaklı şirketlerin dış finansmana ulaşımını engellemeye çalıştıklarını görmekteyiz.¹²

Sermaye piyasalarına oranla bankacılık sektörü AR-GE ve inovasyon için dış finansman sağlamakta daha az isteklidir.

Çeşitli ülkeler için uygulamaya dönük olarak yapılan çalışmalar bu iki farklı finans sisteminin etkilerine yönelik fikir verebilir. İtalya için bölgesel veriler kullanılarak yapılan bir çalışmanın sonuçlarına göre bankacılık sektörü gelişmiş olan bölgelerde faaliyet gösteren firmalar daha fazla inovasyon yapmaktadırlar.¹³ Bölgeler arasın-

10. J. Brown, G. Martinsson ve B. Petersen, "Do Financing Constraints Matter for R&D?", *European Economic Review*, c. 56, no. 8 (2012), s. 1512-1529.

11. R. G. Rajan, "Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's-length debt," *Journal of Finance*, c. 47, n. 4 1992, s. 1367-1400.

12. R. G. Rajan, L. Zingales, *Saving Capitalism from the Capitalists*, (Princeton University Press: Princeton, 2004).

13. L. Benfratello, F. Schiantarelli ve A. Sembenelli, "Banks and Innovation: Microeconomic Evidence on Italian firms", *Journal of Financial Economics*, c. 90, no. 2 (2008), s. 197-217.

9. F. Allen ve D. Gale, *Comparing Financial Systems* (The MIT Press: Cambridge, MA, 2000).

daki finansal gelişmişlik düzeylerinin inovasyona olan bu etkisi dış finansmana bağımlı ve teknoloji yoğun endüstrilerde faaliyet gösteren firmalarda daha fazla hissedilmektedir. Bu etki ayrıca dış finansman ihtiyacı yüksek olan küçük şirketler için daha yüksektir. Çin için yapılan benzer bir çalışmanın sonuçları da, bankacılık sektörünün vermiş olduğu kredilerin firmaların inovasyon faaliyetlerini arttırdığını göstermektedir.¹⁴ Bu sonuç Çin'in farklı bölgelerinde gözlemlenen inovasyon performansı farklılıklarının oluşmasında bankacılık sektörünün gelişmişlik düzeyinin önemli bir etmen olduğunun altını çizmektedir.

32 ülke için yapılmış olan mikro bazlı çalışmanın sonuçları, yukarıdaki çalışmaların aksine, finans sistemi sermaye piyasaları odaklı olan ülkelerin, bankacılık sektörü odaklı ülkelere göre inovasyonu arttırmada daha başarılı olduklarını göstermiştir.¹⁵ Sermaye piyasalarının gelişmişliği dış finansmana bağımlı endüstrilerde inovasyonu arttırmaktadır. Öte yandan, bankacılık sektörü gelişmişliği dış finansmana bağımlı endüstrilerde inovasyonu azaltmaktadır.

46 farklı ülkeden yaklaşık 28.000 şirket için yapılan bir başka çalışmada, sermaye piyasaları gelişmişliğinin inovasyonu arttırdığı bulunmuştur.¹⁶ Ancak, araştırmacıların bankacılık sektörü gelişimi ile inovasyon arasında bulmuş oldukları sonuçlar karışıktır. Bankacılık sektörünün kamu bankaları tarafından domine edildiği ülkelerde bankacılık sektörünün gelişmişliği ile inovasyonu arasındaki ilişki negatif iken, kamu bankalarının rolünün az olduğu ülkelerde bu ilişki pozitif eğilimlidir. İlk sistemde ilişkinin negatif olmasının nedeni olarak kamu bankalarının verimsiz yönetilmesi ve politika yapıcılara fay-

da sağlamak adına patronaj ilişkileri içerisine girmesi gösterilmektedir. Kamu bankalarının ekonomik gelişmenin ilk aşamalarında hayati öneme sahip oldukları yadsınamaz bir gerçektir.¹⁷ Ancak, koalisyon hükümetlerinin oluşturduğu siyasi istikrarsızlıkların fazla olduğu, gerekli düzenlemelerin yapılmadığı ve kurumsal kalitenin düşük olduğu ülkelerde kamu bankaları politika yapıcılar tarafından amacını aşan bir şekilde kullanıldığı için ekonomik gelişmeyi engelleyen bir unsur haline gelebilmektedir.¹⁸ Kamu bankaları ancak bankacılık sektörüyle ilgili gerekli düzenlemelere ve kaliteli kurumsal yapıya sahip ülkelerde şirketlerin gelişimine destek olarak AR-GE ve inovasyonu arttırabilirler.

Türkiye'nin yakın tarihi hafızalarda canlandırıldığında, bankacılık sektörü reformundan önce yolsuzluklara ve görev zararlarına batmış yapısı ile kamu bankalarının 2000-2001 krizini tetikleyen önemli nedenlerden birisi olduğu kolayca hatırlanacaktır. Türkiye'de kamu bankaları ancak "Bankacılık Sektörü'nü Yeniden Yapılandırma Programı"nın mükemmel bir şekilde uygulanması sonrasında etkinsizlik ve yolsuzluklardan kurtularak tekrar ekonomik gelişme dostu bir hal almıştır.

AR-GE ve inovasyon odaklı şirketlerin hangi tip dış finansman türünü kullanmakta istekli oldukları ile ilgili farklı görüşler mevcuttur. Şirket yöneticileri, dış yatırımcılara göre şirketle ilgili daha fazla bilgiye sahiptirler. Şirket yöneticilerinin kendi kaynaklarını kullanmak veya bankadan kredi çekmek yerine, hisse satması bu şirketin geleceğinin parlak olmadığı sinyali verebilmektedir. Bu yaklaşıma göre, sermaye piyasalarına başvuran şirketlerin yeni hisselerinin değeri beklenenin altında fiyatlanma riskini taşıdığı için AR-GE ve inovasyona odaklı şirketler

14. A. Hanley, W. Liu ve A. Vaona, "Financial Development and Innovation in China: Evidence from the Provincial Data", *Kiel Working Paper*, no. 1/2011 (2011).

15. P. Hsu, X. Tian, Y. Xu, "Financial Development and Innovation: Cross Country Evidence", *Journal of Financial Economics*, c. 112, no. 1 (2014), s. 116-135.

16. S. Xiao ve S. Zhao, "Financial Development, Government ownership of Banks and Firm Innovation", *Journal of International Money and Finance*, vol. 31, no. 4 (2012), s. 880-906.

17. A. Gerschenkron, *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*, (Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, MA: 1962).

18. R. La Porta, F. L. De-Silanes ve A. Shleifer, "Government Ownership of Banks", *Journal of Finance*, c. 57, no. 1 (2001), s. 265-301.

borç finansmanını daha cazip bulurlar.¹⁹ Diğer bir yaklaşıma göre, AR-GE ve inovasyon odaklı şirketler, yönetimi yabancılarla paylaşmamak adına yatırım fırsatlarının ilk aşamalarında borç finansmanına yönelirler. Ancak, AR-GE faaliyetleriyle ilgili çalışmalar derinleştikçe veya ortaya çıkan inovasyonu pazara çıkmaya yakın olduğu dönemlerde dış finansmana ihtiyaç daha fazla arttığı için borç finansmanı cazipliğini kaybederken, öz sermaye finansmanı şirketin ihtiyaçlarını karşılamak adına daha fazla kullanılmaya başlar. Bu yaklaşıma göre, AR-GE ve inovasyon odaklı şirketler daha çok öz sermaye finansmanı kullanma eğilimindedirler. İngiltere’de işlem gören şirketlerin verilerini kullanarak bu iki farklı yaklaşımı test eden bir çalışmanın sonuçlarına göre, AR-GE ve inovasyon odaklı şirketler diğer şirketlere göre öz sermaye finansmanı kullanmaya daha çok eğilimlidirler. Ayrıca AR-GE ve inovasyon faaliyetlerinde bulunan şirketler arasında, faaliyetlerin ölçeği arttıkça öz sermaye finansmanın borç finansmanına göre daha fazla kullanıldığı görülmüştür.²⁰

Finans sisteminin gelişmesinin mevcut şirketlerin yatırımlarını genişletmesini ve yeni girişimcilerin devreye girmelerini sağlayarak AR-GE faaliyetlerini ve inovasyonu arttırdığı görülmektedir. Ancak, AR-GE’nin ve inovasyonun artması için ulusal finans piyasalarının sadece nicelik yönünden değil niteliksel olarak da gelişmeleri gerekmektedir. Bankacılık sektörü ekonomik gelişmenin ilk ve orta aşamalarında kilit rol üstlenmektedir. Ancak, şirketler ve ekonomi geliştikçe finans sisteminin de kendisini çeşitlendirme yoluyla geliştirmesi gerekmektedir. Bir aşamadan sonra, bankacılık sektörü ekonominin orta gelir tuzağından kurtulmasını sağlayacak AR-GE faa-

liyetlerini ve inovasyonları teşvik etmede yetersiz kalabilmektedir. Bankacılık sektörünün çok büyümesi de belli bir aşamadan sonra krizleri tetikleyerek ekonomik gelişmeyi engellemektedir. Bu aşamadan sonra devreye sermaye piyasalarının girmeleri gerekmektedir. Sermaye piyasalarının teminat istemeyen, bilgi akışını daha hızlı sağlayan ve AR-GE ve inovasyon projelerinin değerlendirilmesinde daha başarılı olan sistemi kritik önem taşımaktadır.

AR-GE’nin ve inovasyonun artması için ulusal finans piyasalarının sadece nicelik yönünden değil niteliksel olarak da gelişmesi gerekmektedir.

GİRİŞİM SERMAYESİ

Girişim sermayesi; dinamik, yenilikçi ancak finansal gücü yeterli olmayan girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmeye olanak tanıyan bir yatırım finansmanı biçimidir.²¹ Girişim sermayesi, piyasada ihtiyacı hissedilen bir ürünü ortaya çıkarabilecek veya mevcut bir ürünü geliştirecek parlak bir fikre ve buluşa sahip girişimcilerin, AR-GE aşamasından, ürünün satışa çıkışına kadar geçen sürede ihtiyaç duyduğu dış finansman ihtiyacını sunmayı hedefler. Girişim sermayesinin yeni girişimcilere katkısı sadece dış finansman imkanlarıyla sınırlı değildir. Girişim sermayesi kuruluşları, uzman kadrolarından ve daha önce yatırım yaptıkları şirketlerden elde ettikleri bilgi birikimini ve deneyimlerini kullanarak, yatırım yapacakları yeni şirketin fizibilite çalışmalarına, kuruluşuna ve yönetimine katkı

19. N. S. Majluf ve S. C. Myer, “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have”, *Journal of Financial Economics*, c. 13, no. 2 (1984), s. 187-221.

20. P. Aghion, S. Bond, A. Klemm ve I. Marinescu, “Technology and Financial Structure: Are Innovative Firms Different?”, *Journal of European Economic Association*, c. 2, no. 2-3 (2004), s. 277-288.

21. Sermaye Piyasaları Kurulu (SPK), “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları”, (SPK Yatırımcıları Bilgilendirme Kitapçıkları: Ankara, 2010).

sağlayabilirler. Girişim sermayesi kuruluşları ticari riski girişimciyle paylaşırlar, dolayısıyla yatırım yaptıkları her şirketten kâr etmeleri beklenmez. Ayrıca girişim sermayesi kuruluşları yatırım yaptıkları şirketlerdeki hisselerini sonsuza kadar ellerinde tutmazlar; yeni bir şirkete yapılan risk sermayesi yatırımının ortalama ömrü 3 ila 7 yıl arasında değişmektedir. Şirketin belli bir büyüklüğe geldiğini gören risk sermayesi, halka arz (IPOs) veya satış yoluyla hisselerini elden çıkararak kâr realizasyonunu gerçekleştirmeye çalışır.

Girişim sermayesi kuruluşlarının işleyiş biçimleri şöyle özetlenebilir (Şekil 5): Düşük risk ve getiriye sahip alanlara yatırım yapmak istemeyen yatırımcılar birikimlerini girişim sermayesi kuruluşlarının oluşturdukları havuza aktarırlar. Bu kuruluşlar havuzda toplanan kaynakları gelecek vaat eden yeni kurulmuş şirketlere ortak olup onlara dış finansman sağlamada kullanırlar. Girişim sermayesi kuruluşları, şirketler belirli bir büyüklüğe ulaştığında halka arz veya satış yoluyla ortaklıktan çıkarlar. Elde edilen getiri ya da zarar havuzda paya sahip olan yatırımcılarla paylaşılır.

Girişim sermayesi kuruluşlarının, AR-GE ve inovasyon odaklı şirketleri finanse etme konusundaki en büyük avantajları potansiyel vaat eden yatırımları bulmak ve onları sonuna kadar

takip etmektir. Bir girişim sermayesi kuruluşunun yatırım yapmadan önce şirkete yatırım yapıp yapmayacağını belirlemek için izlediği süreçler şunlardır: (1) Şirketin denetçisi, başkan yardımcısı ve başkanının referanslarını incelemek, (2) Şirketin kurucusu ve denetçisi ile görüşmek, (3) Şirketin muhasebecisi ile görüşmek, (4) Şirketi tanıyan yerel bir banka ile görüşmek, (5) Şirketin hesaplarını idare eden bankacıyla görüşmek, (6) Şirketin müşterileriyle görüşmek, (7) Şirkete ürün tedarik eden şirketlerle görüşmek, (8) Şirketin rekabet ettiği diğer şirketlerle görüşmek.²² ABD için yapılmış bir çalışmada, girişim sermayesi kuruluşlarının yatırım yaptıkları şirketleri yılda ortalama 80 saat ziyaret ettikleri, 30 saat ise şirket ile telefonla görüştükleri gözlemlenmiştir.²³ Yatırım yaptıkları şirketi bu kadar aktif bir şekilde izleyen başka bir finansman yöntemi bulmak gerçekten zordur.

Girişim sermayesinin anavatanı olarak kabul edilen ABD’de bu işin temelleri 1900’lerin başına kadar dayansa da, risk sermayesi özellikle 1970’li yıllardan sonra bilgi teknolojilerinde yaşanan hızlı gelişmelerle birlikte daha yoğun olarak kullanılmaya başlanmıştır. ABD’deki girişim sermayesi kuruluşları ellerinde hisseleri bulunan şirketleri halka arz etmelerini kolaylaştıracak kurumsal yapıyı “Gelişmekte Olan Şirketler Borsası”nın (NASDAQ) kurulmasıyla elde etmişlerdir. NASDAQ bir yandan şirketler hakkında daha güncel, düzenli ve gerçekçi bilgiler sunarak yatırımcıların sermayelerini yeni şirketlere aktarmalarını sağlarken, diğer yandan girişim sermayesi kuruluşlarının ellerinde bulunan şirketleri kolayca borsaya kote edebilecekleri bir ortam sunmuştur.²⁴ ABD’de emeklilik fonlarının girişim sermayesi kuruluşları gibi yüksek riskli alanlara kaynak



22. D. Amis ve H. Stevenson, *Winning Angels*, (Pearson Education Limited, New York, NY: 2001).

23. M. Gorman ve W. A. Sahlman, “What Do Venture Capitalists Do?”, *Journal of Business Venturing*, c. 4, no. 4 (1989), s. 231-248.

24. T. D. Kuğu, “Finansman Yöntemi Olarak Risk Sermayesi”, *Yönetim ve Ekonomi*, c. 11, no. 2 (2004), s. 141-153.

aktarmalarının önündeki yasal engellerin kanun değişikliğiyle 1979 yılında kaldırılması da girişim sermayesi kuruluşlarının önlerini açmıştır.²⁵

Girişim sermayesi kuruluşları, dinamik ve yenilikçi girişimciler çıkaran Silikon Vadisi ve Cambridge Üniversitesi gibi merkezlerin en önemli destekleyicileridir. Özellikle ABD’de girişim sermayesi kuruluşları tarafından finanse edilen küçük ve orta boy işletmeler; tıbbi cihazlar, iletişim teknolojileri, yarı iletkenler ve yazılım gibi AR-GE ve inovasyonu yoğun sektörlerin son 40 yılına damga vurmuşlardır. Girişim sermayesi kuruluşları aralarında DEC, Apple, Compaq, Sun Microsystems, Genentech, Federal Express, Microsoft, Lotus ve Intel gibi sonradan dünya markası olacak şirketlerin önünü açmışlardır. Risk sermayesi kuruluşlarının yardımıyla ortaya çıkan ekonomik devlere en güncel örnek Facebook’tur.

Finans sisteminin genelinde olduğu gibi girişim sermayesinde de tek bir model yoktur. Güney Kore ve Japonya’daki girişim sermayesi kuruluşları genellikle bankaların iştirakleri olup sadece öz sermaye finansmanı değil, borç finansmanı da sağlamaktadırlar. Öte yandan ABD’deki sistemde girişim sermayesi kuruluşları bankacılık sektöründen ayrı yapılanmalar olup, faaliyetlerini öz sermaye finansmanına dayandırmaktadırlar. ABD, 2012 yılında gerçekleştirdiği 26 milyar dolarlık girişim sermayesi yatırımıyla bu alanda ilk sıradadır. ABD’yi sırasıyla Japonya, Kanada, Birleşik Krallık ve İsrail takip etmektedir (bkz. Tablo 2).

Dünyanın genelini kapsayan, ülke bazlı veri olmadığından dolayı girişim sermayesi piyasasını karşılaştırmak adına, işadamlarının deneyimlerinden elde edilen endeksler oluşturulmaktadır. Dünya Ekonomik Forumu’nun, iş dünyası liderlerine yaptığı düzenli anketler ışığında yıllık olarak yayınlanan “Küresel Rekabet Endeksi”nin bir belirleyicisi de girişim sermayesine ulaşılabilirlik-

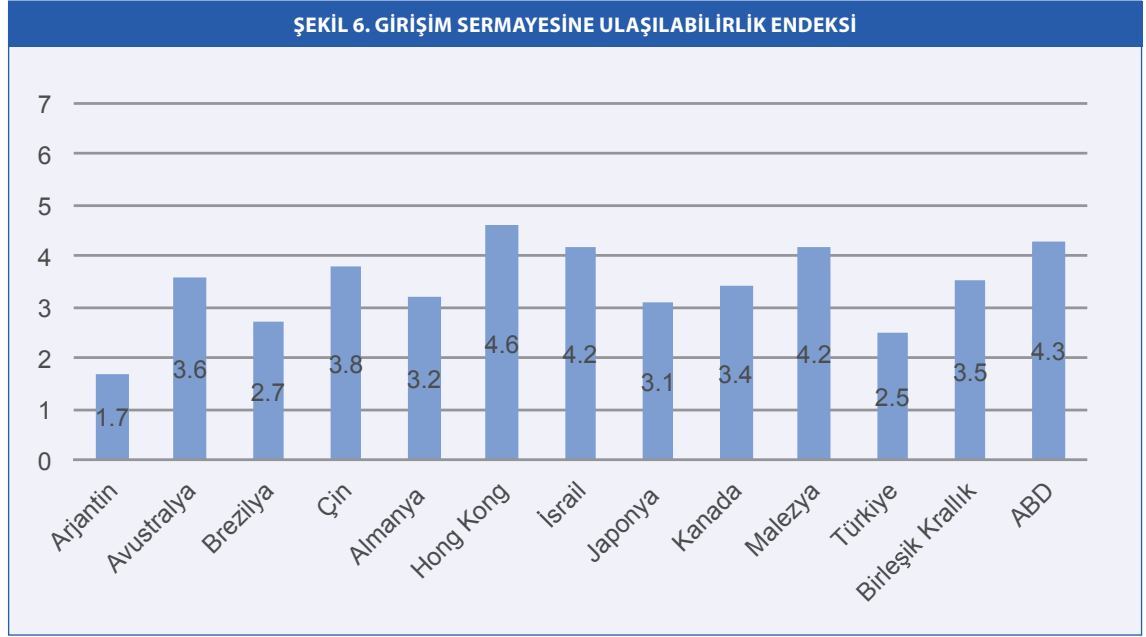
25. J. Lerner, *Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts To Boost Entrepreneurship And Venture Capital Have Failed*, (Princeton University Press, Princeton, NJ: 2009).

TABLO 2. GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARI 2012

Girişim Sermayesi Yatırımları (Milyon Dolar)	
Estonya	1.8
Slovenya	2.5
Çek Cumhuriyeti	6.7
Rusya	9.3
Polonya	11.7
Yunanistan	13.7
Lüksemburg	14.2
Portekiz	20.4
Yeni Zelanda	28.9
Avusturya	43.5
Macaristan	82.6
İtalya	91.7
Finlandiya	101.6
Danimarka	101.7
Güney Afrika	109.6
İrlanda	113.5
Belçika	115.9
Norveç	143.4
İspanya	148.1
İsviçre	209.5
Hollanda	226.5
İsveç	285.6
Avustralya	331.3
Güney Kore	606.9
Almanya	706.2
Fransa	710.5
İsrail	867.0
Birleşik Krallık	929.1
Kanada	1406.0
Japonya	1553.6
ABD	26652.4

Kaynak: OECD

tir. Ülkedeki şirketlerin, girişim sermayesi kuruluşlarına ne kadar kolay ulaşarak, dış finansman ihtiyaçlarını karşılayabileceklerini ölçen bu alt endeksin değeri 1 (en zor ulaşım) ile 7 (en kolay ulaşım) arasında değişmektedir. Şekil 6’da görüleceği üzere, şirketlerin girişim sermayesine en kolay ulaştıkları ülkeler arasında ABD, Hong Kong, İsrail ve Malezya gibi ülkeler yer almaktadır. Tür-



Kaynak: Dünya Ekonomik Forumu Küresel Rekabet Raporu

kiye girişim sermayesine ulaşılabilirlik açısından yükselmesi gereken bir puana (2.5) sahiptir.

Ülkelerin girişim sermayesi potansiyellerini gösteren bir başka veri de Navarra Üniversitesi'nin oluşturduğu "Girişim Sermayesi ve Özel Sermaye Cazibe Endeksi"dir. Bu endeks, girişim sermayesi ve özel sermaye yatırımcılarının bir ülkedeki şirketlere yatırım yaparken dikkate aldıkları makro ve kurumsal bazlı değişkenleri derleyerek oluşturulmaktadır. Bu değişkenler şunlardır: (a) Ekonomik canlılık, (b) sermaye piyasası derinliği, (c) vergilendirme, (d) yatırımcı koruması ve kurumsal yönetim, (e) girişimci kültürü ve yatırım fırsatı ve (f) insan kaynakları ve sosyal ortam. Türkiye, 118 ülkenin yer aldığı girişim sermayesi ve özel sermaye cazibe endeksinde 30. sırada yer almaktadır (bkz. Tablo 3). Endeksi oluşturan değişkenler incelendiğinde, Türkiye'nin ekonomik aktivite, sermaye piyasaları derinliği ve vergilendirme alanlarında görece başarılı olduğu görülmektedir (bkz. Tablo 4). Yatırımcılar açısından temel problem alanları, şirket açma ve kapatma ile ilgili düzenlemelerin çok sıkı olması (girişimci kültürü ve yatırım fırsatı), kurumsal yönetişimin

kalite eksikliği (yatırımcı koruması ve kurumsal yönetim), eğitim sistemindeki aksaklıklar ve emek piyasasındaki bürokratik düzenlemelerdir (insan kaynakları ve sosyal ortam).

Girişim sermayesi kuruluşlarının sundukları dış finansman miktarlarıyla ilgili veri toplamak birçok ülke için çok zor olsa da, risk sermayesi yapısının AR-GE'yi ve inovasyonu ne ölçüde desteklediğini araştıran çalışmaların sayısı son yıllarda artmaktadır. 21 Avrupa ülkesinden 10 sanayi endüstrisi için yapılan bir çalışma, girişim sermayesinin AR-GE'yi ve inovasyonu arttırması için ülkelerin emek piyasası düzenlemeleri ve beşeri sermaye altyapısı alanında belirli bir eşiği aşmış olmaları gerektiğini göstermektedir.²⁶ Girişim sermayesinin etkisinin beşeri sermayeye bağlı olmasının altında yatan neden ise, şirketlerin gerekli AR-GE faaliyetlerini gerçekleştirip buradan meydana gelen inovasyonları piyasaya sunmaları için yüksek beşeri sermayeye ihtiyaç duymalarıdır.

26. A. Popov ve P. Roosenboom, "Venturecapitalandpatentedinnovation: Evidencefrom Europe," *EconomicPolicy*, c.27, n.71 (2012), s.447-482.

TABLO 3. GİRİŞİM SERMAYESİ VE ÖZEL SERMAYE CAZİBE ENDEKSİ

Sıra	Ülke	Endeks
1	ABD	100.0
2	Kanada	95.8
3	Singapur	95.6
4	Birleşik Krallık	95.3
5	Hong Kong	92.8
27	İspanya	70.9
28	Hindistan	70.7
29	Polonya	69.9
30	Türkiye	69.7
31	Tayland	69.6
32	Güney Afrika	69.4
33	Lüksemburg	65.7
117	Angola	12.7
118	Burundi	10.1

Kaynak: Navarra Üniversitesi

TABLO 4. GİRİŞİM SERMAYESİ VE ÖZEL SERMAYE CAZİBE ENDEKSİ, TÜRKİYE İÇİN ALT DEĞİŞKENLER

Değişkenler	Sıra
Ekonomik Canlılık	21
Sermaye Piyasası Derinliği	21
Vergilendirme	25
Yatırımcı Koruması ve Kurumsal Yönetişim	46
Girişimci Kültürü ve Yatırım Fırsatı	42
İnsan Kaynakları ve Sosyal Ortam	61

Kaynak: Navarra Üniversitesi

FİNANSAL LİBERALİZASYON VE DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR

Finansal liberalizasyonun sermaye birikim sürecini hızlandırmak, risk düzeyini ve firmalarla ilgili bilgilerin izleme maliyetlerini azaltmak ve sermayenin etkin dağılımını sağlamak suretiyle AR-GE ve inovasyon faaliyetlerini teşvik etmesi beklenmektedir. Ancak yapılan bilimsel çalışmalar, finansal liberalizasyon sürecinin ulusal finans sistemi belirli derinliğe ulaşmadan, gerekli

hukuksal ve kurumsal düzenlemeler yapılmadan başlatıldığı takdirde kaynakların AR-GE ve inovasyona kanalize edilmesini sağlayamadığına işaret etmektedirler.²⁷ İyi yönetilemeyen finansal liberalizasyon süreçleri, finansal krizleri tetikleyerek girişimcilere AR-GE ve inovasyon için gerekli olan dış finansman imkânlarını azaltabilmektedir. Finansal liberalizasyon, ülkeye giren yabancı sermaye miktarının hızlı bir şekilde artmasını sağlayarak insanları daha fazla tüketmeye teşvik ederek tasarruf eğilimini azaltabilmektedir. Son olarak, finansal liberalizasyonun hızlı gerçekleşmesi, finans sistemindeki iş imkânlarını ve gelir seviyelerini hızla arttırarak yetenekli ve beşeri sermayesi yüksek insanları girişimci, bilim adamı ve mucit olmak yerine bankacı veya borsacı (broker) olmaya teşvik etmektedir.

Şirketler ve ülkeler sadece ulusal finans sisteminden değil küresel finans sisteminden de dış finansman kaynakları bulabilmektedirler. Finansal liberalleşmenin sunduğu üç farklı uluslararası sermaye çeşidi vardır: (1) Uluslararası portföy sermaye yatırımları, (2) Doğrudan yabancı yatırımlar, (3) Dış borçlar. Doğrudan yabancı yatırımların (DYY) bu üçü arasında AR-GE ve inovasyonu en fazla arttırabilme potansiyeline sahip uluslararası sermaye çeşidi olduğu bilinmektedir. Dolayısıyla, yabancı sermayenin AR-GE ve inovasyon finansmanına etkisiyle ilgili olarak, DYY'lere ayrı bir yer açmak gerekmektedir. DYY'ler, 1980'lerin ortasından bu yana artan bir hızla tüm dünyaya yayılmaktadır (bkz. Şekil 7). Ülkeler üretim kapasitelerini, istihdamı, teknoloji transferini, AR-GE'yi ve inovasyonu arttırmak adına DYY çekmek için birbirleriyle kıyasıya yarışmaktadırlar.

DYY'lerin yatırım yaptıkları ülkelerde AR-GE ve inovasyonu arttırabilmelerinin birkaç yolu bulunmaktadır.²⁸ İlk olarak, çokuluslu şir-

27. Ang, J. "Financial Development, Liberalization and Technological Deepening", *European Economic Review* 55 (5), (2011), s. 688-701.

28. Detaylı bilgi için bakınız N. Gür, *Doğrudan Yabancı Yatırımların Yerli Şirketler Üzerine Etkileri*, (Müstakil Sanayici ve İşadamları Derneği: İstanbul, 2014).

ŞEKİL 7. DÜNYADA DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR



Kaynak: Philip R. Lane ve Gian Maria Milesi-Ferretti, "External Wealth of Nations" <http://www.philiplane.org/EWN.html>

ketlerin (ÇUŞ) AR-GE laboratuvarlarını yatırım yaptıkları ev sahibi ülkeye taşımaları beklenebilir. Ancak, bu durumun gerçekleşmesinin özellikle gelişmekte olan ülkeler için çok zor olduğu görülmektedir. Bunun temel nedenlerinin başında, gelişmekte olan ülkelerdeki kurumsal ve hukuksal altyapıdaki aksaklıklar gelmektedir. Yolsuzluk ve bürokratik düzenlemelerin yüksek olduğu, mülkiyet haklarının yeteri kadar korunmadığı ülkelerde, yabancı yatırımlar AR-GE yoğun sektörlere yönelmekten ziyade, kısa yoldan kolay para kazanılabilecek sektörlere gelmektedir. Zayıf mülkiyet haklarının olduğu durumlarda ÇUŞ'lar patentlerinin çalınacağı ve ürünlerinin taklit edileceğinin korkusunu yaşarlar. Bu duruma ilişkin bir örnek Çin'de meydana gelmiştir. Çin'de çokuluslu bir deterjan şirketinin laboratuvarında çalışan iki Çinli, deneme yanılma yöntemi ile deterjanın üretim formülünü bulduktan sonra kendi deterjan üretim tesislerini kurmuşlardır.²⁹

İkinci olarak, yerli şirketlerin ÇUŞ'lar ile rekabete girmeleri, bilgi ve teknoloji yayılımını etkileyerek AR-GE ve inovasyon faaliyetlerini arttırabilir. ÇUŞ'lar ile rekabet halinde olmak,

ellerindeki kaynakları daha etkin kullanmalarının yanı sıra, yeni ürün ve üretim teknikleri geliştirme açısından yerli şirketleri teşvik edici bir unsur olabilir.

Üçüncü olarak, ÇUŞ'ların yerli şirketlerden hammadde ve ara malı almak için kurdukları geriye dönük bağlantılar (backward linkages), AR-GE ve inovasyon faaliyetlerini arttırmaya yardımcı olabilir. ÇUŞ'lar kullanacakları ara malı ve hammaddelerde belirli bir kalite çizgisi yakalamak adına, yeni ürün geliştirme, teknoloji transferi, çalışanların eğitimi ve finansal yardım gibi konularda yerli tedarikçilere destek sağlarlar. Sağlanan bu destekler, ÇUŞ'ların yerli tedarikçilerinin AR-GE'ye ve inovasyona ayıracakları daha fazla kaynak anlamına gelmektedir. Ancak birçok ÇUŞ, ara mal ve hammadde tedarikinde yerli şirketlere yönelmekten ziyade ithalat ya da misafir ülkede yatırım yapan diğer ÇUŞ'lardan tedarik yöntemlerini seçmektedir.

Dördüncü olarak, gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren yerli şirketlerin karşılaştığı en büyük sıkıntılardan biri, dış finansman kaynaklarına yeterince ulaşamamasıdır. ÇUŞ'ların yatırım yaptığı ülkelerde, finans sisteminin derinleşmesine önyak olarak ve yerli şirketlerle yürüttükleri ortak girişimler için sermaye aktarımında bulun-

29. P. Lan ve S. Young, "International Technology Transfer Examined at Technology Component Level: A Case Study in China", *Innovation*, c. 16, no. 6 (1996), s. 277-286.

rak yerli şirketlerin finansal kısıtlamalarını azaltması beklenmektedir. ÇUŞ'lar yerli şirketlere göre daha fazla dış finansman kaynağı bulabilmektedirler. Eğer ÇUŞ'lar bu dış finansman kaynaklarını yerli tedarikçileri ile paylaşabilirlerse yerlilerin finansal kısıtlamalarını azaltabilirler. ÇUŞ'lar yerli tedarikçilerin teknolojik düzeylerini ve çalışanlarının eğitim seviyesini arttırmaya yönelik finansal destekte de bulunabilirler.

Öte yandan, eğer ÇUŞ'lar kendileri için dış finansman kaynakları bulmak adına, ev sahibi ülkenin kısıtlı yerel finans kaynaklarından borçlanırlarsa bu durum yerli şirketlerin finansal kısıtlarını arttıracaktır.³⁰ ÇUŞ'ların ev sahibi (yatırımın yapıldığı) ülkedeki bankalardan aldıkları krediler dış finansman kaynaklarını azaltarak yerli şirketlerin finansal kısıtlarını artırmaktadır. Finans piyasalarının daha rekabetçi ve etkin işlediği ülkelere gelen DYY'ler ise bu ülkelerin finans sistemlerine güvendiklerinden dolayı bu ülkelere yatırım yaptıklarında dış finansman için kullanılacak sermayeyi de yanlarında getirmektedirler. DYY'lar etkin bir şekilde kullanılabilirse ev sahibi ülkede yerli şirketlerin finansal kısıtlarını azaltarak AR-GE'yi ve inovasyonu arttırabilme etkileri söz konusu olabilir.

SONUÇ VE POLİTİKA ÖNERİLERİ

Buraya kadar sunduğumuz analizler, AR-GE ve inovasyon finansmanı ile ilgili önemli çıkarımlar yapmamızı sağlamaktadır. İlk olarak, AR-GE ve inovasyon odaklı çalışan şirketlerin diğer şirketlere göre daha fazla dış finansmana ihtiyaç duydukları bir gerçektir. Dolayısıyla, Türkiye'nin üretkenliğini arttırarak cari açık problemini çözmesi ve sürdürülebilir yüksek büyüme oranlarını yakalaması için finans sisteminin AR-GE ve

inovasyon odaklı şirketlerin ihtiyaçlarına cevap vermesi gerekmektedir.

Bu çalışmanın ortaya koyduğu ikinci önemli çıkarım, AR-GE ve inovasyon finansmanında başarı sağlamak için tek tip bir finans sisteminin olmadığıdır. Örneğin, ABD gelecek vaat eden küçük şirketleri ve Silikon Vadisi'ndeki teknoloji şirketlerini sermaye kuruluşları ve NASDAQ gibi sermaye piyasası odaklı bir yapı ile finanse etmektedir. Öte yandan, Güney Kore büyük ve rekabetçi holdinglerin yüksek nakit para akışının sağladığı iç finansman avantajları ve holding bünyesindeki bankaların sundukları dış finansman imkanları sayesinde sermaye piyasalarına bel bağlamadan AR-GE ve inovasyon faaliyetlerinde önemli başarılar göstermiştir.

Dolayısıyla, yapılan araştırmalar ve ülke deneyimleri Türkiye'de AR-GE ve inovasyon finansmanı için tek bir reçete ortaya koymamaktadır. Yine de banka bazlı finans sistemi ile karşılaştırıldığında öz sermaye finansmanı temelli bir finans sisteminin, AR-GE'yi ve inovasyonu desteklemekte daha başarılı olduğuna dair önemli bulgular mevcuttur. Bankacılık sistemi gelecek vaat eden, yenilikçi girişimcileri taramada ve onların faaliyetlerini izlemede sermaye piyasaları kadar başarılı değildir. Türkiye'deki bankaların AR-GE ve inovasyon finansmanı için sunmuş oldukları hizmetlerde son yıllarda artış yaşanmaktadır. Ancak bankacılık sektörü, yapısı gereği kısa dönemde daha fazla risksiz getiri sağlayacak alanlara odaklanmaktadır. Bundan dolayı Türkiye'nin, AR-GE ve inovasyon finansmanı için sermaye piyasalarına daha fazla odaklanması gereklidir.

Türkiye'de ekonomi yönetimi, İstanbul'u küresel bir finans merkezi yapmayı amaçlamaktadır. İstanbul Finans Merkezi (İFM) Projesi'nin başarıya ulaşması için bir farkındalık oluşturulması gerekmektedir. Bu bağlamda hem yerel hem de Ortadoğu, Balkanlar ve Kafkaslar'daki girişimcilerin AR-GE ve inovasyon odaklı faaliyetlerini destekleyecek borsaların ve girişim sermayelerinin kurulması gerekmektedir. Gelişme

30. T. Farole ve D. Winkler, "Foreign Firm Characteristics, Absorptive Capacity and the Institutional Framework: The Role of Mediating Factors for FDI Spillovers in Low- and Middle-Income Countries", *World Bank Working Papers*, no. 6265 (2012).

ve büyüme potansiyeline sahip şirketlere sermaye piyasalarından fon sağlamak amacıyla Borsa İstanbul bünyesinde kurulan Gelişen İşletmeler Piyasası'nın (GİP) geliştirilmesi bunun ilk adımı olabilir. GİP'in yanında daha çok teknoloji odaklı şirketleri destekleyecek bir borsaya ihtiyaç duyulmaktadır.

Türkiye, girişim sermayesi alanında yolun daha çok başındadır. TÜBİTAK'ın girişim sermayesi kurulumuna yönelik destekleri umut vaat edici olsa da, destekler konusunda atılacak daha çok adım bulunmaktadır. Girişim sermayesi fonlarına kamunun yatırımcı olarak katılımı, vergi teşvikleri, sermaye kayıplarına karşı garantiler ve yatırım kayıplarına karşı garantiler akla gelen ilk desteklerdendir.³¹ Kamunun yatırımcı olarak katılımı ve vergi indirimleri girişim sermayeleri için başarı vaat edebilecek destekler iken, garantiler konusuna daha dikkatli yaklaşmak gerekmektedir. Girişim sermayesinin kâr/zarar ortaklığına dayanan bir yapısı bulunmaktadır. Bu tip bir yapı için sermaye ve yatırım kayıplarına karşı garantilerin sunulması ahlaki tehlike ve ters seçim sorunlarına neden olabilir.

Önerilen alternatiflerin başarılı olması için olayın finans ayağının yanı sıra yenilikçi girişimci avını da iyi bilen nitelikli insanların yetiştirilmesi gerekmektedir. İFM Projesi kapsamında önemli akademisyen, finansçı ve teknoloji yoğun çalışan sektörlerin temsilcilerini bir araya getirecek bir "ekonomi ve işletme okulu" açılmalıdır. Bu okul, sermaye piyasası için gerekli bilgi ve deneyimi sunma, sektöre nitelikli insan yetiştirme ve Türkiye'de finansal okuryazarlığı arttırmayı amaçlamalıdır. Finansal okuryazarlığı arttırmak, AR-GE ve inovasyon finansmanını dolaylı olarak etkileyebilecek önemli bir etmendir. Zira bankalar, borsalar ve girişim sermayelerinin gelecek vaat eden şirketlere yatırım yapabilmeleri için gerekli olan en önemli unsur ödünç verilebilir fon-

lardır. Bu fonlar ulusal tasarruflar ve yurtdışından gelen yabancı sermaye ile karşılanabilir.

Yabancı sermaye etkin kullanıldığında ülkeye birçok getiri kazandırmasına rağmen, aynı zamanda ülkeyi dış şoklara karşı daha duyarlı hale getirmektedir. Dolayısıyla, ulusal tasarruflardan faydalanmak AR-GE ve inovasyon finansmanı için fon sağlamak adına daha sağlıklı bir yoldur. Ancak, gelişmekte olan ülkelerle kıyaslandığında, Türkiye'de tasarruf oranları çok düşük kalmaktadır. Tasarrufları arttırmanın bir yolu da finansal okuryazarlığı arttırarak insanların ekonomik anlamda daha rasyonel kararlar vermelerine yardımcı olmaktır.

Farklı yabancı sermaye çeşitleri arasında doğrudan yabancı yatırımlara daha fazla önem vermek gerekmektedir. Doğrudan yabancı yatırımların bilgi ve teknoloji transferi sağlayarak, AR-GE laboratuvarlarının bir kısmını ev sahibi ülkeye aktararak ve iş yaptıkları yerli şirketlerin finansal kısıtlarını azaltarak AR-GE ve inovasyon finansmanına destek olmaları beklenmektedir. Türkiye, bu aşamadan sonra doğrudan yabancı yatırımlar konusunda daha seçici davranarak AR-GE ve inovasyon yoğun çalışan çokuluslu şirketleri kendine çekecek politikaları ortaya koymalıdır. Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı yatırımların katma değer yaratma şansı yüksek, AR-GE ve inovasyon yoğun ve yerli şirketlerle daha fazla üretim bağlantıları kurabilecekleri sektörlerle yöneltmek için öncelikli olarak kurumsal ve hukuksal altyapımızı daha da iyileştirmemiz gerekmektedir. Mülkiyet haklarının ve ticari kontratların daha iyi korunduğu, gereksiz bürokratik engellerin ortadan kaldırıldığı, mahkemelelerin daha hızlı işlediği, mali piyasalarda şeffaflığın artırıldığı ve piyasaların daha düzgün işlemesi adına yapıcı düzenlemelerin oluşturulduğu bir ortam bunun ön şartıdır.

10. Beş Yıllık Kalkınma Planı Raporu'nda kurumsal ve hukuksal altyapının iyileştirilmesi ve doğrudan yabancı yatırımlar arasında yer verilen hususların hayata acilen geçirilmesi önemlidir:

31. Ü. Özkale, *Girişim Sermayesi: Türkiye İçin Çıkarımlar ve Dersler*, (Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı: Ankara, 2012).

“Firma ve genel olarak ülke düzeyinde kurumsal kalitenin artırılması istikrarlı ve yüksek büyümeye katkı sağlayacaktır. Firmaların yönetim süreçlerinin iyileştirilmesi, ömürlerinin uzatılması ile verimlilik ve ölçek sorunlarının çözümü önem taşımaktadır. Daha üst ölçekte kurumsal kalite kapsamında, belirsizliklerin en aza indirilmesi amacıyla kurallılık temelinde şeffaflık, hesap verebilirlik ve hukukun üstünlüğü ilkelere ilişkin işlerliği güçlendirilecektir. Aynı kapsamda, kayıt dışılık ve yolsuzlukla mücadeleye devam edilecek, vergi düzenlemelerinde öngörülebilirlik ve istikrar sağlanacak, fikri mülkiyet ve patent hakları korunacak, piyasaların etkin işlemesi sağlanacak ve yatırım ortamı güçlendirilecektir. Bu şekilde ülkemizde karar alma süreçlerinin daha sağlıklı bir şekilde işlemesine imkân sağlanacak, yatırım ve üretimin cazip hale getirilmesi yoluyla üretim kapasitesi daha hızlı artırılabilecektir. Bu anlamda özellikle üretken alanlara yeni uluslararası doğrudan yatırım girişleri artacak, hem teknoloji transferi yoluyla verimliliği artırıcı hem de doğrudan istihdam yaratıcı etkisiyle büyüme açısından olumlu katkıda bulunacaktır.” (s. 69)³²

Yenilikçi girişimcilerin dış finansmana ulaşmaları günümüz piyasa koşullarında zor olduğu için kamu otoritesinin AR-GE fonlaması ve vergi indirimleri gibi desteklerinin önemi gözardı edilemez. Ancak, kamunun finans sistemini etkin bir şekilde yapılandırarak AR-GE’yi ve inovasyonu arttırmakta daha başarılı olması mümkündür. Politika yapıcıların bu konuda atabilecekleri adımları şu şekilde özetleyebiliriz: Finans sistemine yönelik denetim ve düzenlemeleri sağlamak, firmalarla ilgili bilgilerin izlenmesini kolaylaştıran kredi kayıt bürosu sistemini geliştirmek, finansal okuryazarlığı arttıracak projelere imza atmak, girişim sermayesi ve ortaklık esaslı İslami finans sistemini teşvik etmek, etkin çalışan bir teknoloji borsası kurmak ve daha fazla AR-GE

ve inovasyon odaklı doğrudan yabancı yatırımları ülkeye çekecek kurumsal ve hukuksal altyapıyı oluşturmak. Ancak, finans sistemini geliştirirken bu sürecin reel ekonomiye katkısı olmayan, spekülasyon hareketlerinin esiri olan bir kumarhane kapitalizmine dönüşmesine yönelik önlemlerin gerekliliği de hiçbir zaman unutulmamalıdır.

32. 10. Kalkınma Planı Raporu (Ankara, 2013) http://pbk.tbmm.gov.tr/dokumanlar/10-kalkinma_plani.pdf (erişim tarihi: 15.09.2014).

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin muhtemel bir “orta gelir tuzağı” tehlikesini atlatarak ekonomik gelişme merdiveninin daha üst basamaklarına tırmanmaları için AR-GE (araştırma-geliştirme) ve inovasyon faaliyetlerini hızla arttırmaları gereklidir. AR-GE’yi ve inovasyonu arttırmak için ise girişimcilerin hayal ettiklerini gerçekleştirebilecekleri bir ortam sağlanmalıdır. Girişimciler, hayallerini AR-GE faaliyetleri sonucunda inovasyona dönüştürebilmek için finansmana ihtiyaç duyarlar; ancak, hayaller ve finansman çoğu zaman aynı kişilerin elinde olmaz. Dolayısıyla, gelecek vaat eden girişimcileri tarayıp onlara fon bulacak ve daha sonra onların faaliyetlerini izleyerek AR-GE ve inovasyon finansmanı sağlayacak bir finans sistemine ihtiyaç duyulmaktadır. Bu analizin amacı, AR-GE ve inovasyon için dış finansman sağlamanın yollarını inceleyerek finans sistemi, reel sektör ve üniversiteler arasındaki ilişkinin en etkin biçimde nasıl kurulabileceğini araştırmaktır.



ANKARA • İSTANBUL • WASHINGTON D.C. • KAHİRE

www.setav.org