

sermaye piyasasında

GüNDeM

SAYI 120 AĞUSTOS 2012

ISSN 1304-8155

Davranışsal Finans (sayfa 6)

Satın Alma Amaçlı Şirketler (sayfa 18)

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), aracı kuruluşların üye olduğu, kamu tüzel kişiliğini haiz özdüzenleyici bir meslek kuruluşudur.

Birliğin 101 aracı kurum, 1 vadeli işlemler aracılık şirketi ve 40 banka olmak üzere toplam 142 üyesi vardır.

TSPAKB Adına İmtiyaz Sahibi

Attila Köksal, CFA
Başkan

Genel Yayın Yönetmeni

İlkay Arıkan
Genel Sekreter

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü

Alparslan Budak
Genel Sekreter Yardımcısı

Editör

Ekin Fıkırkoca
Müdür/Araştırma ve İstatistik

Tasarım

Cennet Türker
Kıdemli Uzman/Tanıtım
Efsun Ayça Değertekin

Kapak Tasarımı ve Mizanpaj

Cennet Türker
Kıdemli Uzman/Tanıtım

Yayın Türü: Yaygın, süreli

Sermaye piyasasında *GüNDeM*, TSPAKB'nin aylık iletişim organıdır. Para ile satılmaz.

TSPAKB

Büyükdere Caddesi No:173
1. Levent Plaza Kat:4
1. Levent 34394 İstanbul
Tel:212-280 85 67 Faks:212-280 85 89
www.tspakb.org.tr
info@tspakb.org.tr

Basım

Printcenter

Bu rapora www.tspakb.org.tr adresinden ulaşabilirsiniz.

Sermaye piyasasında *GüNDeM*, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki değerler, hazırlandığı tarih itibarıyla güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçla kullanılmasından doğabilecek zararlardan TSPAKB hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Raporda yer alan bilgiler kaynak gösterilmek şartıyla izinsiz yayınlanabilir.



Değerli GÜNDEM okurları,

Uluslararası alanda sürekli ve artan bir rekabetin olduğu günümüz finans piyasalarında pek çok kurum ayakta kalabilmek için çeşitli stratejiler geliştiriyor. Söz konusu rekabet sadece aracı kurum ve banka gibi yatırım kuruluşlarını değil, borsaları da etkiliyor. Yatırımcılar ve şirketler, düşük maliyetli, likit, hızlı ve güvenilir hizmet aldıkları platformları tercih ediyor. Borsalar da yatırımcıları ve şirketleri kendilerine çekmek için bu ihtiyaçlara cevap vermeye çalışıyor. Bundan dolayı borsalar, hızlı karar alma, esnek davranma ve teknolojik gelişmelere çabuk adapte olabilmek için 1990'lı yılların ikinci yarısından itibaren şirketleşme yoluna gitmiş durumdadır. Halihazırda, Dünya Borsalar Federasyonuna üye 53 borsa arasında İMKB ile beraber toplam 6 borsa kamu kurumu niteliğinde. Diğerleri şirketleşmiş, hatta pek çoğu halka açılmış ve kendinde kote olmuş durumda.

Kuşkusuz, bu etkenler İMKB'nin de şirketleşmesini zorunlu kılıyor. Ancak, İMKB'nin ekonomideki fonksiyonu göz önünde bulundurduğunda, bu süreçte atılacak her adımın planlı ve programlı bir şekilde yürütülmesi gerekiyor. Çünkü şirketleşme, bugün yaşadığımız bazı sorunların çözümü olarak görünse de, kendisine has pek çok sorunu da beraberinde getiriyor.

Öncelikle, borsanın sahiplik, yönetim ve üyelik yapısına karar verilmesi gerekiyor. Şu an banka ve aracı kurumlar borsanın hem sahibi hem de müşterisi konumundalar. İMKB şirkete dönüştüğünde, hisselerinin kime, hangi oranda dağıtılacağıın tespit edilmesi ilk sorun olarak ortaya çıkıyor. Ortaklık yapısı belirlenirken, bir ortağın sahip olacağı paya ilişkin sınırlamaların ya da bu hisselerin el değiştirmesine ilişkin sınırlamaların getirilip getirilmeyeceği de ayrıca belirlenmeli. Mevcut üyelerin sahip olduğu hakların da hiçbir şekilde zedelenmemesi gerekiyor.

Benzer hususlar yeni yönetim yapısında da söz konusu. İMKB'nin faaliyetleri; halka açık şirketler, yatırımcılar, aracı kuruluşlar gibi geniş bir kesimi etkiliyor. Şirketleşme aşamasında, dünya uygulamalarında görüldüğü üzere, bağımsız üyelerin de yer aldığı geniş katılımlı bir yönetim kurulu oluşturulabilir. Böylece, çeşitli paydaşların yönetim seviyesinde temsili mümkün olabilir. Kısacası, ortaklık yapısı ile yönetim yapısı birbirinden farklı oluşturulabilir.

Değinmek istediğim bir diğer konu, şirketleşme ile beraber ara-

cılık maliyetlerinin artma ihtimali. Şu anki yapıda vergi mükellefi olmayan İMKB, yeni yapıda diğer şirketler gibi vergiye tabi olacaktır. Ayrıca çeşitli teknolojik yatırımlara girecektir. Kâr amaçlı bir yapıda, giderleri artırıcı bu tür bir etki, şüphesiz gelirleri de artırma arayışına yol açacaktır. İMKB'nin temel gelir kaynağının borsa işlemlerinden elde edildiği göz önünde bulundurulduğunda, işlem maliyetlerinin artması kaçınılmaz görünüyor.

Benzer deneyimi yaşamış çeşitli ülkelerin temsilcileri ile yaptığımız görüşmelerde, şirketleşme sonrasında en çok şikayet edilen sorunun işlem maliyetlerinin artması olduğunu görüyoruz. İMKB, ülkemizdeki tek menkul kıymet borsası. Dolayısıyla, aslında tekel olan bir kurum kâr amaçlı hale getirilmek isteniyor. Kâr amaçlı tekel olmanın getireceği sorunlara karşı da şimdiden çözümler geliştirmemiz gerekiyor. Bizce bunun için iki yöntem var. Birincisi, yönetim yapısının farklı kesimlerden temsilcilerle oluşturulması ve tüm paydaşlar arasında uygun bir denge kurulması. İkincisi ise, Avrupa Birliğinde olduğu gibi, yeni borsalar kurulmasına izin verilip borsalar arasında rekabet yaratılmasıdır. Tercih edilecek yolun şimdiden planlanması ve kamuoyuyla paylaşılması gerekiyor.

Şirketleşme sürecinde gözetilmesi gereken bir diğer önemli konu, kâr amaçlı bir şirket haline gelen borsanın denetleme ve düzenleme görevlerinin nasıl şekilleneceğidir. İMKB, şu an kamusal yetkileri sebebiyle üyelerinin ve halka açık şirketlerin bazı faaliyetlerini düzenleme ve denetleme yetkisine sahip. Ama anonim şirkete dönüştükten sonra bu yetkileri etkin bir şekilde kullanabilecek midir? Yurtdışı örneklerde, çıkar çatışmalarını önlemek üzere bu yetkilerin ayrı bir kuruma devredildiğini görüyoruz. Ülkemizde de benzer bir yapı planlanıyorsa bunu şimdiden tartışmakta fayda vardır.

İMKB'nin şirketleştikten sonra halka açılması halinde de başka sorunlar ortaya çıkacaktır. Örneğin halka açılma evraklarında bir yanlışlık olduğu ortaya çıkarsa, ya da ileride kamuya açıklaması gereken bir bilgiyi zamanında açıklamazsa, İMKB üzerindeki denetim ve yaptırım nasıl olacaktır? Bu tür çıkar çatışmalarını engelleyecek bir mekanizmanın da kurulması ve tartışılması gerekiyor. Burada değinebildiğim birkaç konu dışında daha pek çok soru ve sorun mevcut. Görüldüğü üzere, konu bir kurumun anonim şirkete dönüşmesi kadar basit değil.

Dünyadaki genel trend doğrultusunda İMKB'nin şirketleşmesi bizce kaçınılmaz. Ancak, çok geniş bir kesimi etkileyecek olan bu süreçte, atılacak her adımın dikkatlice belirlenmesi gerekiyor. Hızlı yol alma amacıyla, ilgili kesimlerle görüşmeden, üzerinde yeterince düşünmeden alınacak kararlar, ileride bizi bambaşka sorunlarla karşı karşıya bırakacaktır. Daha etkin çalışacak, piyasa katılımcılarının ihtiyaçlarını daha iyi karşılayacak ve uluslararası rekabet koşullarına daha dayanıklı bir borsanın piyasamızı ileriye taşıyacağı kuşkusuzdur. Bizler bu amaç için elbirliğiyle, tartışarak, görüşlerimizi paylaşarak çalışmaya hazırız.

Saygılarımla,

Atilla KÖKSAL, CFA
BAŞKAN

Birliğimiz İstanbul Tahkim Merkezi Genel Kurulu'nda

İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Stratejisi ve Eylem Planında, bağımsız ve özerk yapıya sahip, uluslararası alanda rekabet edebilecek bir tahkim merkezinin oluşturulması hedeflenmiştir.

Bu amaçla hazırlanan ve hâlihazırda Başbakanlıkta bulunan İstanbul Milletlerarası Tahkim Merkezi Kanunu Tasarısı ile (Tasarı) İstanbul'da bir tahkim merkezi kurulması öngörülmektedir. Tasarıya göre, oluşturulacak merkezin genel kurulu, TOBB, Türkiye Barolar Birliği, YÖK, Türkiye Bankalar Birliği, Türkiye Katılım Bankaları Birliği, SPK, İMKB, Türkiye Esnaf ve Sanatkarlar Konfederasyonu ve Türkiye Noterler Birliği'nin seçeceği üyelerden oluşacaktır.

Finans alanında ortaya çıkan uyuşmazlıkların alternatif yöntemlerle çözümü konusunda 10 yılı aşkın bir birikime sahip olan Birliğimiz, İstanbul Tahkim Merkezi genel kurulunda yer almasının söz konusu oluşuma önemli katkılar sağlayacağı düşüncesi ile Başbakanlık Kanunlar ve Kararlar Genel Müdürlüğü ile Adalet Bakanlığı Kanunlar Genel Müdürlüğüne başvuru yapmıştır. Birliğimizin talebinin olumlu karşılandığı yetkili kuruluşlarca bildirilmiştir.



Bireysel Emeklilik Sözleşmelerine Aracılık İçin Başvuru

Emeklilik şirketleri tarafından katılımcılara sunulan emeklilik sözleşmelerine Birliğimiz üyesi aracı kurumlar tarafından da aracılık hizmeti sunulması-



nın sağlanması için Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Sigortacılık Genel Müdürlüğü'ne başvuru yapılmıştır.

Lisanslama Sınavına Hazırlık Eğitimleri

1-2 Eylül 2012 tarihlerinde düzenlenecek olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Lisanslama Sınavlarına hazırlık eğitimleri kapsamında Temmuz ayında Temel Düzey Sınavının 3, İleri Düzey sınavının 4, Türev Araçlar sınavının 2 ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzmanlığı sınavının 1 modülüne yönelik eğitimler tamamlanmıştır.

Temel Düzey sınavına yönelik düzenlenen Tahvil ve Bono Piyasaları eğitimine 13 kişi katılmıştır. İleri Düzey ile ortak düzenlenen Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları ile Sermaye Piyasası Mevzuatı, İlgili Mevzuat ve Etik Kurallar eğitimlerine sırasıyla 24 ve 16 kişi katılmıştır. İleri Düzey Sınavına yönelik düzenlenen Genel Ekonomi ve Mali Sistem eğitimine 13 kişi katılırken Muhasebe, Denetim ve Etik Kurallar eğitimi 26 kişinin katılımı ile tamamlanmıştır. Türev Araçlar ile Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasalarının İşleyişi eğitimlerine 26, Türev Araçlarla Arbitraj ve Korunma eğitimine de 26 kişi katılmıştır.

Temmuz 2012 Lisanslama Sınavına Hazırlık Eğitimleri

Eğitim Türü	Katılımcı Sayısı
Temel Düzey	13
İleri Düzey	79
Türev Araçlar	52
Kurumsal Yönetim	11
Toplam	155

Mayıs-Temmuz 2012 Lisans Yenileme Eğitimi				
Lisans Türü	Mayıs	Haziran	Temmuz	Toplam
Temel Düzey Müşteri Temsilciliği	20	44	25	89
Temel Düzey	334	868	488	1.690
İleri Düzey	199	196	196	591
Takas ve Operasyon İşlemleri	-	-	45	45
Türev Araçlar Muhasebe ve Operasyon Sorumlusu	-	-	21	21
Türev Araçlar Müşteri Temsilciliği	-	30	63	93
Türev Araçlar	-	206	99	305
Gayrimenkul Değerleme Uzmanlığı	44	121	25	190
Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim	-	64	45	109
Kurumsal Yönetim	-	-	31	31
TOPLAM	597	1.529	1.038	3.164

Lisans Yenileme Eğitimleri

Temmuz ayında düzenlenen lisans yenileme eğitimlerine 1.038 kişi katılmıştır. Katılımcı sayılarına ilişkin detaylar tablodan izlenebilir.

Tüm eğitimlere başvurular internet sitemizdeki Eğitim Yönetim Sistemi üzerinden yapılmaktadır.

Lisans Belgesi Verme ve Sicil Tutma Yetkilerimiz Devredildi

Sermaye Piyasası Kurulunun 01.06.2012 tarihli toplantısında alınan kararına istinaden, Birliğimizin lisans belgesi verme ve sicil tutma yetkileri, 01.07.2012 tarihi itibarıyla Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş. (SPL) devredilmiştir.

01.07.2012 tarihinde itibaren aşağıdaki bilgilerde meydana gelen değişikliklere ilişkin sicil bildirimleri SPL'ye yapılmaktadır:

- Aracı kurum, banka, menkul kıymet yatırım ortaklıkları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, vadeli işlem aracılık şirketleri, portföy yönetim şirketlerinde; yönetici, ihtisas per-

soneli, denetçi,

- Yatırım Fonlarında; yönetici, fon kurulu üyesi, fon denetçisi, fon müdürü, fon hizmet biriminde görevli ihtisas personeli,

- Emeklilik şirketlerinde; fon kurulu üyesi, fon denetçisi, fon hizmet biriminde görevli ihtisas personeli.

Ancak 01.07.2012 tarihinden önce Birliğimize yapılan başvurulara ilişkin işlemler Birliğimizce yürütülmeye devam etmektedir.

27 Temmuz 2012 itibarıyla Lisanslama ve Sicil Tutma Sistemi'nde kayıtlı kişi sayısı 58.280'e ulaşmıştır. 35.016 kişi, herhangi bir sermaye piyasası kurumunda çalışmakta olup bu kişilere ait toplam 21.400 adet lisans bulunmaktadır.

Lisanslama sınavları sonucunda başarılı olan adaylardan 30.723'ünün lisans başvurusu Birliğimize ulaşmış, başvuruların 30.160 adedi sonuçlandırılmıştır.

Lisans Başvuruları			
Lisans Türü	Başvurulan Lisans	Onaylanan Lisans	Sonuçlanan Başvuru %
Temel Düzey	13.632	13.493	99%
İleri Düzey	6.009	5.977	99%
Türev Araçlar	2.538	2.510	99%
Gayrimenkul Değerleme Uzmanlığı	2.163	2.043	94%
Takas ve Operasyon	1.100	1.001	91%
Kredi Derecelendirme	669	635	95%
Kurumsal Yönetim Derecelendirme	824	768	93%
Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim	2.248	2.248	100%
Konut Değerleme	225	209	93%
Temel Düzey Müşteri Temsilciliği	766	760	99%
Türev Araçlar Müşteri Temsilciliği	424	396	93%
Türev Araçlar Muhasebe ve Operasyon Sorumlusu	125	120	96%
Toplam	30.723	30.160	98%



DAVRANIŞSAL FİNANS

Son yıllarda bir hayli popüler bir akım haline gelen, hakkında çeşitli yayınlar yapılan "davranışsal finans" aslında "davranışsal ekonominin" bir alt dalı olup temelleri 1960'lı ve 1970'li yıllarda atılmıştır. Hâkim ekonomik doktrin olan neo-klasik ekonominin insanların rasyonel olduğu varsayımına eleştirel bir bakış açısıyla yaklaşır. Davranışsal ekonomi, neo-klasik iktisadın aksine bilişsel psikolojiden faydalanarak insanların ekonomik kararlarını verirken nasıl bir mekanizma kullandıklarını analiz eder ve "gerçeğe" daha yakın modeller geliştirdiği iddiasındadır.

Davranışsal finansın vardığı sonuçlar hem yatırımcıların piyasayı, kendilerini ve diğer yatırımcıları anlamalarına katkıda bulunurken, hem de profesyonellerin hizmet verdikleri yatırımcıları daha iyi anlayıp onların ihtiyaç ve isteklerine uygun tavsiyelerde bulunmalarını kolaylaştırmaktadır. Yazının ilk kısmında, davranışsal ekonomi ve neo-klasik ekonominin kısa bir karşılaştırılması yer almaktadır. İkinci bölümde, davranışsal iktisadın geleneksel iktisat yaklaşımından en büyük farkı olan deneysel yöntemi inceleyecek, üçüncü bölümde geleneksel iktisadın etkin piyasa hipotezi tartışılacak, yazının son bölümünde ise, davranışsal yaklaşımın saptadığı davranış eğilimlerinden beş tanesi incelenecektir.

I. DAVRANIŞSAL FİNANS

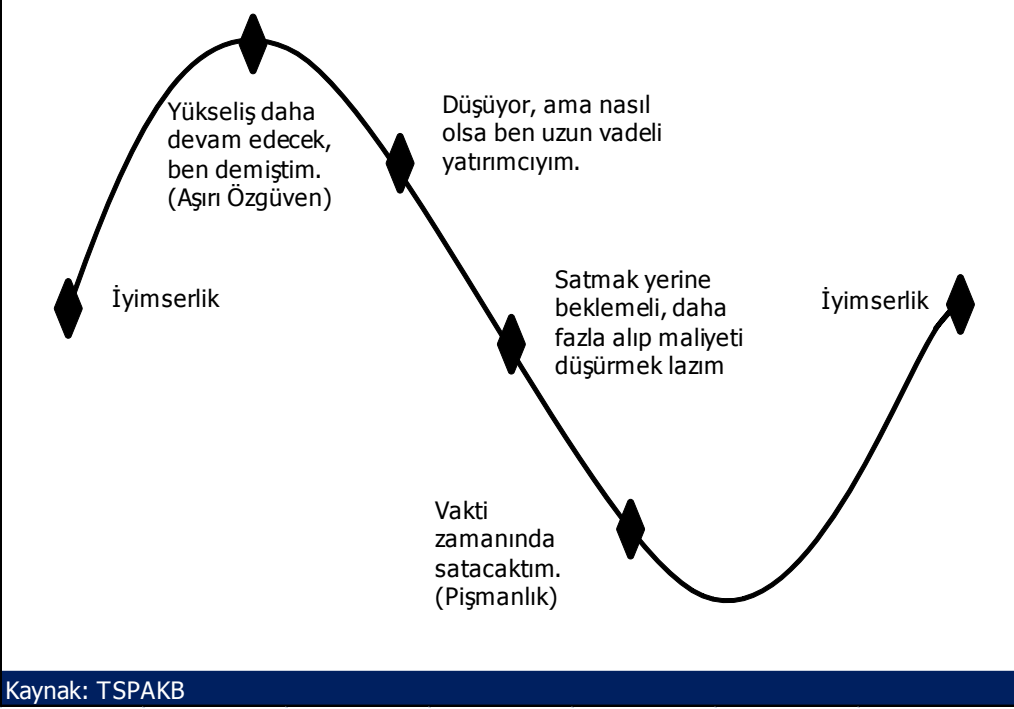
Neo-klasik ekonomi, insanı tam anlamıyla rasyonel, iradeli ve bencil olarak tanımlar. Birey, etraftan fiyat, ürün bilgisi, kalite gibi birçok veriyi algılar, türlü işlemlerden geçirerek kendisi için hangisinin daha yüksek fayda sağlayacağını analiz eder ve sonuçta kararını verir. Bu varsayımlarla oluşturulan modellerin gerçeği yansıtmadığı, dolayısıyla bu anlayışın iktisadi pratikte sorunları çözmekten çok, yüksek ve soyut matematiğin kullanıldığı entelektüel bir tartışma alanına çevirdiği eleştirisini yapmak mümkündür. Davranışsal ekonomi ise bireylerin ekonomik kararları verirken karmaşık hesapları yapmak yerine bir takım kestirme/sezgisel yöntemler (heuristics) kullandıklarını öne sürmektedir. Bunun yanında, davranışsal yaklaşıma göre birey mekanik bir şekilde



tasvir edilmek yerine, karar alırken duygularından etkilenen gerçek dünyaya uygun bir şekilde resmedilir. Dolayısıyla davranışsal yaklaşımın bireyi "homo economicus" değil, bütün zayıflıkları, eksiklikleri ve duygularıyla gerçek dünyadaki gibi bir bireydir.

Şemada bir yatırımcının piyasanın seyrine göre verdiği kararları hangi söylemlerle meşru kıldığı örneklenmiştir. Tipik bir yatırımcı piyasa hakkında iyimser olduğu bir dönemde alım işlemi yapar. Seçtiği yatırım aracının yükseliş eğiliminde olduğunu gözlemledikçe, ne kadar doğru bir karar verdiğini düşünür. Aşırı özgüven psikolojisine giren yatırımcı derinlemesine bir araştırma yapmadan beklentisini sağlamlaştırır. Eğer daha fazla yükseleceğini bekliyorsa, kendini sorgulamadan bu kararını devam ettirir. Beklenen yükselişin aksine piyasa düşüş trendine girdiğinde ise kendisini uzun vadeli yatırımcı olduğu argümanı ile teselli eder. Ancak elindeki finansal varlığın değeri piyasaya girdiği ilk seviyenin de altına inerse, zararını realize etmektense, bu varlıktan daha fazla alma yoluna gider. Bu sayede porföy maliyetini düşürmeyi amaçlar. Son olarak piyasadan beklediği yükselişin bir türlü gelmediğini gördükçe pişmanlık

Yatırımcı Psikolojisinin Döngüsü



modelin doğruluğu test edilir. Davranışsal iktisatta ise model, bireylerin davranış biçimlerinin gözlemlenmesinden sonra oluşturulur. Sonrasında ise verilerle bu modelin doğruluğu test edilir. Davranışsal ekonomiyi, geleneksel yaklaşımdan ayıran en temel özellik, bu verilerin toplanma yöntemidir. Bu yöntemler kabaca saha ve laboratuvar deneyleri olarak ikiye ayrılır. Sonuçta her iki deney tipinde de amaç, gerçek dünyanın basit bir örneğini oluşturmak ve bireylerin davranışlarının temelde nasıl bir mekanizmayla çalıştığını anlamaktır.

evresi başlar. Yatırımcı daha önceki dönemlerde satmadığı için kendini suçlar. Belki de ani gerçekleşen likidite ihtiyacı yüzünden elindeki finansal varlıkları bu seviyeden satmak zorunda kalır ve sonuçta yatırım serüveni kötü sonuçlanır.

Sonuç olarak, bütün bu sorunlar aslında bireylerin karar mekanizmalarının ne olduğunu tam olarak tanımlamalarından kaynaklanmaktadır. Günlük hayatta verdiğimiz en ufak karar için bile anlık da olsa bir düşünce süreci yaşarız. Geleneksel iktisat bu mekanizmayı tarif ederken ütopyik bir model çizer; karmaşık hesapları yapabilen, iradeli ve rasyonel bireyler olarak tanımlar. Davranışsal iktisat ise bireyi olduğu gibi kabul eder. Bu yüzden davranışsal yaklaşımın tespit ettiği sonuçlar bireyin kendini ve birlikte yaşadığı diğer bireyleri anlamasını sağlar. Davranışsal yaklaşımın tespit ettiği sistematik eğilimler hakkındaki farkındalığı yüksek bir birey, daha sağlıklı yatırım kararları alabilecektir.

II. DENEYSEL YÖNTEM

Geleneksel iktisat yaklaşımı ile yapılan bilimsel araştırmalarda, öncelikle bir model belirlenip verilerle bu

Laboratuvar deneylerinde katılımcılar araştırma konusuna ilişkin bir senaryo ile karşı karşıyadır. Araştırmacı, analiz etmek istediği konuyu anlaşılır bir dil ile katılımcılara yazılı ve sözlü olarak anlatır. Ardından katılımcılar, kararlarını duruma göre bilgisayar ya da kâğıt kalem kullanarak bildirir. Sonuçta, araştırmacının elinde o konuya dair bir veri seti oluşmuştur. Burada önemli olan nokta, katılımcıların birbirlerinden etkilenmemeleri için izole edilmeleridir. Ayrıca, katılanlara motivasyon sağlamak amacıyla ödeme yapılması önemlidir.

Saha deneylerindeki temel fikir, gerçek dünyadaki bireylerden rastgele seçilmiş bir örnek havuzundan yola çıkarak, gerçek dünyadaki sistemin önemli dinamiklerini anlamak ve onu temsil eden ekonomik modeli geliştirmektir. Davranışsal yaklaşım, deneyler vasıtasıyla toplanan verilerle sistematik davranış eğilimleri saptar. Davranışsal iktisat bu sistematik sapmaları tespit ederek, gerçek dünyanın daha doğru anlaşılmasına katkıda bulunur.

Sosyal bilimlerde doğa bilimlerinin aksine deneysel yöntemler alışılmış değildir. Örneğin fizikte bir hid-



rojen atomunun belli bir koşulda nasıl davranacağı konusundaki deneylerden elde edilen sonuçlar diğer bütün hidrojen atomları için de geçerlidir. Fakat sosyal bilimlerde deneğin doğası gereği bu durum daha karmaşıktır. Bu karmaşıklık yeni deney tasarımlarıyla çözülmeye çalışılmaktadır. Örneğin, John ve Richard Sweeney, 1977 yılında yayınladıkları "Monetary Theory and the Great Capitol Hill Baby Sitting Co-op Crisis" başlıklı çalışmalarında bir makroekonomi konusu olan para teorisini bir çocuk bakım kooperatifinde gerçekleştirdikleri deney vasıtasıyla mizahi bir dille anlatmaktadır. Paranın "değişim işlevi", bireylerin tasarruf eğilimleri, ekonomik durgunluk ve para politikası, bu deneyde gözlemlenmiş gerçek dünyanın küçük bir kopyası olmuştur.

Deneyde, çalışan çocuklu çiftler, bir çocuk bakım kooperatifi oluşturmuştu. Bunun için değeri bir saatlik çocuk bakım hizmetine denk düşecek kuponlar basıldı. Kuponlar sayesinde kooperatifte küçük bir ekonomik sistem oluşturulmuştu. Tek bir ürünün (çocuk bakımı) satıldığı bu kapalı ekonomide kuponlar para yerine geçmekteydi. Çocuğuna bakılan aileler, çocuk bakanlara her bir saat için bir kupon veriyorlardı. Buraya kadar paranın değişim aracı olarak fonksiyonu, deneyde kurulan sistemde açıkça yerine getirilmekteydi.

Deneyde, çiftler hangi tarihte dışarı çıkacaklarını bilmedikleri için bu belirsizliği kupon biriktirerek karşılamaktalardı. Gerçek dünyada ise bireyler gelecek konusundaki belirsizlikleri tasarruf yaparak çözmeye

çalışmaktadır. Dolayısıyla çiftler, ellerinde yedek kupon kalmadığı, fakat dışarı çıkmaları gereken bir durumla karşılaştıklarında zor duruma düşmemek için dışarı çıkmaktan feragat edip başkalarının çocuklarına bakarak kupon biriktirme yoluna gitmişti. Kooperatif bir süre devam ettikten sonra tasarruf eğilimi bir sıkıntıya yol açtı. Çiftlerin daha fazla çocuk bakıp daha az dışarı çıkarak ellerinde bulunan yedek kuponları biriktirme davranışları (tasarruf) dolaşımdaki kupon sayısını azaltmıştı. Ancak, bir çiftin dışarı çıkması bir başka çiftin çocuk bakım işinde istihdam edilmesi demekti. Sonuçta, çocuk bakım sayısı hızla düştü ve evde oturan çiftlerin sayısı arttı. Kooperatif içerisinde yaratılan bu yapay ekonomi durgunluğa girdi. Dolayısıyla deneysel ortamda yaratılan bir ekonomide kriz gözlemlenmişti.

Deneyin ilerleyen zamanlarında bu krizin nasıl aşılabileceği konusunda yöntemler test edilmiştir. Dolaşımdaki kupon sayısı artırılınca (para arzının artırılması), çocuk bakım ekonomisi tekrar canlanmış ve kooperatif tekrar işlemeye başlamıştır. Bu örnek, aslında doğru tasarlandığında ve gerekli kontrol araçları kullanıldığında sosyal bilimlerde de doğa bilimlerindeki gibi deneysel çalışmalar yapılabilceğini göstermektedir.

Sonuç olarak, deneysel verinin sayesinde davranışsal yaklaşım, hem yatırımcıların kendilerini tanıması hem de içlerinde bulunduğu piyasayı ve diğer aktörleri anlamalarını sağlamakla beraber, profesyonellere de, hizmet verdikleri yatırımcıların istek ve ihtiyaçlarını, onların olası eğilimlerini anlayarak buna yönelik hizmet sunmalarını kolaylaştırmaktadır. Bu konunun önemi uluslararası bağlamda anlaşılmış ve CFA (Chartered Financial Analyst) sınavlarına davranışsal finans bölümü eklenmiştir. Bu sektörde hizmet veren insanların özellikle yatırımcı tiplerini tanımları beklenmektedir. Diğer taraftan, bu konu yatırımcı eğitimi açısından da önemlidir. Farklı özellikteki yatırımcıların istek ve ihtiyaçları için nasıl bir yatırım stratejisini seçmeleri gerektiğini bilmeleri, ancak kendilerini ve piyasayı anlamaları ile sağlanacaktır.

III. ETKİN PİYASA HİPOTEZİ

Davranışsal yaklaşımın geleneksel, yani neo-klasik iktisattan asıl ayrılık noktası "Etkin Piyasa Hipotezi-



ne" getirdiği eleştiridir. Etkin piyasa hipotezi, bütün yatırımcıların rasyonel olduğu varsayımına dayanır. Ayrıca, bütün yatırımcıların piyasa hakkındaki bilgiye aynı anda ulaştığını kabul eder. Ulaşılan bu bilgi ise tüm bireyler tarafından rasyonel bir şekilde değerlendirilir. Örneğin, bir şirket hakkında olumlu bir haber çıktığında, bu haber bütün yatırımcılar tarafından aynı şekilde yorumlanır. Haberin şirketin gelecekteki nakit akışlarındaki olumlu etkisinin hisse senedi fiyatına yansıtacağı öngörülür ve haber, alım sinyali olarak değerlendirilir. Oluşan bu rasyonel beklenti ile işlemler gerçekleşir ve hisse senedi fiyatı artar. Burada önemli nokta, etkin piyasa hipotezine göre piyasa, hisse senedinin gerçek fiyatını yansıtmaktadır. Çünkü bütün yatırımcılar sunulan bilgileri aynı rasyonellikle değerlendirir.

Etkin piyasa hipotezini savunanlar, bu katı rasyonellik varsayımına gelen eleştirilere, arbitraj argümanı ile cevap vermektedir. Arbitraj kavramına göre, piyasa fiyatının gerçek fiyatı, yani olması gereken fiyatı yansıtmadığı dönemlerde arbitraj imkânı doğar. Piyasadaki rasyonel yatırımcılar, fiyatı olması gerekenden düşük hisse senetlerini satın alırlar. Bu sayede fiyat kademeli olarak artan talep sayesinde gerçek fiyata eşitlenir. Dolayısıyla neo-klasik iktisat, etkin piyasa hipotezini savunurken, herkesin rasyonel olması gerektiğini, bir grup rasyonel yatırımcının bile arbitraj imkânını görerek etkin piyasa koşulunu sağlayabileceğini savunmaktadır.

Sonuç olarak, geleneksel iktisadın savunucuları, bireyi rasyonel kabul eden varsayımının aslında esnek

olduğunu ve herkesin rasyonel olmadığı durumlarda da tuttuğunu söylemektedirler. Geleneksel anlayışa göre arbitrajın riski sıfırdır, dolayısıyla bir maliyeti yoktur (Dybvig ve Ross 1992). Arbitraj imkânını, her rasyonel birey kendi lehine kullanmaktan çekinmeyecek ve neticede piyasadaki fiyat olması gerektiği seviyeye gelecektir. Bu önermeye karşılık olarak yapılan çalışmalarda arbitraj imkânı olsa bile rasyonel bireylerin bu riski her zaman göze alamayacakları, dolayısıyla piyasanın gerçek fiyata her zaman ulaşamayacağı sonucu çıkmıştır (Gromb ve Vayanos 2002, Schleiffer A. ve Vishny R. 1997).

Etkin piyasa hipotezinin açıklamakta yetersiz kaldığı bir diğer olgu da işlem hacminin büyüklüğüdür. Herkesin aynı bilgiye aynı anda ulaşip aynı şekilde değerlendirdiği ve sonucunda alım veya satım kararları aldığı bir piyasada, herhangi bir olumlu veya olumsuz haber olmadığı dönemde alım ve satım yapılması beklenmez. Yalnızca likiditeye ihtiyacı olan yatırımcılar ellerindeki araçları satmak isteyecek, yükseliş yönlü bir haber olmadığı için alış tarafında da istekli yatırımcı olmayacaktır. Ancak, gerçek dünyaya baktığımızda milyarlarca dolarlık hacimlerin gerçekleşmesini sırf likidite ihtiyacı olan yatırımcılara bağlamak yeterli olmayacaktır.

Davranışsal iktisatçılar, bu yüksek hacimlerin bireylerin iyi veya kötü haberlere farklı düzeyde ve farklı zamanlarda tepki vermesinden kaynaklandığını söylemektedir. Örneğin, bir şirket hakkında iyi bir haber çıktığında, bu haber kimi yatırımcılar tarafından aşırı olumlu algılanıp alış tarafında daha fazla tepki vermeleriyle sonuçlanırken, kimi yatırımcılar tarafından bekledikleri kadar iyi bir haber olmamasından dolayı alış tarafında daha az tepki vermeleriyle sonuçlanabilmektedir. Ya da hakkında iyi haber çıkan şirketin hisse senedini uzun süredir elinde tutan, tuttuğu sürede kendine göre yeterince kâr ettiğini düşünen bireyler bu habere daha az tepki verecek ve belki de satmayı tercih edecektir.

Bu bağlamda davranışsal yaklaşım, yatırımcıların rasyonel olmadığını, duyguların ve bilişsel hataların yatırımcıların karar alma süreçlerini etkilediğini, dolayısıyla yatırımcı psikolojisinin iyi incelenmesi gerektiğine işaret etmektedir.

IV. YATIRIMCI DAVRANIŞ EĞİLİMLERİ

Yapılan deneysel çalışmalar ve gözlemler sonucunda bilimsel olarak kabul görmüş bir takım sistematik davranış eğilimleri saptanmıştır. Yatırımcıların anlaşılması açısından bu davranış eğilimleri önemlidir. Bu davranışlar aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Aşırı Özgüven (Overconfidence)
- Belirsizlikten Kaçınma (Aversion to Ambiguity)
- Çıpalama (Anchoring)
- Hiperbolik İndirgeme (Hyperbolic Discounting)
- Kayıptan Kaçınma (Loss Aversion)
- Para İllüzyonu (Money Illusion)
- Pişmanlıktan Kaçınma (Regret Minimization)
- Sahiplik Etkisi (Endowment Effect)
- Sürü Psikolojisi (Herding Behaviour)
- Temsil Sorunu (Representativeness)

Yazının bu kısmında bu davranış eğilimlerinden, literatürdeki yerini sağlamlaştırmış olan beş tanesi incelenecektir.

1. Temsil Sorunu (Representativeness)

Temsil sorunu, bireylerin ellerinde olan bilgiden ya da gözlemledikleri örneklerle bakarak bütüne mal ettikleri yargılarla ilgilidir. Tecrübe ettikleri kadarını genele yaymaya eğilimli insanlar, oluşturdukları peşin yargılara göre karar verirler.

Bu davranış biçimini gösteren yatırımcılar, geçmişteki verilere bağlı kalarak gelecek hakkındaki beklenti ve tahminlerini oluştururlar. Örneğin, bireyin üst üste 10 kez atılan bir bozuk paranın sonuçlarını gözlemlediğini ve 10 atıştan sekiz tanesinin tura

$$\underbrace{1/2 \times 1/2 \times \dots \times 1/2}_{18 \text{ Tura}} \times \underbrace{1/2 \times 1/2}_{2 \text{ Yazı}} = 0,0000954\%$$

$$\underbrace{1/2 \times 1/2 \times \dots \times 1/2}_{10 \text{ Tura}} \times \underbrace{1/2 \times 1/2}_{10 \text{ Yazı}} = 0,0000954\%$$



geldiğini gözlemledikten sonra, bundan sonraki atışlarda yazı gelme olasılığının daha yüksek olduğu yanılgısına düşmesi bu kategoriye girmektedir. Bir paranın yazı ve tura gelme ihtimali birbirine eşit ve %50'dir. Dolayısıyla birey yazı ve tura gelme olasılığı eşit olan bir paranın üst üste on kez atılmasında eşit sayıda yazı ve tura gelmesini beklemektedir. Sırf iki sonucun da gelme olasılığı birbirine eşit olduğu için, yazı ve tura sayısının eşit şekilde gözlenmesi beklenir. Hâlbuki bu para 20 kere atıldığı takdirde bile, 18 yazı 2 tura gelme ihtimali ile 10 yazı 10 tura gelme olasılığı eşittir.

Dolayısıyla bireyler, şahit oldukları kadarının durumun genelini temsil ettiğini düşünme eğilimine sahiptirler. Bu duruma aynı zamanda "kumarbazın yanılgısı" da denmektedir. Bir başka deyişle, bu para on kere atılmış ve onunda da yazı gelmişse, on birinci atışta tura gelme ihtimalinin daha yüksek olduğu yanılgısı içine düşülür. Yapılan çalışmalar insanların tahminlerinin, gözlemledikleri veya temas halinde oldukları tecrübeleriyle alakalı olduğunu göstermiştir. Örneğin bir kişiye Türkiye'deki boşanma oranı sorulduğunda, eğer o kişi etrafında çok fazla boşanan çift olan biriye, yüksek bir rakam, eğer etrafında bu tarz örnekler fazla yoksa düşük bir oran belirtecek-

tir. Bireyler çeşitli sonuçlara olasılık tayin ederken, kendi tecrübelerinden veya gözlemlerinden yola çıkarlar. Ancak bu, gerçek dünyada oldukça yanıltıcı sonuçlara neden olabilir. Dolayısıyla yatırımcıların bu sistematik davranış biçimi hakkında farkındalığının artırılması önemlidir.

Örneğin, geçmiş çalışmalar yatırımcıların, çevresel duyarlılığı olan firmaları, finansal açıdan "iyi" ve gelecek vaat eden firmalar olarak algılandıklarını ortaya çıkarmıştır. Bir başka yaygın olarak karşılaşılan durum da, geçmişte üst üste yüksek net kazanç açıklayan firmaların, takip eden dönemlerde de bu şekilde kâr etmeye devam edeceği yönünde beklenti oluşturmalarıdır. Hâlbuki yatırımcılar, bu açıklanan net kârın kaynağının operasyonel bazlı somut bir nedenden dolayı olup olmadığını araştırmalıdır. Yüksek net kârlılığın nedeni şirketin gayrimenkul satışı veya muhasebesel kaynaklı sürdürülemez bir artış olması durumunda, kârdaki artış beklentisi temelsizdir.

2. Aşırı Özgüven (Overconfidence)

İnsanların kendi yeteneklerine aşırı güven duymaları, kendilerini ortalamadan yukarda görmeleri aslında gündelik hayatta da çok yaygın bir durumdur. Yapılan bir çalışmada "Ne kadar iyi şoförsünüz?" sorusuna, çoğu insan "çok iyi" cevabı vermiştir (Svenson, 1981). Aşırı özgüven eğilimi gösteren yatırımcılar kendilerini ortalamanın üstünde yetenek ve bilgiye sahip olarak görür ve kararlarını bilgiden çok somut ve rasyonel olmayan sezgilerine göre verir. Neticede bu yatırımcıların "kötü sürprizlerle" karşılaşmaları yüksek bir ihtimaldir.

Aşırı özgüvene sahip yatırımcılar, kendi yetenek ve bilgilerine aşırı derecede güvenir ve aldıkları kararları yeni bir bilgi geldiği durumda bile değiştirmeye hevesli değildir. Diğer taraftan bu davranış eğilimine sahip yatırımcılar, alım-satım yapmayı gerektirmeyen durumlarda bile işlem yapmaktadır. Bu bağlamda bilgiden kastedilen şey, şirket veya sektörle alakalı olup da hisse senedi fiyatını etkileyebilecek haberler ve finansal verilerdir. Yapılan çalışmalarda, hem profesyonellere hem de yatırımcılara çeşitli hisse senetlerinin beklenen getirileri ve bu tahminlerinin güven aralığı sorulmuştur. Anketin sonucunda, bireylerin kendi yaptıkları tahminler için belirttikleri



güven aralıklarının bir hayli yüksek seçildiği gözlemlenmiştir. Bir başka deyişle bireyler, yaptıkları tahminin yanılma payının çok düşük olduğunu belirtmiştir. Bunun dışında, profesyoneller üzerinde yapılan bir çalışmada, katılımcılardan enflasyon tahminleri ve bu tahminler için güven aralığı belirtmeleri istenmiştir. Örneğin, güven aralığını %95 olarak belirten bir analistin, yaptığı 100 tahminden 95'inin doğru çıkması beklenmektedir. Fakat nihai sonuçlara bakıldığında, tahminlerin belirtilen güven aralığından çok daha düşük oranlarda doğru çıktığı görülmüştür (DeBondt ve Thaler 1990, Easterwood ve Nutt 1999, Odean 1999).

Özellikle yatırımcılara tavsiye veren kişilerin, bu yaygın yatırımcı davranışının farkında olması ve kararlarını verirken bu konudaki farkındalıklarını artırıcı bir şekilde yönlendirmeleri faydalı olacaktır.

3. Çıpalama (Anchoring)

Çıpalama, bilişsel psikolojide 1970'li yıllardan beri üzerine çalışılan bir kavram olup ilk olarak 2002 yılında Nobel ekonomi ödülünü kazanan Daniel Kah-

neman tarafından bilimsel anlamda kanıtlanmıştır. Çıpalama, temel olarak, bireylerin önceden edindiği bilgilerden vardıkları sonuçlara bağlanması ve yeni bilgilere rağmen önceden verdikleri kararlarını değiştirmede tutucu davranmalarını ifade eder. Mesela, bu davranış eğilimini gösteren bir analist önceden belirlediği bir hedef fiyatı, açıklanan yeni şirket veya sektör haberlerine göre revize ederken bu yeni verilere olması gerekenden daha zayıf tepki verecektir.

Kahneman yaptığı saha deneyinde katılımcılara, "Afrikadaki milletlerin yüzde kaçını Birleşmiş Milletler üyesidir?" sorusunu iki farklı şekilde yöneltmiştir. İlk gruba bu soruya ek olarak, "bu oran %10'un altında mıdır, yoksa üstünde midir?" sorusunu sormuş, alınan cevapların ortalamasının %25 olduğu görülmüştür. Bir başka deney grubuna, bu oran %65'in altında mı yoksa üstünde mi şeklinde sorulduğunda ise, verilen cevapların ortalamasının %45 olduğu görülmüştür. Sorunun içinde belirtilen oranlar (%10 ve %65), katılımcıların çıpası haline gelmiş ve verdikleri cevabı etkilemiştir. Yani konuyla ilgili olmasa bile, sorunun içinde böyle bir oran belirtilmesi bile onların tarafsız bir cevap vermelerini engellemiştir.

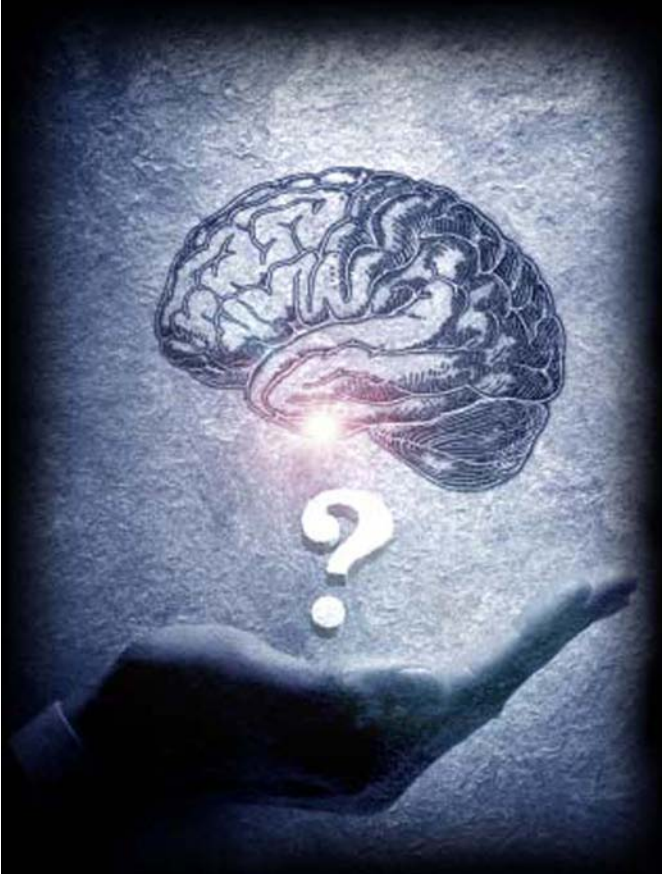
Bir başka örnek ise Dan Ariely tarafından yapılan bir çalışmadır. Katılımcılardan öncelikle bir kâğıda sosyal güvenlik numaralarının son iki hanesini yazmaları istenmiştir. Daha sonra ise kendilerine gösterilen şarap, çikolata ve bilgisayar parçaları gibi birbirleriyle alakasız ürünler gösterilmiş ve kâğıda yazdıkları miktarı bu ürünler için ödemeye değip değmeyeceği sorulmuştur. Daha sonra ise bu ürünlere fiyat biçmeleri sorulmuştur. Bütün bu deney boyunca sosyal güvenlik numarasının son iki rakamıyla bu ürünlerin fiyatının hiçbir alakasının olmadığı defalarca hatırlatılmasına rağmen, katılımcılardan sosyal güvenlik numarasının son iki hanesi yüksek olanların yüksek fiyat biçtikleri, diğerlerinin ise düşük fiyatlar biçtikleri gözlemlenmiştir. Dolayısıyla tamamen rastgele, yani fiyatlarla hiçbir ilişkisi olmayan sosyal güvenlik numarasının son iki rakamı, katılımcıların çıpası olmuş ve ürünlere fiyat biçerken bu sayıdan etkilenmişlerdir.

Çıpalama alanında bir başka deneyde de Ariely katılımcıları iki gruba ayırmış, ilk gruba 15 dakika sürecek bir şiir dinletisi için 2 dolar verip vermeyecekleri sorulmuş, diğer gruba ise katılanlara 2 dolar

verileceği söylenmiştir. Cevaplar alındıktan sonra ise her iki gruba da şiir dinletisinin bedava olacağı söylenmiştir. Önceden kendilerine üstüne para verilerek sunulan bir teklifin daha sonra bedava olması, katılımcıların bu etkinliğe verdikleri değeri etkilemiş ve sadece %8'i katılmayı seçmiştir. Diğer grupta ise ilk teklifte 2 dolar ödeyerek katılabilecekleri bir etkinliğe bedava gidebilecekleri söylendiğinde bu teklifin değerli bir fırsat olduğu algısı oluşmuş ve katılım %35 olmuştur.

Teknik analizde popüler bir konu olan bant kavramı, çıpalama olgusuyla açıklanabilir. Yatırımcılar, fiyatları algılamak bazılarını özel bir konuma koyarlar ve kafalarında belli eşik değerleri oluşur. Bu değerler genelde ya çok sıkça karşılaşılan değerlerden seçilebilir ya da küsuratın olmadığı belli fiyatlarda olabilir. Genelde bu algıdan dolayı bu fiyat seviyelerini yukarı doğru geçmenin veya aşağı doğru geçildiğinde ise tutunmanın zor olduğu görüşü hakimdir. Bu noktaları teknik analistler destek ve direnç noktaları olarak ifade etmektedirler. Neo-klasik doktrin, fiyatın fiyattan etkilenmesi gibi döngüsel bir durumu açıklayamamaktadır. Diğer taraftan davranışsal ekonomistler bu durumu çıpalama ile açıklamaktadır.

Davranışsal ekonomiye göre insanların fiyat algısında, geleneksel iktisadın öne sürdüğünün aksine salt bilgi yoktur. Eğer sadece bilgi olsaydı o zaman temel analiz tam anlamıyla yeterli olurdu. Dolayısıyla teknik analiz bu noktada devreye girmektedir. Tabii ki tek başına teknik analizin de yeterli olduğunu söylemek mümkün değildir. Neticede, belli bir dönemde hangi teknik analiz aracı yaygın veya popülerse, o yöntem fiyatı tahmin etmede daha iyi performans gösterecektir. Örneğin popüler olan yöntem Fibonacci sayılarından yola çıkarak geliştirilmiş ve aynı adı taşıyan teknik analiz yöntemi ise, çoğu yatırımcı bu analiz yöntemini kullanarak yatırım kararı verir. Dolayısıyla fiyatları tahmin etme konusunda da bu yöntem daha doğru gibi gözükülecektir. Bu durum aslında literatürde "kendini gerçekleştiren kehanet" (Self Fulfilling Prophecy) olarak adlandırılır. Yani Fibonacci yönteminin doğru olmasının nedeni aslında, bu yöntemin doğru olduğunun düşünülmesidir. Böylece herkesin ona göre karar vermesinin sonucunda, Fibonacci ile yapılan tahminlerin doğru çıkması kaçınılmaz olmaktadır.



Bütün bu bahsedilen deneylerden, aslında insanların bir şeyi değerlerken alakalı veya alakasız birçok şeyden etkilenebileceği sonucu çıkmaktadır. Dolayısıyla, hem profesyonellerin hem de yatırımcıların, bahsedilen bu tipik davranış eğilimleri konusunda farkındalıklarının artırılması gerekmektedir.

4. Belirsizlikten Kaçınma (Aversion to Ambiguity)

1961 yılında Daniel Ellsberg tarafından ortaya atılan bu kavram, literatürde Ellsberg Paradoksu olarak da bilinmektedir. Daha önce Keynes tarafından başka bir versiyonu da dile getirilen olgu, Ellsberg tarafından bilim dünyasına sistematik olarak yerleştirilmiştir. Ellsberg yaptığı deneyde katılımcılara iki kuradan birini seçmelerini istemektedir. Birinci kurada bir çuvalda 50 kırmızı 50 siyah top bulunmaktadır. Bu çuvaldan bir top çekildiğinde siyah ya da kırmızı gelme olasılığı %50'dir. İkinci kurada ise bir çuvalda kaç tanesinin siyah kaç tanesinin kırmızı olduğunun bilinmediği, yine 100 top vardır. İkinci

çuvalda da topların dağılımı belli olmadığı için yine çekilen tek topun renginin kırmızı veya siyah olma olasılığının %50 olarak algılanması beklenmektedir. Ancak sonuçta, katılımcıların ilk kurayı yani dağılımın belli olduğu çuvalı seçtikleri gözlemlenmiştir. Gelecekte iktisat teorisine göre bireylerin bu iki kurayı da eşit tercih edilir olarak görmeleri gerekir. Daha sonraki yıllarda Ellsberg'in yaptığı bu deney birçok akademisyen tarafından tekrarlanmış, test edilmiş ve hepsinde de Ellsberg'in çalışmasının doğruluğu kanıtlanmıştır.

Sonuçta belirsizlikten kaçınma aslında bilinmeyen-den korkmak anlamına gelmektedir. Bireyler sonuçlar kesin olmasa da, hangi sonucun hangi olasılıkla başlarına gelebileceğini bildikleri durumları, olasılıklar hakkında hiçbir fikirleri olmadıkları durumlara tercih ederler. Bu durum aslında bilgisayar dünyasında mavi ekran diye bilinen duruma benzemektedir. Çoğu insan mavi hata ekranıyla bir kere de olsa karşı karşıya gelmiştir. Mavi ekran aynı zamanda durdurucu hata (stop error) olarak da bilinir. Yapay zekâ, bilgisayarın parçalarına bir zarar gelme ihtimalinin olduğu durumlarda bütün operasyonu durdurur ve bu durumu da mavi ekranla belirtir. İnsanlar da benzer durumlarda yapay zekânın verdiği benzer bir tepki verir. Örneğin, trend takipçileri (momentum trader) olarak adlandırılan yatırımcı grubu, belli göstergelere bakarak yükseliş trendi olan dönemlerde alım yaparken, düşüş trendi gözlemlediğinde satma eğilimindedir. Eğer göstergeler herhangi bir trend izlenimi vermiyorsa, yani yatay bir görünüm çiziyorsa bu grup piyasaya girmemeyi, beklemeyi tercih etmektedir. Birey, başına gelecek durumların olasılığını kestiremeyeceği zaman karar almaktansa aynı mavi ekran örneğindeki yapay zekâ gibi kendisini kapatır ve hiçbir şey yapmamayı tercih eder.

Muhtemelen yatırımcılar, yukarı yönlü trend gördüklerinde kafalarında fiyatın yükselme olasılığı daha kolay canlandırmakta ve bu olasılık %50'den yüksek algılanmaktadır. Diğer taraftan, düşme trendine girildiğinde de fiyatın düşme olasılığı kafalarında daha net canlanabilmektedir. Trendin yatay olduğu durumlarda ise fiyatın düşme veya yükselme olasılıkları hakkında bir belirsizlik durumu olduğundan piyasaya girmek yerine beklemeyi tercih etmektedirler.

Yatırımcılar, nakit veya mevduat gibi daha güvenli olarak algıladıkları varlıklara yöneldikleri zaman, bu durumun risk iştahının azalması olarak adlandırıldığı bilinmektedir. Davranışsal iktisat tarafından bakıldığında ise bu durum riskten kaçınma dışında, belirsizlikten kaçınma eğiliminden de kaynaklanmaktadır. Risk ve belirsizlik kavramı her ne kadar birbirine yakın anlamda kullanılsa da aslında bu yanlıştır. Risk, olasılıkların kestirebildiği durumları ifade eder, belirsizlik ise ne olacağı kesinlikle belli olmayan durumları ifade eder. Bireyler olasılıkları kestirebildikleri durumlarda karar almayı tercih eder. Örneğin hisse senetleri piyasasında kendilerince bir trend algıladılarsa piyasaya girmeye veya çıkmaya karar verirler. Hâlbuki trendin olmadığı durumlarda yatırımcılar, ne olacağını kestiremediklerinden herhangi bir karar almaktan uzak durmayı tercih ederler.

Otoritelerin, politikalara karar verirken ve açıklama yaparken bu olguyu gözden kaçırmamaları gerekmektedir. Eğer yapılan bir açıklama muğlak bilgiler içeriyorsa, asıl amaç ekonomiyi canlandırmak bile olsa, tam tersine, yaratılan bu belirsizlik ortamında yatırımcılar karar verme konusunda tedirginliğe girecektir. Ev almak isteyenler, ev alma konusunda fiyatların biraz daha düşmesini beklerken, hisse senetleri piyasasına girmek isteyenler de piyasanın biraz daha aşağı gelmesini bekleyecektir. Sonuçta, bu bekleme süreci uzadıkça durgunluğa, hatta krize girme ihtimali artacaktır.

Merkez bankaları uygulayacakları para politikaları konusunda çeşitli açıklamalarda bulunur. Bazı zamanlarda ise belirsizliği azaltmak ve bireylerin önlemlerini görmelerini kolaylaştırmak için özel açıklamalar yaparlar. Örneğin 2012 yılının başında FED'in Sıfır Faiz Politikası Planının (ZIRP: Zero Interest Rate Policy) 2014 yılına kadar uzatıldığını açıklaması, faiz politikası konusundaki belirsizliği azaltmak ve dolayısıyla krizle beraber azalan risk iştahının artırılmasını amaçladığı şeklinde yorumlanabilir. Burada dikkat edilmesi gereken nokta, belirsizliği ortadan kaldırmayı amaçlayan bu programın yatırımcılara doğru



bir şekilde anlatılmasıdır. Aksi takdirde belirsizliğin olduğu ortamda, önünü göremeyen firmalar ve bireyler yatırım ve tüketim kararlarını askıya alır ve bu durum durgunluğa yol açar.

5. Zarardan Kaçınma (Loss Aversion)

Geleneksel iktisat yaklaşımına göre birey, karar verirken sunulan her durumu beklenen fayda teorisine göre değerlendirir ve kârlı seçenekte karar kılar. Örneğin %25 ihtimalle 1.000 TL, %20 ihtimalle 500 TL ve %55 ihtimalle 0 TL kazandıran A kurasının beklenen faydası aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

$$\text{Beklenen Fayda} = \%25 \times 1.000 \$ + \%20 \times 500 \$ + \%55 \times 0 = 350 \$$$

Eğer iki farklı kura arasında bir seçim durumu söz konusu ise, geleneksel iktisadın rasyonel bireyi iki kuranın beklenen faydasını hesaplayacak ve hangisi

	Getiri ve Olasılık		Beklenen Fayda		Tercih Dağılımı
1. GRUP (1.000 \$)	A	500 (%100)	$1.000 + (\%100 \times 500)$	= 1.500	84%
	B	1.000 (%50); 0 (%50)	$1.000 + (\%50 \times 1.000 + \%50 \times 0)$	= 1.500	16%
2. GRUP (2.000 \$)	C	-500 (%100)	$2.000 - (\%100 \times 500)$	= 1.500	31%
	D	-1.000 (%50); 0 (%50)	$2.000 - (\%50 \times 1.000 + \%50 \times 0)$	= 1.500	69%

daha fazla getiri sunuyorsa onu seçecektir. Ancak daha önce de belirtildiği üzere, gerçek hayatta her bireyin bu hesapları yapacak kapasitesi yoktur.

Zarardan kaçınma eğilimi, insanların aynı tutardaki zarar ve kârı karşılaştırdığında, zarara daha duyarlı olduğuna işaret etmektedir. Bu kavram ilk olarak 1979 yılında iki davranış bilimci, Kahneman ve Tversky'nin gerçekleştirdiği ve Nobel ekonomi ödülünü kazanmalarını sağlayan çalışmalarında ortaya atılmıştır. Yapılan deneylerden birinde katılımcılar iki gruba ayrılmışlardır. İlk gruba 1.000 dolarları olduğu söylenmiş ve kendilerine iki seçenek sunulmuştur. A seçeneğini seçtikleri takdirde 500 dolar alacaklarını, B seçeneğinde ise %50 olasılıkla 1.000 dolar, %50 olasılıkla da hiç para alamayacakları söylenmiştir. İkinci gruba ise 2.000 dolarları olduğunu ve yine iki seçenekten birini seçmeleri söylenmiştir. C seçeneğinde %100 olasılıkla 500 dolar kaybedecekleri, D seçeneğinde ise %50 olasılıkla 1.000 dolar kaybedecekleri, %50 olasılıkla da hiç para kaybetmeyecekleri söylenmiştir. Geleneksel iktisadın temelini oluşturan beklenen fayda teorisine göre aslında dört seçenek de tabloda gösterildiği gibi aynı beklenen getiriye sunmaktadır.

Ancak sonuçlara bakıldığında, ilk grubun ağırlıklı olarak (%84) ilk seçeneği (A), yani %100 ihtimalle 500 dolar kazanmayı tercih ettiği görülmektedir. İkinci grupta ise %50 ihtimalle 1.000 dolar ve %50 ihtimalle hiçbir şey kaybetmedikleri seçenek (D) ağırlıklı olarak (%69) seçilmiştir.

Sonuçlar, bireylerin kazanç tarafındaki değerlemeleyle, kayıp tarafındaki değerlendirme mekanizmalarının farklı olduğunu göstermektedir. Eğer sunulan seçenekler birinci gruptaki gibi kazanma konusunda ise, insanlar göreceli olarak daha küçük de olsa kesin kazancı seçmektedir. Türkçedeki "hiç yoktan iyidir" lafı bu durumu ifade etmektedir.

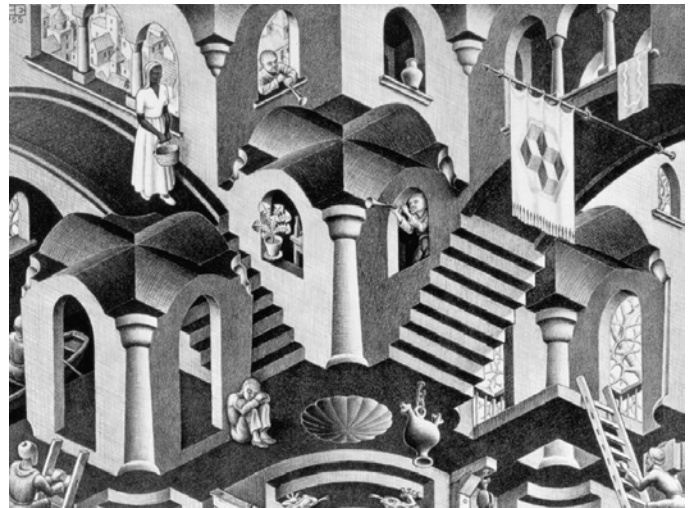
Kazanmanın olduğu durumda bireylerin çoğu kesin olarak kazanacakları seçeneği, riskli olana göre daha az kazansalar da kabul etmektedir. Çünkü birey bunun hiçbir şey alamamaktan daha iyi bir durum olduğunu düşünüp razı olmaktadır. Bu deneyde, bu ilk grubun karşılaştığı iki seçenekten A kurasına tekabül etmektedir (%100 olasılıkla 500 dolar kazanmak).

Kazanç tarafında, bireyler kesin olanı tercih etmekte, riskten kaçınmaktadır. Kayıp tarafında ise durum tam tersidir. İnsanlar kaybedecekleri seçeneklerle karşılaştıklarında, "belki bir ihtimal kaybetmem" deyip riskli olanı seçmektedir. Yani kesin olarak 500 dolar kaybetmektense (C), %50 ihtimalle 1.000 dolar kaybetme seçeneğini (D) tercih etmektedir. Türkçe'de yaygın bir söz olan "battı balık yan gider" lafı aslında bu durumu anlatmaktadır. Bu bağlamda, geleneksel iktisat teorisinin aynı mutlak miktardaki kayıp veya kârın bireyler tarafından aynı şekilde değerlendirilme önermesi sorgulanmaktadır.

Aslında zarardan kaçınma kavramının en sık karşılaştığı zamanlar, yatırımcıların zarar etmeye başladıklarında zararlarını realize etmekle ilgili gösterdikleri tutumdur. Ellerinde bulunan hisse senedinin fiyatı düştükçe, o hisse senedinden daha fazla alan yatırımcılar, zararlarını realize etmek istemezler, tam tersine portföylerindeki ağırlığını artırıp maliyetlerini düşürme yoluna giderler. Yatırımcılar bunu, hisse senedinin fiyatının tekrar yükseleceği beklentisiyle yaparlar. Fakat bu beklentinin garantisi yoktur. Zarardan kaçınma, profesyoneller tarafında ise şu şekilde görülebilir: Son zamanlarda bir miktar zarar veren bir portföy yöneticisi, raporlama dönemine doğru, daha riskli pozisyonlar almayı tercih edebilir.

GENEL DEĞERLENDİRME

Davranışsal iktisat, özellikle Kahneman ve Tversky'nin 2002 yılında Nobel Ekonomi Ödülünü almalarından sonra yükselişe geçmiş, dünyanın en prestijli üni-



versitelerinde yüksek lisans ve doktora programları açılmış, gerek popüler, gerekse akademik yayınlar artmıştır. CFA (Chartered Financial Analyst) sınavlarına dahil edilmiştir. Geleneksel iktisadın "homo economicus" diye adlandırdığı bencil, iradeli ve rasyonel bireyin yerine, gerçek dünyadaki bireyi kendisine konu alır. Varsayımlar üzerine kurulu modellerden çok, deneysel yöntemlerle toplanmış veriler üzerinde analizlerini gerçekleştirir. Deneysel verilerde saptanan sistematik davranış eğilimlerinden, tümevarım yöntemiyle genel çerçeveyi anlamaya çalışır. Bu bağlamda, pratikte işe yarayan ve gerçek dünyanın daha doğru anlaşılmasını sağlayan teoriler geliştirmeyi amaçlar.

Bugüne kadar yapılan çalışmalarda, gerek yatırımcıların gerekse profesyonellerin gösterebileceği çeşitli davranış eğilimleri saptanmıştır. Temsil sorunu, bireylerin gözlemledikleri örneklemden yola çıkarak bütün hakkında yüzeysel yargılara varmalarını ifade eder. Bu eğilimi gösteren bireyler, yatırım yaparken derinlemesine araştırma yapmak yerine, geçmişte tecrübe ettikleri olaylara takılıp bu doğrultuda karar verirler.

Aşırı özgüven, bireylerin kendi yeteneklerine ve değerlendirmelerine aşırı derecede güvenip kendilerini ortalamanın üstünde görmeleriyle ilgilidir. Bu tip yatırımcılar, genelde sık sık işlem yapan yatırımcılardır. İşlem yapmalarının arkasında nesnel bir nedenden çok sezgisel nedenler vardır.

Çıpalama, bireylerin kararlarını verirken alakalı veya alakasız bir noktaya odaklanmalarıdır. Odaklandıkları bu noktanın konuyla hiçbir bağı olmadığı durumlar gözlemlenmiştir. Temel analizdeki bant kavramı çıpalama eğilimiyle açıklanabilmektedir.

Belirsizlikten kaçınmak, insanların olasılıkları kestiremedikleri durumlarda herhangi bir karar almaktan çekindiklerini ifade etmektedir.

Zarardan kaçınmak, bireylerin aynı miktardaki zarara, kârdan daha fazla duyarlı olduklarını söylemektedir. Bu eğilim insanların zararlarını realize etmekte gösterdikleri tutucu davranışın arkasındaki neden olarak görülebilir.

Bütün bu bulgular, insanların karar mekanizmalarının nasıl çalıştığına yönelik bilgi vermektedir. Bireyler kararlarını verirken duygularından etkilenmekte, bilgi ve becerilerinin ise limitleri bulunmaktadır. Davranışsal finansın bulguları, yatırımcı eğitimi kapsamında bireylere aktarılabilir. Eğitimle farkındalığı artan bireyin, hata yapma olasılığı azalacaktır. Bu durum profesyoneller tarafında da önemlidir. Çünkü profesyonellerin hizmet verdikleri yatırımcıları tam anlamıyla tanımaları gerekmektedir. Ancak bu sayede doğru tavsiyeyi ve yönlendirmeyi yapabileceklerdir. Dolayısıyla, kendi karar mekanizmalarını tanımaları da hatalarını minimize etmelerinde faydalı olacaktır. Sonuç olarak davranışsal finans, gerek sektör çalışanlarının gerekse yatırımcıların eğitimi açısından önem kazanmaktadır.

KAYNAKÇA

Ariely, D. (MIT), Lowenstein, G. (Carnegie Mellon), & Prelec, D. (MIT), 2006, "Tom Sawyer and the Construction of Value", Journal of Economic Behavior & Organization, 1-10.

DeBondt, Werner F.M. and Richard M. Thaler, "Do Security Analysts Overreact?", The American Economic Review, Vol. 80, 1990, pp. 52-57.

Dybvig, Phillip H. and Stephen A. Ross, 1992, "Arbitrage", in John Eatwell, Murray Milgate, and Peter Newman, eds.: The New Palgrave Dictionary of Money and Finance (MacMillan:London; Stockton Press: New York).



Easterwood, John C. and Stacey R. Nutt, "Inefficiency in Analysts' Earnings Forecasts; Systematic Misreaction or Systematic Optimism," *Journal of Finance*, October 1999, pp. 1777-1797.

Edward Teach (2004), "Avoiding Decision Traps", CFO.

Ellsberg, Daniel (1961), "Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 75 no. 4.

Gromb and Vayanos, 2002, "Equilibrium and Welfare in Markets with Financially Constrained Arbitrageurs", *Journal of Financial Economics*.

Kahneman, D. & Tversky, A. (1974), "Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases", *Science*, 185, 1124–1130.

Kahneman, D. & Tversky, A. (1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk", *Econometrica* 47, 263-291.

Keynes, John Maynard (1921), "A Treatise on Probability", Macmillan, London.

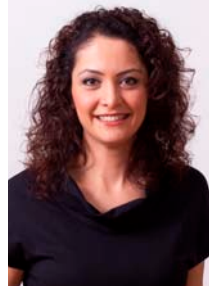
Odean, T., 1999, "Do Investors Trade Too Much?", *American Economic Review* 89 (5), 1279–1298.

Ola Svenson, "Are We All Less Risky and More Skillful Than Our Fellow Drivers?", *Acta Psychologica* 47(1981):143–148.

Schleiffer A., Vishny R. (1997), "The Limits of Arbitrage", *The Journal of Finance*. Vol LII, No:1.

Shaughnessy, J.M. (1981), "Misconceptions of Probability", *Teaching statistics and probability*. NCTM 1981 Yearbook.

Sweeney J., Sweeney R., (1977) "Monetary Theory and the Great Capitol Hill Baby Sitting Co-op Crisis", vol. 9, issue 1, pages 86-89.



SATIN ALMA AMAÇLI ŞİRKETLER

Küçük ve orta büyüklükteki işletmeler (KOBİ) esnek üretim yapılarının sağladığı avantajları ve yeni iş alanlarının açılmasındaki katkıları gibi bir dizi olumlu özellikleri ile tüm ülke ekonomilerinde önemli bir yere sahiptir. KOBİ'lerin en önemli sorunlarının başında ise finansman yetersizliği gelmektedir.

Girişim sermayeleri, KOBİ'lere yeni fon kaynakları üretme açısından alternatif olabilmektedir. Risk sermayesi olarak da adlandırılan girişim sermayelerinde, profesyonel yatırımcılar hızlı büyüme ve yüksek kârlılık potansiyeli olan şirketlere yatırım yapmaktadır. Finansmanın yanı sıra, bilgi birikimi ve deneyimi olan profesyonel yatırımcılar aktif olarak firmanın yönetimine katılmaktadır.

İlk defa 1950'li yıllarda ABD'de ortaya çıkan girişim sermayeleri, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde geniş bir uygulama imkanı bulmuştur. Finansal piyasaların gelişimi de söz konusu süreci hızlandırmış, girişim sermayesi uygulamalarında yeni ve farklı modeller ortaya çıkmıştır. Bu ayki raporumuzda, girişim sermayeleri hakkında genel bir bilgi verildikten sonra, sermaye piyasasında farklı bir girişim sermayesi iş modeli olan satın alma amaçlı şirketler (special purpose acquisition companies) ele alınacaktır.

I. GİRİŞİM SERMAYESİ FONLARI

Girişim sermayeleri, gelişme potansiyeli olan firmalara uzun vadeli finansman sağlamanın yanı sıra, yönetim açısından da destek verilmesini içeren modellerdir. Bu uygulamalarda fon yatırımcıları genellikle emeklilik fonları, vakıflar, sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcılar ile nitelikli bireysel yatırımcılardır. Girişim sermayesi fonları ise bu yatırımcılardan aldığı kaynağı kullanarak gelişme potansiyeli yüksek girişimci kişi/şirketlere finansal ve yönetsel destek sağlamaktadır. Sistemde; yatırımcı, girişim sermayesi fonları ve girişimci kişi/şirket olarak üç aktör bulunduğu söylemek mümkündür. Girişimci şirket, yatırım yapılan hedef şirkettir.

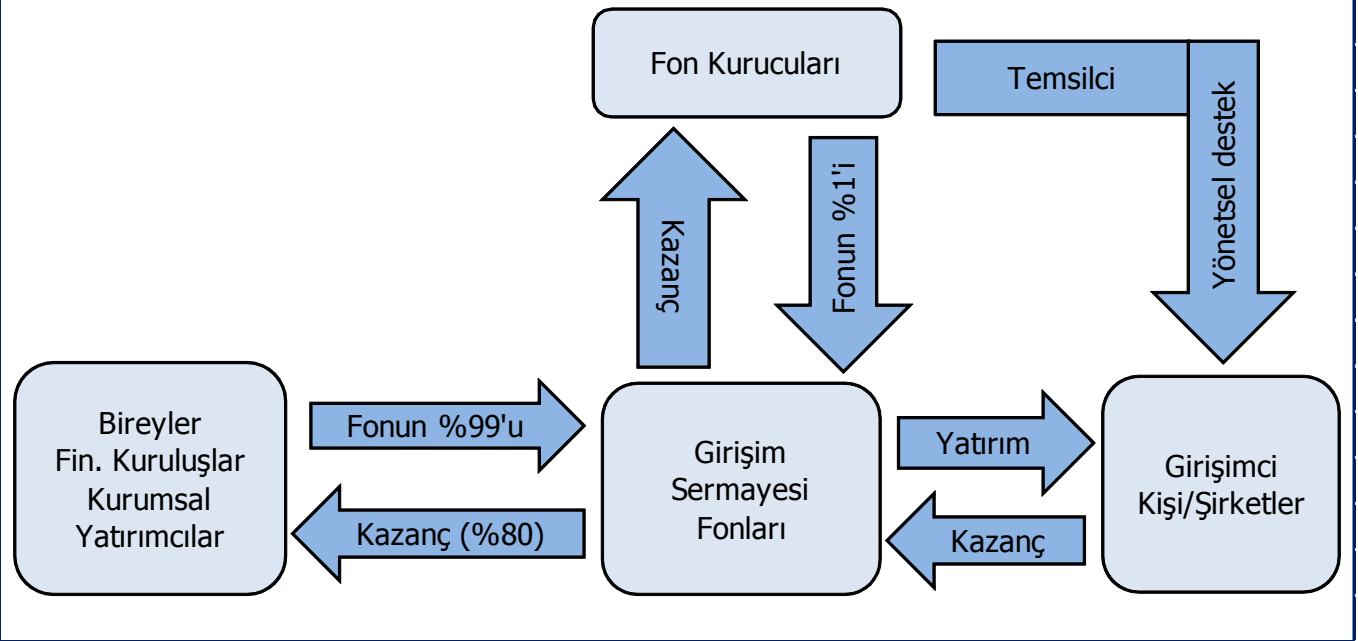
Girişim sermayesi fonları, farklı kaynaklardan topladığı fonları bir havuzda birleştirir ve yüksek getirili yatırım fırsatları arar. Bu fonlar genellikle birden fazla şirkete yatırım yapar. Yatırımlar belirli bir sektöre veya sektörlerle (örn. telekomünikasyon, bilişim, imalat), belirli bir bölgeye (örn. Orta ve Batı Avrupa) veya arzulanan getiriye sağlayacak herhangi bir şirkete yönlendirilir.

Girişim sermayesi fonlarının şirket olarak kurulabileceğini vurgulamak gerekir. Bazı uygulamalarda fon yöneticileri ve yatırımcıların bir arada olduğu komandit şirket yapısı da görülebilmektedir. Komandit şirketlerde limitli ortaklar sadece sermayeyi koyan taraf olup, şirket yönetiminden ve yükümlülüklerinden sorumlu olmamaktadır. Bu şirketlerde tüm sorumluluk genel ortaklardır. Bu şekildeki girişim sermayesi şirketlerinde yatırımcılar limitli ortak olurken, fon yöneticileri de genel ortak olmaktadır.

Girişim sermayesi yatırımlarında, girişimci şirketlere özsermaye veya benzeri kaynak sağlanmakta, yatırımcıların şirket yönetiminde temsil edilmesi sağlanmaktadır. Genellikle yapılan yatırım azınlıktır. Girişim sermayesi fonları, yatırım yapılan şirketin yönetim kurulunda yer alır, ancak yetkisi sınırlıdır. Yine de stratejik, operasyonel ve yönetime ilişkin kararlarda



Varsayımsal Bir Girişim Sermayesi İşleyiş Süreci



Kaynak: Tatmaz, 2012:28'den uyarlanmıştır

girişim sermayesi fonlarının imza yetkisi olabilir. Genelde, yatırım yapılan şirkette, geçici bir süre için bu fonların temsilcisi olan bir kişi istihdam edilir. Temsilci, şirketin fikirlerini geliştirmesinde, pazarlama ve imaj gibi yönetsel alanlarda da destek sağlar

Girişim sermayesi yatırımı, imtiyazlı hisse senedi, veya hisse senedi ve borç birleşimi şeklinde olabilir. Hisse senedine dönüştürülebilir tahviller de kullanılabilir.

Girişim sermayesi fonlarının yatırımcıları, genel olarak fonun ömrü boyunca yapacağı yatırım tutarına önceden karar verirler. Bir anlamda taahhütte bulunurlar. Yatırımcılar, yeni bir yatırım imkanı doğduğunda çağrı üzerine sermaye yatırır. Yatırımlar genellikle belirli bir süreliğine yapılır ve girişim sermayesi fonları, süre sonunda yatırımcılarına ana para ile getirileri geri öder.

Girişimci şirket belirli bir finansal güce ve piyasa değerine ulaştıktan sonra girişim sermayesi fonları, girişimci şirketteki hisse senetlerini elden çıkarır. Böylece gelir elde eden girişim sermayesi fonları bu gelirin bir bölümünü yatırımcılara öder. Fon yöneticileri gelirin genellikle %20 gibi bir bölümünü komisyon olarak alır. Ayrıca yıllık fon yönetim ücretleri de alı-

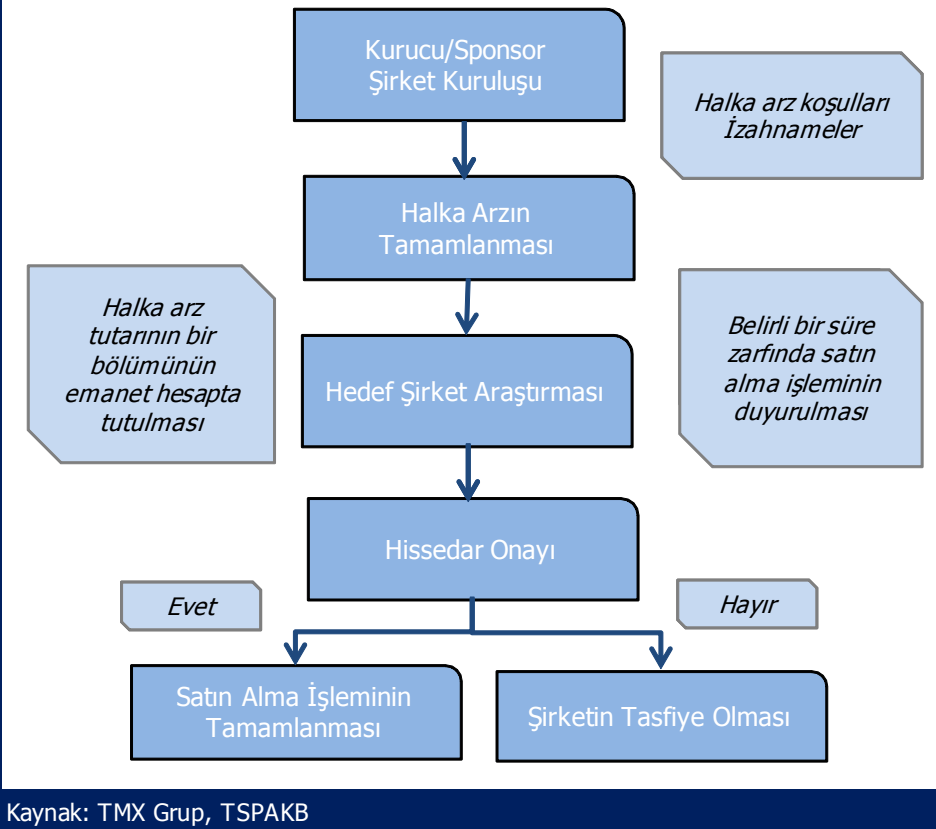
nabilmektedir. ABD'de çoğu uygulamada fon yöneticileri de fona ortak olmaktadır (%1 ile %2,5 arasında değişen bir oranda). Şemada varsayımsal bir girişim sermayesi yatırımının işleyiş süreci özetlenmiştir.

Girişim sermayesi fonları, girişimci şirketin yaşam döngüsünün farklı aşamalarında yer alabilmektedir. İşletmenin kuruluş öncesi ve kuruluş dönemi sürecinde girişimci şirketlere yatırım yapılabildiği gibi (erken dönem), şirketlerin kuruluş sonrasında da (gelişme dönemi) finansman sağlanabilmektedir. Belirli bir dönem sonra, girişim sermayesi şirketleri ellerindeki menkul kıymetleri satarak bir şirketteki yatırımlarını sonlandırırlar (çıkış dönemi). Erken dönemde yatırım yapılan girişim sermayesi fonlarının ömrü 7-10 yıl arasında değişirken, gelişme döneminde yapılan yatırımlarda çıkış süreci daha kısa olur.

Erken Dönem

Henüz fikir aşamasında bir yeniliğin finansmanında (çekirdek sermayesi- seed capital) yapılan yatırımlar en riskli yatırımlardır. Bu modelde, şirket henüz kurulmadan girişim sermaye fonları girişimciye finansman sağlar. Girişimci gerekli araştırmalarını ve iş planlarını tamamladıktan sonra yapılan finansmanda (başlangıç sermayesi- start-up capital), girişim ser-

Satın Alma Amaçlı Şirketin İşleyiş Süreci



II. SATIN ALMA AMAÇLI ŞİRKETLER

Girişim sermayesi fonlarına benzer bir iş modeli olan satın alma amaçlı şirketlerde, yeni bir şirket kurulup halka arz edilerek finansman sağlanmakta ve belirlenen bir süre zarfında faaliyeti olan başka bir şirket satın alınmaktadır. İlk defa 1990'lı yıllarda ABD'de görülen bu uygulama zamanla yaygınlaşmış, özellikle 2000'li yıllardan sonra toplam halka arzlarda önemli bir paya sahip olmaya başlamıştır. Örneğin, 2007'de halka arzların beşte birinden fazlası bu şirketlerce yapılmıştır.

Başlangıçta bir grup profesyonel yatırımcı (sponsor-kurucu), faaliyeti ve nakit dışında bir

maye fonları genellikle ürünün ticarileştirilmesi ve pazarlanması konusunda bilgi ve finansman sağlar.

Gelişme Dönemi

İşletmeler kurulup üretim ve pazarlama açısından belirli bir seviyeye geldikten sonra da finansmana ihtiyaç duyabilir. Tam kapasite üretim yapmak ve pazar payını artırmak için gerekli olan finansmanı girişim sermayesi fonları sağlayabilir. Bu aşamada girişim sermayesi fonunun riski nispeten daha düşük olup, işletmenin ihtiyaç duyduğu teknik ve yönetsel desteği de daha az olur.

Çıkış Dönemi

Girişim sermayesi fonları, yatırım yaptıkları işletmelerdeki hisse senetlerini genellikle işletme belirli bir kârlılık seviyesine ulaştıktan sonra ellerinden çıkarırlar. Söz konusu hisse senetleri halka arz yoluyla ya da doğrudan başka şirket/şahıslara satılabilir.

varlığı olmayan bir şirket kurar. Ardından başka bir şirketi (hedef şirketi) satın alacaklarını belirterek yeni kurulan şirketi halka açar.

Halka açılan bu şirket, satın alma amaçlı olduğunu belirtecek bir sembolle işlem görmeye başlar. Ayrıca, kotasyon için kurucuların yeterli bilgi ve deneyime sahip olması gibi çeşitli kriterler belirlenebilmektedir. Halka arz sırasında ileride hangi şirketin satın alınacağına dair açıklama yapılması gerekmemektedir. Ancak, satın alınacak şirketin hangi sektörden ya da hangi bölgelerden olacağı önceden belirtilebilir.

Halka arzdan elde edilen gelirin önemli bir kısmı emanet hesapta tutulur. Bu hesaptaki fonlar genellikle para piyasası araçlarında değerlendirilir. Kalan kısım ise şirketin operasyonel giderlerine (satın alınacak şirkete ilişkin değerlendirme ve fizibilite çalışmalarının ve finansal durum tespitinin maliyetleri gibi) ayrılır.

Geleneksel halka arzlarda, genellikle ihraççının geçmiş faaliyet verileri göz önünde bulundurularak bir fiyat belirlenirken, satın alma amaçlı şirketler için genellikle belirli birim fiyatları (6 \$, 8\$ ve 10 \$ gibi) vardır. Hisse senetlerinin yanı sıra varant da ihraç edilebilir.

Söz konusu şirketlerin halka açıldıktan belirli bir süre içerisinde (genellikle 18 ile 36 ay arasında) faaliyette olan bir şirketi (hedef şirket) satın alması gereklidir. Şirket, söz konusu süre zarfında finansal durum açıklaması gibi kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirmek zorundadır.

Satın alma işlemi gerçekleşmeden önce yatırımcıların çoğunluk oyunun alınması gerekir. Satın alma işlemine onay vermeyen yatırımcının hisseleri karşılığı, emanet hesaptan yatırımcıya geri verilir. Satın alma amaçlı şirketin varlıklarının önemli bir kısmını (genellikle %60 ila %85 arası) satın almada kullanılması gereklidir. Satın alma sonrası şirket, normal hisse senetlerine benzer bir sembolle işlem görmeğe başlar.



Belirlenen sürede satın alma işlemi gerçekleşmezse şirket tasfiye olur. Yatırımcılarına da emanet hesaptaki tutulan fon dağıtılır. Çoğu örnekte, yatırımcıların anaparaya denk gelen bir tutarı geri alabildiği görülmüştür. Genellikle kurucular bu fonlardan yararlanamaz. Ayrıca, halka arz sonrasında kurucuların şirketteki ortaklık paylarında alt ve üst sınırlar olabilmektedir.

Satın alma amaçlı şirketlerdeki kurucuları girişim sermayesi fon yöneticilerine benzetmek mümkündür. Girişim sermayesi fonu yöneticileri gibi, bu kurucular da gerekli finansmanı yatırımcılardan sağlar. Ancak, girişim sermayesi fon yöneticileri komisyonun yanında yıllık fon yönetim ücreti alırken, satın alma amaçlı şirket kurucuları yönetim ücreti almaz.

Girişim sermayesi fonlarına genellikle büyük kurumsal yatırımcılar yatırım yaparken, halka açılan satın alma amaçlı şirketlere bireysel yatırımcılar da ortak olabilmektedir. Girişim sermayesi fonlarında, başlangıçta sermayedarlar yatırım yapacakları miktarı tahhüt etmektedir. Fonlar yeni yatırım imkanı buldukça, sermayedarlardan finansman sağlanır. Satın alma amaçlı şirketlerde ise tüm yatırımlar başlangıçta toplanır.

Girişim sermayesi fonlarında, fon süresi boyunca, yatırım yapılan şirketlerden sermayedarlara temettü ödemesi yapılır. Satın alma amaçlı şirketlerde ise, satın alma işlemi tamamlanana kadar (18 ay ile 36 ay arasında) yatırımcılara temettü verilmez. Girişim sermayesi fonlarının ömrü 7-10 sene arasında değişirken, yatırımcı bu süre sonunda beklediği kazanç realize eder. Satın alma amaçlı şirketlerde yatırımcılar satın alınacak hedef şirketin değerinin artacağını düşünerek kazanç sağlamayı planlamaktadır. Bu anlamda 1,5-3 yıl içerisinde satın alma işlemi tamamlanırsa, beklenen kazanç realize olur.

Girişim sermayesi yatırım fonlarında fon paylarının piyasa fiyatını bulmak pek mümkün olmayıp, geri satışı güçtür. Halka arz olan satın alma amaçlı şirketlerde ise bir piyasa fiyatı söz konusu olup, işlem yapmak daha kolaydır.

Satın alma amaçlı şirket hisselerini alan yatırımcılar da girişim sermayedarları gibi risk almaktadır. Risk,



yatırım yapılan döneme göre değişmektedir. İlk halka arz sırasında, şirket satın alma gerçekleşmeden önce veya sonra yapılan yatırımlardaki riskler farklıdır. İlk halka arz sırasında yapılan yatırımlarda, satın almanın başarısız olması ve şirketin tasfiye olması riski olup, getiri ve risk en fazladır. Halka arz ve satın alma arasında da şirketin tasfiye olma riski vardır. Ancak piyasa fiyatını referans alarak alım-satım yapmak mümkündür. Satın alma işlemi tamamlandıktan sonra yapılan yatırımlar ise normal hisse senetlerine yapılan yatırımlara benzer riski taşımaktadır.

Bununla birlikte, söz konusu yatırımcılar hisselerini borsada veya tezgahüstü piyasada satma fırsatına sahip olup, isterlerse satın alma işlemini kabul etmeyerek yatırımlarını geri alabilmektedir.

A. ABD

Satın alma amaçlı şirketlerin ilk halka arzı, girişim sermayesi uygulamalarında başı çeken ABD’de görülmüştür.

1980’li yıllarda faaliyeti olmayan şirketler tezgahüstü piyasada işlem görmeye başlamıştır. “Blank check” (açık çek) olarak bilinen bu şirketler halk arzdan sonra faaliyeti olan bir şirketi satın almaktaydı/birleşmekteydi. Bu şirketlerin hisse fiyatları genellikle 1 \$’dı. Ancak, zamanla yatırımcıları mağdur edecek şekilde hisse bölünmesi ve kayıt dışı hisselerin satılması gibi örneklerle rastlanması sonucunda, 1990’da bu uygulamalara bir düzenleme getirilmiştir. “Penny Stock Act” olarak adlandırılan yasayla “düşük fiyatlı hisselerin” (penny stock) tanımı yapılmış ve bu hisseleri ihraç eden şirketlere yönelik düzenlemeler

getirilmiştir. Düzenlemede, fiyatı 5 \$’ın altında olan ve piyasa değeri 5 milyon \$’ın altında olan şirketler tarafından ihraç edilen hisseler “düşük fiyatlı hisse” olarak sınıflanmıştır. Aracı kurumdan da bu hisseleri yatırımcıya satmadan önce şirketlerin riskini anlatan bir form doldurması istenmiştir.

Aynı yasada blank check şirketlerinin de tanımı yapılmış, böylece bu şirketler bir düzenlemeye tabi olmuştur. Buna göre,

- faaliyeti olmayan,
- faaliyeti olan bir şirket veya şirketleri satın almayı ya da bunlarla birleşmeyi hedefleyen bir iş planı olan,
- düşük fiyatlı hisse (penny stock) ihraç eden,

şirketler “blank check” şirket sınıfına girmiştir. Düzenleme ile, söz konusu şirketlere kamuyu aydınlatma yükümlülükleri getirilmiş, hisse senedi ihracına limit konulmuş, belirli bir sürede satın alma işleminin tamamlanması istenmiştir. Ayrıca, yatırımcının satın alma işlemini kabul etmediği durumda, yatırımlarının geri ödenmesi hakkı verilmiştir. Düzenlemenin ardından “blank check” halka arzları önemli bir şekilde azalmıştır.

1993 yılında bir yatırım şirketi kurucusu olan David Nussbaum, faaliyeti olmayan “satın alma amaçlı şirket” diye tanımladığı şirketi tezgahüstü piyasada halka arz etmiştir. Hisselerin halka arz fiyatı 5 \$’ın üstünde ve toplam piyasa değeri 5 milyon \$’dan fazla olduğu için halka açılan şirket “blank check” olarak tanımlanmamış ve ilgili düzenlemelere tabi olmamıştır. Bununla birlikte, yatırımcı güvenini kazanmak için, ilgili yasada “blank check” şirketlere getirilen düzenlemelere benzer uygulamaları benimsemiştir. Yine de bazı farklılıklar mevcuttur. Örneğin blank check şirketlerde toplam varlıkların %90’ının emanet hesaplarda tutulması istenirken, satın alma amaçlı şirketlerde bu oran %85’tir. Blank check şirketlerin ilk halka arz ile satın alma işlemi tamamlanana kadar bir piyasada işlem görmesi yasaklanmıştır, satın alma amaçlı şirketlerde böyle bir kısıt yoktur. Blank check şirketlerin, halka arz sonrası 18 ay içinde satın alma işlemini tamamlaması beklenirken, satın alma amaçlı şirketlerde bu süre 24 aydır.

1993 yılında ilk halka arzın ardından 13 satın alma

amaçlı şirket daha halka açılmış, devam eden yıllarda OTC Bulletin Board ve Pink Sheets gibi tezgahüstü piyasalarda işlem gören şirket sayısı artmıştır. Bu piyasalarda işlem gören diğer şirketler gibi satın alma amaçlı şirketlerin de ABD Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonuna (SEC) kayıt olması gerekir. Kayıt olurken, şirketin faaliyetleri, ihraç edilecek hisse senetlerinin özellikleri ve şirket yönetimi hakkında bilgilerin sunulması istenir.

Tezgahüstü piyasada ilgi görmeye başlayan bu şirketler, zamanla organize piyasada işlem görmeye başlamıştır. İlk defa 2005 yılında satın alma amaçlı bir şirket Amerikan Borsasına (şimdiki ismiyle NYSE AMEX) kote olmuştur. Ardından 2008 yılında Nasdaq ve New York Borsasında da bu şirketler işlem görmeye başlamıştır.

Kotasyon koşulları borsadan borsaya değişmekle birlikte genellikle benzer şartlar aranmaktadır. Bu

nedenle sadece NYSE AMEX'teki koşullara değinilecektir.

Borsadaki diğer şirket halka arzlarında olduğu gibi satın alma amaçlı şirketlerin hisselerinin en az 400 kişiye satılması ve en az 1,1 milyon hissenin halka açılması istenir. Toplam piyasa değerinin en az 250 milyon \$ (halka açık kısmın 200 milyon \$) olması beklenir. Minimum halka arz fiyatının 4 \$ olması gerekir. Satın alma amaçlı şirketler, toplam halka arz tutarının %90'ını emanet hesapta tutmalıdır.

Satın alma işleminin gerçekleşmesi için ortakların (sponsorlar, yöneticiler ve %10'dan fazla paya sahip olan ortaklar hariç) çoğunluk oyu gerekir. Satın alma işlemine onay vermeyen yatırımcıya şirketteki payı oranında emanet hesaptaki fondan karşılık verilir ve yatırımcı ortaklıktan çıkar.

Toplam varlıkların en az %80'inin satın almada kullanılması beklenir. Şirket 3 yıl içinde satın alma işlemini gerçekleştiremez ise kurucuların paylarından feragat etmesi gereklidir. Benzer şekilde halka arza aracılık eden aracı kurumun hizmet bedeli (bir bölümü) daha sonra tahsil edilmek üzere emanet hesapta tutulmuşsa, aracı kurum satın alma işlemi gerçekleşmediği takdirde söz konusu hakkından feragat etmelidir.

Satın alma amaçlı şirketler doğası gereği riskli yatırımlar olduğu için borsalar genellikle her başvuruda, kurucu ve diğer şirket yöneticilerinin deneyimi ve etkinliği, şirketin satın alma işlemini gerçekleştirebilme potansiyeli gibi konularda değerlendirme yapmaktadır.

Giderek yaygınlaşan bu şirketler sadece bireysel yatırımcıların değil, serbest yatırım fonu gibi büyük kurumsal yatırımcıların da ilgisini çekmiştir. Yine de halka arzda ortak sayısına getirilen alt sınır (ör: 400) bir anlamda bireysel yatırımcıların da yatırım yapmasını gerekli kılmaktadır.

Borsalarda işlem gören satın alma amaçlı şirketlerin halka arz verilerine bakıldığında, 2007 yılının 11 milyar \$ ile en fazla fon toplanan yıl olduğu görülmektedir. Bu çıkışta, Morgan Stanley, Goldman Sachs gibi büyük yatırım bankalarının bu dönemde satın alma amaçlı şirketlerin halka arzına aracılık etmeye başla-



ABD’de Borsalara Kote Olan Satın Alma Amaçlı Şirketler		
	Halka Arz Sayısı	Halka Arz Tutarı (mn. \$)
2003	7	14
2004	12	132
2005	28	840
2006	37	1,406
2007	65	10,900
2008	17	3,600
2009	1	36
2010	7	491
2011	12	627

Kaynak: Bloomberg

düşüş yaşanmıştır. 2010 ve 2011’de toparlanma olmuşsa da, bu şirketlerin halka arz tutarı 1 milyar \$’ın altında kalmıştır.

Farklı bir iş modeli benimseyen satın alma amaçlı şirketler, akademisyen ve araştırmacıların da ilgisini çekmiş, bu şirketlere ilişkin çeşitli analizler ve çalışmalar yapılmıştır. Oxford Üniversitesinden Jenkinson ve Sousa’nın yaptığı araştırma bunlardan biridir. Söz konusu çalışmada 2003-2008 arasında ABD’de halka açılan 58 satın alma amaçlı şirket seçilmiş ve çeşitli

ması önemli olmuştur. Bloomberg’in hazırladığı bir rapora göre bu yılda 65 satın alma amaçlı şirket halka arz olmuştur. Ancak krizle birlikte halka arz tutarlarında önemli

verileri incelenmiştir. Bu şirketlerden 43’ü satın alma işlemini tamamlamıştır. Ortalama halka arz tutarı 69 milyon \$’dır. Emanetteki hesapta da bu tutarın %85 ile %100’ü (ortalama %91’i) arasında bir bölümü saklanmıştır. Halka arz sonrası kurucular şirketin ortalama %19’una ortak olmuştur. Satın alma duyurusu, incelenen şirketlerde ortalama 378 gündür. Bir şirkette bu süre 62 güne inmiştir. Duyurudan sonra da genellikle 250-300 gün arasında satın alma işlemi tamamlanmıştır.

Çalışmada, satın alma işlemini tamamlayan şirketlerin satın alma sırasındaki piyasa değerinin emanet hesaptaki tutarın üzerine çıktığı görülmektedir. Tasfiye olan şirketlerde ise, şirketin piyasa değeri emanet hesaptaki tutarın altına düşmüştür. Bir diğer ifadeyle, satın alma işlemi tamamlanan şirketlere yatırım yapan kişiler kazanç sağlarken, diğerleri zarar etmiştir. Bununla birlikte, tasfiye olan şirketlerin ilk halka arzında elde edilen ortalama tutarın (79,5 milyon \$), satın alma işlemini tamamlayan şirketlerin ortalama halka arz tutarından fazla olması dikkat çekmektedir.

Aynı çalışmada satın alma amaçlı şirketlerin fiyat hareketleri incelenmiştir. Genellikle satın alma duyurusuna kadar fiyat hareketlerinde önemli bir değişim olmazken, duyuru sonrası işlem hacmi ve fiyat artışları gözlenmiştir. Belirli bir dönem sonra da söz konusu hareketlenme azalmıştır. Satın alma işlemi tamamlandığı zaman da benzer şekilde bir dalgalanma gözlenmiştir.

Jenkinson ve Sousa ayrıca, satın almayı tamamlayan 43 şirketin normal hisse senetleri gibi işlem görmeye başladıktan sonraki fiyat hareketlerini gözlemiş-

Satın Alma Amaçlı Şirketlere Yönelik Anket	Ortalama	Maksimum	Minimum
Tamamı (58)			
Halka Arz Tutarı (mn. \$)	69.0	196.7	9.1
Emanet Hesaptaki Fon/Halka Arz Tutarı	91.3%	100.0%	85.0%
Halka Arz Sonrası Kurucu Ortaklık Payı	19.1%	35.0%	15.3%
Halka Arz ile Satın Alma Arası Dönem (gün)	378	602	62
Duyuru Sonrası Piyasa Değeri/Emanet Hesap	99.7%	151.5%	91.9%
Duyuru Öncesi Piyasa Değeri/Emanet Hesap	107.3%	224.3%	79.0%
Satın Alma İşlemi Tamamlanan Şirketler (43)			
Halka Arz Tutarı (mn. \$)	65.3	196.7	9.1
Emanet Hesaptaki Fon/Halka Arz Tutarı	90.7%	100.0%	85.0%
Halka Arz Sonrası Kurucu Ortaklık Payı	19.2%	35.0%	15.7%
Halka Arz ile Satın Alma Arası Dönem (gün)	364	588	62
Duyuru Sonrası Piyasa Değeri/Emanet Hesap	100.7%	151.5%	92.6%
Duyuru Öncesi Piyasa Değeri/Emanet Hesap	110.7%	224.3%	79.0%
Tasfiye Olan Şirketler (15)			
Halka Arz Tutarı (mn. \$)	79.5	150.0	19.0
Emanet Hesaptaki Fon/Halka Arz Tutarı	93.1%	100.0%	85.0%
Halka Arz Sonrası Kurucu Ortaklık Payı	19.0%	24.0%	15.3%
Halka Arz ile Fesih Olma Arası Dönem (gün)	420	602	148
Duyuru sonrası Piyasa Değeri/Emanet Hesap	96.2%	99.2%	91.9%
Duyuru Öncesi Piyasa Değeri/Emanet Hesap	95.9%	99.2%	90.7%

Kaynak: Jenkinson ve Sousa (2010)



tir. Satın alma sonrasında ilk 4 hafta önemli bir değişim olmamış (ortalama %1,1 artış), ardından çoğu hisse fiyatlarında gerileme yaşanmıştır. 26. haftanın sonunda %7 fiyat artışı ile %39'a varan fiyat düşüşleri görülmüştür.

B. Kanada

Kanada'nın en büyük borsası konumunda olan TMX Grup bünyesinde, Toronto Borsası (TSX) ile küçük ve orta ölçekli şirketlerin işlem gördüğü TSX Girişim Borsası (TSX Venture-TSXV) faaliyet göstermektedir.

Her ne kadar ABD'li borsalarda satın alma amaçlı şirketler ilk defa 2005 yılında işlem görmeye başlamış olsa da TSX Girişim Borsasında (TSXV) benzer bir uygulama (CPC programı) 1986 yılından beri devam etmektedir. TSX Girişim Borsası ve uygulamayla ilgili daha detaylı bilgiye Sermaye Piyasasında Gündem'in Eylül 2011 tarihli sayısında yer alan Yurtdışında KOBİ Piyasaları adlı makaleden de ulaşılabilir.

Diğer taraftan TMX Grubun ana borsası olan Toronto Borsasında (TSX) da satın alma amaçlı şirketler 2008 yılından itibaren kote olmaya başlamıştır.

TSX Girişim Borsası- CPC Programı

Havuz programı (Capital Pool Company Program) olarak tanımlanan bu uygulama ile faaliyeti olmayan şirketler halka açılabilir. Bu uygulamada başlangıçta 3 ila 6 profesyonel yatırımcı 100.000-500.000 C\$ (98.000 \$-492.000 \$) sermaye ile faaliyeti olmayan şirketi (havuz şirketi) kurar. Söz konusu kurucu ve yöneticiler için çeşitli kriterler belirlenmişken, kişilerin yetkin olup olmadığına Borsa karar verir.

Havuz şirketi, aracı kurum ve danışmanlar yardımıyla izahname hazırlayarak halka arz olur. İzahnamede, ne kadar hisse ihraç edileceği, halka arz fiyatı ile şirket kurucu ve yöneticilerine ilişkin bilgiler yer alır. Aynı izahnamede havuz şirketinin herhangi bir faaliyetinin ve nakit dışında bir varlığının olmadığı açıkça belirtilir. Ayrıca, temettü gelirlerinin olmayacağı yatırımcılara hatırlatılırken, söz konusu halka arzın, şirket kurucu ve yöneticilerine güvenen yatırımcılara uygun olduğu, yatırımcıların bütün yatırımlarını kaybetme risklerinin olduğu belirtilir. İlerleyen dönemde faaliyeti olan uygun bir şirket bularak satın alma niyetinde oldukları belirtilir. Satın alma tamamlanana kadar araştırma ve değerlendirmelerin hangi yöntemle yapılacağı, hangi sektör ve bölgelerdeki şirketlere yöneleceği, satın alma sırasında yeni finansman kullanılıp kullanılmayacağı gibi konularda bilgi verilir. Varsa, daha önceden başlanmış satın alma pazarlıkları da izahnamede belirtilir.

İlk halka arzın 200.000 C\$ ile 4.750.000 C\$ (197.000 \$-4.677.000 \$) arasında, sermaye artırımları yoluyla yapılması gerekir. Şirketin hisselerinin minimum 200 kişiye satılması ve her bir kişinin en az 1.000 adet hisseye sahip olması istenir. Halka arzda minimum fiyat 0,1 C\$'dır. Halka arz fiyatının, kurucuların başlangıç hisseleri karşılığı ödedikleri hisse fiyatının iki katından fazla olmaması gerekir. Bir yatırımcı, halka arzda şirketin %2'sinden fazla payını alamamaktadır. ABD'deki satın alma amaçlı şirketlerde genellikle şirket kurucularına yönelik kısıtlamalar mevcutken, yatırımcılara yönelik sınırlamalar belirtilmemiştir.

Başvurusu kabul olan havuz şirketinin hisseleri 2 gün içerisinde TSX Girişim Borsasında işlem görmeye başlar. 90 gün içinde yeterli sayıda yatırımcı toplaya-

mayıp halka arzı tamamlayamayan havuz şirketinin başvurusu iptal edilir. CPC şirketinin ilk halka arzın ardından yeni hisse ihraç etmesi yasaktır. ABD'deki satın alma amaçlı şirketlerde genellikle böyle bir kısıt yoktur.

Kote olduktan sonra en fazla 2 yıl içerisinde, havuz şirketinin gerekli fizibilite ve değerlendirme çalışmalarını yaptıktan sonra, faaliyet gösteren bir hedef şirketi satın alacağını duyurması istenir. ABD'deki satın alma amaçlı şirketlerde olduğu gibi CPC, iki yıl içerisinde satın alma işlemini yapamazsa, kottan çıkartılır. Hissedarlara da hisseleri oranında sermaye dağıtımı yapılır. Hedef şirketin faaliyetleri ve finansal durumu, şirket ortakları ve yöneticileri ile bu şirketin nasıl alınacağı (nakit, borçlanma vb.) gibi bilgilerin hazırlanan yeni izahname ile kamuya açıklanması gerekir.

CPC, satın alma işlemini mevcut hissedarların onayına sunar. Eğer satın alınacak hedef şirketin CPC kurucuları ile bir bağı yoksa, mevcut hissedarların onayına gerek yoktur. Bu uygulamadan farklı olarak genellikle ABD'deki satın alma amaçlı şirketlerde hissedarların çoğunluk oyuna ihtiyaç vardır. Satın alma işlemlerinin onaylanması ile yeni şirket, 2 gün içerisinde borsada işlem görmeye devam eder.

1986 yılından itibaren devam eden bu uygulamada 2.500'e yakın CPC şirketi kurulmuştur. Bu şirketlerin %80'i satın alma işlemini gerçekleştirerek diğer

hisse senetleri gibi işlem görmeye başlamıştır. 2011 yılında 128 satın alma işlemi tamamlanmış olup, Temmuz 2012 itibariyle borsada 103 CPC işlem görmektedir. 2006-2011 yılları arası yapılan CPC'lerin halka arzı tutarı 10 milyar \$'a yaklaşmıştır.

Toronto Borsası- Satın Alma Amaçlı Şirketler

TMX grubu altındaki bir diğer borsa olan Toronto Borsasında 2008'den itibaren işlem görmeye başlayan satın alma amaçlı şirketler için de benzer koşullar söz konusudur. Bununla birlikte, CPC programı küçük ve orta ölçekli şirketlerin işlem gördüğü Toronto Girişim Borsasında yer aldığı için, Toronto Borsasında satın alma amaçlı şirketlerin kotasyon şartları daha yüksektir.

Buna göre, faaliyeti olmayan satın alma amaçlı şirket kurulduktan sonra izahname, sirküler ve şirket ana sözleşmesi ile borsaya başvurulur. CPC uygulamasının aksine şirket kurucu sayısına ilişkin bir sınırlama yoktur. İzahnamede şirketin varlıkları, ihraç edilecek hisse ve varantların özellikleri belirtilmelidir. Borsa, ilgili belgelerin yanı sıra şirket kurucularının deneyimleri ve yetkinlikleri gibi diğer özellikleri de göz önünde bulundurur.

Başvurusu kabul edilen şirketlerin halka arzı sırasında en az 30 milyon C\$'lık (29 milyon \$) sermaye artırımını yapması ve 300 kişiye şirket hisselerinin satılması gerekir. CPC uygulamasında minimum halka arz fiyatı 0,1 C\$ iken, bu şirketler için 2 C\$'dır. 10 gün içinde gerekli şartları karşılamayan halka arz başvurusu iptal edilir. Halka arz sonrasında kurucuların şirketteki paylarının %10 ile %20 arasında olması gerekir. Halka arz sırasında ihraç edilen varantların satın alma işlemi tamamlanmadan önce itfa olmaması gerekir.

Halka arz sonrası şirket varlıklarının %90'ının emanet hesaplarda tutulması gerekir. Halka arz sonrası yapılan sermaye artırımlarında da elde edilen tutarın %90'ının emanet hesapta tutulması gerekir. CPC'lerde böyle bir zorunluluk yoktur.

Halka arza aracılık eden aracı kurumların hizmet bedellerinin yarısı emanet hesapta bulunmalı ve ödeme başarılı bir satın alma işleminden sonra yapılmalıdır. Bu uygulama ABD'deki borsalarda isteğe bağlıdır.



Satın alma amaçlı şirketlerin 3 yıl içerisinde satın alma işlemini tamamlaması gerekir. CPC'lerde bu süre 2 yıldır. Halka açıldıktan 3 yıl içinde satın alma işlemi yapılmadığı durumda şirket feshedilir ve hissedarların paylarının 30 iş gününde geri verilmesi gerekir. Satın alma işleminde güvenli hesapta tutulan fonların en az %80'inin kullanılması gerekir. Bu süreçte mali tablo ve diğer özel durum açıklamalarının yapılması istenir.

CPC uygulamasında olduğu gibi, satın alınacak şirketin faaliyetleri ve finansal durumu (son 3 yıllık denetimden geçmiş mali tabloları), şirket ortakları ve yöneticileri ile bu şirketin nasıl alınacağı (nakit, borçlanma vb.) gibi bilgilerin hazırlanan yeni izahname ile kamuya açıklanması gerekir.

Satın alma işleminin tamamlanması için hissedarların (kurucular dışında) çoğunluk oyunu alması gerekir. Şirket birden fazla satın alma işlemi gerçekleştirebilir. Her bir işlemde onay gereklidir. Onay vermeyen hissedarların paylarının 30 iş gününde geri verilmesi gerekir.

2008 yılında satın alma amaçlı şirketlere yönelik ko-tasyon koşullarının getirildiği Toronto Borsasına çok ilgi olmamış, ilk defa 2010 yılında bir şirket kote olmuştur. Temmuz 2012 itibarıyla 3 satın alma amaçlı şirket işlem görmektedir. Şimdiye kadar henüz bir satın alma işlemi tamamlanmamıştır.

C. Kore

Girişim sermayesi uygulamalarında devlet teşviklerinin öne çıktığı ve girişim sermayelerinin yaygın olduğu Kore'de, satın alma amaçlı şirketler 2009 yılında düzenlemede tanımlanmıştır. Bu şirketlerin sadece organize bir borsada işlem görmesi beklenmektedir.

Düzenlemede satın alma amaçlı şirketler "faaliyette olan bir şirketle birleşme amacı güden ve halka arz yoluyla hisse ihraç eden" işletmeler olarak tanımlanmıştır. ABD ve Kanada'daki örneklerden farklı olarak satın alma yerine "birleşme" ifadesi kullanılmıştır. Bu noktada, satın alma amaçlı şirketlerin bir holding yapısına dönüşmesine engel olmak için böyle bir düzenlemenin getirildiği düşünülmektedir. Ayrıca, satın alma amaçlı şirketler sadece hisse senedi ihraç ede-



bilmektedir. Şirket kurucuları isterse hisse senedine çevrilebilir tahvil de ihraç edebilir.

Halka açılmak isteyen satın alma amaçlı şirketlerin minimum sermayesinin 10 milyar KRW (9 milyon \$) olması beklenir. Eğer bir girişim sermayesi şirketinin satın alınması planlanıyorsa, söz konusu tutarın 5 milyar KRW olması yeterlidir. Girişim sermayesi şirketleri KOBİ yasalarına göre tanımlanmış olup, yeni teknoloji şirketleri gibi küçük ve orta ölçekli firmalara yatırım yapmaktadır. Halka arz sırasında hisselerin en az 500 kişiye satılması gerekir. 90 gün içerisinde yeterli sayıya ulaşılmazsa halka arz iptal edilir.

Diğer örneklerden farklı olarak, halka arz fiyatına ilişkin herhangi bir sınırlama yoktur. Halka arzdan elde edilen tutarın %90'ının emanet hesapta tutulması beklenir. 36 ay içerisinde başka bir şirketle birleşme tamamlanmazsa şirket kottan çıkmaktadır.

Düzenlemenin ardından ilk defa Şubat 2010'da Kore Borsasına bir şirket kote olmuştur. Halihazırda, 16 satın alma amaçlı şirket halka açılmış olup, henüz hiçbir şirkette birleşme işlemi tamamlanmamıştır.

GENEL DEĞERLENDİRME

Girişim sermayeleri, gelişme potansiyeli olan firmalara uzun vadeli finansman sağlamanın yanı sıra, yönetim açısından da destek verilmesini içeren

modellerdir. 1950'li yıllardan itibaren ABD'de ve ardından diğer ülkelerde yaygınlaşan girişim sermayelerinde yeni ve farklı uygulamalar geliştirilmiştir. 1990'lı yıllardan itibaren ABD'de ortaya çıkan satın alma amaçlı şirketler de girişim sermayesi fonlarına benzer bir iş modelini baz almaktadır. Son yıllarda bu şirketler ABD dışında diğer ülkelerde görülmeye başlansa da krizle birlikte bu şirketlerin halka arzı azalmıştır.

Girişim sermayesi fonlarına benzer bir iş modeli olan satın alma amaçlı şirketlerde bir grup profesyonel yatırımcı, faaliyeti olmayan bir şirketi kurup halka açılarak finansman sağlamaktadır. Bu şirketler belirlenen bir süre zarfında faaliyeti olan başka bir şirketi satın almak durumundadır. Satın alma amaçlı şirket hisselerine yatırım yapan yatırımcılar, bir anlamda satın alınacak hedef şirketi değerinin altında alarak kazanç sağlamayı planlamaktadır.

ABD'de ilk önceleri tezgahüstü piyasalarda işlem gören bu şirketler, zamanla borsalara da kote olmaya başlamıştır. İlk defa 2005'de Amerikan Borsasında işlem gören satın alma amaçlı şirketler 2008 yılında Nasdaq ve NYSE'ye de kote olmuştur.

Kotasyon koşulları borsadan borsaya fark etse de genellikle benzer uygulamalar söz konusudur. Diğer şirketlerin halka arzında olduğu gibi bu şirketlerin de halka arz sırasında minimum sermaye ve hissedar sayısı şartı vardır. Minimum halka arz fiyatı da belirlenebilmektedir. Halka arz sonrasında şirket kurucularının ortaklık paylarına alt ve üst limitler getirilebilmektedir. Halka arzdan elde edilen tutarın önemli bir kısmının (%90 gibi) emanet hesapta tutulması

gereklidir. Bu hesaptaki fonlar genellikle para piyasasında değerlendirilir. Normal hisse senetlerinde olduğu gibi halka arz izahnamelerinin ve dokümanlarının hazırlanması beklenir.

Genellikle 18 ay ile 36 ay arasında değişen bir zaman diliminde satın alma işleminin tamamlanması gerekir. Satın alma işlemi gerçekleşmeden önce hissedarların onayına sunulur. İşlem, ancak çoğunluğun onayıyla gerçekleştirilebilir. Satın alma işlemine onay vermeyen yatırımcı da hissesi oranında emanette tutulan fondan yatırımını geri alır. Satın alma işlemi gerçekleşmediği durumda şirket kurucuları genellikle emanet hesaptaki fonlardan yararlanamaz.

Genellikle emeklilik fonu ve banka gibi büyük finansal kuruluşların yatırım yaptığı girişim sermayesi fonları ile karşılaştırıldığında, halka açılan satın alma amaçlı şirketlere bireysel yatırımcıların da yatırım yaptığı görülmektedir. Girişim sermayesi fonlarında fon süresince yatırımcılara temettü ödemesi yapılır. Satın alma amaçlı şirketlerde ise, satın alma işlemi tamamlanana kadar (18 ay ile 36 ay arasında) yatırımcılara temettü verilmez. Girişim sermayesi fonlarının ömrü 7-10 sene arasında değişir ve yatırımcı bu süre sonunda beklediği kazancı realize eder. Satın alma amaçlı şirketlerde yatırımcılar, satın alınacak hedef şirketin değerinin artacağını düşünerek kazanç sağlamayı planlamaktadır. Bu anlamda 1,5-3 yıl içerisinde satın alma işlemi tamamlandığında, beklenen kazanç realize olur.

Özellikle 2000'li yıllardan sonra yatırımcıların ilgisini çeken satın alma amaçlı şirketler 2007'de ABD'de toplam halka arzların beşte birini oluşturmuştur. Ancak, krizle birlikte halka arzlar azalmıştır. ABD dışında, son beş yılda Kore, Malezya ve Singapur gibi diğer ülkelerde satın alma amaçlı şirketlere yönelik düzenlemeler getirilse de, bu ülkelerde işlem gören şirket sayısı sınırlı kalmıştır. Başarılı bir örnek olarak, Kanada'da küçük ve orta ölçekli şirketlerin işlem gördüğü TSX Girişim Borsasındaki CPC uygulaması gösterilebilir. Satın alma amaçlı şirketlere benzer şekilde işleyen bu uygulama 1986'dan itibaren devam etmekte olup, o yıldan itibaren 2.500'e yakın CPC şirketi kurulmuş, bu şirketlerin %80'i satın alma işlemini gerçekleştirerek diğer hisse senetleri gibi işlem görmeye başlamıştır.



KAYNAKÇA

A New SPAC Structure May Lead to Renewed Interest in SPAC Offerings, Joseph R. Magnas, Bloomberg Law Reports, 2011

Alternatif Yatırım Araçları, Sermaye Piyasasında Gündem, Ekin Fıkırkoca, TSPAKB, Ocak 2009

Characteristics of SPAC Investments in Korea, Kab Lae Kim, Korea Capital Market Institute, 2010

Girişim Sermayesi: Türkiye İçin Bölgesel Model Önerisi Uzmanlık Tezi, Fulya Evren Tatmaz, Kalkınma Bakanlığı, Mart 2012

Special Purpose Acquisition Corporations: A Public View of Private Equity, Usha Rodrigues, University Of Georgia School Of Law Research Paper Series, Ekim 2011

Special purpose acquisition companies: Spac and span, or blank check redux?, Washington University Law Review, Volume 85:93

When SPACs Attack: The Role of Special Purpose Acquisition Companies in the M&A Market, Michael A. Pittenger, Potter Anderson & Corroon LLP, Ekim 2007

Why SPAC investors should listen to the market?, Tim Jenkinson & Miguel Sousa, Said Business School, Temmuz 2010

The Global Impact of Private Equity Report, Working Papers Volume 3, World Economic Forum, Aralık 2009

Yurtdışında KOBİ Piyasaları, Sermaye Piyasasında Gündem, Gökben Altaş, TSPAKB, Ocak 2009

Türkiye’de Girişim Sermayeleri, Deloitte

ABD Menkul Kıymet ve Borsa Komisyonu: www.sec.gov

Finans Sektörü Düzenleme Otoritesi: www.finra.org

TMX Grup: www.tmx.com

Yurtiçi Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri				
Milyon TL	2009	2010	2012/03	%Δ
TL Mevduat	305.201	380.517	416.475	9,4%
DTH	139.334	144.790	176.800	22,1%
Katılım Bankalarında Toplanan Fonlar	26.625	33.695	40.328	19,7%
DİBS	64.761	61.199	69.164	13,0%
Eurobond	5.237	5.302	5.946	12,1%
Yatırım Fonları	29.606	30.980	26.969	-12,9%
Repo	1.383	1.501	2.486	65,6%
Emeklilik Yatırım Fonları	9.105	12.018	15.872	32,1%
Hisse Senedi	39.756	56.048	63.273	12,9%
Toplam	621.008	726.050	817.313	12,6%

Yurtdışı Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri				
Milyon TL	2009	2010	2012/03	%Δ
Hisse Senedi	81.405	109.679	86.096	-21,5%
DİBS	30.308	49.172	67.530	37,3%
Eurobond	1.209	1.715	767	-55,3%
Mevduat	11.402	13.353	24.969	87,0%
Toplam	124.324	173.919	179.362	3,1%

Halka Açık Şirketlerin Piyasa Değeri				
Milyon TL	2010	2011	2012/06	%Δ
Toplam Piyasa Değeri	472.553	381.265	461.746	21,1%
Saklamadaki Hisse Senetleri	165.727	139.970	168.843	20,6%
Fiili Dolarımdaki Payların Piyasa Değeri	119.310	96.810	122.413	26,4%
Ortalama Halka Açıklık Oranı	25,2%	25,3%	26,5%	A.D.

Menkul Kıymet Sayısı				
	2010	2011	2012/06	%Δ
Şirket*	263	263	266	1,1%
Diğer Şirket**	44	74	90	21,6%
Borsa Yatırım Fonu + Menkul Kıymet Yat. Ort.	43	38	40	5,3%
Varant	22	175	192	9,7%

*Ulusal Pazar, GYO ve Girişim Sermayesi
**İkinci Ulusal Pazar, Gözaltı Pazarı ve GİP

İMKB İşlem Hacimleri*				
Milyar TL	2010	2011	2012/06	%Δ
Hisse Senedi Piyasası	1.271	1.390	637	A.D.
Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP)	-	1	1	A.D.
Tahvil-Bono Kesin Alım-Satım Pazarı**	1.368	1.699	773	A.D.
Aracı Kurum	141	127	45	A.D.
Banka	1.227	1.572	727	A.D.
TCMB+Takasbank	0	0	0	A.D.
Repo-Ters Repo Pazarı**	6.413	7.698	7.237	A.D.
Aracı Kurum	1.065	1.129	713	A.D.
Banka	5.125	6.513	6.522	A.D.
TCMB+Takasbank	223	57	2	A.D.

*:Alım-Satım Toplamıdır.
**:Piyasa ve Tescil Toplamıdır.

VOB Verileri*				
Milyar TL	2010	2011	2012/06	%Δ
İşlem Hacmi	863	880	422	A.D.
Aracı Kurum	749	747	371	A.D.
Vadeli İşlemler Aracılık Şirketi	1	3	1	A.D.
Banka	114	129	50	A.D.
İşlem Gören Kontrat Sayısı (Milyon Adet)	64	74	36	A.D.
Açık Pozisyon (Adet)	181.738	266.101	258.212	-3,0%

*:Alım-Satım Toplamıdır.

Birincil Halka Arzlar				
Milyon TL	2010	2011	2012/06	%Δ
Şirket Sayısı (GİP dahil)	16	24	16	A.D.
Şirket Halka Arz Tutarı	1.441	1.008	298	A.D.
Yatırım Ortaklığı Sayısı (GYO ve Girişim Ser. dahil)	6	3	1	A.D.
Yatırım Ortaklığı Halka Arz Tutarı	1.669	322	98	A.D.
Borsa Yatırım Fonu Sayısı	3	0	4	A.D.
Borsa Yatırım Fonu Halka Arz Tutarı	16	0	29	A.D.
Toplam Halka Arz Tutarı	3.126	1.329	425	A.D.

Halka Açık Şirket Kârlılığı				
Milyon TL	2009	2010	2011	%Δ
Kâr Eden Şirket Sayısı	221	247	244	-1,2%
Zarar Eden Şirket Sayısı	94	91	119	30,8%
Kâr Edenlerin Toplam Kârı	31.184	38.243	38.945	1,8%
Zarar Edenlerin Toplam Zararı	-1.666	-1.134	-5.092	348,9%
Toplam Kâr/Zarar	29.518	37.109	33.853	-8,8%

Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklüğü				
Milyon TL	2010	2011	2012/ 06	%Δ
A Tipi Yatırım Fonları	1.469	1.407	1.441	2,5%
B Tipi Yatırım Fonları	29.171	25.388	25.577	0,7%
Emeklilik Yatırım Fonları	12.008	14.308	17.145	19,8%
Borsa Yatırım Fonları	257	287	346	20,5%
Yatırım Ortaklıkları	563	510	586	14,9%
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	10.779	10.830	12.429	14,8%
Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları	187	724	703	-3,0%
Toplam	54.434	53.455	58.228	8,9%
Kurumsal Yatırımcı/GSYH	4,9%	4,4%	4,5%	A.D.

Yatırımcı Sayısı				
	2010	2011	2012/ 06	%Δ
Hisse Senedi Yatırımcı Sayısı	1.043.135	1.097.786	1.093.793	-0,4%
Yatırım Fonu Yatırımcı Sayısı	2.980.212	2.961.206	2.908.091	-1,8%
Özel Sektör Borçlanma Aracı Yatırımcı Sayısı	4.903	118.629	223.044	88,0%
Varant Yatırımcı Sayısı	1.432	2.457	1.666	-32,2%
Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Yatırımcı Sayısı	-	34	57	67,6%

Yabancı Yatırımcı İşlemleri				
Milyon \$	2010	2011	2012/ 06	%Δ
Hisse Senedi Saklama Bakiyesi	71.332	46.005	58.452	27,1%
Saklamadaki Payı	66%	62%	63%	0,7%
Hisse Senedi İşlem Hacmi	133.155	132.113	62.505	A.D.
İşlem Hacmi Payı	16%	16%	18%	A.D.
Net Hisse Senedi Yatırımı	2.105	-2.011	2.785	A.D.

TSPAKB Üyeleri				
	2010	2011	2012/ 06	%Δ
Aracı Kurum Sayısı	103	101	101	0,0%
Vadeli İşlemler Aracılık Şirketi Sayısı	1	1	1	0,0%
Banka Sayısı	41	40	40	0,0%
Toplam	145	142	142	0,0%

Aracı Kurumlarla İlgili Veriler				
Milyon TL	2010	2011	2012/ 03	%Δ
Dönen Varlıklar	6.708	7.306	8.110	11,0%
Duran Varlıklar	766	743	793	6,7%
Aktif Toplam	7.474	8.049	8.903	10,6%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	5.006	5.227	6.018	15,1%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	43	53	71	34,0%
Özkaynaklar	2.425	2.769	2.814	1,6%
Toplam Özsermaye ve Yükümlülükler	7.474	8.049	8.903	10,6%
Net Komisyon Gelirleri	716	702	159	A.D.
Faaliyet Kârı/Zararı	262	304	61	A.D.
Net Kâr	367	414	158	A.D.
Personel Sayısı	4.948	5.100	5.098	0,0%
Şubeler	161	159	155	-2,5%
İrtibat Bürosu	46	61	65	6,6%
Acente Şubeleri	6.347	6.466	6.518	0,8%

İMKB-100 Endeksi ve Hisse Senedi Piyasası				
	2010	2011	2012/ 06	%Δ
İMKB-100	66.004	51.267	62.543	22,0%
İMKB-100 (En Yüksek)	71.543	70.702	63.285	-10,5%
İMKB-100 (En Düşük)	48.739	49.622	49.837	0,4%
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (Milyon TL)	2.543	2.747	2.489	-9,4%

Yurtdışı Borsa Endeksleri				
	2010	2011	2012/ 06	%Δ
ABD Nasdaq 100	2.218	2.278	2.615	14,8%
ABD S&P 500	1.258	1.258	1.362	8,3%
Almanya DAX	6.914	5.898	6.416	8,8%
Brezilya Bovespa	69.305	56.754	54.355	-4,2%
Çin Shanghai Bileşik	2.808	2.199	2.225	1,2%
Fransa CAC 40	3.867	3.160	3.197	1,2%
Güney Afrika FTSE/JSE	32.119	31.986	33.708	5,4%
Hindistan BSE Sens	20.509	15.455	17.430	12,8%
Hong Kong Hang Seng	23.035	18.434	19.441	5,5%
İngiltere FTSE 100	5.900	5.572	5.571	0,0%
Japonya Nikkei 225	10.229	8.455	9.007	6,5%
Meksika IPC	38.551	37.078	40.200	8,4%
Rusya RTS	1.770	1.382	1.351	-2,3%

A.D. : Anlamli değil

Haftalık olarak güncellenen Sermaye Piyasası Özet Verileri Tablosuna www.tspakb.org.tr adresindeki internet sitemizden ulaşabilirsiniz.

Kaynak: Financial Times, Garanti Yatırım, İMKB, Kalkınma Bakanlığı, MKK, Rasyonet, SPK, TCMB, TSPAKB, TÜİK, VOB

