



T.C.

Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Yönetimi Anabilim Dalı

İşletme Yönetimi

**“TÜRKİYE’DE BORSA ENDEKSLERİYLE YEREL, GENEL VE  
CUMHURBAŞKANLIĞI SEÇİM SONUÇLARI ARASINDA  
KORELASYON ARAŞTIRILMASI”**

Hazırlayan

Zeynep Tuğçe GÖK

Yüksek Lisans Tezi

Tez Danışmanı

Prof. Dr. Semih BÜKER

Ankara, 2015

**TÜRKİYE'DE BORSA ENDEKSLERİYLE YEREL, GENEL VE  
CUMHURBAŞKANLIĞI SEÇİM SONUÇLARI ARASINDA KORELASYON  
ARAŞTIRILMASI**

Zeynep Tuğçe GÖK

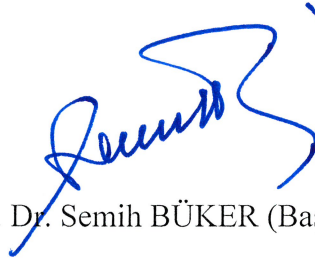
Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü  
İşletme Yönetimi Anabilim Dalı  
İşletme Yönetimi

Yüksek Lisans Tezi

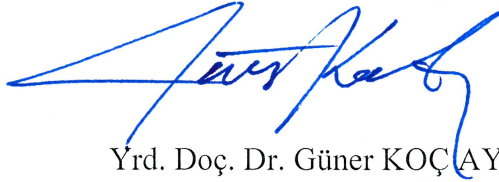
Ankara, 2015

## KABUL VE ONAY

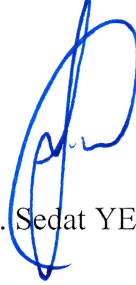
Zeynep Tuğçe Gök tarafından hazırlanan “Türkiye’de Borsa Endeksleriyle Yerel, Genel, Cumhurbaşkanlığı ve Referandum Seçim Sonuçları Arasında Korelasyon Araştırması” başlıklı bu çalışma, 12.08.2015 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.



Prof. Dr. Semih BÜKER (Başkan)



Yrd. Doç. Dr. Güner KOÇAYTEKİN (Üye)



Yrd. Doç. Dr. Sedat YENİCE (Üye)

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylıyorum.



Prof. Dr. Mehmet TOMANBAY

Enstitü Müdürü

## **BİLDİRİM**

Hazırladığım tezin/raporun tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezimin/raporumun kağıt ve elektronik kopyalarının Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

† Tezimin/Raporumun 5 yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin/raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.

.../.../2015

Zeynep Tuğçe GÖK

## TEŐEKKÜRLER

En başta, tez çalışmam sırasında tezimi başından sonuna kadar okuyup, değerlendirerek kıymetli görüşleri ile katkısını, vaktini, ilgisini esirgemeyerek her koşulda varlığıyla yanımda olduğunu hissettiren, manevi desteğiyle zoru baŐarmamı sağlayan çok sevdiğim, saygı değer danıŐmanım, hocam, Prof. Dr. Semih BÜKER' e sonsuz teŐekkürlerimi sunmayı borç bilirim.

Ayrıca çalışmam ile ilgili olumlu yönlendirmeleri ve değerli katkıları için Doç. Dr. Ekrem TUFAN' a; çalışmam sırasında dostluğunu, manevi desteğini, katkılarını ve olumlu yönlendirmeleriyle desteğini esirgemeyen Yrd. Doç. Dr. Ayşe Nilgün ERTUğRUL' a; verilerin analiz edilmesindeki yardımları ve istatistik alanında vermiş olduğu kıymetli bilgiler için Hakkı POLAT' a; çalışmam için her türlü imkanı sağlayan hocam, arkadaşım Ögr. Gör. Nimet Özgöl ÜNSAL' a teşekkür ederim.

Hayatımın her safhasında en büyük maddi manevi destekleri olan annem Hikmet GÖK' e, babam Durur GÖK' e ve çalışmam sırasında beni hiç yalnız bırakmayan canım ablam Ögr. Gör. S. Gökçe GÖK' e; ananem ve dedeme; en sıkıntılı anlarımda desteğini esirgemeyerek her konuda destekçim olan İ. Kıvanç GÜRSOY' a ve manevi desteklerini esirgemeyen canım arkadaşlarıma çok teşekkür ederim.

## ÖZET

Davranışsal Finans, giderek gelişen ve teknolojik imkânlar sayesinde daha da iç içe geçmiş bir hale gelen dünyamızda yatırımcı davranışlarının sebeplerini açıklamaya çalışmaktadır. Dolayısıyla son dönemlerde yapılan birçok araştırma sayesinde popüler konulardan biri olmuştur. Piyasa ve fiyat hareketlerinin altında yatan sebepler hakkında bilgi sahibi olmak, yatırımcıların karar alma ve geleceğe dönük planlamalar yapabilmesi için son derece önemli bir konudur. Bu nedenle davranışsal finans konusu çerçevesinde yapılan araştırma sayısı gün geçtikçe artarak devam etmektedir.

Borsa verileri gibi yüksek frekanslı ve alacağı değerler birçok içsel ve dışsal dinamiklerden etkilenen endeksler, yatırımcı davranışlarının sonuçlarının en somut göstergelerindedir. Seçim ve kriz dönemleri gibi belirsizlik ve risk ortamlarında finansal davranışlar daha uç bir seviyeye gelmektedir ve bu davranışlar piyasalar üzerinde oldukça etkili olmaktadır. Bu çalışmada da 2002-2015 yılları arasında Türkiye'deki 10 genel seçim, yerel seçim, referandum ve cumhurbaşkanlığı seçim dönemi için borsa verilerinin hareketleri incelenmiştir.

Çalışma sonucunda, BİST 100 endeksinin, Türkiye'deki genel seçim, yerel seçim, referandum ve cumhurbaşkanlığı seçim dönemlerinden etkilendiği, seçim ve referandum öncesi dönemler ile seçim ve referandum sonrası dönemler arasında BİST 100 endeksinin istatistiksel olarak farklılıkların olduğu yapılan Chow'un Yapısal Kırılma testi yardımıyla bulunmuştur.

Anahtar Sözcükler: Davranışsal Finans, Karar Alma Süreçleri, Etkin Piyasalar Hipotezi, Seçim Dönemi Anomalileri, Seçim Dönemi Belirsizlikleri, Chow Yapısal Kırılma Testi

## ABSTRACT

Behavioral Finance attempts to explain the behaviors of investors in our world that is gradually developing and has become even more interwoven thanks to the technological possibilities. Therefore, it has become one of the most popular topics by means of the several recent studies. To have knowledge of the reasons underlying the market and price movements is a very important issue for investors to make decisions and making plans for future. With this reason, number of studies carried out in the frame of behavioral finance topic are continuing and increasing day by day.

Indices with high frequencies and values affected from many internal and external dynamics such as the exchange market data are the most concrete indicators of the consequences of investor behaviors. Financial behaviors get closer to the extreme ends in the environment of uncertainty and in periods of crisis and such behaviors become rather effective on markets. In this study also, movements of the exchange market data were examined related to 10 general elections, referendums and the election of the president of the state in the period the years 2002 and 2015.

It was found in the study that BİST 100 index was affected from the general elections, local elections, referendum and election of the president of the state, and it was also found with the help of Chow's structural break test that there are statistically significant differences in BİST 100 index between the pre- and post-election periods before elections and referendums.

**Keywords:** Behavioral Finance, Decision-making Processes, Effective Markets Hypothesis, Election Period Abnormalities, Election Period Uncertainties, Chow's Structural Break Test

## İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	i
ABSTRACT.....	ii
SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ .....	vi
ÇİZELGELER DİZİNİ .....	vii
ŞEKİLLER DİZİNİ .....	ix
GİRİŞ .....	x

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### KARAR ALMA SÜREÇLERİ

1.1. KARAR ALMA.....	1
1.1.1. Karar Alma Modelleri .....	2
1.1.2. Karar Almada Yanılgılar .....	5
1.2. KARAR ALMAYI ETKİLEYEN FAKTÖRLER .....	6
1.2.1. Kültür.....	6
1.2.2. Kültür Çeşitleri .....	8
1.2.2.1. Genel Kültür – Alt Kültür .....	8
1.2.2.2. Maddi Kültür – Manevi Kültür .....	9
1.2.2.3. Üçlü Ayrım .....	9
1.2.3. Din .....	10
1.2.4. İdeoloji.....	14

### İKİNCİ BÖLÜM

#### PIYASA ETKİNLİĞİ

2.1. ETKİNLİK KAVRAMI .....	22
2.2. ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ.....	25
2.3. PİYASA ETKİNLİK TÜRLERİ .....	27
2.3.1. Zayıf Formda Etkinlik .....	27
2.3.2. Yarı Güçlü Formda Etkinlik.....	29
2.3.3. Güçlü Formda Etkinlik .....	30
2.4. MENKUL KIYMETLER PİYASALARINI ETKİN KILAN SEBEPLER.....	33



## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### DAVRANIŞSAL FİNANS-DAVRANIŞSAL EKONOMİ

<b>3.1. DAVRANIŞSAL FİNANS KAVRAMI VE TARİHSEL GELİŞİMİ.....</b>	<b>35</b>
<b>3.2. DAVRANIŞSAL FİNANSIN İLİŞKİLİ OLDUĞU DİĞER BİLİM DALLARI..</b>	<b>44</b>
3.2.1. Finans .....	44
3.2.2. Psikoloji.....	46
3.2.3. Sosyal Psikoloji .....	47
3.2.4. Sosyoloji .....	49
<b>3.3. DAVRANIŞSAL FİNANSTA YATIRIMCI EĞİLİMLERİ.....</b>	<b>51</b>
3.3.1. Bilişsel Eğilimler .....	51
3.3.1.1. Çerçeveleme eğilimi .....	51
3.3.1.2. Zihinsel Muhasebe .....	52
3.3.1.3. Belirsizlikten kaçınma .....	53
3.3.1.4. Aşırı özgüven .....	54
3.3.1.5. Çıpalama .....	55
3.3.1.6. Temsillik .....	56
3.3.2. Duygusal Eğilimler.....	57
3.3.2.1. Pişmanlıktan Kaçma .....	57
3.3.2.2. İyimserlik önyargısı .....	59
3.3.2.3. Kendi kendini kontrol .....	59
3.3.2.4. Sahiplik etkisi.....	60
3.3.2.5. Kayıptan Kaçınma .....	61
3.3.3. Sürü Davranışı .....	62
3.3.3.1. Rasyonel sürü davranışları .....	65
3.3.3.2. İrrasyonel sürü davranışı.....	68
<b>3.4. DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISIYLA ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ.....</b>	<b>70</b>
<b>3.5. DAVRANIŞSAL FİNANS BAKIŞ AÇISIYLA BEKLENTİ TEORİSİ</b>	
<b>(PROSPECT THEORY) .....</b>	<b>73</b>
<b>3.6. ANOMALİLER.....</b>	<b>77</b>
3.6.1. Dönemsel (Takvimsel) Anomaliler .....	80
3.6.1.1. Ay Anomalisi .....	80
3.6.1.1.1. Ocak Ayı Anomalisi .....	80
3.6.1.1.2. Yıl Dönümü Anomalisi .....	82
3.6.1.2. Gün Anomalisi .....	82
3.6.1.3. Haftanın Günleri Anomalisi.....	82
3.6.1.4. Hafta Sonu Anomalisi.....	84
3.6.1.5. Tatil Anomalisi .....	85
3.6.2. Dönemsel Olmayan Anomaliler .....	86
3.6.2.1. Fiyat- Kazanç Anomalisi .....	86
3.6.2.2. Aşırı Tepki Anomalisi.....	87
3.6.2.3. Firma Büyüklüğü Anomalisi.....	88

3.6.2. Dönemsel Olmayan Anomaliler .....	85
3.6.2.1. Fiyat- Kazanç Anomalisi .....	85
3.6.2.2. Aşırı Tepki Anomalisi.....	86
3.6.2.3. Firma Büyüklüğü Anomalisi.....	87
3.6.2.4. Piyasa Değeri- Defter Değeri Oranı Anomalisi .....	88

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **TÜRKİYE GENEL VE YEREL SEÇİMLERİ SEÇİMLERİNİN BORSA İSTANBUL'A ETKİSİNİN TEST EDİLMESİ**

<b>4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE HİPOTEZİ.....</b>	<b>90</b>
<b>4.2. VERİ KAPSAMI VE TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER.....</b>	<b>93</b>
<b>4.3. ANALİZ METODU VE AMPİRİK BULGULAR.....</b>	<b>96</b>
4.3.1. Chow'un Yapısal Kırılma Testi.....	96
<b>4.4. TÜM ÖRNEKLEM.....</b>	<b>97</b>
4.4.1. 3 Kasım 2002 Genel Seçimi .....	99
4.4.2. 28 Mart 2004 Yerel Seçimi .....	101
4.4.3. 22 Temmuz 2007 Genel Seçimleri .....	104
4.4.4. 21 Ekim 2007 Referandumu.....	105
4.4.5. 29 Mart 2009 Yerel Seçimi .....	107
4.4.6. 12 Eylül 2010 Referandumu.....	109
4.4.7. 12 Haziran 2011 Genel Seçimleri .....	111
4.4.8. 30 Mart 2014 Yerel Seçimi .....	113
4.4.9. 10 Ağustos 2014 Referandumu .....	116
4.4.10. 7 Haziran 2015 Genel Seçimi.....	118
<b>4.5. ARAŞTIRMANIN SONUÇLARI VE YORUMLAR .....</b>	<b>120</b>
<b>4.6. GENEL TABLO.....</b>	<b>132</b>
<b>SONUÇ.....</b>	<b>135</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>137</b>

## SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ

a.g.e.	: Adı Geçen Eser
a.g.m.	: Adı Geçen Makale
BİST	: Borsa İstanbul A. Ş.
Çev	: Çeviri
EPH	: Etkin Piyasalar Hipotezi
F/K	: Fiyat/ Kazanç
FED	: Federal Reserve Bank ( Amerika Merkez Bankası)
GVK	: Gelir Vergisi Kanunu
IMF	: International Monetary Fund ( Uluslar arası Para Fonu)
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü)
P/D	: Piyasa/ Defter Oranı
S&P	: Standart and Poors
s.	: Sayfa
S.	: Sayı
syf.	: Sayfa
TDK	: Türk Dil Kurumu

## ÇİZELGELER DİZİNİ

Tablo 1.	Seçim Dönemleri ve Analize Dahil Edilen Tarih Aralıkları
Tablo 2.	Seçim Dönemleri BİST 100 Endeksi Tanımlayıcı İstatistikler
Tablo 3.	2002 Genel Seçimleri İçin Model Tahmini Sonuçları
Tablo 4.	3 Kasım 2002 Seçimleri İçin Yapısal Kırılma Testi Sonuçları
Tablo 4.	28 Mart 2004 Seçim Dönemi BİST100 Verileri İçin Model Tahmini
Tablo 5.	28 Mart 2004 Yerel Seçimleri İçin Yapısal Kırılma Testi Sonuçları
Tablo 6.	22 Temmuz 2007 Seçim Dönemi BİST100 Verileri İçin Model Tahmini
Tablo 7.	22 Temmuz 2007 Genel Seçimleri İçin Yapısal Kırılma Testi Sonuçları
Tablo 8.	21 Ekim 2007 Referandum Dönemi İçin Model Tahmin Sonuçları
Tablo 9.	21 Ekim 2007 Referandum Dönemi İçin Yapısal Kırılma Testi Sonuçları
Tablo 10.	29 Mart 2009 Yerel Seçim Dönemi Model Tahmini Sonuçları
Tablo 11.	Mart 2009 Yerel Seçim Dönemi İçin Yapısal Kırılma Testi Sonuçları
Tablo 12.	12 Eylül 2010 Referandum Dönemi Model Tahmini Sonuçları
Tablo 13.	12 Eylül 2010 Referandum İçin Yapısal Kırılma Testi Sonuçları
Tablo 14.	12 Haziran 2011 Genel Seçim Dönemi Model Tahmini Sonuçları
Tablo 15.	12 Haziran 2011 Genel Seçim Dönemi Yapısal Kırılma Testi Sonuçları
Tablo 16.	30 Mart 2014 Yerel Seçim Dönemi İçin Model Tahmin Sonuçları
Tablo 17.	30 Mart 2014 Yerel Seçimleri İçin Yapısal Kırılma Testi Sonuçları
Tablo 18.	10 Ağustos 2014 Referandum Dönemi için Model Tahmini Sonuçları
Tablo 19.	10 Ağustos 2014 Referandum Dönemi Yapısal Kırılma Testi Sonuçları

Tablo 20. 7 Haziran Genel Seçim Dönemi Model Tahmin Sonuçları

Tablo 21. Tüm Seçim ve Referandum Dönemleri İçin Analiz Sonuçları

## ŞEKİLLER DİZİNİ

- Şekil 1. Pay senedi Değerlendirmelerine İlişkin Bütün Bilgiler
- Şekil 2. Pay senedi Değerlendirmelerine İlişkin Bütün Bilgiler
- Şekil 3. Ocak 2002-Haziran 2015 Arası BİST100 Endeksi Değerleri Grafiği
- Şekil 4. 3 Kasım 2002 Seçim Dönemini İçeren BİST100 Endeksi Grafiği
- Şekil 5. 28 Mart 2004 Yerel Seçim Dönemini İçeren BİST100 Endeksi Grafiği
- Şekil 6. 22 Temmuz 2007 Genel Seçim Dönemini İçeren BİST100 Endeksi Grafiği
- Şekil 7. 21 Ekim 2007 Referandum Dönemi İçin BİST100 Endeksi Verileri Grafiği
- Şekil 8. 29 Mart 2009 Yerel Seçimleri Dönemi İçin BİST100 Endeksi Verileri Grafiği
- Şekil 9. 12 Eylül 2010 Referandum Dönemi İçin BİST100 Endeksi Verileri Grafiği
- Şekil 10. 12 Haziran 2011 Genel Seçim Dönemi BİST 100 Endeksi Grafiği
- Şekil 11. 30 Mart 2014 Yerel Seçim Dönemi BİST100 Endeks Grafiği
- Şekil 12. 10 Ağustos 2014 Referandum Dönemi BİST100 Endeksi Grafiği
- Şekil 13. Seçim ve Referandum Dönemleri İçin Değişim Katsayıları

## GİRİŞ

Finansal sistemlerde meydana gelen değişimleri ve davranışları açıklayabilmek için günümüze kadar birçok çalışma yapılmıştır. Klasik ve neoklasik ekonomi teorileri de piyasada ortaya çıkan anormal durumları açıklamada yetersiz kalmıştır. Bu yetersizliğin hissedilmesinden dolayı araştırmacılar, ortaya çıkan bu anormal durumları sosyoloji ve psikoloji gibi bilim dalları ile dolaylı ya da doğrudan ilişkilendirip açıklamaya çalışmışlardır.

Klasik ve neoklasik ekonomiye göre bireyler akılcı davranma yeteneğine sahiptir. Ekonomik insan (Homo economicus) olarak tanımlanan bireyler fayda yaklaşımına göre, doğru kararlar alabilmek için seçenekler arasında tercih yaparken kendisine en fazla fayda sağlayacağı seçmeyi tercih eder. Bireylerin karar alırken irrasyonel davranış sergilemeleri durumunda ise yine kendilerine en fazla fayda sağlayacak seçenekler arasından birini seçerler. Bunun nedeni, bireyler buldukları sosyal ortamlardan etkilenmeleri veya bireylerin birtakım bilişsel önyargılarından da kaynaklanabilmektedir.

İnsanlar doğası gereği karmaşık bir yapıya sahiptir. İçinde buldukları sosyal ortamlardan, diğer bireylerin davranışlarından etkilenerek kendi düşüncelerini değiştirebilmektedirler. Dolayısıyla bireyler de yatırım kararı alırken klasik ekonomik modellerde ki gibi tek tip davranış sergilemezler. Bireylerin davranışları kişiden kişiye değiştigiinden birbirinden farklı kararlar almaktadırlar. Bireylerin farklı davranış ve kararlarından dolayı klasik ekonomi modelleri gerçekleştiren tüm olayları analiz ederek açıklamada yetersiz kalmaktadır. Psikoloji, sosyoloji v.b. bilim dalları da bireylerin davranışları ve bireylerin karar alma süreçleri ile ilgili yapılmış çalışmalardan etkilenmiştir. Bu etkilenme sonucunda da yeni bir araştırma alanı olan Davranışsal Finans ortaya çıkmıştır.

Davranışsal finansın ortaya çıkmasından önce, İsrail ordusuna asker seçimi için yapmak için psikolojik testler hazırlayarak uygulayan Kahneman ve Tverski (1979) yaptıkları çalışmalar sonucunda Beklenti Teorisini geliştirmişlerdir. Beklenti Teorisi daha sonra Thaler (1987) tarafından geliştirilerek anomalilerin açıklanmasında yardımcı olmuştur.

Davranışsal finans alanında yapılan çalışmalarda, bireylerin finansal yatırım yaparken ki karar alma süreçleri incelenmiştir. Ayrıca yatırımcıların irrasyonel davranış göstermelerinin piyasadaki fiyatların oluşmasında etkisinin olup olmadığı da ortaya konulmaya çalışılmıştır (Frankfurter ve Elton: 2000; Glaser, Markus; Nöth, Markus; Weber, Martin: 2003; Tufan: 2008; Bostancı:2003 v.d.).

Davranışsal finans klasik ve neoklasik ekonomi anlayışının tersine bireylerin yatırım yaparken akılcı davranmadıklarını ortaya koymuştur. Piyasada meydana gelen anormal durumlar (anomaliler) irrasyonel yatırımcıların piyasada işlem yapmamlarına neden olmaktadır. Çünkü bireyler, belirsizlik ve risk altında yatırım kararı alırken hangi verileri göz önünde bulundurup yatırım yapıp yapmayacaklarına karar verirler. Klasik finans yaklaşımları yatırımcıların nereye ne için hangi amaçla yatırım yaptıklarını yeterince açıklayamamıştır.

Yukarıda bahsedilen anormal durumlardan en bilinenleri kriz ve seçim dönemleridir. Bu anormal durumlarda bireylerin gösterdikleri akılcı olmayan davranışlar piyasalarda özellikle borsa gibi yüksek frekansa sahip endekslerde volatilitelerin ortaya çıkmasına sebep olmaktadır (French vd., 1987; Schwert, 1989; Lockwood ve Linn, 1990; Bollerslev ve Mikkelsen, 1996; Campbell ve Hentschel 1992; Ding vd., 1993). Aynı zamanda borsa endeksi söz konusu anormal durumların gözlemlenmesinde ve ölçülmesinde en işlevsel sonuçlardan biri olması sebebiyle bu alandaki çalışmalarda önemlidir. Bu tez kapsamında 2002-2015 yılları arası 10 seçim ve referandum dönemini içeren Borsa İstanbul 100 (BİST 100) endeksi kullanılarak analizler gerçekleştirilmiştir. Ayrıca, bu çalışma literatüre önemli bir katkıda bulunacaktır.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde yatırımcıların karar alma süreçleri açıklanmıştır. Yatırımcıların birbirinden farklı özelliklere sahip olmalarından dolayı yatırımcıların belirsizlik ve risk altında karar alma sürecinde kültür, din, ideoloji faktörlerinin etkisinden söz edilmektedir.

İkinci bölümde piyasa etkinliği ve türleri, Etkin piyasalar hipotezi kavramları açıklanmıştır. Etkin Piyasalar Hipotezi Eugene Fama tarafından ortaya atılmıştır. Bu hipoteze göre etkinlik, piyasaya yeni giren bilgilerin fiyatlara doğru ve hızlı bir biçimde



yansımalarıdır. Dolayısıyla Türk Pay senedi piyasasının etkin olup olmadığı, etkin ise bunun sebepleri ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Üçüncü bölümde, Kahneman ve Tversky' nin 1979 yılında bilişsel psikoloji alanında yaptıkları çalışmalarla ortaya çıkan davranışsal finans kavramına değinilmiştir. Ayrıca “Beklenen Fayda Teorisi”ne karşın ortaya çıkan “Beklenti Teorisi (Prospect Teori)”, Davranışsal finansın tarihsel gelişimine de değinilerek diğer bilim dallarıyla ilişkisi açıklanmaya çalışılmıştır. Davranışsal finansın temellerini oluşturan yatırımcı eğilimleri, bilişsel ve duygusal eğilimler olarak iki başlık altında toplanmıştır. Ayrıca, Etkin Piyasalar Hipotezi, Beklenti Teorisi (Prospect Teory) ve Anomaliler ile davranışsal finansın ilişkisi farklı başlıklar altında incelenerek açıklanmıştır.

Dördüncü bölüm de ise Türkiye Genel ve Yerel Seçimlerinin Borsa İstanbul'a Etkisinin Test Edilmesine yer verilmiştir. Bu çalışma Türkiye de yapılan 2002 - 2015 tarihleri arasındaki tüm seçim dönemlerinin öncesi ve sonrasında yatırımcı davranışlarının pay senetlerinin (hisse senedi) piyasa fiyat hareketleri üzerinde etkisinin olup olmadığı açıklanmaya çalışılmıştır. Ayrıca incelenecek birçok seçim dönemi olmasına karşın bu çalışmada tek partili hükümet dönemindeki Genel seçim, Yerel seçim, Referandum ve Cumhurbaşkanlığı seçim dönemleri ele alınmıştır. Çalışmada “Chow Yapısal Kırılma” testinden yararlanılmıştır. Bu yöntemin kullanılmasındaki amaç, trend değişimleri arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını test etmektir. Testte yatırımcı davranışlarının nicel olarak gözlemlenebildiği en iyi göstergelerden biri olan BİST 100 Endeks verileri kullanılmıştır. Yapılan analizler davranışsal finans ve Davranışsal Finansın temellerini oluşturan yatırımcı eğilimleri ile açıklanmaya çalışılmıştır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### KARAR ALMA SÜREÇLERİ

#### 1.1. KARAR ALMA

Bireyler, bir veya daha fazla alternatif arasında seçim yaparak karar alırlar. Karar alma, bazı olaylara tepki olarak ortaya çıkar. Karar alma, mevcut durumla içinde bulunmak istenilen durum arasındaki farkın tespit edilerek, istenilen duruma ulaşmak için yapılması gereken işlerin tespit edilmesidir. Örneğin, Kendi arabanız var, bir yere gitmek zorundasınız ancak, arabanız bozuldu, işte bu noktada bir karar almanız gerekir. Böyle bir durum problemdir. Yani bir problemin varlığı durumunda karar alıp almama durumu algısal bir sorundur. Her karar, elimizdeki her bilgiyi yorumlamamızı ve değerlendirmemizi gerektirir. Bilgiyi birden fazla yerden alırız. Aldığımız bilgileri eler, işler ve yorumlarımız<sup>1</sup>.

Karar alma, iktisat biliminde de önemli yere sahiptir. İlk olarak Bernoulli tarafından ortaya atılan ve John Von Neumann ve Oskar Morgenstern tarafından geliştirilen beklenen değer teorisi bir araç haline gelmiştir. Daha sonra Kahneman ve Tversky uygulanabilen ve gerçekleri yansıtan bir model olarak beklenti teorisini geliştirmiştir. Son yıllarda ise gelişmekte olan nöroiktisat; bireylerin karar alırken iktisadi davranışlarının, nörolojik olduğunun açıklanması üzerinde incelemeler yapmıştır. Bu incelemeler sonucunda; karar alma sürecinde hormonların, genlerin ve diğer kimyasal maddelerinde etkisi olduğu açıklanmıştır<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Robbins, Stephan P.; Judge, Timothy A. : **Örgütsel Davranış**, çev. Prof. Dr. Erdem, **İnci**, 14. Basım, Ankara, Nobel Yayın, 2012, s. 175- 191.

<sup>2</sup> Aksoy, Tolga; Şahin, Işıl: “ Belirsizlik Altında Karar Alma: Geleneksel ve Modern Yaklaşımlar” , **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, Sayı 7, 2009, (Erişim) [http://www.tek.org.tr/dosyalar/KararAlma\\_Sahin\\_Aksoy.pdf](http://www.tek.org.tr/dosyalar/KararAlma_Sahin_Aksoy.pdf), 19 Şubat 2015, s.4 – 24.

Karar alıcılar alternatifler arasında seçim yaparken yaptığı seçimleri zayıf ve güçlü yönleriyle değerlendirir. Hangi seçenek en fazla fayda sağlayacaksa onu seçer. Bu durum bireylerin akılcı davranış sergilediklerini gösterir. İnsanların nasıl karar aldığını ise örgütsel davranış incelemiş ve karar alma modellerini ortaya çıkarmıştır. Karar alma modelleri rasyonel karar alma, sınırlı rasyonellik ve sezgidir.

### 1.1.1. Karar Alma Modelleri

Karar alma modelleri aşağıda kısaca açıklanmıştır.

**Rasyonel Karar Alma Modeli;** Karar vericilerin bütün bilgiye sahip olduğu varsayımı altında, seçenekleri objektif olarak belirlediği ve en çok fayda sağlayacak seçeneği seçtiği varsayımına dayanmaktadır. Kararlar, altı basamaklı modele dayandırılır. Bunlar<sup>3</sup>,

- 1- Problemi belirle,
- 2- Karar verme kriterlerinizin neler olduğunu belirle,
- 3- Bütün kriterlerin göreceli olarak ağırlığını belirle,
- 4- Seçenekleri belirle,
- 5- Belirlediğiniz seçenekleri değerlendir,
- 6- En iyi alternatifi seç.

Ekonomi bilimi bireylerin kendi çıkarları peşinde koşan akılcı varlıklar olduğunu kabul etmiştir. Akılcı davranan bireyler yaptıkları hataları tekrarlamaktan kaçınırlar. Yani akılcı davranan bireyler tercihlerini en iyi şekilde kullanmaya yatkındırlar. Ayrıca ekonomide de yer alan bu model, belirsizlik ve risk altında akılcı karar verme ve ekonomik davranışlarla açıklamaya çalışmıştır<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> Robbins; Judge, a.g.e. , s.3.

<sup>4</sup> Şentürk, Fatih; Fındık, Hakkı: “Rasyonel Karar Alan Ekonomik Birimin Risk Altında Verdiği Kararlara Davranışsal yaklaşım: Kahneman-Tversky Beklenti Teorisi Perspektifinden Eleştirel Bir Bakış”, **Marmara Üniversitesi Öneri Dergisi**, Cilt II, Sayı 42, 2014, s.128.

Yapılan araştırmalarda; yatırım kararlarında yatırımcılar, akılcı davranarak tercihlerini en üst düzeyde tutmak, portföylerini çeşitlendirmek ve riskten kaçınmak isterler. Buna rağmen gerçek hayatta yatırımcılar, yatırımlarında bu isteklerini gerçekleştirememektedirler. Bu durumun sebebi ise bilişsel kusurlardır. Bu psikolojik önyargılar sonucunda bireysel yatırımcılar, kazanan hisselerini erken elden çıkarırken, kaybeden hisseleri uzun süre ellerinde tutmaktadır. Ayrıca, sürü davranışı göstermekte, kendilerine olan aşırı güvenin sonucunda da çok sık zararına işlem yapmaktadırlar. Yatırımcılar sürekli yatırım yaptıkları hisse senetlerine karşı duygusal olarak bağlanır ve sürekli aynı hisse senetlerine yatırım yapmak isterler. Dolayısıyla yatırımcılar yatırım yaptıkları hisseler aidiyet hissetmekte, belirsizlik ve risk ile karşılaştığında az veya aşırı tepki vermekte ve kendilerine göre doğru olan bilgisi dışındaki her bilgiyi reddederek kendi bilgisini destekleyen bilgiyi arama eğilimindedirler. Bunun sonucunda da yatırım kararları akılcı olmaktan çıkmakta, kişinin his ve sezgilerine dayanmaktadır<sup>5</sup>.

Kahneman ve Reipe de yatırımcıların akılcı davranmadığını birçok açıdan kanıtlayanlardandır. Kahneman ve Reipe göre finansal kararlar, yüksek belirsizlik ve riskin olduğu durumlarda alınmaktadır. Bu yüzden de yatırımcılar sezgilerine başvurur. Sezgilere başvurulması da yatırımcıyı akılcı davranmaktan uzaklaştırır. Çünkü yatırımcılar kendilerine aşırı güvendiğinden, olayları geç idrak ederler<sup>6</sup>.

**Sınırlı Rasyonellik Modeli;** Her bireyin bir kapasitesi ve bu kapasitenin bir üst sınırı vardır, bu yüzden bireylerin gerekli olan bütün bilgileri benimsemesi ve algılaması mümkün değildir. Bu yüzden bireyler, karmaşık olayları anlayabilecekleri seviyeye indirgeyerek çözüm üretirler. Bu çözümler yeterli ve tatmin edicidir. İnsan beyni karmaşık olayları tamamen akılcı olarak çözemediğinden, sınırlı rasyonelliğin kısıtları dâhilinde çalışır. Yani, bireyler olayların bütün karmaşıklığını içeren bütününden ziyade, sadece önemli özelliklerini dikkate alarak basitleştirirler. Ancak bu şekilde akılcı davranabilirler.

---

<sup>5</sup> Döm, Serpil; **Yatırımcı Psikolojisi**, Değişim Yayınları, İstanbul, 2003, s. 2.

<sup>6</sup> Gürkan, Şirin; “Finansal Piyasalarda Aşırı Reaksiyonun Davranışsal Finans Açısından İncelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Örneği” Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2009, s. 13.

Bireyler için sınırlı rasyonellik modeli, önceden denenmiş yolları takip ederek seçenekler belirleyip, bu seçenekler arasından kendine göre en uygunu seçmesidir. Rasyonel karar alma modelinde ise bireylerin mevcut olan seçeneklerin hepsiyle ilgili bütün bilgileri toplayıp, topladıkları bu bilgilerle mevcut seçenekler arasından kendilerine göre en uygun olanı seçmeleridir. Bu süreç bireylerde enerji ve zaman kaybına neden olur. Bu yüzden geleneksel rasyonel karar alma modelini kullanmaktansa, daha basit modeli sık kullanmak mantıklıdır<sup>7</sup>.

Diğer bir deyişle sınırlı rasyonellik, karar alıcıların engeller ve sınırlılıkları nedeniyle akılcı olmayacağı görüşüdür. Engel ve sınırlılıkların nedeni ise kısıtlı bilgi ve zamandır<sup>8</sup>.

**Sezgi;** Bir durumu hemen algılama yetisidir. Mantık yürütmenin tamamen dışındadır. Genelden özele ya da özelden genele hiçbir inceleme yapmadan hayal gücü kullanılması söz konusudur. Sezgide karar alma hazır ve çabuktur<sup>9</sup>. Tabi bu noktada sezgiyle batıl inancı, altıncı hissi karıştırmamak gerekir.

Sezgilerimize güvenerek karar alma, akılcı olmayan bir davranış biçimidir. Sezgisel karar alma, deneyimlerimizin dağıtılmasıyla yaratılan bilinçdışı süreçtir. Bu süreç, hızlı ve duygu yüklüdür.

Bireylerin zaman baskısı ve belirsizlik durumunda sezgilerini kullanarak karar vermeleri üzerine çalışmalar yapan Psikolog Grey Klein, sezginin “tanıma” ile başladığını ortaya koymuştur. Eğer bireyler belirli bir konu veya alanda bilgili ve tecrübe sahibiyse bilgiyi tanıyarak kararı kısa sürede verirler. Ayrıca tecrübeler, belirsizlik ve risk durumunda da karar almaya yardımcı olur<sup>10</sup>.

---

<sup>7</sup> Robbins; Judge, **a.g.e.** , s. 175- 191.

<sup>8</sup> Sağır, Cenkan; “Karar Verme Sürecini Etkileyen Faktörler Ve Karar Verme Sürecinde Etiğin Önemi: Uygulamalı Bir Araştırma” Yüksek Lisans Tezi, Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Edirne, 2006, s. 9.

<sup>9</sup> Sağır, **a.g.e.**, s. 21- 22.

<sup>10</sup> Sağır, **a.g.e.**, s. 22- 23.

20. yüzyıl süresince uzmanlar, karar alma sürecinde sezgilerini kullanan bireylerin verimsiz olduğuna inanmışlardır. Günümüzde ise sezgilere güvenmenin karar verme sürecini iyileştirdiği görüşü vardır. Ancak yine de sezgilerin ne zaman doğru ne zaman yanlış olduğu ölçülemeyeceği için fazla güvenmemek gerekir. Bu yanılgılar aşağıdaki gibi açıklanabilir.

### **1.1.2. Karar Almada Yanılgılar**

Karar almada sıkça karşılaşılan yanılgılar vardır. Bunlar aşırı güven yanılgısı, çıpalama yanılgısı, doğrulama yanılgısı, bulunabilirlik yanılgısı, bağlılık gösterme, riskten kaçınma, tesadüf yanılgısı ve ben demiştim yanılgısı olarak sıralanabilir. Kısaca açıklarsak,

Aşırı güven Yanılgısı, yeteneklerinin zayıf olmasına rağmen yüksek olduğuna inanan bir grup. Bu durum genellikle uzmanlık alanı dışına çıktığında meydana gelmektedir.

Çıpalama Yanılgısı, ilk gelen bilgilere takılı kalarak sonradan gelen bilgilere uyum sağlanmaması anlamındadır.

Doğrulama Yanılgısı, geçmiş seçimlerimizi doğrulayan bilgiyi arama, seçimlerimizle çelişen bilgiyi görmezden gelip taraflı bilgilere yönelmemizdir. Algıda seçicilik türlerindedir.

Bulunabilirlik Yanılgısı, hükümlerimizi bulunan mevcut bilgilere göre vermemizdir.

Bağlılık Gösterme, elinde olumsuz bilgi olmasına rağmen önceki karara aşırı bağlanma anlamındadır.

Riskten Kaçınma, kesin olanı tercih etmeyi ifade eder.

Tesadüf Yanılgısı, bireylerin aniden ortaya çıkan olayların sonucunu tahmin edebileceklerini düşünme eğilimi göstermesidir.

Ben Demiştım Yanılgısı, olay sonuçlandıktan sonra sonucu önceden bildiğimize dair gösterdiğimiz yanlış inanç. Ayrıca bu yanılgı, geçmişten ders alabilme yetimizi de zayıflatır.

Karar verici veya alıcılar sınırlı rasyonel davranış sergilemektedir ama bu yanılgılar kararlarını etkiler.

## 1.2. KARAR ALMAYI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

### 1.2.1. Kültür

Kültür, bizlere göre yabancı bir kelime değildir. Kullanılması kolay olan bu kelimenin açıklanması zordur. Günlük yaşantımızda sıkça kullandığımız bu kelime bireylerin toplumun bir parçası olduğunu ve kazandığı alışkanlıkları da diğer alışkanlıklarına katarak bir bütün oluşturması anlamına da gelmektedir<sup>11</sup>.

TDK ya göre kültür; tarihsel, toplumsal gelişme süreci içinde yaratılan bütün maddi ve manevi değerler ile bunları yaratmada, sonraki nesillere iletmede kullanılan, insanın doğal ve toplumsal çevresine egemenliğinin ölçüsünü gösteren araçların bütünü olarak tanımlamıştır.

Kültür bir toplumun yaşama tarzı olarak karakterize edilen, bilgi, inanç, örf adet gibi maddi ve manevi olmayan unsurlardan oluşan karmaşık bir bütündür<sup>12</sup>.

Kültürün yaklaşık olarak 160 tanımı bulunmaktadır. Bu tanımlardan bazıları şöyledir<sup>13</sup>;

M.Mac Ivera' a göre kültür, ideoloji, din gibi toplumsal yaşam belirtileri olarak tanımlarken; Voltair kültürü, insan zekâsının oluşumu, gelişimi ve geliştirilmesi olarak tanımlamıştır.

Kültürün en eski tanımı Taylor tarafından yapılmıştır. Taylor'a göre kültür, bir toplumun üyesi olan bireyin öğrendiği bilgi, sanat, gelenek- görenek gibi alışkanlıkları içine alan karmaşık bir bütündür.

<sup>11</sup> Kayaalp, İsa; **İletişimde İnsan Dili**, İstanbul, Bilge Yayıncılık, 2002, s. 121.

<sup>12</sup> Şimşek, Şerif; Çelik, Adnan; Akgemici, Tahir: **Davranış Bilimlerine Giriş ve Örgütlerde Davranış**, 7. Baskı, Ankara, Gazi Kitabevi, 2000, s. 41.

<sup>13</sup> Şimşek; Çelik; Akgemici, **a.g.e.**, s. 41.

Çubuk'a göre kültür, insanların yaşam biçimlerinin ayırıcı özelliği olarak tanımlarken<sup>14</sup>; Çakmak kültürü, belirli bir toplum üyeleri tarafından aktarılan ve paylaşılan davranış sonucu olarak tanımlamıştır<sup>15</sup>.

Kültür, bir toplumu belirten davranış biçimidir. Kültür, insanın doğuşundan ölümüne kadar olan süreçte kalıplaşmış alışkanlıkları kapsamaktadır. Kültür aslında bizlerin sosyal mirasıdır. Her kültür bir değere sahiptir ve bu kültürel değerler de bireyler tarafından sosyalleşme sürecinde öğrenilir. Dolayısıyla bireylerin tutum ve düşünceleri büyük oranda yaşadığı kültürü yansıtır.

Odabaşı ve Barış kültürün özellikleri şu şekilde sıralanmıştır<sup>16</sup>;

- Kültür öğrenilmiş davranış biçimidir. Kültür doğuştan değil sonradan aile ve çevre yardımıyla öğrenilebilir. Nesilden diğer nesle yavaş yavaş aktarılır.
- Kültür gelenekseldir. Çünkü kültür, toplum üyelerinin davranış ve düşüncelerine uygun standarttır.
- Kültürü insanlar ortaya çıkararak oluşturur.
- Kültür zaman içerisinde çevre koşullarına uyum sağlamak açısından değişebilir.
- Hemen hemen tüm kültürler de ortak norm ve değerlerin olduğu kadar farklılıklar da vardır.
- Kültür ihtiyaçları giderir.
- Kültür toplum bireyleri tarafından paylaşılan inanç ve değerlerdir. Bu değer ve inançlar nesilden nesil'e aktarılır.

---

<sup>14</sup> Çabuk, Serap: **Profesyonel Satış Yönetimi**, 2. Baskı, Adana, Nobel Kitabevi, 2005, s. 200.

<sup>15</sup> Çakmak, Ali. Ç.: "Firmaların Pazara Açılma Sürecinde Markanın Etkinliği ve Örnek Bir Uygulama: Mado Markası" Yüksek Lisans Tezi, Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kahramanmaraş, 2004, s.8.

<sup>16</sup> Odabaşı, Yavuz; Gülfidan, Barış: **Tüketici Davranışı**, 13. Basım, İstanbul, Mediscat Kitapları, 2013, s. 314 – 315.



## 1.2.2. Kültür Çeşitleri

Kültür sınıflamaları çeşitli kriterlere göre yapılmıştır. Kültür oluşum biçimi, kültür öğelerinin bileşimi, yaşadıkları bölgeler, bireylerin ekonomik durumu gibi faktörler ön plandadır.

Davranış açısından baktığımızda kültür; genel kültür – alt kültür, maddi kültür- manevi kültür ve üçlü ayırım olarak kategorilere ayrılmıştır<sup>17</sup>.

### 1.2.2.1. Genel Kültür – Alt Kültür

Erdoğan'a göre, kültürdeki bu ayırım yaygınlık derecesine göredir<sup>18</sup>. Genel kültürü bir toplumun sahip olduğu kültür olarak düşünürsek, ne kadar genel kültür varsa o kadar toplum vardır denilebilir. Ayrıca, bir toplumun inançları, değerleri, hareketleri ve normlarının türleri genel kültürü oluşturan parçalardır.

Alt kültür ise; ana kültürün bir parçasıdır. Kendine has farklı davranışlardan oluşur. Örneğin, Satış artırma çabalarında alt kültür çok önemlidir. Çünkü satış artırmak için kullanılan stratejiler belirli bir hedef kitleye ulaşmak istenir. Ulaşmak istenen hedef kitlenin alt kültür özelliklerinin bilinmesi iletişim açısından gereklidir<sup>19</sup>.

Toplumun değerleri, inanç yapısı, yaşam tarzları genel kültürü oluşturur. Bu kültür içinde yer alan dinsel, ırksal, bölgesel gibi ayrıcalıklarla birlikte kendilerine has yaşama biçim ve değeri olan kültür ise alt kültürü ortaya koyar<sup>20</sup>. Alt kültür bireylerin, giyim,

---

<sup>17</sup> Şimşek; Çelik; Akgemici, **a.g.e.**, s. 41.

<sup>18</sup> Erdoğan, İlhan: **İşletmelerde Davranış**, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayın No: 272, İstanbul, 1997, s.122.

<sup>19</sup> Esen, Karabacak: "Medyanın Tüketici Davranışları Üzerindeki Etkisi ve Pazarlama Yönetimi Açısından Önemi" Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya, 1993, s. 85.

<sup>20</sup> Şimşek; Çelik; Akgemici, **a.g.e.**, s. 43.

kuşam, eğlenme, mesleki seçimlerini etkilemektedir. Ayrıca alt kültürlerde yaş, cinsiyet, meslek, eğitim gibi ayırım yapılabilmektedir.

### 1.2.2.2. Maddi Kültür – Manevi Kültür

Maddi kültür, bireylerin yaşayabilmek için oluşturdukları çevreyi etkileyen teknolojik faktörler ve teknolojinin içerdiği tüm araç gereçler olarak ifade edilmektedir. Maddi kültüre örnek olarak, makine, bürolar, giysi, cihazlar v.b. gösterilebilir<sup>21</sup>.

Manevi kültür, bir ulusu diğer uluslardan ayıran inançlar, ideolojiler, değerler ve normlar olarak tanımlanabilmektedir.

Kültürün gereksinimlerini karşılayan bu maddi yönünden başka, sosyal ve ruhsal gereksinimleri karşılayan sosyo – psikolojik boyutu da vardır. Bireyin düşüncesini, değerlerini, inançlarını maddeleşmeden insan yaşamını etkileyen bir yapısının olması, değerler ve bu değerlerin oluşturduğu yaşam tarzları manevi kültürü oluşturmaktadır<sup>22</sup>.

### 1.2.2.3. Üçlü Ayırım

Öğrenme zamanlarına göre kültürü tanımlamak için 3lü bir ayırım yapabiliriz. Bunlar; sonradan öğrenilen kültür, birlikte oluşan kültür, önceden oluşan kültür şeklindedir<sup>23</sup>.

**Sonradan Öğrenilen Kültür**, bireylerin atalarından öğrendiği kültürdür. İlkel toplumlarda geçerli olan bir kültür türüdür ve bireyler yavaş yavaş öğrenirler.

**Birlikte Oluşan Kültür**, bireylerin yaşlılarından öğrendiği kültürdür. Bu kültür biçiminde eski nesil'in kendilerinden sonra gelen nesil'e yaşlılarından öğrendiklerini aktarması, kendilerinden sonra gelen nesil'in davranış modelini oluşturur.

---

<sup>21</sup> Şimşek; Çelik; Akgemici, **a.g.e.**, s. 43.

<sup>22</sup> Erdoğan, **a.g.m.**, s.123.

<sup>23</sup> Şimşek; Çelik; Akgemici, **a.g.e.**, s. 44.

**Önceden Oluşan Kültür**, yaşlıların gençlerden öğrendiği kültür biçimidir. Yaşlıların, gençlerin yarattığı kültürel değerleri benimsemesidir. Yani eski ve yeniye birleştirmesidir.

Kültür; toplumun üyesi olan bireylerin birbirleriyle iletişim kurmasına, belirli davranış ve olayları yorumlamasına ve yorumladığı olayları değerlendirmesine yardımcı olmaktadır.

Yatırımcılar, karar alırken öğrenmelerden etkilenirler. Yatırımcılar her şeyden önce yaşadığı kültürel yapıyı tanır, kişiliği, tutumu, hedefleri ve değerleri bu kültürel yapının içinde oluşur. Bu yüzden yatırımcıların alacağı kararlar içinde bulunduğu kültürel yapıdan etkilenerek kişiliği ve güdeleri kişiliğini belirleyecektir. Her bir yatırımcının öğrenme sürecinden geçmiştir. Bu sürecin sonunda deneyim edinmiş ve kazanımları farklı olduğundan aynı olay karşısında vereceği kararlarda değişecektir<sup>24</sup>.

### 1.2.3. Din

Din, genel olarak doğaüstü, ahlaki öğeler taşıyan, kutsal, çeşitli değer ve kurumlara sahip inançlardır<sup>25</sup>.

Tdk' ya göre din, inançları kurumlar, kurallar, ayinler ve semboller biçiminde toplayan bir düzendir<sup>26</sup>.

İslam bilginleri ise dini, “akıl sahibi insanların kendi tercihleriyle bizzat hayırlı olan şeylere götüren ilahi bir yasa” olarak ifade etmişlerdir.

---

<sup>24</sup> Usul, Hayrettin; Bekçi, İsmail; Eroğlu, Hüsrev A.: “Bireysel Yatırımcıların Pay senedi Edinimine Etki Eden Sosyo-Ekonomik Etkenler”, **Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, Sayı 19, 2002, s. 138- 139.

<sup>25</sup> (Erişim) <http://tr.wikipedia.org/wiki/Din> / 19.05.2015.

<sup>26</sup>(Erişim),  
[http://tdk.org.tr/index.php?option=com\\_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.55553c6d3e7b96.16963529](http://tdk.org.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.55553c6d3e7b96.16963529) / 14.04.2015.

Batı da ise birbirinden farklı din tanımı bulunmaktadır. Dini kiliseler ve din adamları kendi görüşleriyle tanımlarken; materyalistler, felsefeciler ve sosyologlarda kendi görüşleri çerçevesinde tanımlamaktadırlar. Bu farklı görüşler sonucunda din olgusunun evrensel olduğunu düşünebiliriz. Ayrıca din “güçlü bir sosyal kontrol” aracıdır.

Din sadece insanların inanç ve ibadetleri olarak düşünülmemelidir. Dini benimsemiş kişilerin sosyal yaşantıların da belirli kuralları olduğundan davranış biçimlerini de etkilemektedir. Bu yüzden yatırım kararı alan bireylerde inandıkları dinden etkilenebilirler<sup>27</sup>.

Bireylerin davranışları, genellikle inançlarına, tutumlarına, değer yargılarına bağlıdır. Ancak, bütün bunlar kanıtlanabilir yargılar değildir. Sosyal ve kültürel yapının dinin içerdiği değer ve inançlardan etkilendiğini düşünürsek, dinin iktisadi gelişmelere de etkisi olacaktır. Bu nedenle iktisat teorisi çerçevesinde de kültür ve din çalışmaları hızla artmıştır<sup>28</sup>.

Ekonomi biliminin en önemli kuramcılarında biri olan Marshall da, İktisadın İlkeleri isimli kitabında, “Dünya tarihini şekillendiren ve insanoğlunun kendi günlük işlerini yönlendiren iki asli kurum vardır, bunlar din ve ekonomidir.” demiştir.

Ekonomik faaliyetler yalnızca maddi hareketlerden oluşmamaktadır. Bireyler ekonomik faaliyetlerinin yasal olduğuna inanmak ve inandırmak için farkında olmadan maneviyatlarını da katmaya ihtiyaç duyuyorlar<sup>29</sup>.

Dinin ekonomik davranışları etkilediği gibi ekonomi de dini etkilemektedir. Din etkisi daha kalıcıdır ve daha derinlere inerek toplumun genel yapısı içerisinde ekonomik

---

<sup>27</sup> Ateş, Alper: “Finansal Yatırımların Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi Üzerine Bir Araştırma” Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya, 2007, s. 58.

<sup>28</sup> Açıkgöz, Ömer; Karagül, Mehmet: “İktisat Tarihi Perspektifinde İktisadi Kalkınma Ve Din İlişkisi”, **Selçuk Üniversitesi İ.İ.B.F Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, s. 472- 480.

<sup>29</sup> Ülgener, Sabri: “İktisadi Hayatta Zihniyetin Rolü ve Tezahürleri”, **İktisat Fakültesi Dergisi**, Cilt II, No 3-4, s. 351-380.

yapısını da değiştirmektedir. Bu yüzden de dinler ortaya çıktıkları toplumun yaşam biçimini ve ekonomik yapılarını da etkilerler. Özellikle, cennet, cehennem, Allah gibi inançlar ekonomik performans üzerinde son derece etki göstermektedir<sup>30</sup>.

Rasyonel seçim kuramı, dini davranışı açıklamak için geliştirilen ekonomik modelin en önemli bileşenlerinden biridir. Rasyonel seçim kuramı toplumsal hayat açıklamalarını bireyin rasyonel seçim ve bireylerin tercihlerine dayandırmaktadır. Rasyonel seçim kuramı, "insanlar bir tercih yapmak durumunda kaldıklarında genellikle en iyi davranış tarzı olduğuna inandıkları şeyi seçerler" olarak özetlenebilir. Bireylerin toplum içindeki davranışlarını anlamak ve açıklamak için geliştirilen bu kuram, dini davranışların açıklanması için dine de uygulanmıştır. Bu uygulamadan yola çıkan Iannaccone, dini pazar modeli olan "Dini pazarlar" kavramını ortaya çıkarmıştır. Dini pazarlar kavramı, dini toplulukların varlıklarını sürdürürebilmek için üye ve kaynak arayışı için toplumsal alanları nitelemektir. Ayrıca, yeni din hareketlerinin artması üye arayışı için aralarında rekabet oluşması ve bu üyelerin ihtiyaçlarını karşılamak için çaba harcamalarına neden olur. Bu yüzden; üyeler "müşteri" lere, dini gruplar ise "ticari firmalara" benzetilmiştir. Dini pazara gelen üyeler, günlük alışveriş yaptıkları gibi, alacakları dini mal ve hizmetinde maliyetini, karını, zararını hesaplar ve tercihini en yüksek manevi kazanç getirecek yatırıma yapar.

Bu yüzden de gruplar rakiplerine karşı üstünlük sağlayabilmek için mal ve hizmet sunma çabasına girerler. Günümüzde de dinin reklamı yapılır ve satılır, üretilir, tüketilir, arz ve talep edilir. Bu modele göre din piyasasının varlığından söz edilebilir. Özetle, dinin ekonomik teorisi, dini bir mal veya tercih edilebilir bir objedir<sup>31</sup>.

---

<sup>30</sup> Eren, İsmail: "Din-Ekonomi İlişkisi: İslam'ın Sosyo-Ekonomik Yapısı İçerisinde İnfak Kurumunun Oluşum Sürecinin İncelenmesi" Doktora Tezi, **Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi**, Isparta, 2013, s. 4-6.

<sup>31</sup> Kirman, Ali M. : "Dinin Ekonomik Modeli Küreselleşme Sürecinde Dine Yeni Bir Yaklaşım" (Erişim) <http://dergipark.ulakbim.gov.tr/omuifd/article/viewFile/5000073453/5000067712> / [20.03.2015](http://dergipark.ulakbim.gov.tr/omuifd/article/viewFile/5000073453/5000067712) , s. 149- 157.

İslam dininin kutsal kitabında birçok hüküm dünyevi hayatı düzenlediğidir. Tüm dinler hayatı düzenleme amacını benimsemiştir bu düzenlemeler İslam dininde de da yoğunudur. Ekonomi de İslam üzerinde yoğun fikirler üretilmiştir. Gerek İslam düşünürlerinin yazılarında gerek Kur'an-ı Kerim de ekonomik yaşama ilişkin değerlendirmeler vardır.

“Faiz (riba) yiyenler, ancak şeytan çarpmış olanın kalkışı gibi, çarpılmış olmaktan başka (bir tarzda) kalkmazlar. Bu, onların: “Alım-satım da ancak faiz gibidir” demelerinden dolaydır. Oysa Allah, alış-verişi helal, faizi haram kılmıştır. Kime Rabbinden bir öğüt gelir de (faize) bir son verirse, artık geçmişi kendisine, işi de Allah’a aittir. Kim (faize) geri dönerse, artık onlar ateşin halkıdır, orada sürekli kalacaklardır.” (Bakara 275)

Bu ayet faizin haram olduğunu söyler. İslam da vergi alınmasını yasaklayan bir hüküm yoktur. Bu sebepten İslam Devletleri vergi uygulamalarını gerçekleştirmektedir. İslam’a göre şu özelliklere sahip olan mallardan vergi alınabilir. Bunlar, malın mülkiyetinin olması, belirli miktarı aşması gerekir, üretilebilir ve artırılabilir olmalı, bir malın alındığı tarihten 1 yıl geçmesi ve bütün maldan değil ihtiyacı aşan kısımdan alınması gerekir.

Bireyler yatırım yapmak isteyebilirler. Yaptıkları yatırımdan kar elde etmek ya da uzun vadede kazanç sağlamak için gayrimenkule yatırım yapabileceği gibi senetlere de yapabilirler. Tabi Türkiye de yaşayan ve İslam’ı benimsemiş yatırımcılar din kuralları çerçevesinde değer ve kültürlerine göre yapacaklardır. Faizin haram olduğundan biraz önce bahsetmiştim. Peki, borsa da işlem yapmak veya senet alım satımını yapmak İslam dinine göre nasıl yorumlanır?

Tahvillerin belli bir vadeleri vardır ve bu vade de hamiline faiz geliri sağlar. Tahviller vadesinden önce de hamiline geri ödenebilir. İslam da faiz haram olduğundan tahvilde haramdır. Borsa bugün şans oyunu gibidir. Çünkü piyasaya müdahale edildikçe hisse senetleri olması gereken değer çok üstünde olabilir. Bu değerlerden yararlanan yatırımcılarda alım satım yaparak ya kazanıp ya kaybediyorlar.

Pay senetleri (hisse senetleri) ise ortaklık senetleridir. Peygamber efendimiz, "İki kişi bir işe ortak olunca, üçüncü ortakları Allah'tır." demiştir. Yani ortaklık İslam da caiz görülmüştür. Fıkıh bakımından pay senedi almakta bir sorun yoktu. Ancak fıkıh' göre haram mal veya hizmet üretiyorsa, o şirketin pay senedi alınmamalıdır. Bunun dışındaki hisse senetleri alınıp satılabilir<sup>32</sup>.

1992 yılında Cidde'de yapılan "İslam Konferansı Teşkilatı"na bağlı "İslam Fıkıh Akademisi" nin 7. Dönem Toplantı'sında hisse senetlerinin kâr ve zarara iştirak etmesi sebebiyle, kural olarak helal olduğu, fakat şer'i hükmünün bunu çıkaran şirketin ticari işlem ve amaçlarının meşru oluşuyla yakından ilgili bulunduğu belirtilmiştir.

Fıkıh'a göre, borsa ve hisse senetleri hakkında din adamları caiz değil derken, çoğunluk ise caiz olduğu yönünde fikir birliğine sahiplerdir. Ancak şirketin, İslam'ın haram kıldığı mamullerin üretimini ya da satımını yapmaması gerektiğidir<sup>33</sup>.

#### 1.2.4. İdeoloji

Sosyal bilimin başlangıcı olan ideoloji, toplum tarafından benimsenen genel bakış açılarının ve ideolojik düşünceleri eleştirilerek gözden geçirilmesi ve gerçeği ortaya koyabilecek hipotezlere ulaşmasıdır<sup>34</sup>. Örneğin, bireyin duyguları ile fiziksel yapısı arasındaki karşılıklı hissetme, düşünme gibi ilkeler ideolojistlerin felsefi temel taşı olmuştur<sup>35</sup>.

<sup>32</sup> Yeniçeri, Celal, Marmara Üniversitesi İlahiyat Fakültesi  
(Erişim) <http://www.milliyet.com.tr/content/dosya/ramazan/1911.html/> 21.05.2015.

<sup>33</sup> Beşer, Faruk: **Fıkıh Araştırmaları Işığında Fetvalar**, 1. Baskı, İzmir, Nil Yayınları, 1991, s. 78- 79.

<sup>34</sup> Özel, Hüseyin: İktisat, İdeoloji Ve İktidar, "**Bilim ve İktidar**" başlıklı kongrede, "**İktisat, İktidar ve Toplum**" oturumunda yapılan konuşma metni, 2006  
(Erişim) [http://yunus.hacettepe.edu.tr/~ozel/Bilim\\_iktidar\\_Karaburun.pdf/](http://yunus.hacettepe.edu.tr/~ozel/Bilim_iktidar_Karaburun.pdf/) 23.04.2015, s. 8-10.

<sup>35</sup> Topakkaya, Arslan: "İdeoloji Kavramının Tarihsel Gelişim Sürecine Kısa Bir Bakış", **Erzincan Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt 11, Sayı 1 – 2, 2007, s. 164- 178.

İdeoloji, yanlış bir gerçekliğin sonucudur. İdeoloji, sihirli sosyal ilişkileri yansıtmak dışında bu ilişkileri idealleştirmekte, doğallaştırmakta ve kendilerini tekrar tekrar üretmelerine katkıda bulunmaktadır. Tabii bu idealleştirme, doğallaştırma ve üretime bireyin katılımı son derece önemlidir. İdeolojinin yeniden üretimi bireyin görmek istemediklerini görmemesi, kendi istediği gibi düşünmesi ya da kendi kendini kandırması gibi psikolojik mekanizmalardır diyebiliriz<sup>36</sup>.

İdeoloji kavramının kurucusu De Tracy Condillac, öncüsü J. Lock ve bu kavramı ilk kullanan Destutt de Tracy dir. Bu kavramın kullanımı Antik Yunan'a kadar dayanmaktadır iddiası vardır. İdeoloji kavramı bireylerin sosyal, siyasal, ekonomik yaşantısını da kapsamaktadır. Bu kavram yalnızca bireyin dünya görüşünün oluşması değildir. Bireyin dünya görüşünün oluşumunda tarihe, toplumla, kurumlarla olan ilişkisinin belirlenmesinde etkindir. Felsefeden, sosyolojiye, siyasal bilimlere kadar bütün sosyal bilimlerin kendilerine araştırma alanı olarak bu kavramı seçmesi bu olguyu açıklayan örnektir<sup>37</sup>.

İdeoloji; hükümet, parti, toplumsal sınıf davranışlarını yönlendiren, hukuksal, dinsel, bilimsel düşünceler bütünüdür. Başka bir ifadeyle, maddi ilişkiler tarafından koşullanan, sınıf çıkarlarını dile getiren ve bireyin, sosyal davranışlarını etkileyip, kendi doğrultusunda görüşler, değer yargıları yaratmaya yönelik toplumsal fikirler bütünüdür<sup>38</sup>.

İdeoloji kavramında Marksist düşünürler önemli yer tutmaktadır. Marx, Lenin, Gramsci, Lukacs, Frankfurt Okulu, Althusser gibi düşünürler bu alanda çalışmışlardır<sup>39</sup>.

Marks, bir toplumdaki egemen sınıfın çıkarları ile hâkim olan düşüncelerin birlikte olmak zorunda olduğunu belirterek ideolojik oluşumu bu ilkeye bağlamıştır. Yine Marks'a göre, ideoloji gerçeklik hakkında bir yanılsama, bir illüzyon değil, onun bilinç

---

<sup>36</sup> Özel, **a.g.e.**, s. 9.

<sup>37</sup> Topakkaya, **a.g.m.**, s. 164- 178.

<sup>38</sup> (Erişim) <http://ideoloji.nedir.com/#ixzz3a1MgJqI8/25.04.2015>.

<sup>39</sup> (Erişim) <http://tr.wikipedia.org/wiki/%C4%B0deoloji/10.02.2015>.



üzerindeki izi ya da görünümüdür. Marks işçi sınıfının kendilerine ait olmayan fikirlerle, toplumsal ilişkilere yönlendirildiklerini söylemektedir. Bu fikirler ekonomik, siyasal ve toplumsal çıkarları onlardan farklı olan sınıfların fikirleri olduğu görüşündedir<sup>40</sup>.

Althusser' a göre ise ideoloji bir ortamı ifade ettiği için her yerde olduğu görüşündedir. Marks'ın ideoloji tanımı ile Althusser' in tanımı sıkça karıştırılmaktadır. Althusser'in ideoloji kavramının iyi anlaşılması için gerçeğinden hareket ederek ele alınmalıdır. Örneğin Althusser medya ile ilgili herhangi bir çalışma yapmamıştır. Buna rağmen iletişim, söylem ve medya analizlerinde onun çalışmalarını irdelemek ve uygulamak geçerli sonuçlar vermektedir.

İdeoloji, nesnel olmayan bir düşünce ürünüdür. Tanımdan da anlaşılacağı gibi olaylarda taraf tutmaya benzerdir. Bireyi yanılsıza götürüp yanıltabilir. Buradan ideolojinin yanıltıcı bir özelliği olduğunu söylenebilir. İdeoloji kavramı, bireylerin yaklaşım açısı ve tanımlamasına göre değişmektedir. Yani ideoloji, belirli bir sınıf ya da topluluğa özgü inançlardan oluşmaktadır. Fikir üretiminin temel sürecidir.

Condillac' a göre ideoloji, “insanın dünyayı içinde bulunduğu kalıplara göre algıladığı, ruhsal durumuna göre dünyayı irdeleyip, hükümlere vardığı” olarak tanımlamış ve çok eleştiri almıştır. Ayrıca Condillac ideoloji için başka bir düşünce ortaya atmıştır. Bu düşünce, bireylerin kendi içinde buldukları kalıplarla hareket etmeyip, dışarıdan gelen etkiyle hareket etmeleridir<sup>41</sup>.

İdeoloji tanımlarının çoğunda, ideoloji toplumun hangi kesiminde olduğu önemsenmeksizin bireyin düşünüş biçimini etkileme olasılığı hep dışarıda bırakılmıştır. Yani ideolojinin aynı zamanda kapitalizmin dayatmış olduğu “bilinç biçimi” gözden kaçırılmamalıdır. Ayrıca, ideolojinin düşünce, davranış biçimi, şekli, küçük simgesel işlevleri olduğundan bütün bu işlevleri yorumsamacı (hermeneutic) olarak da bakmak

---

<sup>40</sup> Kazancı, Metin: “Althusser, İdeoloji Ve İdeoloji İle İlgili Son Söz”, **İstanbul Üniversitesi İletişim Fakültesi Hakemli Dergisi**, Sayı 24, 2006, s.1- 18.

<sup>41</sup> Kazancı, **a.g.m.**, s.1-18.

gerekir<sup>42</sup>. Yorumlama (Hermeneutik), ilk olarak Hıristiyan teolojisi alanındaki yorum tartışmalarından ortaya çıkan yöntem bilim ve anlam bilgisidir. Sonraki zamanlarda yorumlamacı terimi (hermeneutic) tanrıbilimi (teoloji) alanının dışına çıkararak genel anlamda yorum araştırmaları ile ilgili felsefi bir disiplin oluşturmuştur<sup>43</sup>.

İdeolojilerin, etkileri doğrudan hissedilmeyebilir. Ancak bireylerin bilinçaltında kalan ve kalıplaşmış davranış biçimlerine sahip oldukları ideolojinin etkisi büyüktür<sup>44</sup>.

Klasik ideoloji kavramı için bireysel olan ilgileri politik açıdan meşrulaştırma zorunluluğu vardır. Bu bağlamda ideoloji Habermas' a göre, 18. Yüzyıldan itibaren "kamu alanı" kavramıyla gelişmiştir. "Bu yüzyılda kamunun ortak aklı tarafından yürütölen sosyal sınıfların ilgileri, genelin kabulü olarak anlaşılmıştır." Buradan da anlaşıldığı üzere ideoloji gerçeklikten uzaktır<sup>45</sup>.

İdeoloji kavramının gelişmesinde büyük rol oynayan bir diğer önemli araştırmacı Markus' a göre, ideoloji ile sosyal gerçeklik arasındaki ilişkiyi tasvir etmeye çalışmıştır. Marcus, ideoloji kavramının sınırlandırılmasıyla birlikte sosyal gerçeklik arasındaki ilişkiyi teknolojik gelişmenin tek gerçekliği olarak tanımlamaktadır<sup>46</sup>.

"Teknoloji ve bilimin egemenliği altında bulunan toplum, gittikçe daha etkin bir şekilde insan ile tabiata hakim olmaktadır."

Modern ideoloji kavramına baktığımızda şimdiki kavramlardan farklıdır. Modern ideoloji kavramı üretim araç ve ilişkileri arasındaki paradoks ile özel ve nesnel

---

<sup>42</sup> Özel, **a.g.e.**, s. 15.

<sup>43</sup> (Erişim) <https://tr.wikipedia.org/wiki/Hermeneutik/> 22.07.2015.

<sup>44</sup> Topakkaya, **a.g.m.**, s. 164- 178.

<sup>45</sup> Topakkaya, **a.g.m.**, s. 164- 178.

<sup>46</sup> Topakkaya, **a.g.m.**, s. 164- 178.

farklılıklarla ifade edilmemektedir. “Eğer doğru (karşılıklı) değişim ideolojisi ortadan kalkarsa, artık hakim sistem üretim araçları ilişkileri açısından doğrudan tenkit edilemez olur”. Bu değişim ideolojisi yerine yedek bir program ortaya çıkarılmıştır. Bu program serbest pazar anlayışına göre değil, serbest değişimin olmadığı devlet kurumlarına göredir. Habermas ve Markus’ un düşünceleri bu noktada birbirine ters düşmektedir. Habermas’ ın Markus dan ayrılan yönü şu şekilde açıklanabilir. Eğer politika ekonomiye bağlı olarak eleştirilebiliyorsa Markus haklıdır. Ama ekonomik yapı tam tersine politik çatışmaların gereği gibi anlaşılıyor ise doğrudan bir ideoloji kritiğidir denilemez<sup>47</sup>.

Toplumda her şeyi ekonominin belirlediği gerçeğini mekanik bir biçime sokarak, insanları yalnızca ekonomik çıkarların güdüleyip yönlendirdiğini sanmak yanlış ve sığ bir yaklaşımdır.<sup>48</sup>

İdeoloji bir ekonomiye bağlı sonuç olarak ortaya çıkmamaktadır. Kendi belirleyiciliği ve etkisi olan maddi pratiktir diyebiliriz. Yapılan bu tespit, kitle iletişimiyle de ilgili olduğudur. Günümüzde ki kitle iletişim araçları bu pratiği yansıtmakta ve en güzel örnekleri olmaktadır. İdeolojinin önemi gün geçtikçe artmakta ve güç kazanmaktadır. Toplum üzerinde de bu güç hissedilecektir<sup>49</sup>.

Mesela, basın ideolojisi, çıkarların meşrulaştırıldığı ve fikirlerin genelleştirildiği fikirler ve profesyonel idealler sistemidir diyebiliriz. Medya baronları, borsa ile tamamen iç içe girmiş durumdadır. Bir medya baronu sadece medyaya değil, kimya endüstrisi, silah endüstrisi gibi her endüstriye de yatırım yaparlar. Örneğin, "Medya Baronu" olarak anılan Kanadalı Conrad Black' a, ülkesinde halka açık şirketlerde ticaret yapma yasağı

---

<sup>47</sup> Topakkaya, **a.g.m.**, s. 164- 178.

<sup>48</sup> Kazancı, **a.g.m.**, s.1- 18.

<sup>49</sup> Kazancı, **a.g.m.**, s.1- 18

getirilmiş sadece eyaletteki finansal piyasalarda menkul ticaret yapabilme hakkı bırakılmıştır<sup>50</sup>.

Siyaset bilimine bakıldığında son yıllarda yapılan araştırmalar, bireyleri yatırıma özendirmenin temel faktörü ekonomik değil, politik ve kurumsal faktörlerdir görüşü hâkimdir<sup>51</sup>.

İktidardaki partilerin ideolojilerindeki temel sorun sağ, sol, merkez, muhafazakâr veya liberal partilerin ekonomik politikalara karşı ideolojileridir. Ayrıca iktidar partisinin siyasi ideolojileri teşvikler üzerinde oldukça etkilidir. Bunun yanı sıra iktidardaki parti ideolojisinin yatırım teşviklerini etkilemediği görüşü de mevcuttur. Muhafazakâr siyasi partilere bakıldığında siyasi partiler genellikle serbest piyasa yanlısıdır. Bu partiler, korumacılığa karşı çıkarak, teşviklerin rekabeti bozduğunu ve bu yüzden siyasi partilerin teşvik vermede kararsız kalabilecekleri ya da sanayi ve ticaret topluluklarının baskısı altında kalıp teşvikleri artırabilir<sup>52</sup>.

İdeolojisi kutuplaşmış demokratik toplumlardaki iktidar değişiklikleri durumunda o partinin ideolojisi yok olacaktır. Aynı şekilde, darbe gibi anayasal olmayan yollardan meydana gelen rejim değişikliklerinde ekonomi politikaları açısından değişiklikler olmayabilir. Bu durumdan da anlaşılacağı gibi yatırımcıların ilgilendiren politik rejimden çok, ekonomi politikalarının istikrarı ve teşviklerdir. Belirsizliğin her yerde olduğu gibi ekonomi politikalarına ilişkin oluşan belirsizlik durumunda, yatırımcılar her zaman dediğimiz gibi yeni bir bilgi gelme durumunda yatırımlarını erteleyeceklerdir. Tabii unutulmaması gereken önemli bir nokta, politik rejim değişikliğiyle ekonomik rejim değişikliği birbirine bağlıdır. Yani politik rejimin değişmesi durumunda ekonomik

---

<sup>50</sup> Erdoğan, İrfan: **Dünyanın Çarpık Düzeni Uluslararası İletişim**, İstanbul, Kaynak Yayınları, 1995, s. 1- 100.

<sup>51</sup> Yavan, Nuri: “Türkiye’de Yatırım Teşviklerinin Bölgesel Belirleyicileri: Mekânsal ve İstatistiksel Bir Analiz”, **Coğrafi Bilimler Dergisi**, Cilt: 10 Sayı: 1, 2012, s. 9- 37.

<sup>52</sup> Yavan, **a.g.m.**, s. 9- 37.

rejim de doğal olarak değişecektir. Her iktidarın politik rejimi ve ekonomik rejim planları birbirinden farklıdır<sup>53</sup>.

Ayrıca; siyasi partilerin ideolojileri, seçim zamanı, iktidar partinin görüşleri ve seçim bölgesinin büyük veya küçük olması, hükümetin vereceği teşviklere olan arzı etkilemektedir<sup>54</sup>.

Bu kanı ile toplum içerisinde bireyin aradığı, ulaşmak istediği pozisyon ve bu pozisyonda ilişki kurduğu çevre ve çıkar düzeni içinde vereceği karar görsel olarak vereceği karardır. Bu karar bireylerin ideolojisi, ekonomik ilişkiler temelini gerçek anlamıyla yansıtabilir. Ayrıca toplumda yaşayan bireylerin verdikleri tüm kararlar, yer tutma endişesi ve basamak atlama umududur<sup>55</sup>.

Yatırım kararı alan bireyler, diğer tüm yatırım kararı alan bireyler gibi çeşitli kuralları, gelenek görenek, inanç ve kültürü olan topluluk içerisinde yaşamaktadırlar. Bu toplum içerisinde yaşarken, doğal olarak bu faktörler, bireylerin yatırımlarını etkileyen dini inançlar, politik inançlar, aldığı ve bulunduğu ortamın kültürü olduğu gözlenmiş ve bireyin davranışlarını da önemli derecede etkilemiştir. Ekonomik alanda alınan her kararda kişiden kişiye değişmeler göstermiştir<sup>56</sup>. Bunun nedenleri, yatırımcıların değerleri, tutumları, hisleri, ırkları, dinleri, amaç ve hedefleri, kültürü, ideolojileri, bilgileri, deneyimleri birbirlerinden farklı olduğundan, piyasaya yeni gelen bir haberle birlikte her yatırımcı kendine göre algılar, yorum yapıp karar vermeleridir.

Türkiye de borsada işlem yapan yatırımcıların her biri birbirinden farklı özellikler taşımaktadır. Bunun nedenleri dili, dini, ırkı ve siyasi görüşü farklı olan ve Türkiye Cumhuriyetinde yaşayan birçok yatırımcının bulunmasından kaynaklanmaktadır. Bu yatırımcıların belirsizlik ve risk durumunda algıları ve yorumları birbirinden son derece

---

<sup>53</sup> Şanlısoy, Selim; Kök, Recep: “Politik İstikrarsızlık - Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği (1987–2006)”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:25, Sayı:1, s. 105- 106.

<sup>54</sup> Yavan, **a.g.m.**, 2012, s. 9- 37.

<sup>55</sup> Erdoğan, **a.g.e.**, s. 1- 100.

<sup>56</sup> Ateş, **a.g.e.**, s. 58.

farklılıklar gösterir. Ayrıca Türkiye de yaşayan toplumu Doğu – Batı kültürü olarak ayırıp inceleyecek olursak, büyük ihtimalle bu kültürleri taşıyan her yatırımcının farklılıklar göstereceğini düşünebiliriz. Genellikle doğu da yapılan yatırımları ve yaşayan kesimi devletin verdiği sübvansiyonlar, teşvikler ile desteklemektedir. Ayrıca doğu kültüründe toprak yani gayrimenkullere yatırım yaparak gelir elde ederken; batı kesiminde ise gayrimenkul yatırımları dışında eğitim durumu, yaşadığı ortamın kültürü gibi etkenlerden etkilenecek ve isteyerek borsa da işlem yaparlar. Yatırımcıların gerçek amacı kısa vakte kar elde etmektir. Bunu gayrimenkul alım satımıyla ya da pay senedi alım satımıyla yapar. Ancak piyasanın risk ve belirsizlik içerisinde olduğunu bütün yatırımcılar bilir. Özellikle, siyasi partilerin seçim dönemleri, yeni bir partinin iktidara gelmesi, bireylerin siyasi ideolojileri ile partinin ideolojilerinin uyuşmaması gibi durumlarda piyasa bu risk ve belirsizlik durumundan etkilenecek ya endeksleri düşürür ya da endekslerde bir artış meydana gelir.

Sonuç olarak, bireylerin yatırım kararı almalarında kültür, din, ideoloji faktörlerinin etkili olduğu görülmektedir. Bu faktörler dışında yatırımcının yaşı cinsiyeti, eğitimi ve mesleki durumları da karar alma üzerinde oldukça etkilidir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### PIYASA ETKİNLİĞİ

Bu bölümde, etkinlik kavramı, etkin piyasalar hipotezi, piyasa etkinlik modellerine değinilecektir.

#### 2.1. ETKİNLİK KAVRAMI

Etkin piyasa kavramı 1953 yılında Maurice Kendall tarafından araştırılmış, etkin piyasalar hipotezi 1970 yılında Eugene Fama tarafından literatüre kazandırılmıştır.

Ekonomide, en çok tartışılan ve araştırılan konu kaynakların etkin kullanılıp kullanılmadığıdır. Etkinlik kavramı, Edgeworth ve Vilfredo tarafından geliştirilmiştir. Ayrıca piyasalar açısından da oldukça önemlidir<sup>57</sup>. Finans biliminin de merkezi durumundadır.

Dimson ve Mussavian' a göre etkinlik kavramı, uygun olan bilginin finansal varlıkların fiyatına yansiyabildiği bir piyasayı tanımlar.

Piyasa etkinliği literatürde, menkul kıymet fiyatlarının elde edilebilir bütün bilgileri yansıtması olarak ifade edilmiştir.

Piyasa etkinliği genel olarak üç farklı piyasa türü olarak sınıflandırılmıştır. Bunlar; faaliyet, kaynak dağıtımı ve bilgi etkinliğidir.

**Faaliyet etkinliği**, piyasada fon arz ve talep edenler, işlemlerini minimum maliyetle gerçekleştirmektedirler. Çünkü etkin piyasalar vade, miktar ve risk ayarlamalarını düşük maliyetle gerçekleştirir.

---

<sup>57</sup> Tanrıöver, Banu; Arslantürk Çöllü Duygu: “Türkiye’de Yatırımcıların Öngörü Performanslarının Rassal Yürüyüş Modeli Çerçevesinde Analizi”, **Business and Economics Research Journal**, Volume 6, Number 2, 2015, s. 128- 135.

**Kaynak dağıtım etkinliği**, piyasada var olan kaynakların en uygun dağılımını hedeflenmektedir. Başka bir ifadeyle piyasaların dağıtım açısından etkinliği, bu pazarların parayı, tüketim ve yatırım alanlarına en verimli şekilde dağıtılmasıdır.

Son piyasa türü olan **bilgi etkinliğinde**, pay senedi fiyatlarının mevcut tüm bilgiyi yansıttığı kabul edilmektedir. Bunun nedeni, piyasalar etkin olduğunda, yatırımcıların pay senedi fiyatlarını etkileyen tam ve eksiksiz bilgiye sahip olmalarıdır.

Mali piyasaların etkinliği kavramı çalışmalarda çok sık kullanılmıştır. Eğer mali piyasalar etkin ise; piyasalarda dengenin kurulması, paranın ve riskin fiyatının ortaya çıkması doğru bir şekilde olur. Piyasa fiyatlarının doğru saptanması durumunda yatırımcıların yanılsaması ya da başkalarından daha yüksek getiri sağlaması mümkün olmaz. Genellikle, ekonominin etkinliğini sürdürebilmesi için mali piyasaların kaynak dağıtım etkinliğinin, faaliyet etkinliğinin ve bilgi etkinliğinin yüksek olması gerekir<sup>58</sup>.

Etkin piyasalar hipotezindeki etken kavramı bilgisel etkinliği ifade etmektedir. Herhangi bir yatırımcının fiyatların tüm bilgileri içermesine rağmen herhangi bir bilgiyi kullanarak normalüstü getiri sağlamayacağı hipotezin en önemli varsayımlarından biridir. Menkul kıymet piyasasının etkinliği şu koşullara bağlıdır<sup>59</sup>:

- Fiyatlar, var olan tüm bilgilerin kullanılmasıyla oluşan piyasa dengesini yansıtmalıdır.
- Bu fiyatlar, hemen ya da çok az gecikmeyle ve tarafsız olarak yeni bilgi girişine verilen tepkiyi yansıtmalıdır.

Piyasa etkinliğinin ölçülebilmesi için menkul kıymet fiyatlarını etkileyen mevcut bilgilerin ne çeşit bilgiler olduğunu belirlemektir. Pay senedi değerlendirmelerine ilişkin bütün bilgiler aşağıdaki şekil yardımıyla gösterilebilir.<sup>60</sup>,

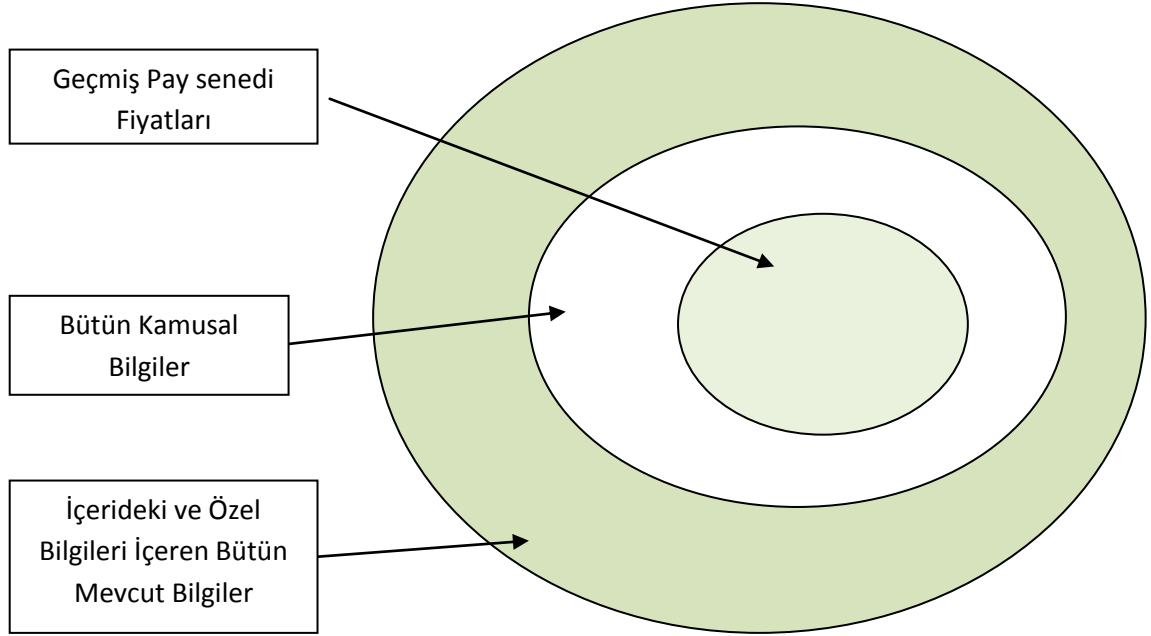
<sup>58</sup> Tuna, İbrahim: **Yatırım ve Portföy Analizi**, 1991, (Erişim) <http://enm.blogcu.com/piyasa-etkinligi-nedir/9119328/10.05.2015>, s. 175.

<sup>59</sup> Karan, M. Baha: **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Ankara. Gazi Kitabevi, 2001, s. 175.

<sup>60</sup> Haugen, Robert A.: **Modern Investment Theory**, 4 th Edition., New Jersey: Prentice Hall, 1997, s. 634.



Şekil 2. 1. Pay senedi Değerlendirmelerine İlişkin Bütün Bilgiler



Kaynak;<http://enm.blogcu.com>

Fama' ya göre ise piyasanın etkinlik ölçütü; menkul kıymet fiyatlarının, piyasaya ilişkin bilgiler yoluyla tahmin edilebilirlik derecesidir. Dolayısıyla bir piyasa, mevcut bilgiler fiyatlara yansıdığı ölçüde etkindir. Piyasanın etkin olabilmesi için yatırımcıların bilgiye özgürce ulaşabilmesi, yatırımcılar arasında rekabet ve iletişim ortamı yaratılması gerekmektedir.

Sermaye piyasasının etkinlik ilkesine göre sermaye piyasası etkindir ve finansal varlıkların piyasa fiyatları tüm bilgileri içermektedir. Bu yüzden arbitrajdan yararlanılma imkânı yoktur<sup>61</sup>.

Fiyatların bilgi girişini doğru olarak yansıtması, hisse senetlerini borsada işlem gören firmalarla ilgili bilgileri toplayacak, analiz edip yorumlayacak profesyonel bir yatırımcı grubunun varlığına bağlıdır. Bu profesyonel yatırımcılar, dikkatli bir şekilde piyasayı

<sup>61</sup> Bayraktar, Ahmet: "Etkin Piyasalar Hipotezi", **Aksaray Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt 4, Sayı 1, 2012, s. 40.

takip ederek bilgi girişinin fiyatlara tam ve anında yansımalarını sağlarlar. Bu tip piyasada bilgiyi eksik veya yanlış yorumlayan yatırımcıların varlığı ise fiyatları çok etkilemez.

Yatırımcılar, pay senedi fiyatlarını belirlerken ilgili hisse senetlerinden sağlanacak likiditeyle karşılaşılacakları riski dikkate alırlar. Yatırımcılar değerlendirme yaparken elde edilebilecek bütün bilgileri kullanarak yatırım yaparlar. Değerlendirmede kullanılan bilgiler; mevcut bilgiler ile gelecekteki beklentilerden oluşmaktadır. Ne olursa olsun pay senedi fiyatının belirlenmesinde kilit nokta bilgidir ve etkin piyasalar kavramıyla ilgili konuların temelini oluşturur<sup>62</sup>.

Fama, pay senedi piyasalarının etkin olması durumunu Etkin Piyasalar Hipoteziyle açıklamıştır.

## **2.2. ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ**

Fama' ya göre Etkin Piyasalar Hipotezi, menkul kıymet fiyatları ile bilgi arasında bir ilişki bulunmakta ve menkul kıymet fiyatları her zaman açıklanan yeni bilgilere göre oluşmaktadır.

Etkin bir piyasada menkul kıymetlerin fiyatı, piyasadaki bilgiler ışığında belirlenir. Başka bir deyişle, etkin bir sermaye piyasasında fiyat değişimleri tamamen tesadüfi (rassal) olur. Piyasaya gelen haberin niteliğine göre fiyatlarda olumlu olumsuz gelişmeler olabileceği gibi herhangi bir yöndeki fiyat hareketi bir sonraki fiyat hareketini etkilemeyecektir. Bu hipoteze Tesadüfi Yürüyüş Hipotezi adı verilmiştir.

Tesadüfi (rassal) Yürüyüş Hipotezi, pay senedi fiyat değişikliklerinin tesadüfi ve önceden tahmin edilemeyeceğini öne sürer. Bu teoriye göre, pay senedi fiyat değişimlerinin, geçmiş fiyat değişimleri ilişkili değildir. Başka bir deyişle, bir pay senedinin fiyatı rastgele bir seyir izlerse, pay senedi fiyatındaki artma ya da azalma önceki fiyat değişmelerinden tamamen bağımsız olacaktır. Bu yüzden geçmiş fiyat hareketleriyle, gelecekteki fiyatlar tahmin edilemez. Rekabetçi menkul kıymet piyasalarında menkul kıymet fiyatları da mevcut olan bilgileri yansıtmaktadır. Ancak piyasaya yeni bir bilgi geldiğinde bu yeni gelen bilginin fiyatlar üzerindeki etkisi

---

<sup>62</sup> Ateş, **a.g.e.**, s.25.

tahmin edilememektedir. Dolayısıyla, pay senedi fiyat değişimleri tesadüfi olarak gerçekleşmektedir. Menkul kıymet fiyatlarının piyasalarda tesadüfi olarak hareket ettiği sonucu araştırmacıların ilgisini çekmesi sonucu “Etkin Piyasalar Hipotezi” geliştirilmiştir.

Söz konusu hipoteze; Etkin piyasada yatırımcıların pay senedi alım ya da satım kararlarında fiyatlarla ilgili bütün bilgileri kullandıkları varsayımından dolayı “etkin piyasalar hipotezi” adı verilmiştir<sup>63</sup>.

Portföy teorisinde EPH, piyasadaki tüm katılımcılar hisse senetlerinin fiyatlarını etkileyen tüm bilgiye sahiptir. Dolayısıyla, hisse senetlerinin fiyatları tüm verileri yansıtır<sup>64</sup>. Portföy teorisi, yatırımcıların riski en aza indirmek için, çeşitli yatırım araçlarından sepet oluşturmayı ifade eder.

Bütün bilgilerin fiyatlara yansıdığı etkin bir piyasada, fiyatta bir değişim oluyorsa bunun nedeni beklenmeyen yeni bir bilginin gelmesidir. Beklenmeyen bilginin gelmesi durumunda menkul kıymet fiyatları aşağı ya da yukarı doğru hareket eder. Eğer, bütün bilgiler piyasada mevcut ve yatırımcılar tarafından değerlendirilmişse, herhangi bir zamandaki menkul değer fiyatı, pay senedinin gerçek değerine eşit olacaktır<sup>65</sup>.

Etkin piyasalar hipotezine göre, yatırımcılar akılcı davranmaktadır. Ayrıca, yatırımcılar diğer pazarlarda ek risk almadıkları için daha fazla getiri elde edememektedirler.

Etkin Piyasalar Hipotezi bazı varsayımlar üzerine kurulmuştur. Bu varsayımlar bazı kaynaklarda özellik olarak adlandırılmaktadır. Bu varsayımlar şöyledir<sup>66</sup>,

---

<sup>63</sup> Dağlı, Hüseyin: **Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi**, 1. Baskı, Trabzon, Derya Kitabevi, 2000, s.324

<sup>64</sup> İnan, Halime: “Momentum Yatırım Stratejisinin Karlılığının BİST’de Test Edilmesi” Yüksek Lisans Tezi, **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Adana, 2011, s. 28

<sup>65</sup> Ateş, **a.g.e.**, s.25

<sup>66</sup> Barak, Osman: **Davranışsal Finans**, 1. Baskı, Ankara, Gazi Kitabevi, 2008, s.61- 62

- Menkul kıymet piyasasında yatırımcı sayısı çok fazladır. Dolayısıyla yatırımcılar bireysel olarak piyasayı etkileyemez.
- Menkul kıymet ile ilgili tam ve doğru bilgiler düşük maliyetle sağlanabilir. Ayrıca ekonomik, sosyal, politik değişimler de piyasaya anında yayılmakta ve piyasayı etkilemektedir.
- Menkul kıymet piyasalarının likidite derecesi yüksektir. Menkul kıymet alım satım giderleri ise düşüktür. Bu yüzden, menkul kıymet fiyatları değişimlere kolay uyum sağlayabilmektedir.
- Piyasaların kurumsal yapısı geliştiği için düzenleyici mevzuatlar piyasaların istikrarlı çalışmasını sağlar.

Bu özellik veya varsayımların geçerli olduğu piyasalar etkindir. Fakat menkul kıymet piyasalarında bu varsayımların gerçekleşmesi imkansızdır. Çünkü gerçek olarak faaliyet gösteren bir piyasada yatırımcıların piyasa ya da firmalar hakkında bilgi sağlamaları maliyetlidir. Ayrıca, piyasada faaliyet gösteren firmaların vergi yükümlülüğünün bulunduğu da unutulmaması gereken bir konudur. Kısaca, reel ekonomide işlem yapılan piyasalar etkin değildir. Bu piyasalara “aksak” piyasalar denilmektedir<sup>67</sup>.

### **2.3. PİYASA ETKİNLİK TÜRLERİ**

Piyasa etkinliği literatürlerinde üç tür etkin hipotezden bahsedilmektedir. Bunlar, zayıf formda etkinlik, yarı güçlü formda etkinlik ve güçlü formda etkinliktir.

#### **2.3.1. Zayıf Formda Etkinlik**

Fama’ ya göre zayıf formda etkinlik, piyasa fiyatlarının geçmiş fiyatlarla ilgili tüm bilgileri yansıttığı durum olarak tanımlanmaktadır. Böylece, hisse senetlerinin geçmiş fiyatları, gelecek fiyatlarını belirlemektedir. Ayrıca, pay senedi fiyatlarındaki tüm

---

<sup>67</sup> Demireli, Erhan; Akkaya, Göktuğ C. ; İbaş, Elif: “Finansal Piyasa Etkinliği: S&P 500 Üzerine Bir Uygulama”, **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 11, Sayı 2, 2010, s.22.

bilgiler güncel fiyatlara tam yansımaktadır. Bu tür piyasadaki yatırımcılar yeni bilgilere aynı zamanda ulaşamamaktadırlar<sup>68</sup>.

Ayrıca, kamuya açıklanmayan bazı bilgiler, firma içerisindekiler tarafından önceden bilinebilmektedir. Bu kişiler ulaştıkları özel bilgiler sayesinde piyasa getirisinin üzerinde getiri elde edebilirler.

Piyasa verileri geçmiş fiyat bilgileri, alış – veriş hacim bilgileri, en yüksek ve en düşük fiyatlar gibi tüm bilgileri içermektedir. Bu piyasa bilgileri herkes tarafından elde edilebilen ve herkes tarafından bilinen yöntemlerle incelenmektedir. Bu bilgiler gelecekteki fiyatlar hakkında tüyo veriyorsa, yatırımcıların hepsi bu tüyolara göre hareket eder. Bu yüzden bu tüyolar herhangi bir yatırımcının diğer yatırımcıdan daha fazla getiri elde etmesine olanak vermez. Bu tür piyasalarda, geçmiş fiyatlarıyla oluşturulan analizler veya grafiklerin normalin üstünde getiri sağlaması açısından yararı olmaz. Çünkü tesadüfi davranış söz konusudur<sup>69</sup>.

Tesadüfi (Rassal) Yürüyüş Hipotezinin başlangıcı akılcı yatırımcıların sürekli olarak herkesten önce bilgiye ulaşma mücadelesi ve yoğun pazar rekabetidir. Eğer pazardaki fiyatlar akılcı bir nedene dayanıyorsa, yeni bilgi fiyatları değiştirecektir. Bu yüzden fiyatlar her zaman o anki bilgilere dayalı olacaktır. Böylece bilgilerin herkes tarafından elde edilebilir ve ücretsiz olması yoğun pazar rekabetiyle birleşerek fiyat tahminlerini imkânsızlaştıracaktır. Tesadüfi (Rassal) Yürüyüş Hipotezine göre, pay senedi fiyat değişiminin, geçmiş fiyat değişimiyle ilişkisi yoktur. Zayıf formda etkinliğin test edilmesinde kullanılmaktadır<sup>70</sup>.

---

<sup>68</sup> Bayraktar, **a.g.m.**, s. 41.

<sup>69</sup>Tuna, **a.g.e.**, s. 175.

<sup>70</sup> Karan, **a.g.e.**, s. 272- 273.

### 2.3.2. Yarı Güçlü Formda Etkinlik

Fama yarı güçlü formda etkinliği, piyasa fiyatlarının halka açıklanmış tüm bilgileri yansıttığı durum olarak tanımlamıştır<sup>71</sup>. Bu tür piyasalarda içeriden öğrenenler (insider training) olarak nitelendirilen yatırımcılar öncelikli olarak bilgi sahibi olmaktadır.

Bu bilgiler, hisse senetlerinin geçmiş fiyat hareketlerini, firmaların muhasebe raporlarını, rakip firmaların raporlarını ekonomiyle ilgili açıklanan bilgileri ve firmaların piyasa değerlerini etkileyen her türlü bilgidir.

Ayrıca, yarı güçlü formda piyasa etkinliği bilançolarla da ilgilidir. Bilanço bilgileri genellikle kamuya açık bilgiler olduğundan herkes rahat ulaşabilmektedir. Bu bilgiler hisse senetlerinin analizi için önemlidir<sup>72</sup>.

Yarı güçlü formda piyasa etkinliği zayıf formda piyasa etkinliğini de kapsamaktadır. Çünkü yarı güçlü formda piyasa etkinliğinde fiyata yansıdığı varsayılan bilgi, sadece geçmiş fiyat hareketlerini değil halka açık tüm bilgileri içermektedir. Dolayısıyla, yarı güçlü formda etkin olan bir piyasada, yatırımcılar geçmiş fiyatlara ek olarak, kamuya açıklanmamış bilgileri kullanarak normalin üzerinde bir getiri sağlayabilirler.

Yarı güçlü formda piyasa etkinliği, menkul kıymet fiyatlarının her yeni bir bilginin girişine hızlı bir şekilde uyum sağladığı tahmini bulunmaktadır. Bu yüzden yarı güçlü etkin piyasada, kamuya açıklanmış bilginin, firma içinden öğrenilmesi ve kullanılması sonucunda piyasa getirisinin üzerinde bir getiri sağlanabilir. Ancak, Temel analiz ve

---

<sup>71</sup> Fama, Eugene F. : “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, **The Journal of Finance**, Vol 25, No 2, 1970, s.383- 384.

(Erişim)

<http://efinance.org.cn/cn/fm/Efficient%20Capital%20Markets%20A%20Review%20of%20Theory%20and%20Empirical%20Work.pdf/03.01.2015>.

<sup>72</sup> Karan, **a.g.e.**, s. 272- 273.

Teknik Analiz yöntemlerini kullanarak piyasa ortalamasının üzerinde bir getiri elde edilememektedir<sup>73</sup>.

### 2.3.3. Güçlü Formda Etkinlik

Piyasa fiyatlarının, gerçek değerleri belirlemede kullanılacak tüm bilgileri yansıtması olarak ifade edilmektedir. Fiyatlar, sadece kamuya açıklanmış bilgileri değil, firmaya ait tüm bilgileri yansıtmaktadır. Yani, pay senedi fiyatları şirketle ilgili kamuya açık olmayan özel bilgiler dahil tümünü yansıtır. Güçlü formda etkin piyasada, ortaklıkla ilgili özel bilgilere sahip olanlar yöneticiler ve personeldir. Dolayısıyla, yöneticiler ve personel de bu bilgilerden yararlanarak piyasa ortalaması üzerinde kazanç elde edemezler<sup>74</sup>.

Güçlü formda etkin olan piyasalarda, bilgiyi içeriden öğrenenler de piyasa ortalamasının üzerinde kazanç elde edemezler. İçeriden öğrenenler, kamuya açık olmayan şirket bilgilerine sahip olanlardır. Kısacası yatırımcı, piyasa ortalamasının üzerinde bir getiri elde etmesini sağlayacak özel bir bilgiye sahip değildir<sup>75</sup>.

Bu bilgilerin özelliği, bütün yatırımcılar tarafından aynı anda ve kolay elde edilebilir olmasıdır. Dolayısıyla, güçlü formda piyasa etkinliği piyasa verileri ile mevcut bilgilerin dışında özel bilgilerin de pay senedi fiyatlarına anında ve tam olarak yansıdığını kabul ettiği için yarı güçlü formda etkinliği ve zayıf formda etkinliği de kapsamaktadır.

Piyasanın yarı güçlü formda etkin olabilmesi için zayıf formda etkin olması gerekir. Çünkü tüm fiyat hareketleri yatırımcının yararlanabileceği şekilde ve tahmin edilebilir

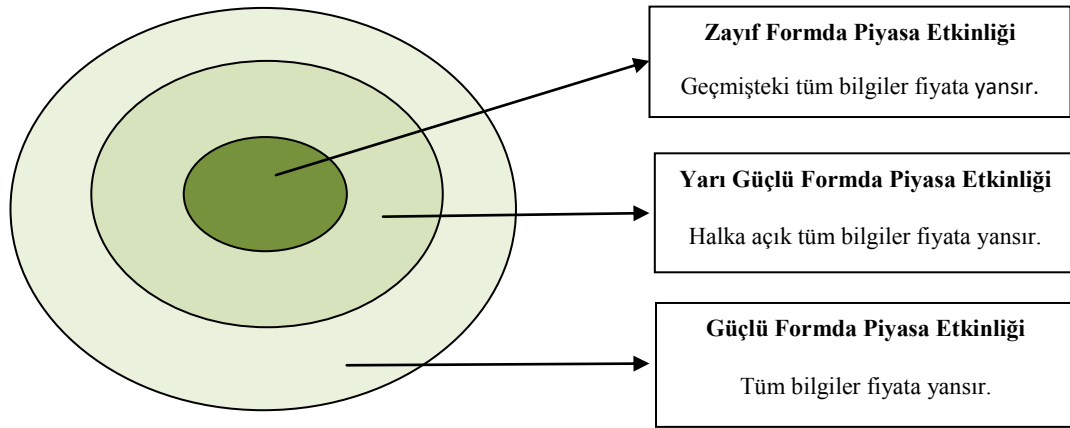
<sup>73</sup> Duman A., Sibel; Özdemir, Zeynel A.; Atan, Murat: “Pay senedi Piyasasında Zayıf Formda Etkinlik: İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma”: **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:24, Sayı:2, s. 35.

<sup>74</sup> Karaşin, Gültekin:**Sermaye Piyasası Analizleri**, SPK Yayınları No: 4, 1987, s. 96, (Erişim) <http://enm.blogcu.com/piyasa-etkinligi-nedir/9119328/23.04.2015>.

<sup>75</sup> Tuna, **a.g.e.**, s.175.

olması gerekir. Tam tersi durumunda piyasa, tüm bilgileri içermez<sup>76</sup>. Zayıf formda piyasa etkinliği, yarı güçlü formda piyasa etkinliği ve güçlü etkin piyasaların birbirleriyle olan ilişkileri aşağıdaki şekil yardımıyla da açıklanabilir<sup>77</sup>.

Şekil 2. 2. – Üç ayrı formdaki piyasa etkinliğinin birbirleriyle ilişkileri



Kaynak: FİNANSAL PİYASA ETKİNLİĞİ: S&P 500 ÜZERİNE BİR UYGULAMA, C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 11, Sayı 2, 2010 s. 9

Güçlü formda etkinlik, gözlemlere ve piyasa düzenlenmelerine uymamaktadır. Gelişmiş mali piyasalar, şirket içi özel bilgilere sahip olanların bu avantajdan yararlanmalarını önlemek için çok önemli tedbirler alınmıştır.

Günümüzde, güçlü formda etkin piyasalara rastlanması zordur. Genellikle piyasalarda karşılaşılan etkinlikler; zayıf tipte ya da yarı güçlü formda etkinliktir. Ayrıca piyasaların etkinlik derecesi yatırımcıların kararları açısından olduğu kadar, piyasaların gelişimi açısından da önemlidir.

<sup>76</sup> Demireli; Akkaya; İbaşı, **a.g.m.**, s.56.

<sup>77</sup> Demireli; Akkaya; İbaşı, **a.g.m.**, s.9.



Türkiye’de İstanbul Menkul Kıymetler piyasasının etkinliği ile ilgili birçok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmaların bazıları İMKB (BİST<sup>78</sup>) deki etkinliği reddettiği gibi bazı çalışmalarda piyasanın zayıf formda etkin olduğunu kabul etmiştir.

Bekçioğlu ve Ada 1975- 1981 yılları arasını incelemiş ve zayıf formda etkin olmadığını ortaya koyan ilk çalışmayı yapmışlardır. Muradoğlu ve Ünal, 1994 yılındaki çalışmasında piyasaların zayıf formda etkinliğini reddetmiştir. Cankurtaran 1989 yılında yaptığı çalışmanın sonucu piyasanın zayıf formda etkin olduğu sonucuna ulaşmıştır. Başçı 1989 yılında yaptığı çalışmalarla piyasanın zayıf formda etkin olduğu sonucuna ulaşmıştır. Zengin ve Kurt 2004 yılında İMKB (BİST) ’nin zayıf ve yarı güçlü formda etkinliğini test etmiş, zayıf formda etkin olduğu ve yarı güçlü formda etkin olduğu sonucuna ulaşmıştır. Özdemir, 2008 yılında 1990 ve 2005 dönemlerine ait İMKB 100 (BİST 100) Endeksini ele almış LP iki kırılmalı birim kök testini kullanarak piyasaların zayıf formda olduğunu test ortaya koymuştur. Çevik, 2012 yılında İMKB’nin (BİST) zayıf formda etkinliğini sektörel bazda ele alarak 10 sektöre ait endeks getirileriyle incelemiş ve İMKB’nin (BİST) zayıf formda etkin olmadığı sonucuna varmıştır.

Çoğunlukla, BİST piyasasının zayıf formda etkin olduğu gözlemlenmiştir. Bu durumda yatırımcıların, hisse senetlerinin geçmiş fiyatlarından yararlanarak geleceğe ilişkin tahminler yaparak piyasa ortalamasının üzerinde kar elde edilmesinin mümkün olmayacağından bahsedilebilmektedir<sup>79</sup>.

Ancak Borsa İstanbul, piyasanın uzun dönemde istikrara ulaşamamasından dolayı yatırımcılar piyasaya aşırı güven duymamaktadır. İMKB (BİST) kontrol edilemeyen dalgalanmaların yaşandığı bir piyasa olarak faaliyet göstermektedir. Son yıllarda yaşanan finansal krizler de olumsuz yönde etkilemiştir. Sadece ekonomik faktörler değil politik faktörlerin etkisiyle de piyasa dalgalanmalar göstermektedir. Piyasalarda oluşan bu dalgalanmalar yatırımcıların pay senetlerinden yüksek miktarda getiri sağlamasına

---

<sup>78</sup> BİST: Borsa İstanbul A.Ş.

<sup>79</sup> Zeren, Fatma; Kara, Hakan; Arı, Ayşe: “Piyasa Etkinliği Hipotezi: İmkb İçin Ampirik Bir Analiz” **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı 36, 2013 s.141.

neden olabileceği gibi getiriler de kayıplara da yol açmaktadır. Yatırımcılar, İMKB'nin (BİST) uzun dönemli bir yatırım aracı olma özelliğini tartışılır duruma getirmiştir. Bu durum yatırımcıların genel olarak endeksin yükselmesi ya da düşmesini dikkate alarak karar verdiklerini ve İMKB de zayıf tipte etkinliğin geçerli olmadığı sonucunu ortaya koymaktadır<sup>80</sup>.

#### **2.4. MENKUL KIYMETLER PİYASALARINI ETKİN KILAN SEBEPLER**

Etkin piyasalar hipotezi geniş bir kavramdır. Sadece menkul kıymetler piyasasında değil tüm piyasalarda uygulanabilmektedir. Ancak menkul kıymetler piyasası belli karakteristik özelliklere sahiptir. Bu yüzden menkul kıymet piyasalarının diğer piyasalardan daha etkin olduğu söylenebilir. Bunun sebepleri ise şu şekilde açıklanabilir<sup>81</sup>:

Menkul kıymetler borsada işlem görür. Borsa, organize (örgütlenmiş) edilmiş piyasaya verilen isimdir. Organize piyasa, işlemlerin belirli kurallara göre yapıldığı piyasalardır. Hisse senetleri de bu organize (örgütlenmiş) piyasada işlem görür. Organize piyasalardaki alım satım emirleri anında değerlendirildiğinden dolayı anında yeni bilginin ortaya çıkması ve bu yeni bilginin fiyata yansıttığı değişiklik yatırımcılar tarafından hemen gözlemlenebilir.

Menkul kıymetler piyasasında, piyasa ortalamasının üzerinde getiri sağlamak isteyen çok sayıda yatırımcı birbirleriyle rekabet içerisinde. Kuruluşlar ve bireysel yatırımcılar piyasa koşullarından daha çok faydalanarak kendi çıkarları için piyasadaki tüm mevcut bilgiyi kullanmak isterler. Yatırımcılar arasındaki bu rekabet menkul kıymet piyasasındaki tüm araçların tüm bilgiyi anında yansıtmasını sağlar. Bu süreçte piyasanın etkinliğini azaltacak bazı gelişmeler de yaşanabilmektedir. Bu durumdan faydalanarak az da olsa getiri elde edebileceğini düşünen yatırımcılar, bilginin kullanımını hızlandırarak etkinlik ölçüsünün artmasını sağlayabilirler.

<sup>80</sup> Duman; Özdemir; Atan, **a.g.e.**, s. 45.

<sup>81</sup> Zümbülcü, Noyan, Etkin Piyasalar Hipotezi, Tez, 2001 (Erişim) <http://enm.blogcu.com/piyasa-etkinligi-nedir/9119328/19.05.2015>.

Menkul kıymetler piyasasında bilginin yayılımı yasal ve etik baskılarla gerçekleşmektedir. Firmalar hakkındaki bilgilerin temel kaynağı muhasebe verileridir. Bu veriler ara dönem ve yıllıktır. Bu bilgileri içeren raporların basılması ve dağıtılması düzenleyici ve denetleyici kurumların denetiminde gerçekleştirilmektedir.

Etkin piyasaların varlığı, bu tip piyasaların kıt kaynakların dağılımını en uygun hale getireceğinden toplum refahının artması açısından istenmektedir. Menkul kıymetlerin fiyatları mevcut ve erişebilir bilgiye dayanarak birbirine göre doğru ve eşit bir şekilde belirlendiğinde, kıt kaynakların etkin ve en uygun dağılımı gerçekleşmiş olur. Böylece refah artışı da gerçekleşir. Ayrıca, etkin bir piyasada hiçbir yatırımcı birbirlerine göre daha avantajlı değildir. Çünkü özel bilgileri edinen yatırımcılar dışında, bilgiyi normal yollardan edinen yatırımcılar birbirlerine üstünlük sağlayamazlar. Bundan dolayı, menkul kıymet piyasaları diğer piyasalara göre daha etkindir. Yinede piyasada etkisizlik (aksaklık) yaratan sebepler mevcuttur.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### DAVRANIŞSAL FİNANS-DAVRANIŞSAL EKONOMİ

Bu bölümde davranışsal finans kavramına ve gelişim sürecine geniş bir şekilde yer verilmiştir.

#### 3.1. DAVRANIŞSAL FİNANS KAVRAMI VE TARİHSEL GELİŞİMİ

20. Yüzyıldan bu yana psikoloji biliminde yaygın bir yaklaşım olarak görülen davranışçılık kavramı, aynı dönemlerde finans alanında da “davranışsal finans” olarak görülmeye başlamıştır. Davranışçılık, 1913 yılında John. D. Watson tarafından davranışları belirleyen faktörlerin içsel eğilimleri değil dış çevre olduğunu ifade etmiş ve psikolojiye kazandırılmış bir yaklaşımdır<sup>82</sup>.

1723 – 1790 tarihleri arasında yaşamış olan İskoç filozof ve Ahlak felsefesi profesörü olan ekonomiyi de ahlak felsefesine dayandırarak açıklayan Adam Smith’in davranışçılık yaklaşımının da temellerinin dayandırılabilceği, ‘Ahlaki Düşünce Kuramı’ adlı kitabında; insan psikolojine yer vererek davranışçılık yaklaşımına işaret etmiştir. Smith 1759 yılında yayımlanan ‘Ahlaki Düşünce Kuramı’ kitabında, insanların kötü bir durumla karşılaştıklarında üzüldükleri ve tam tersi durumda ise mutlu olduklarını vurgulayarak, davranışsal finansı incelediği “zarardan kaçınma” ve “riskten kaçınma” eğilimlerinin ilk tanımını yapmıştır. Bu durumda, zarar etme korkusu, kişiler açısından mutsuzluk kaynağı olabilecektir. Bunun nedeni, bireylerin her durumda fayda sağlamak istemeleridir.

Ekonomik anlamda fayda, mal ve hizmetlerin insan ihtiyaçlarını karşılama özelliğidir. Bir tüketici bir malı satın aldığı veya kullandığında fayda elde etmektedir. Bizler genellikle satın alıp tükettiğimiz maldan çok fayda satın alırız. Literatürde, faydanın

<sup>82</sup> Sefil, Sinem; Çilingiroğlu, Hakkı K.: “Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel ve Dugusal Eğilimleri”, **İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi** Yıl:10 Sayı: 19, 2011 s.247-268.

psikolojik kapsamı ile ilgili pek çok çalışması bulunan Bentham'ın, fayda kavramına dayanan, neoklasik ekonomi teorisinin kurulması ve açıklanmasında, çok önemli etkileri olmuştur. Yine Alfred Marshall'ın ortaya koyduğu insanın homo-economicus olduğu varsayımı, neoklasik dönemi başlatmıştır<sup>83</sup>.

Bireylerin Homo Economicus (ekonomik insan) olduğunun düşünülmesinin yanı sıra; ekonomik insanın, tüketim, üretim ve değişim sırasında ve ileriye dönük olarak rasyonel karar verdikleri kabul edilir. Bireyler, bu doğrultuda, ileriye yönelik tam ve tutarlı bilgiye ulaşmak isterler. Söz konusu bilgilerin her ne kadar kesin ve tutarlı olması konusunda beklentisi olsa da, beklenmeyen durumlar, riskler ve olağandışı olaylar bu bilgilerin tam ve kesin olma özelliğini ortadan kaldırır<sup>84</sup>.

Klasik iktisat ve liberal iktisadın temel ilkelerinin oluşmasında dayandığı nokta, insanın ekonomik bir varlık olmasıdır. Hem ekonomik bir varlık olan hem de rasyonel düşünebilme yeteneğine sahip olan birey, fayda yaklaşımına göre, kendisine en fazla fayda sağlayacağını düşündüğü seçeneği kabul edecektir. Bireyler, rasyonel davranmadıkları durumlarda ise kişisel duyguları doğrultusunda yine kendilerine en fazla yarar sağlayacak alternatifler arasından seçim yapacaktır.

1970'li yılların sonlarına doğru finans alanında da, insanların rasyonel davranma eğilimlerinin başlamasıyla birlikte, davranışlarında tarafsızlıklarının arttığı gözlemlenmiştir. Bu sayede de yatırımcı olarak adlandırılacak kişilere en yüksek faydayı sağlayacağı düşünülen yatırım araçları ortaya çıkartılmıştır. Yatırım araçlarının oluşmasıyla birlikte, yatırımcılar, risk ve getiri kıyaslaması yapabilecek bireylere dönüşmüşlerdir.<sup>85</sup>

---

<sup>83</sup>Cornicello, Giuseppe: "Behavioral Finance and Speculative Buble" , Yüksek Lisans Tezi, **Universita Commercial Luigi Bocconi** – Milano Economia, 2003- 2004, s.23.

(Erişim),

[http://www.ibrarian.net/navon/paper/BEHAVIOURAL\\_FINANCE\\_AND\\_SPECULATIVE\\_BUBBLE.pdf?paperid=3780531/](http://www.ibrarian.net/navon/paper/BEHAVIOURAL_FINANCE_AND_SPECULATIVE_BUBBLE.pdf?paperid=3780531/) 02.03.2015.

<sup>84</sup> Yalçınkaya, Alaeddin: **Yetmiş Yıllık Kriz**, 3. Baskı, İstanbul, Beta Yayınları, 2004, s.6.

<sup>85</sup> Tufan, Ekrem, **Davranışsal Finans**, Ankara, , İmaj Yayınevi, 2008, s. 21.

Davranışsal ekonomi veya Davranışsal Finans da ise bireylerin, ekonomik karar verirken karışık hesaplamalar yapmak yerine bazı sezgisel metotlar (heuristics) kullandıkları varsayılmaktadır. Ayrıca, bireylerin karar alma sürecinde mekanik davranışlar sergilemediği sadece duygularıyla hareket ettikleri vurgulanarak ispatlanmıştır. Bu nedenle bireyleri ekonomik insan olarak değil de gerçekte var olan ve duygularının etkisinde kalarak hareket eden bireyler olarak tanımlamak mümkündür<sup>86</sup>.

Finans, insanların akılcı davrandığı varsayımını ortaya koyarken davranışsal finans, bireylerin veya yatırımcıların her zaman akılcı davranmadığını savunmaktadır. Akılcılık, doğru bilginin kaynağının yalnızca akıl olduğunu ve düşünce ile elde edilebileceğini savunan felsefik bir yaklaşımdır. Ancak, her yatırımcı için rasyonel davranış göstermektedir diyemeyiz. Çünkü bazı yatırımcılar bilgiye dayalı hareket etmeyip, söylentiye dayalı hareket etmektedir.

Ceylan ve Korkmaz' a göre, geleneksel finans yaklaşımının tersine bireylerin, akılcı kararlar vermediği, bu nedenle de piyasa hareketlerinin de her zaman akılcı sebeplerle açıklanamayacağını savunan yaklaşım, davranışsal finansa önem kazandırmıştır<sup>87</sup>.

Davranışsal finans teorisi, davranışsal ekonominin bir alt dalı olarak psikoloji ve sosyolojiyi de finans alanının içine almıştır. Bunun yanı sıra psikologlar, bireylerin farklı karakteristik özelliklere sahip olduğunu, her insanın karar alma süreci ve gelecek hakkında akılcı davranmayacaklarını savunmuşlardır. İlk zamanlar bu teoriye karşı çıkmış olsa da zaman içerisinde davranışsal finansın etkileri gözlemlenmiş ve bu gözlemlerin sonucunda bu teori kabul edilmeye başlanmıştır.

1900'lerin ortasına doğru Edwards, karar alma sürecini psikologlara araştırma sahası oluşturmak için gündem oluşturmuştur. Kahneman ve Tversky' nin bilişsel psikoloji alanında yaptığı karar verme ve yargılama alanındaki çalışmalar ekonomi ve finans

---

<sup>86</sup> Bayrak ,Oben K.: “Davranışsal Finans”, **TSPAKB Sermaye Piyasasında Gündem**, Sayı 120, s. 6- 14.

<sup>87</sup> Ceylan, Ali; Korkmaz, Turhan: **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, 3. Baskı, Bursa, Ekin Kitabevi, 2006: 609.

alanında çığır açmıştır. Yapılan bu çalışmalar sonucunda ekonomi ve psikolojiyi birbirine yakınlaştırmış ve bir köprü oluşturmuştur<sup>88</sup>.

Psikoloji profesörü ve “Beklenti Teorisi” nin de kurucularından olan ilk deneysel psikologlardan biri Kahnemandır. Kahneman’ ın yaptığı bu çalışmalar davranışsal finansın temellerini oluşturmaktadır. Bu çalışmalarda yatırımcının akılcı olduğunu savunan ve yeni öneriler, klasik ekonomi anlayışını tartışılır duruma getirmiştir. Kahneman’ ın bulguları, yatırımcılar karar alırken mantıklarıyla hareket etmeden, olasılık ve ihtimalleri ortaya koymadan kestirme yollarını, sezgileri veya içinde bulunduğu psikolojinin etkili olduğunu ortaya çıkarmıştır<sup>89</sup>.

Kahneman ve Tversky’ in ortaya koyduğu Beklenti Teorisi, davranışsal finansın ortaya çıkmasında büyük role sahiptir. Beklenti Teorisi, belirsizlik ortamında alınan birçok kararın insanların karmaşık işleri sezgilerine veya kestirme yollara güvenerek almasıdır. Kısacası bu kestirme yollar, karar almayı kolaylaştırırken yanılma payını artırarak düşüncelerin yatırım kararlarının üstünde kalmasına yol açmaktadır<sup>90</sup>.

2002 yılındaki Nobel Ekonomi Ödülünü ABD’li bilim adamları Daniel Kahneman ve Vernon Smith’ in almıştır. Bu ödülle birlikte psikoloji biliminin, ekonomik kararlar almada bireylerin davranışlarında etkili olduğunu kanıtlamışlardır<sup>91</sup>. Bu ödülün alınması aslında davranışsal finansın akademik olarak da tanınmasına vesile olmuştur.

---

<sup>88</sup> The Royal Swedish Academy of Sciences: “Foundations of Behavioral and Experimental Economics: Daniel Kahneman and Vernon Smith”, **Advanced information on the Prize in Economic Sciences 2002**,

(Erişim) [http://www.kva.se/globalassets/priser/nobel/2002/sciback\\_ek\\_en\\_02.pdf/17.02.2015](http://www.kva.se/globalassets/priser/nobel/2002/sciback_ek_en_02.pdf/17.02.2015), s.11- 12.

<sup>89</sup> Barak, Osman: “ Pay senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri İMKB’de Bir Uygulama”, Doktora Tezi, **Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Ankara, 2006, s.3.

<sup>90</sup> Ritter,R. Jay, “Behaviorrall Finance”, **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol. 11, No. 4, 2003, s.3.

<sup>91</sup> Tufan, **a.g.e.**, s. 21.

Psikoloji profesörü Daniel Kahneman' ın bireyin önsezileri ve karar alma süreçleri ile ilgili çalışmaları sadece kendi alanına değil finans ve ekonomi alanında da büyük fayda sağlamıştır.

Davranışsal finansın doğrudan psikoloji ile bağlantılı olması finansman ve karar alma ya da karar verme süreçlerinin birlikte kıymetlendirilmesi anlamına gelmektedir<sup>92</sup>.

Davranışsal finans modellerinin geliştirilmesinin sebebi, piyasa anamolileri ve yatırımcı davranışlarını, rasyonel modellerin yeterli derecede açıklayamamasıdır<sup>93</sup>. Bireyler karar alırken akılcı davranması veya davranmaması sonucu karşılaşacağı durumda kişi psikolojik olarak etkilenecektir. Piyasalardaki değişkenler (günlük, haftalık, aylık) insan psikolojisinden kaynaklanmaktadır. Bu değişkenler bireylerin karar alma süreçlerinde belirsizlik ve riski göz önünde bulundurarak davranışsal finans psikolojik faktörlerle birlikte ortaya çıkmış olur.

Davranışsal finans, bireylerin ne şekilde davrandıklarını incelemiştir. Yatırımcılar karar alırken getiri ve risk dışında da diğer değişkenleri de göz ardı etmeden değerlendirmesi sonucu bireylerin aldığı karar, faydanın en yüksek olması değil, kişinin psikolojik anlamda doyum sağlaması olarak açıklanmaktadır<sup>94</sup>.

Geleneksel finans çalışmalarında genellikle model ortaya konulur, deneye ve gözleme dayalı çalışmalarla bu modelin doğru olup olmadığı araştırılırken, Davranışsal Finans da ise önce piyasadaki davranış biçimleri gözlenir ve bunun sonucunda davranış biçimlerini ortaya koyan bir model tasarlanır<sup>95</sup>.

---

<sup>92</sup> Taner, Berna; Akkaya, Cenk: **Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler**, Ankara, Detay Glaser, Markus, Nöth, Markus, Weber, Martin, "Behavioral Finance", Sonderforschungsbereich 504 Universitat Mannheim, 2003: 2-10.Yayıncılık, 2009, s. 217.

<sup>93</sup> Glaser, Markus; Nöth, Markus; Weber, Martin: "Behavioral Finance", **Sonderforschungsbereich 504**, No: 03-14, 2003, s.2- 10.  
(Erişim) [https://ub-madoc.bib.uni-mannheim.de/2770/1/dp03\\_14.pdf](https://ub-madoc.bib.uni-mannheim.de/2770/1/dp03_14.pdf) 20.02.2015.

<sup>94</sup> Bostancı, Faruk: **Davranışçı Finans**, SPK Yeterlilik Etüdü, Yayın No:57, 2003, s. 1- 19.

<sup>95</sup> Estrada, Javier: "Law and Behavioral Economics", **IESE Business School**, 2001, s.5-8.



Davranışsal finans yaklaşımına göre insanlar normal varlıklardır. İnsanların duygularının ve ruh hallerinin bazı bilişsel yanlılıklardan etkilendiği, bu sebepten insanların teorilerde olduğu gibi her zaman en iyi olan tercihi yapamayacakları, genellikle faydanın en yüksek olması değil büyük ihtimalle kendilerini tatmin edecekleri tercihleri yaptıklarından bahsetmektedir<sup>96</sup>.

Davranışsal finans, bilgisel piyasa etkinliğinden sapmaları, piyasa oyuncularının tam akılcı olmayan davranışları” ile açıklamaktadır<sup>97</sup>. 1873, 1929 veya 1987 gibi finansal krizlerden sonraki tarihlere baktığımızda, yatırımcılar ve spekülörler piyasadan silinmiş, yaşadıklarının gerçek olduğu düşüncesinden dolayı da memnun oldukları söylenemez<sup>98</sup>.

2001 yılında ABD başta olmak üzere birçok ülke de yaşanan finansal piyasaların çöküşü yatırımcıların geleceğe olan güvenini derinden etkilemiştir. Bunun gibi olumsuz gelişmeler yatırımcılar için yolunda giden her şeyden sonra bir yıkım olacağına inanmışlardır. Bunun sonucunda borsa hareketliliğine göre yatırımcının karar süreçlerini inceleyen yaklaşımlara olan ilgiler artmıştır. Yatırımcının akılcı davranmadığı gibi piyasa hareketleri de her zaman akılcı yani rasyonel sebeplerle açıklanamayacağını davranışsal finans yaklaşımıyla vurgulanmıştır<sup>99</sup>. Zira piyasa rasyonelliği bugünkü şartlarla “demokrasi” oyunu oynanan ve kelime anlamının içinin boşaltılarak seçim sonrası ve sonuçlarında “ halkın sağduyu” sahibi olduğu düşüncesi eklenmektedir. Bu durum menkul kıymet piyasalarında arz ve talebin serbestçe karşı karşıya gelip fiyatları

---

(Erişim) <http://web.iese.edu/jestrada/PDF/Research/Others/L&BE.pdf> 28.02.2015.

<sup>96</sup> Bostancı, **a.g.e.**, s. 1- 19.

<sup>97</sup> Ülkü, Numan: “Finansta Davranış Teorileri ve İMKB’nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı”, **İMKB Dergisi**, Cilt: 5, Sayı: 17, 2001, s: 101-132.

<sup>98</sup> Kurtoğlu, Ramazan; Fırat, Emine: “Ekonomide “Yaratıcı Yıkım” Dan Davranışsal Ekonomiye Geçiş”, **Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt 7, Sayı 1, 2014, s.38-39.

<sup>99</sup> Ceylan; Korkmaz, **a.g.e.**, s. 609.

belirlemesine yönelik sürecin kasıtlı olarak engellenmesiyle yani manipülasyonlara fırsat oluşturmuştur. Bunun sebebi ise kazanç elde etmeden bireye zarar vermektir.

Ayrıca günümüzde davranışsal finans ile ilgili yapılan çalışmalar, spekülâtif haberlerin nasıl büyüyebileceği, yayılabileceği, ekonomiye ne şekilde zarar vereceğini ortaya çıkarmıştır.

1970' ler de, finans alanında çalışmalar yapan, “ Richard Thaler, akademisyen bir arkadaşıyla New York'ta kar fırtınası yüzünden görüş mesafesini sıfıra indiren hava koşulu sırasında arabayla basketbol maçını izlemeye gitmeyi planlıyorlardı. Akılcı davranarak gitmemeye karar verdiler. Akademisyen arkadaşı, ‘biletleri almış olsaydık, gitmek zorunda kalırdık’ dedi Thaler düşündü ‘ilginç ve doğru’ cevabını vermiş”. Kendisinin ortaya attığı ekonomi kuramına göre ilginçti, çünkü önceden maç seyretmek için alınmış biletlerin kar fırtınası çıkmış olmasına rağmen alacakları kararı etkilememesi gerekirdi. Bu tarz olayları biriktiren Thaler, tamamen tek başına olmasa da davranışsal finansı kurarak bireylerin akılcı davranmayarak nasıl ekonomik tercihler yaptığını araştırmıştır<sup>100</sup>.

Davranışsal Finansın odak noktası, yatırımcıların yapmış olduğu yanlışlıklarla ilgilidir. Bu yanlışlıklar, genellikle akılla ilgili düzenli olarak yapılan hatalardır. Bu düzenli yapılan yanlışların sonucunda yatırımcıların yanlış yapma eğilimlerini de olduğudur<sup>101</sup>. Bunun nedeni piyasa etkinliğinden sapmalarıdır. Bu sapmalarla yatırımcıların akılcı olmayan davranışları ile açıklanmaktadır.

Bireyler akıl yürütürken ellerindeki bilgiye dayanarak hareket ederler. Yatırımcılar da en uygun hükme varabilmek için önündeki seçenekler arasında seçim yapar. Son yıllarda psikologlar bireylerin en uygun hükme varmaları ve karar vermeleri için sistemli çalışmalar yaparak, en uygun karar için hangi yolları tercih etmeleri gerektiği üzerinde çalışmışlardır. Ayrıca, Davranışsal Finansta bazı problemlerin akılcı davranan yerine akılcı davranmayan kişiler üzerinde çalışılarak daha kolay çözüleceği

<sup>100</sup> Bernstein, William: **Yatırımın Dört Temel Taşı**, çev. Domaniç, Neşenur; Avhan, Nusret, İstanbul, Scala Yayıncılık, 2005, s.231.

<sup>101</sup> (Erişim) <http://introduction.behavioralfinance.net/Undi99.pdf> / 01.01.2015.

tartışılmıştır. Bireyler akılcı değilse, akılcılık kavramı kaldırıldığında daha esnek olarak düşünüldüğünde ne olacağı, Davranışsal Finansın konusunu oluşturacaktır. İnsan yapısına ilişkin bu araştırmalar, finansal modellere aktarılarak ekonomik araştırmaları çeşitlendirmiştir.<sup>102</sup>.

Bu zamana kadar finans alanında yapılmış çalışmalar, bireylerin yaptığı tüm yatırım kararlarında, var olan bilgiyi doğru ve akılcı olarak dikkate almaktadır. Karar verme sürecinde bireyler üzerinde yapılan deneysel çalışmalar, sınırsız akılcılıktan ayrı olduğu kanısına varılmıştır. Bu kanı belirli kişiler, özel ya da kişisel olmayıp, bütün yatırımcılarla alakalıdır. Bireylerin karar verme aşamaları ile ilgili çalışmalar yapan bilişsel psikologlar Kahneman ve Tversky, rasyonellikten sapmalar olduğu sonucuna varmışlardır<sup>103</sup>. Ayrıca bu alanda yapılan çalışmalarda iki ana konu ortaya çıkarılmıştır. Biri bilişsel kusurların karar alma sürecindeki etkisi, ikincisi ise kavrama algılama ve anlamayla ilgili psikolojik kusurlardır<sup>104</sup>.

Yatırımcılar portföylerini çeşitlendirmek, riskten kaçmak ve yatırım kararlarında akılcı davranarak tercihlerinden üst düzeyde fayda sağlamak istemelerine rağmen, günlük yaşantılarında yaptıkları yatırımlarda gerçekleştirilememektedir. Bunun nedeni bilişsel kusurlardan oluşmaktadır. Psikolojik önyargıların sonucunda, yatırımcılar kendilerine aşırı güvenerek, sürü davranışı göstererek kazanan hisseleri ellerinde tutmaları gerekirken daha erken elden çıkarmakta, tam tersi hisseler değer kaybederken de uzun süre ellerinde tutarak çok sık ve zararına işlem yapmaktadırlar. Sürekli yatırım yaptıkları hisseler duygusal olarak bağlanmakta, kendi düşünceleri sonucu oluşmuş

---

<sup>102</sup> Barberis, Nicholas; Thaler, Richard: “A Survey Of Behavioral Finance”, **Handbook of the Economics of Finance**, Volume 1, Part B, 2003, s.1180- 1185.

<sup>103</sup> The Royal **a.g.e.**, s.2

(Erişim) [http://www.kva.se/globalassets/priser/nobel/2002/sciback\\_ek\\_en\\_02.pdf/17.02.2015](http://www.kva.se/globalassets/priser/nobel/2002/sciback_ek_en_02.pdf/17.02.2015).

<sup>104</sup> Ergincan, Yakup, “Davranışçı Finans ve Yatırımcı Bilgilendirme Perspektifiyle MKS Uygulamaları”, 2004.

(Erişim)

<http://www.mkk.com.tr/MkkComTr/assets/files/tr/yay/mektuplar/GM24.pdf/01.03.2015>, s.1.

doğruları destekleyecek bilgileri arayıp bularak diğer bilgileri kabul etmeme eğilimleri, az ve fazla tepkiler göstermektedirler. Diğer bir ifadeyle, yatırım kararları akılcı kararlardan uzaklaşmakta, bireylerin hislerine dayanmaktadır<sup>105</sup>.

Tarihinin en büyük krizini yaşayan Amerika büyük buhran döneminde, yatırım hayatına atılan ve rekor diyebileceğimiz düzeyde kar eden yatırımcı Graham, yatırımlarını yaparken sadece şirket bilançolarının her kalemini tek tek ele alarak incelemiş, odaklanmış ve beklentilerini katmamıştır. Graham' a göre bir yatırımcının en büyük sorununun ve en kötü düşmanı, kendisidir. Bu açıdan bakarsak ekonomistler de kısa bir zamana kadar finansal zararın kendilerinden kaynaklandığını görmezden gelmişlerdir. En büyük sorunun kendimiz olmasının nedeni duygusallığımızın her noktada ortaya çıkması ve etkili olmalıdır<sup>106</sup>.

Tufana göre davranışsal finans, bireylerin her zaman akılcı ve kurallara uygun davranmadıkları yapılan birçok araştırmayla kanıtlanmıştır. Yaşantımızdaki bazı gerçeklerin değişmediği, iki kere ikinin her zaman dört olmadığı gibi bütün bunların sebebinin de bireylerin psikolojisinden kaynaklanmaktadır. Etkin piyasalarda ortaya çıkan anomalilerin sebebi, bireylerin psikolojisinden kaynaklı ya da karar alma sürecinde yatırımcıların psikolojik faktörlerini de dahil etmesinden kaynaklı olduğudur<sup>107</sup>.

Bu faktörler, finans, sosyoloji, sosyal psikoloji, psikoloji bilimlerinden ortaya çıkmıştır. Yatırımcıların sergiledikleri tutum ve davranışlarına dayanan bu teoriler, finansal piyasaların davranışını anlamak için büyük ölçüde yardımcı olmuştur. Ayrıca bu teoriler, davranışsal finansın gelişiminde büyük rol oynamıştır<sup>108</sup>.

---

<sup>105</sup> Döm, **a.g.e.** , s. 5.

<sup>106</sup> Bernstein, **a.g.e.**, s.231.

<sup>107</sup> Tufan, **a.g.e.**, s. 23.

<sup>108</sup> Cornicello, Giuseppe: “Behaviorual Finance and Speculative Buble” , Yüksek Lisans Tezi, **Universita Commercial Luigi Bocconi** – Milano Economia, 2003- 2004, s.23.

## 3.2. DAVRANIŞSAL FİNANSIN İLİŞKİLİ OLDUĞU DİĞER BİLİM DALLARI

Davranışsal finans literatürde, finans, sosyoloji, sosyal psikoloji, psikoloji gibi davranış bilimlerinin literatüründen hem teorik hem pratik olarak yararlanılarak geliştirilmiştir. Davranışsal finansın ortaya çıkmasında önemli payları olan Tversky ve Kahneman da psikoloji kökenli olduğu unutulmaması gerekmektedir.

Davranışsal bilimlerin gelişmesinin nedeni, pratikteki toplumsal kurumlarda ve sanayilerde ortaya çıkan sorunları gidermek için, finans, sosyoloji, sosyal psikoloji, psikoloji gibi disiplinler arasındaki gelenekselleşmiş ayrımların korunmasının olanaksız olduğundan dolayıdır. Rastgele ortaya çıkan bir problem ve ya sorun da farklı şekilde açıklanabilmektedir. Ayrıca, davranış disiplinlerinin kavram ve teorilerinin pratikte uygulanması gerekli bir hale gelmiştir<sup>109</sup>.

### 3.2.1. Finans

İşletmeler yaşamlarını sürdürebilmek için, talep yaratırlar. Yaratılan bu talebi karşılayıp büyümek isterler ama bunlardan da önemli olan işletmenin değerini artırmak için çeşitli yatırımlar yaparlar. İşletmeler, yaptıkları bu yatırımları nasıl elde edip ödeyeceklerine önce karar vermek zorundadırlar. Bu karar verme sürecini işletmelerde bulunan finans bölümü üstlenir bu yüzden de bu bölümün önemi çoktur<sup>110</sup>.

Finans, işletmelerin gerek duyduğu fonları koşulların en uygun olduğu zamanda ele geçirilmesi, ele geçirilen bu fonlarında en etkin şekilde kullanılmasını sağlamaktadır. Finans biliminin en önemli konusu “değer”dir. Çünkü finans biliminin amacı, değer belirlenmesi ve belirlenen değer artırılmasıdır.

---

(Erişim)

[http://www.ibrarian.net/navon/paper/BEHAVIOURAL\\_FINANCE\\_AND\\_SPECULATIVE\\_BUBBLE.pdf?paperid=3780531/](http://www.ibrarian.net/navon/paper/BEHAVIOURAL_FINANCE_AND_SPECULATIVE_BUBBLE.pdf?paperid=3780531/) 02.03.2015.

<sup>109</sup> Barber, M.,Brad; Odean, Terrance: The Courage of Misguided Convictions, **Financial Analysts Journal**, Vol. 56, No. 6, 1999, s.41.

<sup>110</sup> Ercan, K. Metin; Ban, Ünsal: **Finansal Yönetim**, 5. Baskı, Ankara, Gazi Kitabevi, 2005, s.3.

“Finans, bir işletmenin firma değerini ve ortaklarının işletmeye koymuş oldukları sermayeyi en yüksek seviyeye çıkarmak amacıyla, işletme için gerekli olan fonların elde edilmesi ve bu fonların işletme amaçları doğrultusunda etkin bir şekilde kullanılarak verimli aktiflere yatırılmasıdır.”

Gelecekle ilgili bir karar alma durumunda belirsizlik ve dolayısıyla riskten kaçılmamaktadır. Çünkü belirsizlik riski de beraberinde getirdiğinden yatırımcılar gerekli durumlarda beklenen getiri oranını ve riski göz önünde bulundurmaları gerekmektedir<sup>111</sup>. Beklenen getiri oranı,

“Piyasa faiz oranı ile yatırım yapılacak menkul değer risk oranı karşılaştırması sonucu varılan kârlılık öngörüsüdür.”<sup>112</sup>.

Geleneksel finans ile davranışsal finansın ortak noktaları, kazanç, kayıp ve değer ilişkisinden oluşmaktadır. Finansal kararlarda yatırımcıların duygusal hareket etmeleri davranışsal finansın konusu olmasıyla birlikte bu yaklaşımın temeli bireylerin psikolojik eğilim göstermeleri ve finansal kararlara dayanmaktadır. Finansal karar almada yatırımcılara ışık tutan davranışsal finans, bireylerin psikolojilerini göz önünde bulundurarak yatırımlarında ne kadar kazanıp ne kadar kaybedeceklerini, yaptıkları yatırımların değerinin hangi seviyede olduğunu açıklar.

### 3.2.2. Psikoloji

Davranışsal finans ile psikolojinin ortak noktaları düşünme süreçleri ve bilişsel psikoloji ilişkisinden oluşmaktadır. Düşünceleri anlamaya yönelik yapılan çalışmalar düşünme

<sup>111</sup> Yükçü, Süleyman; Durukan, Banu; Özkol, Erdal: **Finansal Yönetim**, İzmir, Vizyon Yayınları, 1999, s. 1.

<sup>112</sup>(Erişim) <http://www.nedirnedemek.com/beklenen-getiri-oran%C4%B1-nedir-beklenen-getiri-oran%C4%B1-ne-demek/03.03.2015>.

sürecini oluşturmaktadır. Psikoloji bilimi; kişilik, algı, çözüm, öğrenme, dikkat, akılda tutma, duygu gibi konularla ilgilenmektedir. Karar alma ve düşünme süreçlerinde yatırımcıların en çok bu konulardan etkilenirler. Başka bir ifadeyle, yatırım kararı alan yatırımcıların, karar alma sürecinde etkilendikleri olay ve olgular psikolojinin alanına girmektedir.

Davranışsal finans açısından yatırımcıların kişilikleri ya da karakteristik özellikleri birbirinden farklıdır. Yani kimi yatırımcılar sakin veya heyecanlı olabileceği gibi kimi yatırımcıların karar alma süreçleri de yavaş veya hızlı olabilir. Yine bireylerin psikolojileri göz önünde bulundurularak;

“Finansal riske davranışsal yaklaşımda, riski azaltma anlamında fiyat, zarar etme anlamında olasılık ve riskten ne kadar sakınılacağı anlamında tercihlerdir.”

Ancak, bu tercihlere önem verilmemiş. Psikoloji bilimi de tam bu noktada devreye girerek, bireylerin tercihlerinde etkili olan faktörleri inleyerek finans ve psikolojiyi yakınlaştırmış ve davranışsal finans ortaya çıkmıştır<sup>113</sup>.

Davranışsal finans, yatırımcıların gösterdikleri finansal faaliyetler ile psikoloji biliminin etkileşmesi sonucu ortaya çıkmıştır. Ayrıca, yatırımcılar birbirlerinin yatırımlarında akıl yürütme ile ilgili hatalarını fark edebilirler. Yatırımcılar bu hataları kendi yatırımlarıyla karşılaştırarak hatalarını tespit edebilirlerse o yatırım finansal anlamda başarılı olur<sup>114</sup>.

---

<sup>113</sup> Tufan, **a.g.e.**, 2008, s. 45.

<sup>114</sup> Ricciardi, Victor; K. Simon, Helen: “What is Behavioral Finance?”, **Business, Education and Technology Journal Fall**, 2000, s. 3.

(Erişim)[http://www.researchgate.net/profile/Victor\\_Ricciardi/publication/234163799\\_What\\_is\\_Behavioral\\_Finance/links/02bfe50f9696f22858000000.pdf/10.03.2015](http://www.researchgate.net/profile/Victor_Ricciardi/publication/234163799_What_is_Behavioral_Finance/links/02bfe50f9696f22858000000.pdf/10.03.2015).

### 3.2.3. Sosyal Psikoloji

Bireylerin ihtiyaçlarından dolayı; doğumdan ölüme kadar birlikte yaşama istekleri yüzyıllardır var olmuştur. Bu durum topluluk ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Dolayısıyla topluluk ihtiyacının ortaya çıkması toplumsal şartları belirlemiştir. Bu toplumsal şartların bireyler üzerindeki etkisini araştıran alan ise sosyal psikoloji olmuştur. Sosyal psikoloji; sosyal uyum, itaat, yardım, saldırganlık, ön yargı, sevgi, yardım, çevrenin psikolojisi ve öfke gibi konularla ilgilenmektedir.

Ayrıca sosyal psikolojinin az ilgi görmüş geleneksel konuları; toplumsal önderlik, grup dinamiği, bireylerin tutum değişikliğidir. Son yıllarda ise sosyal psikolojiye ilgi artmış ve bu geleneksel konuların dışında, sevgi, saldırganlık, uyum, algı, çekicilik ve çevre psikolojisi gibi konularda eklenerek sosyal psikolojinin konularını oluşturmuştur<sup>115</sup>.

Günümüzde psikoloji diğer bilim dallarıyla birlikte işletme yönetimine yeni disiplinler (uygulama- araştırma) kazandırmıştır: bu disiplinler arasında yer alan özel bir sosyal bilim dalı olan sosyal psikoloji; davranış biliminin temelidir<sup>116</sup>.

Davranışsal finansın bireylerin her zaman akılcı olmadığı düşüncesi sosyal psikolojide de geçerlidir.

“Örneğin, ...çok sınırlı bilgi ve ipucuna dayanarak başkalarına ilişkin izlenimler oluşturma, insanlarda önemli bir evrensel eğilimdir.”<sup>117</sup>

Buradan çıkaracağımız sonuç, yatırımcıların bilgilerinin yeterli olmadığı, dolayısıyla hisse senetlerinin onlarda yarattığı ilk ve olumlu izlenimlerden dolayı yatırım

---

<sup>115</sup> Freedman, J. L.; Sears, David O.; Carlsmith J. M.: **Sosyal Psikoloji**, Çev.: Ali Dönmez, 2. Baskı, Ankara, İmge Kitabevi, 1993, s. 13.

<sup>116</sup> Erdoğan, a.g.e., s.25.

<sup>117</sup> Freedman; Sears; Carlsmith, a.g.e. s. 96.



yaptıklarıdır<sup>118</sup>. İşte davranışsal finans ve sosyal psikolojinin ilişkisi bu noktada ortaya çıkar.

Piyasaya yeni bir haber geldiğinde yatırımcılar kendilerine göre yorum yaparak karar verirler. Bu durum algıdan kaynaklanmaktadır.

“ Algı, kişilerin çevreleri ile ilgili bilgiyi (uyarıyı) duyma, anlama ve değerlendirme sürecidir.”

Başka bir kaynağa göre,

“ Algı, duyu organlarından gelen verilerin (bilgi, uyarı) organize edilmesi ve onlara anlam verilmesi ile ilgili süreçtir.”

Bireylerin sergiledikleri davranışlarda önemli olan, bu davranışlara sebep olan bilgi ya da verilerin algılama biçimine etki edip etmemesidir.

Bu yüzden birbirinden farklı iki birey; aynı uyarıyı ya da bilgiyi farklı algılayabilir ve yorumlayabilirler. Bireylerin algısındaki bu farklılığın nedenleri; değerler, inançlar, amaçlar, tutumlar, gereksinimler, bilgiler, kültürler, tecrübeler, hisler, içinde buldukları ortamlar hatta bireylerin fiziksel özellikleri gibi faktörlerdir<sup>119</sup>.

Bu faktörler içsel faktörler ve dışsal faktörlerdir. İçsel faktörler bireyin; kişiliği, motivasyonu ve amaçları olarak ifade edilmektedir. Ayrıca bireylerin kişilikleri dışa açık ya da kapalı olabileceği gibi başka özellikleri de vardır. Dışsal faktörler ise, bilginin (uyarıcı) bulunduğu ortama göre farklı olması, bilginin yoğunluğu, bilgiler

---

<sup>118</sup> Tufan, **a.g.e.**, s. 46.

<sup>119</sup> Tufan, **a.g.e.**, s. 46- 47.

arasındaki farklılıklar, bilgilerin benzerliği, yenilik, görünüş ve statü olarak tanımlanabilir <sup>120</sup>.

Özetle, yatırımcıların karakteristik özellikleri, yatırım kararlarındaki algılarını etkiler. Ayrıca, bilginin kaynağı, zamanı, yoğunluğu, sıklığı gibi faktörlerde yatırım kararlarını etkilemektedir. Örneğin; yatırım yapılmış şirket ile ilgili basında çıkan ya da kulaktan kulağa yayılan bir haber, yatırımcının o şirketin hisse senetleriyle ilgili düşüncesini etkiler.

### 3.2.4. Sosyoloji

Birey ve toplumun etkileşimi sosyoloji biliminin konusudur. Davranışsal finans da bireylerin duygu, düşünce ve davranışlarının finansı nasıl etkilediğini araştırmaktadır. Sosyoloji bilimiyle davranışsal finans ilişkisinin ortak noktası iletişimdir. Başlıca iletişim tipleri, işbirliği, çatışma, rekabet, mübadeledir. Mübadele: paranın değiş tokuşu olarak düşünürüz oysaki, bu değiş tokuş toplumsaldır<sup>121</sup>. Örneğin bir arkadaşımızın bize hediye vermesi, karşılığında ise bizim teşekkür etmemiz ya da bir çocuğun şeker karşılığında sevinip iyi davranış göstermesi. Örnekteki her iki durumda da toplumsal davranışta, toplumsal ödül karşılığında mübadelenin oluştuğunu söylemek mümkündür. Sosyolojinin inceleme alanları, toplumların oluşumu, işleyişi, değişimi, yapısı ve gelişimidir. Sosyal bilim dallarından birisi de sosyolojidir.

“Sosyoloji, toplumsal olayları ortaya çıkaran, işleyiş biçimlerini belirleyen, toplumsal olaylarla ilgili kavramlar üretmeyi; toplumsal yapıları, değerleri ve ilişkileri bir bütünlük içerisinde inceleyerek elde ettiği bulgular ışığında tüm toplumlar için geçerli olabilecek toplumsal etkileşimleri geliştirecek genelleme ve yasalara ulaşmayı amaçlamaktadır.”

<sup>120</sup> Koçel, Tamer: **İşletme Yöneticiliği**, 7. Baskı, İstanbul, Beta Basım Yayım, 2003, s. 533.

<sup>121</sup> Tufan, **a.g.e.**, s. 49- 50.

Sosyoloji yüzyıllar boyunca toplumların yapısını, bireyi bu gruplar içerisinde tutan faktörleri araştırmış ve bireylerin sosyal yaşantılarındaki değişimleri saptamaya çalışmıştır. Buradan da anlaşılacağı gibi insan ve insan toplulukları sosyolojinin temel alanını oluşturmaktadır<sup>122</sup>.

Sosyoloji, çevremizi, çevremizdeki bireylerin amaçlarını, korkularını, acılarını, hayallerini ve isteklerini daha iyi anlamamıza yardımcı olmaktadır. Sosyoloji, empati yeteneğini güçlendirmektedir. Diğer toplumlar ile ilgili bilgilerimizi artırır. Ayrıca sosyoloji, bütün bunların dışında, ekonomik birimlerin kendi aralarındaki toplumsal ilişkilerin incelenmesine de odaklanmıştır<sup>123</sup>.

Günümüzdeki modern sosyoloji, yalnızca toplumda geçerli olan kuralları saptamamaktadır. Bu kuralların, politik hayata, ekonomik hayata ve gündelik hayata nasıl yansıtacağı ile ilgili çalışmalar da yapmaktadır. Bu çalışmaların sonucunda ise toplumsal yapıda ya da bireylerin davranışlarındaki gelişmeler ve bu gelişmelerin sonuçları sosyolojinin çalışma alanıdır<sup>124</sup>. Özetlemek gerekirse yatırımcılar aldıkları her politik, sosyal ve ekonomik kararlarda sosyolojik incelemelerin sonucu olarak elde edilen bilgilere dayanmaktadır<sup>125</sup>.

### **3.3. DAVRANIŞSAL FİNANSTA YATIRIMCI EĞİLİMLERİ**

Davranışsal finasta yatırımcı eğilimleri; bilişsel eğilimler, duygusal eğilimler ve sürü davranışı olarak incelenebilir.

#### **3.3.1. Bilişsel Eğilimler**

Bireyler yatırım kararlarında akılcı olmayan davranış eğilimleri vardır. Bu eğilimlere bilişsel eğilimler denilmektedir. Toplumdaki her birey tutarlı ve devamlı olarak bu eğilimlerden etkilenir. Bilişsel eğilimler,

---

<sup>122</sup> Erdoğan, **a.g.e.**, s.6.

<sup>123</sup> Bozkurt, Veysel: **Değişen Dünyada Sosyoloji**, Bursa, Alfa Basım, Bursa, 2004, s. 17.

<sup>124</sup> Erdoğan, **a.g.e.**, s.18.

<sup>125</sup> Erdoğan, **a.g.e.**, s.28.

“İnsan zihninin karar verme sürecinde yarattığı kısıyollar yanlış çıkarımlar yapılmasına neden olarak bireyleri rasyonel davranıştan alıkoyan bir takım bozukluklar yaratır. Elimine edilmesi çok zor olan bu bozukluklardır.”<sup>126</sup>.

Karar vermeyi etkileyen bilişsel eğilimler şunlardır; Çerçeveleme eğilimi, Zihinsel Muhasebe, Belirsizlikten kaçınma, Aşırı özgüven, Çıpalama, Temsilliktir.

### 3.3.1.1. Çerçeveleme eğilimi

Yatırımcıların karar verme sürecinde, olayların sunuluş şekline etkilenerek farklı ifade edilmiş biçimlerine göre değişik tepkiler vermelerini anlatan bir bilişsel eğilimdir<sup>127</sup>.

Çerçeveleme eğilimi, 1981 de Kahneman ve Tversky’ nin “The Framing of Decisions and the Psychology of Choice” adlı yapmış oldukları çalışmayla literatüre kazandırılmıştır. Bu çalışmada psikolojinin karar alma algısını yönettiği ve karar alma sürecinde çıktılarda öngörülebilir değişiklikler gösterdiği ifade edilmiştir<sup>128</sup>.

Bireyler alternatifler arasında seçim yaparken tutarlı ve akılcı değerlendirmeler yapmazlar. Dikkatini çeken alternatifleri belirleyip çerçeveler ve onlar arasından seçim yaparak karar verirler.

Çerçeveleme eğiliminin yatırımcılar üzerindeki etkilerini araştıran Pompain, yatırım kararı alan bir yatırımcının birbirine benzer A ve B portföylerinden birini seçerken; A portföyünün %70 oranında faydalı, B portföyünün ise %30 oranında faydasız olduğu bilgisi varken, A portföyünü seçeceğini belirtmiştir<sup>129</sup>.

<sup>126</sup> Sefil; Çilingiroğlu, **a.g.m.**, s. 255.

<sup>127</sup> Sefil; Çilingiroğlu, **a.g.m.**, s. 339.

<sup>128</sup> Sewell, Martin: “Behavioural Finance”, **University of Cambridge**, 2010, s. 1-4.  
(Erişim) <http://www.behaviouralfinance.net/behavioural-finance.pdf/14.01.2015>.

<sup>129</sup> Gürkan, **a.g.e.**, s. 47.

Bireyler kayıptan kaçınmak isterler. Dolayısıyla yatırım kararlarına ilişkin seçecekleri seçenek kayba ilişkin bir çerçeveyse, o seçenek seçilmez.

### 3.3.1.2. Zihinsel Muhasebe

Thaler ilk defa bu kavramı, beklenti teorisi ile ilgili araştırmalar yaparken ortaya çıkarmıştır. Thaler ve Bondt' a göre zihinsel muhasebe,

“Bireylerin ve hane halklarının finansal aktivitelerini organize ederken, değerlendirirken ve takip ederken kullandıkları bilişsel operasyonlardır.”<sup>130</sup>.

Zihinsel muhasebenin üç temel bileşeni bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, sonuçların yorumlanarak algılanmasıdır. Bunun yanı sıra, alınan kararı değerlendirilme sürecini de içermektedir. İkinci temel bileşeni ise, belirli faaliyetlerin belirli hesaplara atanmasıdır. Zihinsel muhasebede de muhasebede olduğu gibi kaynakların dağılımı ve bu kaynakların kullanımı etkilenmektedir. Yani, bireylerin bütçesi gereği harcamaları kısıtlanabilmektedir. Son bileşen ise, hesapların ne sıklıkta değerlendirildiğidir. Yıllık, aylık veya günlük değerlendirilmektedir. Bu değerlendirmeler dar ya da geniş olarak da ifade edilebilmektedir. Bu temel üç bileşen ekonomik kuramın değiştirilebilirlik prensibini ihlal etmiştir. Bu yüzden zihinsel muhasebenin, bireylerin seçimlerini erteleyeceği kanısına varılmıştır<sup>131</sup>.

### 3.3.1.3. Belirsizlikten kaçınma

Ellsberg bu kavramı 1961 yılında ortaya atmıştır. Ayrıca, bu kavram çoğu literatürde Ellsberg Paradoksu olarak da ifade edilmektedir. Belirsizlikten kaçınma, bilinmeyenden korkma olarak tanımlanabilir

---

<sup>130</sup> Sewell, **a.g.e.**, s. 3.

<sup>131</sup> Thaler, Richard H: “Mental Accounting Matters”, **Journal of Behavioral Decision Making**, Vol 12, s. 183.

Bayrak'a göre bireyler; sonuçlar kesin olmasa bile, hangi sonucun hangi olasılıkla başlarına gelebileceğini bildikleri durumları, olasılıklar hakkında hiçbir fikirleri olmadıkları durumlara tercih ettikleridir.

Belirsizlikte kaçınma başka bir kaynağa göre, bir toplum ya da bir örgütteki tahammül edilemeyen belirsizlik derecesidir.

Bireyler belirsizliğin olduğu ortama uyum sağlamada ciddi sorunlarla karşılaşır. Belirsiz ortamlar da bireyler; “ karmaşıklığı kavrama ve eksik, düzensiz, belirsiz ve dinamik durumlarla baş edebilme bakımından”, belirsizlikten kaçınma derecesi olan düşük ve yüksek olarak sınıflandırılabilir<sup>132</sup>. Belirsizlikten kaçınmanın düşük olduğu toplumlar da bireyler risk almayı severler ve isteklidirler. Ayrıca, belirsizliği daha kolay tolere ederler. Belirsizlikten kaçınmanın yüksek olduğu toplumlar ise riskten rahatsız olurlar.

Yatırımcılar genellikle, trendin yukarı yönlü hareket ettiğini gördüklerinde fiyatın yükselme olasılığını %50 den fazla olduğunu algılar. Dolayısıyla, aşağı doğru trend de ise yatırımcılar fiyatın düşme olasılığını algırlar. Trend yatay olduğunda ise fiyatın yükselme ya da düşme olasılıkları hakkında bir belirsizlik durumu oluşur. Bu durumda yatırımcılar piyasaya girmek yerine beklemeyi tercih ederler. Ayrıca yatırımcılar daha güvenli olarak algıladıkları varlıklara (nakit, mevduat) yönelmeleri “risk iştahının azalması” olarak adlandırılır.

Davranışsal finans açısından “yatırımcıların güvenli olarak algıladıkları varlıklara yatırım yapması” riskten değil belirsizlik eğiliminden kaynaklanmaktadır. Risk, olasılıkların kestirilebildiği durumlardır; belirsizlik ise ne olacağı asla belli olmayan durumlardır. Bireyler yatırım kararlarını olasılıkları kestirebildikleri durumda alırlar. Örneğin, yatırımcılar, kendilerine tanıdık gelen hisse senetlerine yatırım yaparak fazla

---

<sup>132</sup> Sıgır, Ünsal; Tıgılı, Mehmet,: “Hofstede'nin “Belirsizlikten Kaçınma” Kültürel Boyutunun Yönetimsel-Örgütsel Süreçlere Ve Pazarlama Açısından Tüketici Davranışlarına Etkisi”, **Marmara Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 21, Sayı 1, 2006, s. 2006.

çeşitlendirmeye gitmemektedirler<sup>133</sup>. Özellikle yatırımcılar yabancı hisse senetlerine değil, kendi ülkelerinin hisse senetlerine yatırım yapmaktadırlar.

#### 3.3.1.4. Aşırı özgüven

Bireylerin kendilerini ortalamadan yüksek görmeleri, yeteneklerine fazla güven duymaları günlük hayatımızda çok sık karşılaştığımız durumlardır. Aşırı özgüvene sahip yatırımcılar, sahip oldukları yeteneklerini ortalamanın üstünde olduğunu ve kendilerini herkesten daha fazla bilgiye sahip olarak görürler. Kararlarını da bilgiden çok somut ve akılcı olmayan sezgilerine göre alırlar. Bu yatırımcıların “kötü sürprizle” karşılaşma ihtimalleri yüksektir. Özgüveni yüksek olan yatırımcılar, kendi yetenek ve bilgilerine fazla güvendikleri için aldıkları kararları piyasaya yeni bir bilgi geldiğinde bile değiştirmedikleri gibi bu yatırımcılar, alım satım işlemi yapmayı gerektirmeyen durumlarda bile işlem yaparlar.

Yapılan birçok çalışmada, hem yatırımcılara hem de profesyonellere birbirinden farklı hisse senetlerinin beklenen getirileri ve bu tahminlerin güven aralığı sorulmuş ve anketin sonucunda ise; bireylerin yaptıkları tahminin yanılma payının düşük olduğu gözlemlenmiştir. Profesyoneller üzerinde yapılan bir çalışmada, katılımcılardan enflasyon tahminleri ve bu tahminler için güven aralığı belirtmeleri istenmiştir. Yani, güven aralığını %95 olarak belirten bir analistin yaptığı 100 tahminden 95’inin doğru çıkması beklenmiştir. Sonuç, tahminlerin belirtilen güven aralığından daha düşük oranda doğru olduğudur<sup>134</sup>.

#### 3.3.1.5. Çıpalama

1970 yılından bu yana bilişsel psikoloji bu kavram üzerine çalışmaktadır. Bilimsel anlamda bu kavramı ilk kanıtlayan Kahnemandır. Çıpalama,

<sup>133</sup> Phelim, Boyle; Raman, Uppal; Tan, Wang: “Ambiguity Aversion and the Puzzle of Own-Company Stock in Pension Plans”, 2003, s. 1.

(Erişim) <http://www.fsa.ulaval.ca/nfa2003/papiers/phelim%20boyle2.pdf/05.04.2015>.

<sup>134</sup> Bayrak ,a.g.m., s. 11.

“Bireylerin önceden edindiği bilgilerden vardıkları sonuçlara bağlanması ve yeni bilgilere rağmen önceden verdikleri kararlarını değiştirmede tutucu davranışlarıdır.”

Örneğin, çıpalama eğilimini gösteren bir yatırımcı önceden belirlediği hedef fiyatı, açıklanan yeni şirket ya da yeni sektör bilgilerine göre düzenler ve dolayısıyla bu yeni bilgilere daha az tepki verir. Bu kavramla ilgili Ariely de bir deney yapmış ve katılımcıları iki gruba ayırmıştır. İlk gruba 15 dakikalık bir şiir dinletisi için 2 dolar verip vermeyeceklerini sorulmuş, ikinci gruba da 15 dakikalık bir şiir dinletisi için 2 dolar verileceğini söylenmiştir. İki grubunda cevapları alındıktan sonra bu şiir dinletisinin bedava olacağı söylenmiştir. İlk grupta 2 dolar ödeyerek katılacakları şiir dinletisinin bedava olması, bu teklifin kıymetli ve kaçırılmaz bir fırsat olduğu algısı oluşmuş ve bu algı sonucunda şiir dinletisine %35 oranında katılım gerçekleşmiştir. İkinci grupta ise üstüne para verilerek sunulan teklifin bedava olması bu şiir dinletisine verdikleri değeri etkilediği için katılım %8 oranında olmuştur. Davranışsal finasta bireylerin fiyat algısı yalnızca bilgiden oluşmaktadır. Şayet bireylerin fiyat algısı yalnızca bilgiden oluşmuş olsaydı temel analiz tam anlamıyla yeterli olurdu. İşte bu noktada teknik analiz devreye girmektedir. Teknik analizin devreye girmesi tek başına bu analizin yeterli olduğu anlamına gelmez. Sonuçta belirli bir dönemde hangi analiz aracı popülerse, kullanılan o analiz yönteminin performansı fiyatı tahmin etme açısından diğerine göre daha iyi olacaktır. Çoğu yatırımcı yatırım kararı verirken teknik analizi kullanır. Bu yüzden fiyatların tahmini açısından teknik analiz yöntemi daha doğru gibi gelecektir. Bu duruma literatürde “kendini gerçekleştiren kehanet” olarak adlandırılmaktadır. Dolayısıyla, teknik analiz yöntemin doğru olması, teknik analiz yöntemlerinden biri olan Fibonacci yönteminin de doğru olmasının sebebidir.

Fibonacci, 12. Yüzyılda yaşamış ve geçek adı Leonardo de Pisa olan bir matematikçidir. Fibonacci, doğada bazı oranlar olduğunu keşfederek bunların bir dizi oluşturduğunu, bu dizilerinde kendinden önce gelen iki sayının toplamı olduğunu ispatlamıştır. Bu sayı dizileri, 1,2,3,5,8,13,21... sayılardan oluşmaktadır. Sayı dizilerinde dördüncü sayıdan sonra gelen her sayıyı kendinden sonra gelen sayıya bölündüğünde sonuç 0.618'e; her sayıyı kendinden önceki sayıya böldüğünde ise sonuç



1.615'e yaklaşacaktır. Bu oranlara (0.618, 1.615), "altın oran" da denilmektedir. Piyasalarda da bu sayı dizilimindeki oranların çalıştığı görülmektedir. Yani Fibonacci sayılarından oluşan oranlar, piyasalardaki trend ve trend hareketleri arasında tahmin edilebilir bir etkileşim ortaya koyar. Dolayısıyla bu oranlar, fiyatı tahmininde yardımcı olurlar. Bu yüzden de tüm yatırımcılar ona göre yatırım kararı verir ve Fibonacci ile yapılan tahminlerin doğruluğu kaçınılmaz olur<sup>135</sup>.

### 3.3.1.6. Temsillik

Bireylerin edindikleri bilgilerden veya örneklere bakarak yaptıkları gözlemleri bütüne mal ettikleri yargılardır. Bireyler tecrübe ettikleri her şeyi genele yaydıkları için peşin yargı oluştururlar. Bireyler kararlarını oluşan bu peşin yargıya göre vermektedirler.

"Bireyler, şahit oldukları kadarının durumun genelini temsil ettiğini düşünme eğilimine sahiptirler."

Bu durum aynı zamanda 'kumarbaz yanılışı' olarak da adlandırılmaktadır. Bireyler, tecrübelerinden ya da gözlemlerinden yararlanarak çeşitli sonuçlara olasılık tayin ederler. Bu durum gerçekte böyle olmamakla birlikte yanıltıcı etkiye de sahiptir. Yatırımcıların bu davranış biçimi farkındalığının artması açısından önemli olabilmektedir. Örneğin, yapılan çalışmalarda yatırımcıların, çevresel duyarlılığı olan şirketlerin, finansal açıdan iyi ve gelecek vaat eden şirket olarak algılandıkları ortaya çıkmıştır.

---

<sup>135</sup> (Erişim)

[http://www.akademiktisat.net/calisma/sermaye\\_piyasasi/sermaye\\_piyasa\\_analiz\\_adinc.htm/23.04.2015](http://www.akademiktisat.net/calisma/sermaye_piyasasi/sermaye_piyasa_analiz_adinc.htm/23.04.2015).

### 3.3.2. Duygusal Eğilimler

Duygu, bireylerin ruh halindeki çevresel ve içsel etkilerle ortaya çıkan psikolojik değişim olarak tanımlanmaktadır. Duygular yaşantımızda büyük rol oynar. Duygular farklı kelimelerle ifade edilmektedir. Duygular; mutluluk, üzüntü, sevinç, öfke, korku, kıskançlık, umut, sevgi, ilgi, pişmanlık gibi kelimelerle ifade edilebilmektedir.

Duygusal eğilim , “duyguların etkisi altında, tersini doğrulayan bilgiler olmasına rağmen, kayıptan kaçma güdüsüyle birlikte bireylerin olayların pozitif etkilerinin varlığına inanma eğilimleri” olarak tanımlanmıştır<sup>136</sup>.

Duygusal eğilimler bireylerin yanlış kararlar almalarına ve olumsuz sonuçlar elde etmelerine neden olabilir. Ayrıca kararlar, sürelerine göre farklı eğilimlerden etkilenirler. Kısa vadeli yatırım kararlarında bilişsel eğilimler etkili iken uzun vadeli kararlarda duygusal eğilimler etkilidir.

Kısacası, bireyler yatırım kararı alırken içinde buldukları duygusal faktörlerden etkilenerek seçim yaparlar. Bireylerin kararlarını etkileyen duygusal eğilimler şunlardır; Pişmanlıktan Kaçma, İyimserlik önyargısı, Kendi kendini kontrol, Sahiplik etkisi, Kayıptan Kaçınmadır.

#### 3.3.2.1. Pişmanlıktan Kaçma

Bireyler başarısızlıklarını veya zararlarını hiçbir zaman kabullenmezler. Örneğin, kazanan yatırımcıların ellerindeki hisse senetlerini satmaya ikna etmenin, kaybeden yatırımcıyı ikna etmekten daha kolaydır. Bu durum çok sık rastlanılan mantıksız yatırım davranışdır<sup>137</sup>.

Bireyler pişman olacağı şeyler yapmaktan kaçınıp, kendisiyle gurur duyacağı işler yapmak isterler. Pişmanlık, yanlış karar verildiğinden dolayı maruz kaldığımız duygu; Gurur ise, kararın sonucunun iyi olmasından dolayı ortaya çıkan duygusal memnuniyet

<sup>136</sup> Sefil; Çilingiroğlu, **a.g.m.**, s. 255.

<sup>137</sup> Ceylan; Korkmaz, **a.g.e.**, s.621.

olarak tanımlayabiliriz. Bireyler geniş bir bakış açısına sahip olmadan, yaptıkları en küçük hatalar da bile pişmanlık hissedebilirler. Dolayısıyla pişmanlık, bireylerin kararlarını büyük ölçüde etkilemektedir<sup>138</sup>. Yatırımcılar, değeri artan hisse senetlerini hemen elden çıkarma, değeri düşen hisse senetlerini ise uzun süre elde tutma eğilimi göstermektedir. Bu eğilim pişmanlıktan kaçınma eğilimidir<sup>139</sup>. Ayrıca yatırımcılar, “yatırımlarından para kazanma ümidini kaybetmek istemezler.”<sup>140</sup>.

Yatırımcıların değeri düşen hisse senetlerini elde tutma sebebi, yanlış bir yatırım yaptığından dolayı pişman olmamak ve kaybı kabullenmemek içindir. Fakat yatırımcıların bu isteksizliği daha büyük kayıplara yol açabilmektedir. Değeri artan pay senedini elden çıkaran yatırımcılar ise kendileriyle gurur duyacakları bir hareketi hemen yaşamak ve kardan zarar etmeme (pişmanlıktan kaçınma) düşüncesindedirler<sup>141</sup>.

Değeri düşen ya da değeri artan hisse senetlerini elde tutma süreleri yatırımcıların demografik yapılarına göre farklılıklar göstermekte ve finansal piyasalar açısından önemli sonuçlar doğurmaktadır.

### 3.3.2.2. İyimserlik önyargısı

İyimserlik, olayları ve beklenen sonuçları iyi yönden görme anlamına gelmektedir. İyimserlik önyargısı, bireylerin akılcı davranma anlayışından sapmasına sebep olmaktadır. Bireyin iyimserlik durumunda beklenen fayda değeri, akılcı davranan bireylere kıyasla daha fazla olacaktır. Finansal ekonomi açısından baktığımızda yatırımcıların iyimserliği, yatırım kararlarını doğrudan etkilemektedir. Çoğu iyimser yatırımcı, kendisinin zarar etmeyeceğini, yatırıma konu olan değerlerin ani şoklardan

---

<sup>138</sup> Döm, a.g.e., s. 90.

<sup>139</sup> Döm, a.g.e., s. 91.

<sup>140</sup> Saraç, Mehmet; Kahyaoğlu, M. Burak: “Bireysel Yatırımcıların Risk Alma Eğilimine Etki Eden Sosyo-Ekonomik ve Demografik Faktörlerin Analizi”, **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar**, Cilt 5, Sayı 2, 2011, s.137- 138.

<sup>141</sup> Saraç; Kahyaoğlu, a.g.m., s.34.

etkilenmeyeceğini ama diğer yatırımcıların bütün bunlardan etkileneceği düşüncesindedirler<sup>142</sup>.

İşte bu yanlış yatırımcıları akılcı davranmaktan uzaklaştırmaktadır. Günlük yaşantımızda iyimserlik hali çok sık karşılaştığımız bir durumdur. Bireyler iyimserlik önyargılarından dolayı risk değerlendirmelerini yanlış yapabileceği gibi normal koşullarda da almamaları gereken riski üstlenebilirler. Bu durum her ne kadar bazı bireyler açısından olumlu olarak yorumlansa da fazla iyimserlik hali bireylerin kendileri için alacağı en uygun kararları olumsuz yönde etkilemektedir<sup>143</sup>.

### 3.3.2.3. Kendi kendini kontrol

Bireylerin kendi kontrolleri altına alamayacağı durumlarda, sonuca etki etme ihtimalinin olduğuna olan inancı ifade eder.

Yatırımcıların birbirlerini yoldan çıkarmaya eğilimleri vardır. Bu yüzden otokontrollerini geliştirmek isterler. Kendi kendini kontrol etme eğiliminde yatırımcılar kendilerinin başarılı olduğunu, başarısızlıkları ise dış etmenlerden kaynaklandığına inanırlar. Bu durum ise yatırımcıların fazla bilgi ya da aşırı özgüvene sahip olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla yatırımcılar başarı elde ettiklerinde, bilgiyi kullanma performanslarına olan güvenleri artar<sup>144</sup>.

Kendi kendini kontrol eğilimi altında alınan yatırım kararlarında yatırımcılar akılcı davranmamaktadırlar. Belirsizlik ve risk karşısında yatırımcının kendine fazla güvenmesi ve bu güvenin sonucunun yarattığı yanlışsama, yatırımcıyı beklediğinden farklı bir noktaya götürebilir.

---

<sup>142</sup> Gürkan, **a.g.e.**, s. 49- 50.

<sup>143</sup> Yalçın, Yalçiner:” Davranışsal İktisat Yaklaşımıyla Rekabetçi Piyasa Analizi”, Rekabet Kurumu Uzmanlık Tezleri, No: 133, Ankara, s.20-30.

(Erişim)

[http://www.rekabet.gov.tr/File/?path=ROOT/1/Documents/Uzman%C4%B1k+Tezi/11yalciner\\_yalcinmiz.pdf/20.05.2015](http://www.rekabet.gov.tr/File/?path=ROOT/1/Documents/Uzman%C4%B1k+Tezi/11yalciner_yalcinmiz.pdf/20.05.2015).

<sup>144</sup> Tufan, **a.g.e.**, s. 75.

### 3.3.2.4. Sahiplik etkisi

Bireylerin sahip oldukları mallara biçtikleri satış değerinin, sahip olmadıkları aynı mallara biçtikleri alıcı değerden fazla olması olarak ifade edilmektedir.

Başka bir ifadeyle sahiplik etkisi, “İnsanların ellerindeki bir maldan vazgeçmek için istedikleri değer düzeyi, aynı malı edinmek için vermeye razı olacakları düzeyden yüksek olma durumu” dur.

Sahiplik etkisi iyi iş ve davranışlara odaklanmayı sağlayarak, kötü fiil ve davranışlardan uzaklaştırır. Yatırımcıların hisse senetlerine aşırı bağlanması çok sık işlem yapmalarını engellediği için yatırımcılar yüksek işlem maliyetlerine ve vergilere katlanmak zorunda kalırlar. Bütün bunların dışında şirket hakkındaki olumsuz bilgileri de göz ardı ederler<sup>145</sup>.

Sahiplik etkisine benzer olan birde statüko eğilimi vardır. Statüko eğilimi, mevcut sahip olunan hizmetleri ve malları bırakmama eğilimidir. Başka bir ifadeyle statüko eğilimi, “insanların alışkanlıkları üzerinden kendilerine ait olan malların değerlerindeki sapmalar” dır. Sahiplik etkisi ve statü etkisi, yatırımcının kaybetmeye karşı gösterdiği tepkinin kazanca gösterdiği tepkiden fazla olduğunu kabul eder. Ayrıca sahiplik etkisi ve statüko etkisi, kayıptan kaçınma eğiliminin bir uzantısıdır.

### 3.3.2.5. Kayıptan Kaçınma

Kahneman ve Tversky kayıptan kaçınma eğilimine bağlı olarak Beklenti Teorisini ortaya çıkarmışlardır.

Kayıptan kaçınma psikoloji bilimi çerçevesinde, aynı miktar kazanç ile aynı miktar kayıp yönünde dengesizlik olduğu ifade edilmektedir<sup>146</sup>. Davranışsal finans kaynaklarında sıkça rastlanılan bir eğilim olmakla birlikte diğer duygusal eğilimlere de referans olmaktadır.

---

<sup>145</sup> Saraç; Kahyaoğlu, **a.g.m.**, s. 137- 138.

<sup>146</sup> Sefil; Çilingiroğlu, **a.g.m.**, s.260.

Ekonomi ve psikoloji kaynaklarındaki deneysel çalışmalar, bireylerin kayıpları minimize etme isteğinin, kazançları maksimize etme istediğinden daha kuvvetli olduğunu ortaya koymuştur<sup>147</sup>.

Bireyler bir miktar para kaybetmenin acısını, aynı miktar paranın kazanılmasından daha fazla önemserler<sup>148</sup>. Yatırım ortamında bireylerin kayıptan kaçınma eğilimlerinin bir diğer örneği de yatınlık eğilimidir. Yatınlık eğilimi, yatırımcıların kaybeden hisse senetlerini elden çıkarmada isteksiz olduğunu, kazanan hisse senetlerini ise elden çıkarmaya istekli olduğunu ifade etmektedir<sup>149</sup>.

Yatırımcılar kaybetmekten haz etmezler. Bu yüzden kaybetmekten haz etmeyen yatırımcılar değeri düşük hisse senetlerini portföylerinde uzun süre tutmazlar. Bu durum yatırımcıların akılcı davranmadığını göstermektedir. Ayrıca kayıptan kaçınma eğilimi çok güçlü bir şekilde yatırımcıların davranışlarını yansıtmaktadır. Yatırımcıların kazanan hisseleri erken elden çıkarma eğiliminin nedenlerinden birinin de pişmanlıktan kaçınma eğilimi olduğunu söylemiştik. Olası bir pişmanlık bireye başka bir kayıp daha getirebileceği unutulmamalıdır<sup>150</sup>.

---

<sup>147</sup> Shalev, Jonathan: "Loss Aversion Equilibrium", **International Journal of Game Theory**, Sayı 29, 2000, s. 2

(Erişim) <http://link.springer.com/article/10.1007/s001820000038#page-2/> 10.03.2015.

<sup>148</sup> Simmons, Joseph P.; Novemsky, Nathan: "From Loss Aversion to Loss Acceptance: How Casino Contexts Can Undermine Loss Aversion", **Working Paper**, 2008, s.3 (Erişim) <https://www.utdallas.edu/negcent/seminars/novemsky/Loss%20Acceptance.pdf/02.05.2015>.

<sup>149</sup>(Erişim) <http://davranissalfinans.blogspot.com.tr/2010/12/davranssal-finanssozlugu.html/09.05.2015>.

<sup>150</sup> Shefrin, Hersh; Statman, Meir: (1985). "The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence." **Journal of Finance**, Volume 40, Issue 3, 1985, s. 781-785

(Erişim), <http://www.scu.edu/business/finance/research/upload/disposition-sell-winners-too-early.pdf/10.05.2015>.

Kayıptan kaçınmanın bir diğer anlamı da zarardan kaçınmadır. Kayıptan kaçınma eğiliminin en sık görüldüğü zamanlar, yatırımcılar zarar etmeye başladıklarındaki tutumlarıdır. Yatırımcıların sahip oldukları hisse senetleri değer kaybettiğinde, o hisse senetlerinden daha fazla alırlar. Yatırımcılar zararlarını realize etmek istemediklerinden dolayı portföylerini çeşitlendirerek maliyetlerini düşürmeye çalışırlar. Yatırımcıların bunu yapmasının en büyük sebebi ise o pay senedi fiyatının tekrar yükseleceği beklentisi içinde olmalarıdır. Ancak pay senedi fiyatının tekrar yükseleceği beklentisinin güvencesi yoktur. Kayıptan ya da zarardan kaçınma eğilimi, bir miktar zarar eden profesyonel portföy yöneticileri ise raporlama dönemine doğru riskli pozisyon almayı tercih ederler.

### 3.3.3. Sürü Davranışı

Sürü davranışı, bireylerin içinde bulunduğu toplumun davranışlarından, kültürlerinden, ideolojilerinden etkilenecek kendi fikirlerini o yönde değiştirmesi ve çoğunluğun hareket ettiği yönde hareket etmesi olarak tanımlanabilir. Sürü davranışına son yıllarda finans bilimi de ilgi göstermiştir. Sürü davranışı sosyal psikoloji kavramlarından birisidir. Sürü psikolojisi bir grup insanın yönlendirilmesi olarak algılsa da tek bir bireyde sürü psikolojisinin içinde olabilir. Bireyler bağımsız yerlerde olsalar dahi gazete, dergi, televizyon v.b. yerlerden etkilenecek sürü psikolojisi içine girebilir ve yönlendirilebilirler. Ayrıca, grup çalışmaları da sürü psikolojisiyle bağlantılıdır. Bir gruptaki bireyler diğer üyelerle aralarındaki uyumu bozmamak için kendi kararlarından saparak çoğunluğun kararını kabul edebilirler.

Finansal piyasalarda sürü davranışları finansal piyasaların var oluşu ile eş zamanlı olarak süre gelen bir kavramdır. “17. Yüzyılda ortaya çıkan lale çılgınlığından, dünya borsalarında 1974-1982 yılında görülen sert dalgalanmaya, 1980’lerde Japonya’da borsa ve emlak piyasalarında oluşan aşırı değerlemeye ve 2000 yılında oluşan medyaya kadar, finansal piyasalar aşırı değerlemeyi ve beraberindeki çöküşü ya da yükselişi” sürü davranışıyla açıklanmaktadır<sup>151</sup>.

<sup>151</sup> Hayta B. , Ateş: “Bireysel Yatırımcıların Finansal Risk Algısına Etki Eden Psikolojik Önyargılar”, **Türkiye Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Yıl 18, Sayı 3, 2014, s.340.

Portföy yöneticileri, fon yöneticileri çeşitli sebeplerden dolayı sürü davranışı eğilimi içindedirler. Finansal sürü davranışı,

“ Bir grup yatırımcının aynı yönde aynı varlığa ilişkin eş zamanlı olarak işlem yapmasıdır.”

Kendi bilgilerini göz ardı edip sürüyü izleyen bireylerin kararları, takip ettikleri grubun analitik bilgi seviyesinde olur. Bunun sonunda bu bireyler, grubun bilgi seviyesinin altında kalır. Bu yüzden de grubun karar almada temel aldığı bilgi düzeyi düşer.

Sürü psikolojisi üzerine yapılan çalışmalarda yatırımcıların akılcı davranmadıkları da ispatlanmıştır.

Cajueiro ve Tabak, Japon borsasında işlem gören menkul kıymetleri incelemiş ve hisse senetlerindeki kırılganlığın sürü psikolojisinden kaynaklandığı görüşüne varmışlardır.

Chiang ve Zheng de 18 ülkenin menkul kıymet borsasını incelemiş ve yatırımcıların toplu bir şekilde sürü davranışı sergiledikleri kanısına varmışlardır. Ayrıca, Avrupa borsaları üzerinde yapılan çalışmalarda da kriz ve seçim dönemleri hariç sürü psikolojisinin varlığını kanıtlamışlardır.

Sürü davranışı, finansal anlamda yatırımcıların birbirlerini taklit etmesi anlamına gelse de sahte sürü davranışı anlamına gelmemektedir. Sahte sürü davranışı, aynı bilgiye sahip olan yatırımcıların benzer sorunlarla karşılaştıklarında aynı kararları vermeleri olarak tanımlanmaktadır. Başka kaynaklarda sahte sürü davranışı, bilinçsiz sürü davranışı olarak da ifade edilmektedir.<sup>152</sup>. Sahte sürü davranışında yapılan yatırımların birbiriyle ilişkisi yoktur. Bunun sebebi alınan yatırım kararlarının birbirinden bağımsız olmasıdır. Örneğin, faiz oranının düşmesiyle yatırımcılar hisse senetlerine yönelirler. Bu durum sürü davranışı sayılmaz. Çünkü yatırımcılar birbirlerini izledikleri için değil

---

<sup>152</sup> Kandır, Serkan Y.: **Kurumsal yatırımcılar, Teori ve Uygulama**, 1. Baskı, Ankara, Detay yayıncılık, 2009, s.94.



de herkes tarafından bilinen bir duruma tepki olarak karar almışlardır<sup>153</sup>. Sahte sürü davranışı sergileyen bireyler birbirlerinden haberdar değildirler. Ayrıca bireylerin birbirlerini gözleme ihtimalleri yoktur.

Bilinçli sürü davranışında ise bireyler birbirleriyle mutlaka iletişime geçmiş; bilgi alışverişi ve gözlem yapmışlardır. Yatırımcı kararlarını etkileyen birçok faktör olduğundan, yatırımcıların birbirlerini ne seviyede etkilediklerini tahmin etmek çok zordur. Dolayısıyla bilinçli ve bilinçsiz sürü davranışı birbirinden kolay bir şekilde ayırt edilememektedir. İşte burada tekrar iletişimin önemi devreye girmektedir. Sürü davranışı yatırımcıların birbirleriyle iletişime geçmesiyle ortaya çıkar. Bu iletişim sadece sözlü değil, gözleme dayalı da olabilir. Bireylerin davranışları sahip oldukları bilgiyi yansıttığından bireyler aşırı özgüvene sahip hareket ederler<sup>154</sup>.

Piyasadaki birçok teori, yatırımcıların piyasada işlem yaptıkları sürede bilgi edindiklerini savunmaktadır. Çünkü yatırımcılar sahip oldukları bilgiler doğrultusunda işlem yaparlar. Dolayısıyla bu bilgiler direkt fiyatlara yansır. Tüm bilgilerin fiyatlara yansıdığı piyasa güçlü formda etkindir. Ayrıca, etkin piyasalar hipotezindeki etken kavramı bilgisel etkinliği ifade etmekteydi. Fakat yatırımcıların kendi bilgilerine göre değil de başka yatırımcıların hareketlerini taklit etmeleri piyasanın etkinliğini ortadan kaldırır. Bu durum sürü davranışı olarak adlandırılır. Ama yatırımcıların gösterdikleri her benzer davranış sürü davranışı değildir<sup>155</sup>. Bir yatırımcının aldığı yatırım kararının diğer yatırımcıların aldığı karar göre değiştirmesi sürü davranışı olarak kabul edilmektedir<sup>156</sup>.

---

<sup>153</sup> Bikhchandani, Sushil; Sharma, Sunil: “Herd Behavior in Financial Markets”, **IMF Staff Papers**, Volume 47, No 3, 2000, s. 280  
(Erişim) <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2001/01/pdf/Bikhchan.pdf/20.12.2014>.

<sup>154</sup> Kandır, **a.g.e.**, s.94.

<sup>155</sup> Hayta B. , **a.g.m.**, s.340.

<sup>156</sup> Hayta B. , **a.g.m.**, s.340.

Finans literatüründe sürü davranışı, istenmeyen bir durumdur. Sürü davranışı gösteren yatırımcılar piyasanın dengesini bozmaktadır. Karını en yükseğe çıkarmaya çalışan bir yatırımcının sürü psikolojisine girmesinin birçok nedeni olabilir. Bu nedenler, diğer yatırımcıların belirli bilgilere sahip olmaları ve hareketleriyle bu bilgiyi göstermeleri ya da içsel bir durum olabilmektedir <sup>157</sup>.

Sürü davranışını açıklayabilmek için iki ana yaklaşım mevcuttur. Bunlar, rasyonel sürü davranışı ve rasyonel olmayan sürü davranışıdır <sup>158</sup>.

### 3.3.3.1. Rasyonel sürü davranışları

Piyasalarda rasyonel sürü davranışı mevcuttur. Rasyonel sürü davranışı, yatırımcıların yeterli bilgiye sahip olmadıkları durumlarda veya sahip oldukları bilginin doğruluğuna ilişkin kuşku duymalarından dolayı diğer yatırımcıların davranışlarını taklit etmeleridir <sup>159</sup>.

Sürü davranışı bireylerin yatırım kararı almalarıyla başlar ve yatırımcı davranışlarının tek bir yönde yoğunlaşmasına sebep olan hareketleri ortaya çıkarır <sup>160</sup>. Rasyonel sürü davranışı temsillik sorunundan kaynaklanmaktadır. Portföy yöneticileri de kendi itibarlarını ve çıkarlarını korumak için sahip oldukları bilgileri kullanmamakta ve diğer yöneticileri taklit etmektedir <sup>161</sup>.

---

<sup>157</sup> Bikhchandani, Sharma, **a.g.m.**, s.3- 25.

<sup>158</sup> Canbaş, Serpil; Kandır, Serkan Y.: “Yatırımcı Duyarlılığının İmkb Sektör Getirileri Üzerine Etkisi”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 22, Sayı 2, 2007, s.6-11.

<sup>159</sup> Altay, Erdinç: “Sermaye Piyasasında Sürü Davranışı: İmkb’de Piyasa Yönünde Sürü Davranışlarının Analizi”, **Bddk Bankacılık Ve Finansal Piyasalar Dergisi**, Cilt 2, Sayı 1, 2008, s. 30-32.

<sup>160</sup> Döm, a.g.e., s. 138.

<sup>161</sup> Canbaş; Kandır, **a.g.m.**, s.6-11.

Eğer bir birey sezgilerine güvenerek yatırım kararı aldığında ve diğer yatırımcıların aldığı kararın kendisinininkinden farklı olduğunu öğrendiğinde bu karardan vazgeçiyorsa sürüye katılmıştır.

**Bilgiye dayalı sürü davranışı (bilgi çağlayanı) :** Yatırımcı davranışlarının birbirine benzer şekilde olmasının en önemli sebebi, yatırımcıların benzer kararlar almak zorunda kalmasıdır. Bu durumda birbirlerine benzeyen yatırımcılar, benzer bilgiye sahip olarak benzer davranışlar sergiler ve benzer sonuçlar elde ederler. Ayrıca yatırımcıların bilgileri başlangıçta benzer olmasa da bekledikleri sonuç aynı olabilmektedir. Bu durum sürü davranışının ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Yatırımcılar birbirlerinin davranışlarını gözlemleyebileceği gibi bu davranışların sonuçlarını da gözlemleyebilirler. Buradaki en önemli konu yatırımcının en iyi hangi seçeneğin olduğunu belirlemesidir. Yatırımcılar her zaman seçenekleri değerlendirip doğrudan karar alma yetisine sahiplerdir. Ama bilindiği üzere doğrudan karar alma yöntemi hem zaman alıcı hem de maliyeti yüksektir. Bu yüzden de yatırımcılara diğer yatırımcıların bilgilerine güvenirler. Dolayısıyla başkalarının bilgisine güvenmek hem kolay hemde maliyetsizdir <sup>162</sup>.

Bilgiye dayalı sürü davranışının ortaya çıkmasının sebebi;

“Yatırımcıların karar süreçlerini şekillendiren gelecekte ortaya çıkacak olaylara ilişkin olasılık dağılımı tasarımlarının, daha önce yatırım yapmış olan yatırımcıların davranışları tarafından etkilenmesidir.”

---

<sup>162</sup> Bikhchandani, Sushil; Hirshleifer, David; Welch, Ivo: “Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades”, **Journal of Economic Perspectives**, , Volume 12, Issue 3, 1998, s. 153- 160  
(Erişim),[http://econpapers.repec.org/article/aeajecper/v\\_3a12\\_3ay\\_3a1998\\_3ai\\_3a3\\_3ap\\_3a151-70.htm/03.05.2015](http://econpapers.repec.org/article/aeajecper/v_3a12_3ay_3a1998_3ai_3a3_3ap_3a151-70.htm/03.05.2015).

Bu etki bireyin kendi kişisel bilgilerine göre daha baskınsa bilgiye dayalı rasyonel sürü davranışı ortaya çıkar <sup>163</sup>.

**Saygınlığa dayalı sürü davranışı:** Portföy yöneticileri statülerini ve saygınlıklarını kaybetmek istemezler. Bu yüzden de kendi kararlarında sahip oldukları özel bilgilerini kullanmak yerine diğer yöneticilerin kararlarını taklit ederler. Yatırımcıların aksi bir yönde karar almaları halinde, akılcı karar alıcılar olarak saygınlıklarına zarar verme inancı içerisinde olduklarından dolayı kendi bilgilerine göre hareket etmek istemezler. Scharfstein ve Stein de portföy yöneticilerinin kendi yeteneklerine güvenmedikleri zaman, güvенеbilecekleri bireylerin davranışlarını taklit ederek sürü davranışı sergilediklerini ileri sürmüştür.

Portföy yöneticilerinin, saygınlık ve statülerine ilişkin kaygılarının nedeni, bahsi geçen yöneticilerin yetenekleriyle ilgili mevcut bir belirsizliğin olmasıdır. Bu yüzden de portföy yöneticileri yetenekleriyle ilgili mevcut belirsizliklerinden dolayı birbirlerinin kararlarını taklit etmektedirler. Ayrıca <sup>164</sup>, portföy yöneticileri kendi yeteneklerine güvenmediklerinden dolayı riskten kaçınma eğiliminde de diğer yöneticileri taklit edebilirler. Bu durumda sürü davranışı akılcı bir davranış olarak görülmesi de, iş yaşamlarında statülerini korumaya çalışan yöneticilerin bakış açısından oldukça akılcı bir davranıştır. Sürü davranışından dolayı olumsuz bir sonuç elde edilse bile çoğunluğa uyulduğundan dolayı yöneticilerin saygınlığına bir zarar gelmez <sup>165</sup>.

**Ücrete dayalı sürü davranışı:** Kurumsal yatırımcılar bireysel yatırımcılara göre daha fazla bilgiye sahiplerdir. Bu yüzden de kurumsal yatırımcıların bireysel yatırımcılara nazaran daha fazla sürü davranışı sergiledikleri beklentisi vardır. Portföy yöneticileri

---

<sup>163</sup>Çoban, A. Türkay: “İmkb’de Sürü Davranışının Test Edilmesi” Yüksek Lisans Tezi, **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, 2009, s.33.

<sup>164</sup> Bikhchandani; Sharma, **a.g.m.**, s. 280.

<sup>165</sup> Doğukanlı, Hatice; Ergün, Bahadır: “İMKB’de Sürü Davranışı: Yatay Kesit Değişkenlik Temelinde Bir Araştırma”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi**, Cilt 12, Sayı 2, 2011, s. 57- 71.

değerlendirmelerini birbirlerinden bağımsız değil de karşılaştırmalı performansa dayalı yapmaları diğer yöneticilerin davranışlarını taklit etmeye yöneltir.

Ayrıca Hong, Kubik ve Solomon' a göre, genç portföy yöneticilerinin daha tecrübeli olan yöneticilerin kararlarını taklit ederek sürü davranışı sergileme ihtimalleri daha yüksektir<sup>166</sup>. Bunun sebebi ise genç portföy yöneticilerinin performanslarının düşmesi durumunda işlerinden olma ihtimalidir.

### 3.3.3.2. İrrasyonel sürü davranışı

Bireyler genellikle kendi bilgileri doğrultusunda gruptan farklı kararlar alarak başarı elde etmektense, grupla aynı yönde hareket ederek başarısızlığı kabul ederler. Bireylerin grup kararına uyma eğilimlerinin sebebi, kendi sahip olduğu bilgiyle grubun sahip olduğu bilgi birbirinden farklı olduğunda kaygılanarak dışlanacaklarını ve diğer gruptaki bireylerin onların yetersiz olduklarına inanacakları endişesi taşımalarından dolayıdır. Yani, bireyler üzerinde sosyal bir baskı hâkimdir. Bu sosyal baskı bireylerin yatırım kararlarını ciddi derecede etkilemektedir. Dolayısıyla sürü davranışına göre yatırımcılar kararlarını, rasyonel analizler ile değil de psikolojik önyargılara göre almaktadırlar. Bu tür yatırım kararlarının sonucu getirilerin düşük olmasıdır<sup>167</sup>. Ayrıca bireyler yatırım kararı alırken yatırım analizi yöntemlerini kullanmak yerine psikolojik önyargılarını kullanarak sürü davranışı göstermeleri, piyasa fiyatlarının olması gereken yerde değil farklı yerde oluşmasına yol açar.

İrrasyonel sürü davranışı, “Yatırımcıların bilgisel nedenlerden kaynaklanmayan sosyal baskı, moda ve sosyal fikir birliği şeklinde ortaya çıkan davranışsal özellikleri nedeniyle bireysel kararlarını göz ardı ederek diğer yatırımcıların davranışlarını taklit etmeleri” olarak ifade edilmektedir<sup>168</sup>.

---

<sup>166</sup> Hong, Harrison; Kubik, Jeffrey D.; Solomon, Amit: Abstract: “Security Analysts’ Career Concerns and Herding of Earnings Forecasts”, **RAND Journal of Economics**, 2000, Volume 31, Issue 1, 2000, s. 121-144.

<sup>167</sup> Altay, **a.g.m.**, s. 34- 35.

<sup>168</sup> Döm, a.g.e.

Dolayısıyla irrasyonel sürü davranışı, yatırımcıların psikolojisinden kaynaklandığını ifade etmektedir. Yatırımcılar kendi inançlarını, bilgilerini bırakıp diğer yatırımcıların davranışlarını takip ederek karar alırlar <sup>169</sup>.

Sosyal psikolog olan Ash, bireylerin birbirlerini taklit ederek benzer davranışlar göstermelerinin nedenini grup baskısından kaynaklandığını ileri sürmüştür. Ash bir grup üzerinde deney yapmıştır. Ash deneyde, deneklerden birini habersiz bırakarak ve diğer deneklere de yapacağı teste yanlış cevap vermelerini söylemiş. Habersiz olan denek testteki soruları diğerlerine rağmen doğru cevaplamıştır. Daha sonra diğer denekler alaycı bir üslupla verdiği cevapların onlarınkinden farklı olduğunu bu yüzden de yanlış cevap verdiğini söylemişler ve bu yüzden de habersiz denek sonraki cevapları da gruba göre vermeye devam etmiştir.

Doğru bilgi ne kadar açıkta olsa, bireyler ne kadar akılcı davranırlar ve ne kadar özgüvenleri de olsa, grup baskısı, bireyleri akılcı olmayan davranışlara yönlendirmektedir. Bu durumda da bireyler karar alırken sürü davranışı göstermeye yönelirler. Oysaki bu deneyde cevaplar bir kâğıda yazılmış olsaydı, kimse kimsenin cevabını bilmeyecek ve dolayısıyla grup baskısı olmayacaktı.

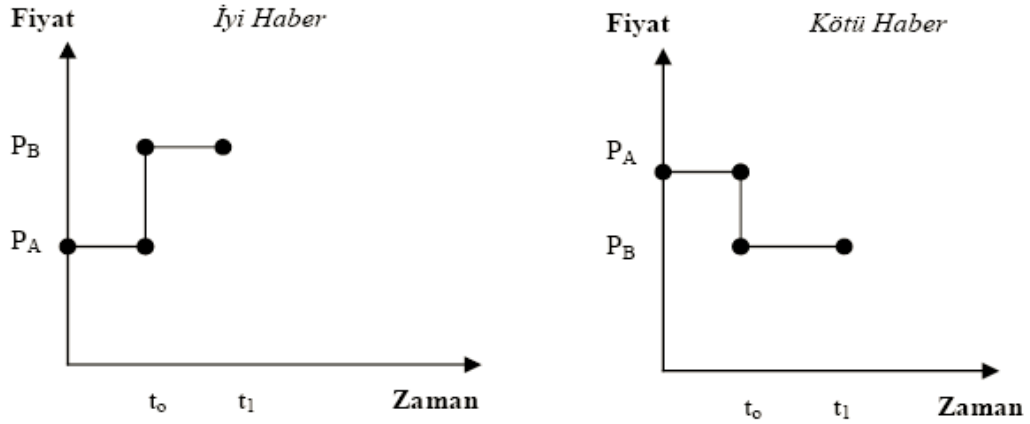
### **3.4. DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISIYLA ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ**

Etkin piyasalar hipotezi, temel ve teknik analizlerin geçerli olmadığını, piyasadaki menkul kıymet fiyatlarının tesadüfi oluştuğunu öne sürmektedir. Çünkü pay senetlerinin (hisse senetleri) geçmiş dönemdeki fiyatları, pay senetlerinin (hisse senetleri) gelecekteki fiyatlarını etkilememektedir. Yine, etkin piyasalar hipotezine göre piyasaya yeni bir bilgi geldiğinde, fiyatlar bu bilgi doğrultusunda değişecektir. Ayrıca, etkin piyasalar hipotezine göre yatırımcılar piyasaya olumlu ya da olumsuz bir bilgi geldiğinde bu bilgilerden zamanında haberdar olup doğru karar verdikleri için akılcı davranacaklardır. Etkin piyasalar hipotezinin geçerli olduğu bir piyasadaki olumlu ya da olumsuz bir bilginin gelmesiyle oluşacak fiyat değişim süreci grafikler yardımıyla şu şekilde gösterilebilir;

---

<sup>169</sup> Canbaş; Kandır, **a.g.m.**, s.6-11.

Şekil 3.1. “Yatırımcıların Anormal Fiyat Değişimlerine Tepkisi”



Kaynak: Semra Öncü, Hüseyin Aktaş, Sibel Kargın, Rabia Aktaş, Nilgün Kayalı, “Yatırımcıların Anormal Fiyat Değişimlerine Tepkisi”, 2001.

Piyasaların etkinliği klasik finansın temel kabulüdür. Klasik finansa göre, yatırımcılar bütün bilgiye sahiptir ve sahip oldukları bu bilgileri yatırımcılar aynı yorumlar. Davranışsal finasta ise bireylerin piyasadaki bütün bilgilere sahip olsa bile bireylerin bu bilgileri analiz etme yetenekleri farklıdır<sup>170</sup>.

Bireylerin finansal karar alma sürecinde gösterdikleri davranışların, akılcı birey varsayımına ve geleneksel finans teorilerine uymadığı yapılan birçok araştırmalarla kanıtlanmıştır<sup>171</sup>.

Pay senedi fiyatlarındaki tahmin edilebilirlik, piyasa etkinliği çerçevesinde en çok araştırılan konulardan birisidir. Pay senedi getirilerinin tahmin edilebilirliği konusu, piyasa etkinliğinin çeşitli şekillerde sorgulanmasına yol açmıştır. Etkinlikten sapmalar araştırılırken, yatırımcıların akılcı davranışlarını etkileyen önyargılar kapsamında davranışsal finans yaklaşımı ön plana çıkmıştır. Söz konusu olan bu ön yargılar

<sup>170</sup> Selim, Aren; Kaya, Yasef M.; Aydemir, Sibel: “Davranışsal Finans: Finans Teorisinde Farklı Bir Perspekti”, **Leges Bankacılık ve Finans Hukuku Dergisi**, Yıl 1, Sayı 1, 2014, s. 49

<sup>171</sup> Sefil; Çilingiroğlu, **a.g.m.**, s.263

temsillik eğiliminden (bkz. syf.46- 47) kaynaklanmaktadır. Ayrıca, temsillik eğiliminin en önemli tetikleyicisi davranışsal finans modelleri olmuştur. Bu yüzden de finansal performanslarda gözlemlenen eğilim ve tekrarlama da temsillik eğilimin göstergesidir. Temsillik eğilimi, bireylerin benzer özelliklerine göre nesnelere gruplamaları olarak ifade edilebilir. Yani, bireyler kısıtlı bilgi ya da zaman sebebiyle genelleme eğilimi yaparlar. Yatırımcılar, şirketlerin geçmiş performanslarına bakarak gruplandırma yaparlar. Bu gruplandırmaya bakarak geleceğe ilişkin getiri tahminlerinde bulunurlar<sup>172</sup>.

Finans teorisinin Etkin Piyasalar görüşünden Davranışsal Finansa doğru evrimi ile birlikte yatırımcılar, şirketler, piyasa düzenleyicileri ve politika yapanlar için çeşitli sonuçlar ortaya çıkmıştır. Bu sonuçlar<sup>173</sup>;

- Yatırımcılar açısından finansal piyasaların her zaman etkin olması mümkün değildir. Bu durumda yatırımcılar artı bir gelir elde edebilecekleri yatırım fırsatı arayışına girmeleri ve piyasadaki yanlış fiyatlandırılmış hisse senetlerini bulabilmeleri için kaynak ayırmaları olumlu sonuçlar verir.
- Şirketler açısından piyasaların etkin olması ise öz sermaye maliyetlerinin doğru hesaplandığı anlamındadır. Ayrıca piyasa fiyatlarındaki değişimler şirketin sermaye yapısındaki kararlarını etkilemeyecektir. Davranışsal finans, şirketler yeni pay senedi çıkarırken en iyi zamanı seçip kazanç sağlayabileceklerini göstermektedir. Bunun dışında eğer şirketlerin birleşme durumları varsa ve yatırımcı tercihleri biliniyorsa, şirketler doğru fiyatlandırmalar yapabilmektedir. Bunun yanı sıra şirketle ilgili bir haberin piyasaya geliş şekli yatırımcıların algısını dolayısıyla piyasanın tepkisini de etkilemektedir.

---

<sup>172</sup> Turguttopbaş, Neslihan: “İMKB’de Oluşan Fiyatların Davranışsal Finans Yaklaşımı İle Değerlendirilmesi” s. 2- 3

(Erişim)[http://www.loj.atilim.edu.tr/shares/personel/514/117\\_publication.pdf/25.03.2015](http://www.loj.atilim.edu.tr/shares/personel/514/117_publication.pdf/25.03.2015).

<sup>173</sup> Gürünlü, Meltem: “Finansal Piyasaların Etkinliği Teorisinden Davranışsal Finansa: Finans Teorisinin Evrimi”, **Maliye Finans Yazıları**, Yıl 25, Sayı 92, 2011, s. 46- 47.



- Piyasa düzenleyicileri, davranışsal eğilimlerin pay senedi fiyatları üzerindeki etkiyi asgariye indiren, ideal beklentilere dair doğru fiyatlandırma yaparak piyasanın etkinliği için tedbir almalı ve düzenlemeler yapmalıdır. Düzenleyiciler, piyasaların denetlenmesini, bilgilere kolay ulaşılmasını, işlem maliyetlerinin azaltılmasını, arbitrajın sınırlandırılmamasını ve davranışsal eğilimlerin pay senedi ya da varlık fiyatları üzerindeki etkisinin azalmasına sağlayacaktır.

Etkin piyasalar hipotezine alternatif bir yaklaşım olarak ortaya çıkan ve piyasaların etkin olamayacağını öne süren davranışsal finans, geleneksel finans örneği olan etkin piyasalar hipotezinin yerini henüz tamamen alamamıştır. Ancak, etkin piyasa hipotezinin teorileri, davranışsal finansın yatırımcı psikolojisi ve bireylerin davranışları gibi faktörleri de ele alarak çeşitli uygulamalarla zenginleştirmeye ve ideal olan durumla gerçekte olan durum arasında kıyaslama yapılmasına olanak vermeye hala devam etmektedir<sup>174</sup>.

Davranışsal finans, piyasaların işleyişleriyle ilgili alternatif görüşler öne sürmüştür. Bu görüşlerden biri piyasaların etkin olmayacağıdır. Çünkü zaman dilimleri uzun olduğunda etkinlikten, sistemli ve anlamlı sapmalar meydana gelmektedir. Deneysel olarak, davranışsal finans, etkin piyasaların bakış açısından anomali olarak görülen bulguları açıklamaktadır.

### **3.5. DAVRANIŞSAL FİNANS BAKIŞ AÇISIYLA BEKLENTİ TEORİSİ (PROSPECT THEORY)**

Beklenti teorisi, belirsizlik altında alınan birçok kararın inanışlardan kaynaklandığı ve bireylerin karmaşık olguları basite indirgemek için kısa ve kestirme yollar, sezgiler gibi eğilimlere güvendiğini belirtmektedir<sup>175</sup>. Bireyler için kısa yollar karar almayı kolaylaştırdığı gibi bu durum bir takım yanılsamalara ve yatırım kararları sonuçlarının hedeflerinin altında kalmasına yol açabilmektedir. Öte yandan beklentiler, bireylerin

<sup>174</sup> Gürünlü, **a.g.m.**, s. 46- 47.

<sup>175</sup> Sezer, Durmuş; Demir, Sezgin : “Yatırımcıların Finansal Okuryazarlık Ve Bilişsel Yetenek Düzeylerinin Psikolojik Yanılsamalar İle İlişkisi”; **Muhasebe Ve Finansman Dergisi**, Sayı 66, 2015.

karar alma sürecini kısıtlayabilecek yanılısamalarda bulunmaktadır. Bu yanılısamalar; zihinsel yanılısamalar, kayıptan kaçınma, bilişsel çelişki, pişmanlıktan kaçma, çerçeveleme etkisi, belirsizlikten kaçınma ve zihinsel muhasebe olarak sayıp davranışsal eğilimler başlığı altında açıklamıştık.

Geleneksel finans kuramlarının temel öğelerinden biri “Beklenen Fayda Teorisi” dir. Bu teori 1738 yılında Bernoulli tarafından ortaya çıkmış, Neumann ve Morgenstein tarafından 1944 yılında geliştirildikten sonra, 1979 yılında Kahneman ve Tversky tarafından “Beklenti Teorisi” geliştirilene kadar risk altında karar alma teorisi olarak kullanılmıştır.

Beklenti Teorisini İsrail ordusuna asker seçimi için psikolojik testlerin hazırlanmasında ve adaylara uygulanmasında çalışan Kahneman ile paraşüt birliğinde görevli Tversky tarafından yapılan çalışmaların sonucunda, Beklenen Fayda teorisine karşıt olarak 1979 yılında Kahneman ve Tversky tarafından geliştirilmiştir. Bu teoriyi daha sonra Thaler, anomalilerin açıklanmasında kullanmıştır.

Beklenen fayda Teorisi, karar alan bireylerin rasyonel davrandığını varsaymaktadır. Bu teori, bireyin belirsizlik ve risk altında verdiği bir kararın sonucu olan olası faydanın, olayın gerçekleşme olasılığı ile çarpılmasıyla elde edilen sonuç olarak ifade etmektedir.

Beklenti teorisi ise, beklenen fayda teorisinin matematiksel olarak formüle edilmiş, deneysel sonuçları da içeren bir alternatif olarak da ifade edilmektedir.

Bireylerin iktisadi kararlarının ve davranışlarının risk ve belirsizlik durumunda belirginleşmesinden yola çıkarak risk ve belirsizlik kavramlarını açıklamak yararlı olacaktır.

Risk, bir olayın beklenenden farklı olarak gerçekleşebilme olasılığı olarak tanımlanmıştır<sup>176</sup>. Finansal anlamda ise risk, bir işlem sonucunda maddi kaybın ortaya çıkmasıyla sonuçlanan ekonomik faydanın azalması olasılığıdır. Menkul kıymet yatırımlarında ise risk, beklenen getirden daha az getiri elde edilmesi anlamına gelmektedir. Belirsizlik ise eksik bilgi nedeniyle ortaya çıkan, iktisadi karar birimlerinin

---

<sup>176</sup> Hayta B. , **a.g.m.**, s.329- 335.

geleceğe yönelik kararlarını belli bir süre durduran beklenmedik bir olaydır<sup>177</sup>. Risk ölçülebilirken belirsizlik ölçülemez. Ayrıca belirsizlik riski de kapsayan geniş bir kavramdır. Belirsizliğin bu özelliğini Knight, riskin ölçülebildiğini ve garantiye alınmış belirsizlik olduğunu belirterek, iktisadi karar birimlerinin karar ve davranışlarını belirleyen asıl faktörün belirsizlik olduğunu belirtmiştir. Ayrıca, riskte bilgi mevcutken belirsizlik ortamında bilgisizlik mevcuttur<sup>178</sup>.

Bireyler, riskle karşılaştıklarında üç tutum sergilerler<sup>179</sup>.

- Riskten Kaçınma; riskten kaçınan ya da riski en düşük seviyeye indirmeye çalışan bireylerin durumudur.
- Risk Tarafsızlığı; bireyler risk dağılımını göz ardı ederek, beklenen kazanç odaklanırlar.
- Risk Düşkünlüğü – Riski Sever; riski tercih etme anlamına gelmektedir. Getirileri aynı olan, riski az ve yüksek riskli bir seçenekle karşılaşan birey riski az olan seçeneği seçerken; risk almayı seven birey yüksek riskli olan seçeneği seçecektir. Riske karşı duyarsız olan yatırımcı ise iki seçeneği de seçmeyecektir.

Beklenti Teorisinin temel olarak ortaya koyduğu görüş bireylerin riskten kaçınma eğilimlerinin fazla olduğudur. Bu teorinin varsayımları şu şekildedir<sup>180</sup>;

- Bireyler parasal konulardaki seçimlerinde bir referans noktası belirler ve o referans noktasına göre riski değerlendirirler.
- Bireyler, kayıptan kaçınmaktadır. Kayıpların verdiği acı kazançların verdiği tatminden daha fazladır. Yapılan deneysel çalışmalar kayıpların verdiği acının kazançların verdiği zevkin iki katı olduğunu ortaya koymuştur.

<sup>177</sup> Alada, A.Dinç: **İktisat Felsefesi Ve Belirsizlik**, Bağlam Yayınları, 1. Basım, İstanbul, 2000, s. 113.

<sup>178</sup>Yalçınkaya, Timuçin, “Risk Ve Belirsizlik Algılamasının İktisadi Davranışlara Yansımaları”, **Muğla Üniversitesi İ.İ.B.F.Tartışma Tebliğleri**, No:2004/05, 2004, s. 7.

<sup>179</sup> Şentürk; Fındık, **a.g.m.** ,s.134.

<sup>180</sup> Şentürk; Fındık, **a.g.m.** ,s.134- 135.

- Bireyler risk altında karar alırken riskten kaçınma eğilimindedirler.

Bu varsayımlar altında bireylerin pay senedi piyasalarında aldıkları kararları değerlendirirsek, riskten kaçınma eğilimi gösteren yatırımcılar karar alırken akılcı davranmazlar. Yatırımcıların alacakları risk sonucunda elde edecekleri menkul kıymet getirileri düşük de olsa yatırımcıların riskten kaçınma eğilimleri ağır bastığından menkul kıymetlerden yüksek bir getiri elde etme fırsatını kaçırabilirler.

Risk ile belirsizliğin olduğu ortamda karar alma ve olasılık algısı, davranışsal finansın çalışma alanlarından birisidir. “Pay senedi fiyatlarında artış olacak mı? Aldığım iki firmanın birleşme kararı karımı artırır mı? Tatilde yağmur yağar mı?” gibi benzeri sorular olasılığı nasıl algıladığımıza bağlı olarak risk ve belirsizlik durumunda bireylerin karar almasını gerektiren sorulardır.

Karar alıcıların psikolojik durumu karar alma sürecini etkiler. Çünkü yatırımcının psikolojik durumu ve karşılaştığı alternatiflere bakış açısı içsel güdülerle olabilir.

Yatırımcı davranışlarını etkileyen benzer birçok değişken olmasına rağmen, günümüzde yatırımcılar hisse senetlerinin geçmiş fiyat hareketlerine bakarak analiz edip karar alırlar. Yatırımcıların analiz yaparak yatırım kararı almalarının iki nedeni vardır. Birincisi yatırımcıların, kültür, ideolojik ve demografik özelliklerinin birbirlerinden farklı olmasıdır. Çünkü bu analiz yöntemi yüzyıllardır kullanıldığından piyasaya yeni katılanların bu yöntemi eski piyasa katılımcılarından öğrendikleri görüşü vardır. Diğer neden ise, insanların davranışlarını etkileyen bilişsel önyargılarının olmasıdır. Kahneman ve Tversky (1979) tarafından ortaya atılan Beklenti Teorisi algısal izlerden yola çıkarak bireylerin öznel hükümleriyle uyumlu bir ekonomi düşüncesini bağdaştırmaktadır. Ayrıca beklenti teorisine göre bireyler açıklaması mümkün olmayan bir şekilde karar almaktadırlar<sup>181</sup>.

Bireysel yatırımcılar, yatırım kararı alırken akılcı davranarak tercihlerini maksimize etmek, ellerindeki portföylerini çeşitlendirmek ve riskten kaçınmak istemelerine rağmen günlük hayatlarındaki yatırımlarında bunları gerçekleştiremezler. Dolayısıyla bireylerin davranışları yatırım kararı alırken geleneksel finans yaklaşımındaki gibi mantıksal

<sup>181</sup> Sezer; Demir, **a.g.m.**, s. 50.

değildir. Özellikle, belirsizlik ve risk ortamında hatta finansal kriz ve seçim dönemlerinde yatırımcılar genellikle akılcı olmayan davranışlar sergilemektedirler.

Unutulmaması gereken bir konu da bireylerin çeşitli algılara sahip ve çevresiyle son derece etkileşim içinde olan bir varlık olduğudur. Çünkü bireyler duyguları ve sezgileri olan, sosyal çevreyi hem etkileyen hem de ondan etkilenen canlılardır. Bireyler kendilerine özgü karakteristik ve sosyal özellikleri olduğundan karar aşamasında bu özelliklerden dolayı akılcı davranış sergileyemezler.

Thaler ve Mullainathan bu özelliklerden dolayı davranışsal finansı geleneksel finanstan ayıran üç özellikten bahsetmişlerdir. Bu özelliklerden birincisi, bireyler sınırlı rasyonel özelliklere sahiplerdir. İkincisi bireyler sınırlı rasyonel özelliklere sahip olduklarından dolayı karar alırken, uzun dönemde fayda sağlayabilecekleri alternatifler arasında seçim yapma iradesine sahip değildirler. Üçüncü ve son özellik ise, bireylerin ekonomik insan olmak (homoeconomicus) yerine sınırlı ve kendilerine odaklı olmalarıdır.

Yani davranışsal finans çerçevesinde beklenti teorisi, belirsizlik altında karar almayı birey davranışlarının akılcı olmayan davranış özellikleri olarak ele almıştır. Bireyler kazanma ihtimalinin olduğu durumlarda riskten kaçınıp, kayıp ihtimalinde ise riske girerler.

Ayrıca, menkul kıymet piyasalarında yatırımcılar riske önem vermemekte daha çok elde edeceği getiriye önem vermektedir. Aslında pay senedi piyasasında işlem yapan her yatırımcının menkul kıymetlerin taşıdığı risklerin neler olduğunu bilmesi ve bu risklerden hangisinden kaçınmak isteyeceğini ya da hangisinin göze alacağını kararını vermesi gerekir<sup>182</sup>.

### 3.6. ANOMALİLER

80li yılların başlarından itibaren modern finansı oluşturan etkin piyasalar hipotezinin tersine anomaliler pay senedi getirilerinde gözlemlenmektedir. Anomali, finansal ekonomide etkin piyasalar hipotezinden sapmaları göstermektedir.

---

<sup>182</sup> Hayta B. , **a.g.m.**, s.331.

Tdk da kelime anlamı olarak anomali, “anormallik, kusurlu oluşu doğuştan kural dışılık normal biçimin dışında olma” olarak tanımlanmaktadır<sup>183</sup>.

Etkin piyasa hipotezi, yatırımcıların doğal ve normal davranışlarını işaret ederken; anomali yatırımcıların tesadüfi yürüyüş modeli ile örtüşmeyen davranışlarını açıklar. Anomali, yatırımcıların olağan dışı beklentilerinin bir sonucudur<sup>184</sup>.

Diğer bir deyişle anomali, beklenen ile uyuşmayan bir gözlem yada olağandışı davranıştır<sup>185</sup>. Bu bakış açısıyla anomali “davranışsal finansın” temelini oluşturmuştur.

Erdoğan ve Elmas’a göre ise anomali, genel kabul görmüş kurallara uyumlu olmayan davranış biçimidir. Çalışmalarında, yatırımcıların akılcı davranmayarak davranışlarını tekrarladıkları ve bu yüzden de bazı anomalilerin sürekli olarak piyasada gözlemlenebilmektedir.<sup>186</sup>

Örneğin, yarı güçlü tipte piyasa etkinliğinin test edilmesinde kullanılan pay senedi bölünmeleri anomalidir<sup>187</sup>.

Anomali, ekonomik, sosyal, finansal ve diğer tüm pozitif bilimlerde gözlenebilen olağandan sapma gözlenenenden belirgin farklılık olarak ifade edilebilir. Bu doğrultuda finansal anomali ise yatırımcıların davranışlarına ilişkin finansal gözlemlerden olağan dışı sapmaların ve yatırım davranışlarındaki belirgin farklılıkların tümüdür.

---

<sup>183</sup> (Erişim) [http://tdk.gov.tr/index.php?option=com\\_karsilik&arama=kelime&guid=TDK.GTS.556e1f4aa67e04.12640086/](http://tdk.gov.tr/index.php?option=com_karsilik&arama=kelime&guid=TDK.GTS.556e1f4aa67e04.12640086/) 01.05.2015.

<sup>184</sup> Aytekin, Sinan; Sakarya, Şakir: “Ocak Ayı Anomalisi: Borsa İstanbul Endeksleri Üzerine Bir Uygulama”, **Uluslararası Yönetim İktisat Ve İşletme Dergisi**, Cilt 10, Sayı 23, 2014, s. 138.

<sup>185</sup> Barak, **a.g.e.**, s. 208.

<sup>186</sup> Erdoğan, Muammer; Elmas, Bekir: “Pay senedi Piyasalarında Görülen Anomaliler ve Bireysel Yatırımcı Üzerine Bir Araştırma”, **Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 14, Sayı 2, 2010, s. 2.

<sup>187</sup> Karan, **a.g.e.**, s. 285.

Bir kaynakta anomaliler iki ana başlık altında sınıflanmıştır. Bunlar Dönemsel (takvimsel) ve Dönemsel olmayan anomalilerdir<sup>188</sup>. Bir başka kaynakta ise anomaliler; takvimsel anomaliler, firma büyüklüğü anomalisi, yetersiz tepki anomalisi ve aşırı tepki anomalisi olarak geniş bir şekilde çeşitlendirilmiştir<sup>189</sup>. Yine başka bir literatürde ise üçe ayrılarak dönemsel anomali, kesitsel anomali ve fiyat anomalileri olarak açıklanmıştır<sup>190</sup>. Ancak aşırı reaksiyon durum anomalisi ve eksik yetersiz reaksiyon durumu anomalisi şeklindeki bir ayrıma da sıkça rastlanmaktadır<sup>191</sup>.

Ancak, uluslar arası literatürde takvimsel ve fiyat anomalileri olarak bir ayrım yapıldığı görülmektedir<sup>192</sup>.

Anomaliler sadece yatırımcıların piyasanın üzerinde getiri elde etmesi anlamına gelmemektedir. Yüksek getiri elde etmek için de anomalileri takip eden yatırımcılar vardır. Anomalileri takip eden yatırımcıların, yatırım stratejileri nedeniyle büyük zararlarla karşılaşabilirler. Bu durumu Murphy kanunlarına benzetmektedirler<sup>193</sup>.

Dönemsel, takvimsel ya da bir başka adıyla zamana dayalı anomalilerle ilgili çalışmaların; pay senedi getirilerinin herhangi bir zaman aralığında istatistiksel değişimlerinin incelenmesine dayandığı görülmektedir.

---

<sup>188</sup> Aytekin; Sakarya, **a.g.m.**, s. 138.

<sup>189</sup> Küçüksille, Engin: “Ayn Evresi Etkisi ve İMKB’de Bir Uygulama”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı 59, 2013, s.130.

<sup>190</sup> Erdoğan; Elmas, **a.g.m.**, s. 2.

<sup>191</sup> Barak, **a.g.e.**, s. 209.

<sup>192</sup> Ege, İlhan; Topaloğlu, Emre E.; Coşkun, Dilek: “Davranışsal Finans Ve Anomaliler: Ocak Ayı Anomalisinin İMKB’de Test Edilmesi”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, ,2012, s.176 (Erişim) <http://journal.mufad.org.tr/attachments/article/672/11.pdf/09.05.2015>.

<sup>193</sup> Elroy, Dimson,; Paul, Marsh,: “Murphy’s Law and Market Anomalies”, **Journal of Portfolio Management**, Volume 25, No 2, 1999, s.53- 69.

Dönemsel yani takvimsel anomaliler, pay senedi getirilerinin yıl, ay, hafta, gün gibi zamana bağlı olarak diğer zamanlardan farklı davranış sergilediğidir. Dönemsel olmayan yani kesitsel anomaliler, şirketlerin piyasa ortalamasının üstünde ya da altında belli bir zaman aralığında piyasa ortalamasından farklı performans göstermesidir. Teknik anomaliler (Hareketli Ortalamalar, Destek ve Dirençler), teknik analiz yöntemleri kullanılarak aşırı getiriler sağlanmasıdır. Ekonomik faktörlere dayalı anomali, GSMH gibi ekonomik faktörlerdeki değişimler göz önünde bulundurularak yapılan yatırımlardan sağlanan aşırı getiri olarak tanımlanmaktadır.. Son olarak politik faktörlere dayalı anomali ise çeşitli siyasi görüşlere sahip partilerin iktidarda kaldıkları süreçte yatırımcıların pay senetlerinden farklı getiriler elde edebilirler<sup>194</sup>.

Anomali çalışmalarının çoğunlukla ocak ayı anomalisine yönelik olduğu gözlemlenmektedir. Nitekim, en çok rastlanan takvimsel olağan dışı hareketlilik ocak ayında gerçekleşmektedir. Bunun yanı sıra dönemsel anomalilerden ocak ayı anomalisi ve günlere ilişkin anomaliler Etkin Piyasalar Hipotezine ters düştüğü görüşü vardır.

Günlere ilişkin anomaliler, haftanın belirli veya birkaç gününde, diğer günlere kıyasla yüksek veya düşük getiri elde edilip edilmeyeceğidir. Aylara ilişkin anomali ise yılın herhangi bir ayının diğer aylarla kıyaslanmasıdır. Hamarat ve Tufan çalışmalarının sonucunda haftanın günleri anomalisinin etkisinin görüldüğünü, ay etkisinin görülmediğini ortaya koymuşlardır.

Menkul kıymet borsalarında ortaya çıkan diğer anomali ise tatillerle ilişkin anomalidir. Bu anomali, pay senedi fiyatlarının tatil öncesi ve sonrası tepki gösterip göstermemesidir.

---

<sup>194</sup> Öztürkatalay, M. Volkan: “Pay senedi Piyasalarında Görülen Kesitsel Anomaliler ve İMKB’ye Yönelik Bir Araştırma”, Doktora Tezi, **İ.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul, 2005, s.2.



Anomalilere yol açan nedenleri sınıflandırmak mümkündür. Bunlar, İşlem Zamanı hipotezi, Yapısal ve kurumsal Etkiler, Bilgilerin halka duyurulması ve psikolojik faktörlerdir<sup>195</sup>

### 3.6.1. Dönemsel (Takvimsel) Anomaliler

#### 3.6.1.1. Ay Anomalisi

Belli aylarda veya ayların belli dönemlerinin diğerlerine göre fazla getiri getirip getirmeyeceğidir.

##### 3.6.1.1.1. Ocak Ayı Anomalisi

Ocak ayı anomalisi, ocak aylarının diğer aylara göre daha fazla getiri sağladığını ifade eder<sup>196</sup>. Bu durumun sebeplerinden biri, yatırımcıların Aralık ayında vergi kaçırmak amacıyla sahip oldukları menkul kıymetleri yıl sonunda ellerinden çıkarmaları ve Ocak ayında tekrar alım yapmalarından kaynaklanmaktadır. Bunun dışın da Ocak ayı anomalisinin sebeplerinden biri olarak da 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Kolektif Yatırım Kuruluşları olarak tanımlanan yatırımcıların yıl sonunda bilançolarındaki olumsuz görüntüleri ortadan kaldırmak için bazı payları portföylerinden çıkarmalarıdır<sup>197</sup>.

Ocak ayı etkisini açıklamak için literatürde en fazla test edileni “ vergi kaybı hipotezi” dir. Vergi kaybı hipotezine göre yatırımcılar Aralık ayında ellerindeki hisse senetlerini satarak fiyatların düşmesine, yeni yılın başlamasıyla Ocak ayında tekrar alıma geçerek fiyatların artmasına neden olur. Böylece de, Aralık ayında fiyatların düşmesiyle ortaya çıkan kayıplarını vergiden düşürmektedir<sup>198</sup>. Ayrıca, 193 sayılı Gelir Vergisi

<sup>195</sup> Demireli, Erhan: “Etkin Pazar Kuramından Sapmalar: Finansal Anomalileri Etkileyen Makro Ekonomik Faktörler Üzerine Bir Araştırma” **Ege Akademik Bakış**, Cilt 8, Sayı 1, 2008, s. 225.

<sup>196</sup> Küçüksille, **a.g.m.**, s.130.

<sup>197</sup> Karan, **a.g.e.**, s. 289.

<sup>198</sup> Çınko, Murat: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda ocak ayı etkisi, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt 9, Sayı 1, 2008, s. 47-54.

Kanununun, 257, 258 ve 260 sayılı genel tebliği; 5281 sayılı kanunun GVK ya eklenen Geçici 67. Maddeye göre vergilendirmeme sebebi açıklanmıştır<sup>199</sup>.

Balaban (1995) İMKB (BİST) de ay etkilerini incelemiş ve Ocak ayı etkisi dışında Haziran ayı ve Eylül ayında da etkilerin görüldüğü görüşündedir<sup>200</sup>.

Karan ve Uygur'un çalışmalarında ise Ocak ayı etkisinin varlığını ortaya koyarken bu etkinin ancak firma büyüklüğüne bağlı olacağı görüşünü ortaya koymuşlardır<sup>201</sup>.

Özer ve Özcan<sup>202</sup> ise Ocak aylarının diğer aylara kıyasla yüksek getiri sağlamanın sebeplerini şu şekilde sıralamıştır;

- ✓ Ocak ayında risk yüksektir. Bu yüzden de yatırımcılar daha fazla getiri el etme ihtimalini değerlendirebilirler.
- ✓ Vergi matrahını düşürmek amacıyla zarara maruz kalan yatırımcılar hisse senetlerini elden çıkararak zararlarını gidermeye çalışırlar. Ocak ayında ise piyasadaki düşük fiyatlardan yararlanırlar. Aslında bu durum etkin piyasalar hipotezine de aykırı bir durumdur.
- ✓ Pay senedi fiyatlarını etkileyen bilgiler ve haberler piyasaya Ocak ayında gelmektedir. Yatırımcılarda bu bilgi ve haberlere göre işlem yapmaktadırlar.
- ✓ Yılbaşlarında piyasadaki para hacminin artması da sebeplerden biridir. Bunun nedeni ise pay senedi piyasasına olan talebin artmasıyla ilgilidir.

<sup>199</sup> (Erişim) [www.gelirler.gov.tr/11.05.2015](http://www.gelirler.gov.tr/11.05.2015).

<sup>200</sup> Aytekin; Sakarya, **a.g.m.**, s. 139.

<sup>201</sup> Karan, M. Baha; Uygur, Akyay: "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda haftanın günleri ve ocak ayı etkilerinin firma büyüklüğü açısından değerlendirilmesi", **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Sayı 56, No 2, 2001, s.137- 138.

<sup>202</sup> Özer, Gökhan; Özcan, Murat: "İMKB'da Ocak Etkisi, Etkinin Sürekliliği, Firma Büyüklüğü ve Portföy Denkleştirme Üzerine Deneysel Bir Araştırma", **Süleyman Demirel Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt 2, Sayı.3, 2002, ss.137-138.

### 3.6.1.1.2. Yıl Dönümü Anomalisi

Yılın son günlerine göre yılın ilk günlerinde fazladan getiri elde edilmesi olarak açıklanabilir. Yıl dönümü anomalisi, aralık ayının son birkaç günü ile Ocak ayının ilk birkaç gününün ortalamasının üzerinde getiri sağlamasıdır.

Bildik, 1988 ve 1998 yılları arasında İMKB (BİST) de verileri analiz etmiş ve Aralığın son günüyle Ocak ayının ilk günlerinde elde edilen getirininin 3 kat yüksek olduğunu saptamıştır.<sup>203</sup>

### 3.6.1.2. Gün Anomalisi

Günlere ilişkin anomaliler, piyasada haftanın belirli bir günü ya da birkaç gününde, diğer günlere göre sürekli yüksek veya düşük getiri el edilmesidir. Yapılan çalışmalarla günlere ilişkin anomaliler haftanın günleri ve hafta sonu etkisi olarak ortaya çıkmıştır.

### 3.6.1.3. Haftanın Günleri Anomalisi

Haftanın günleri anomalisi, pay senedi getirilerinin haftanın ilk işlem günü negatif olması olarak ifade edilmektedir. Pazartesi günlerinin sürekli negatif getiri sağlamasına ilişkin olarak tanımlanan bu anomali “Pazartesi Etkisi” olarak da ifade edilebilir.<sup>204</sup>

Hafta başından hafta sonuna doğru yatırımcıların iyimserlik seviyelerinin azalacağı ve haftanın son işlem günü olan Cuma günü en yüksek getirinin elde edileceği görüşünü savunan mavi pazartesi hipotezi görüşü de bulunmaktadır. Bunun dışında, günlük anomalilere ilişkin ilan etkisi olduğu görüşü de vardır. Bu görüşe göre, şirketler yapmayı düşündükleri ilanların zamanlamasını, pay senedi fiyatlarına etkisini yumuşatacak şekilde ilan eder. Yani şirketle ilgili kötü haberlerle ilgili ilanlar, hafta

---

<sup>203</sup> Barak, **a.g.e.**, s.146.

<sup>204</sup> Özmen, Tahsin: “Dünya Borsalarında Görülen Anomaliler ve İMKB Üzerine Bir Deneme”, **SPK Yayınları**, No 61, 1997, s. 14.

sonunda yatırımcı tepkilerine karşın Cuma günü geç saatlerde yapılır. Bu yüzden de fiyat düşüşleri genellikle haftanın ilk günü Pazartesi olur<sup>205</sup>.

Çalışmaların çoğunda haftanın günleri getirilerinin normal günlerden farklılık gösterdiği, Pazartesi ise düzenli bir negatif getiri gerçekleştiği konusunda fikir birliğine varılmıştır. Ancak bu etki bazı durumlarda Salı günü de gerçekleşebilmektedir. Bu durum ise bu anomalinin uluslar arası geçerliliği olduğunun kanıtıdır. Kısacası, haftanın ilk günü pazartesi fiyatların bir önceki güne göre düştüğü, Cuma günü ise bir önceki güne göre ciddi miktarda yükseldiğidir<sup>206</sup>.

Ek olarak, yatırımcıların düşükken al (pazartesi)- yüksekken sat (Cuma) stratejisini uyguladıkları da görülmektedir. Bu durumda ise EPH nin zayıf formda ki etkinliğini zorlayarak al sat stratejisini kullanarak piyasa ortalaması üstünde getiri elde edebilirler.

Demirer ve Karan çalışmaları, haftanın günleri etkisiyle bağlantılı olarak, İMKB (BİST) de hafta başı etkisi olduğunu ortaya koymuşlardır. Borsa haftaya artı bir getiriyle başlıyorsa o haftanın ortalama getirisinin pozitif; haftaya eksi bir getiriyle başlıyorsa o haftanın ortalamasının da negatif olacağını savunmuşlardır. Ayrıca yatırımcıların, artı değerle başlayan haftada, pozitif getiri sağlama ihtimalinin yüksek olduğunu ve bu yüzden de EPH geçersiz olduğunu savunmuşlardır<sup>207</sup>.

ABD, Avrupa ve Uzakdoğu piyasaları üzerinde de yapılan araştırmalarda haftanın bazı günlerinin istatistiksel olarak pozitif veya negatif getiri sağladıkları saptanmıştır. Çalışmalar sonucunda dikkat çeken gün Pazartesi olarak belirtilmiştir. İlk defa Standart and Poors (S&P) karma endeksini kullanan Cross 1973 ve French 1980, Pazartesi

---

<sup>205</sup> Abdioğlu, Zehra; Değirmenci, Nurdan: “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Mevsimsel Anomaliler”, **Business and Economics Research Journal**, Volume 4, Number 3; 2013, s. 57-58.

<sup>206</sup> Barak, a.g.e., s.126.

<sup>207</sup> Konak, Fatih; Kendirli, Selçuk: “Küresel Finansal Kriz Sürecinde Bist 100 Endeksi’nde Haftanın Günleri Etkisinin Analizi”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Yıl 2014, Cilt 19, Sayı 2, S.275-286.

kapanış fiyatlarının Cuma kapanış fiyatlarından daha düşük olduğunu ayrıca Pazartesi getirilerinin ise negatif olduğunu ortaya koymuşlardır<sup>208</sup>

#### 3.6.1.4. Hafta Sonu Anomalisi

Hafta sonu anomalisi ile ilgili ilk bilimsel gözlem, 1931 yılında Fields tarafından yapılmıştır. O dönemde ise EPH gelişmemiştir. Fields o dönem cumartesi günleri işleme açık olan New York Borsasında endekslere yönelik yaptığı çalışmalar sonucunda Pazartesi günlerinin getiri yönünden en kötü günler olduğu sonucuna ulaşmıştır. Bunun sebebini haftanın günleri anomalisinde açıklamıştı<sup>209</sup>.

İMKB (BİST) de gözlemlenen bu anomaliye göre Cuma günleri satış, Salı günleri alım yapma stratejisinin uygulayan bir yatırımcının elde edeceği ortalama yıllık getirisine takas zamanlamasıyla komisyon maliyetini katmadığı görülmektedir.

Ayrıca, Perşembe günlerinin de istatistiksel olarak yüksek getiri sağladığı da görülmektedir. Bunun nedeni Borsa İstanbul da 24 Haziran 1994 yılından itibaren işleme konan T+2 takas politikasıdır. Bu durum, Perşembe günlerindeki getiri artışını açıklayabilir. Hafta sonu anomalisinin ortaya çıkmasının nedeni olarak takas işlemleri gösterilebilir. Başka bir neden ise hisse senetleriyle ilgili olumsuz haberlerin genellikle hafta sonları ilan edilmesidir<sup>210</sup>.

#### 3.6.1.5. Tatil Anomalisi

Resmi ve dini tatillerin dışında hafta sonu tatillerinde ortalamanın üzerinde getirinin görülmesi olarak tanımlanabilmektedir. İMKB (BİST) de 1988- 2003 yılları arasındaki tatil günlerinden önce Endeks 100 getirisi incelenmiştir. Tatil günlerinden 1 Ocak, 23

<sup>208</sup> Karan, **a.g.e.**, s. 285- 304.

<sup>209</sup> Kıyılar, Murat; Karakaş, Cem: “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Zamana Dayalı Anomalilere Yönelik Bir İnceleme”, **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü Yönetim Dergisi**, Yıl 16, Sayı 52, 2005, s. 5-6.

<sup>210</sup> Kıyılar; Karakaş, **a.g.m.**, s. 5-6.

Nisan, 19 Mayıs, 30 Ağustos ve 29 Ekim ile Ramazan ve Kurban bayramları değerlendirilmiştir. Bu çalışmanın sonucunda takas avantajından yararlanmak isteyen yatırımcıların, uzun süreli tatillerden hemen önce alım yapacağı ve bunun sonucunda da endekslerde bir artış olacağı sonucuna varılmıştır<sup>211</sup>.

Tatil anomalisinin ortaya çıkma nedenlerinden biri yatırımcı psikolojisidir. Tatile çıkmadan önce olumlu hava koşulları alımı motive ederken, tatil dönüşü olumsuz hava satıma neden olabilmektedir. Bunun yanı sıra uzun bayram tatillerinin olması da olabilir. Uzun bayram tatillerinin 5 – 10 gün gibi olması alım bedellerinin bu tatil süresinin sonunda ödenmesi, takas politikası etkisi olabilir<sup>212</sup>.

Özetle, tatil etkisi piyasaların kapalı olduğu tatillerden ½ işlem günü ile tatil bitiminden sonraki 1/2 gün arasında getiriler de ciddi anlamda farklılıklar olduğunu yani, tatilden önce pozitif getiri tatilden sonra negatif getirilerin olduğunu ifade eder<sup>213</sup>.

### 3.6.2. Dönemsel Olmayan Anomaliler

#### 3.6.2.1. Fiyat- Kazanç Anomalisi

Pay senedi fiyat kazanç oranı, pay senedinin piyasa fiyatının hisse başına düşen kazançla bölünmesiyle bulunur. F/K oranı pay senedinin gerçek fiyata sahip olup olmadığını göstermektedir. Katsayının yüksek çıkması, pay senedi fiyatının piyasa ortalama kazancın üstünde olduğu düşünülür. Ayrıca, pay senedi piyasa fiyatı, dönem sonu piyasa fiyatıdır<sup>214</sup>.

<sup>211</sup> Kıyılar, Karakaş, **a.g.m.**, s. 5-6.

<sup>212</sup> (Erişim) <http://www.hisse.net/forum/archive/index.php/t-7373.html/20.05.2015>.

<sup>213</sup> (Erişim) <http://kanalfinans.com/one-cikanlar/ismail-ozan-borsa-istanbulda-tatil-anomalisi/25.05.2015>.

<sup>214</sup> Büker, Semih; Aşıkoğlu, Rıza; Sevil, Güven: **Finansal Yönetim**, 6. Baskı, Ankara, Sözkesen Matbaacılık, 2010, s. 108.

Fiyat kazanç anomalisi ise düşük F/K oranına sahip hisse senetlerinin yüksek F/K oranına sahip hisse senetlerinden fazla getiri sağlaması olarak ifade edilebilir<sup>215</sup>.

Başka bir kaynağa göre pay senedi fiyatının, hisse başına düşen kara bölünmesiyle hesaplanan ve yatırımcıların bir birim kazanç için ne kadar ödemeye razı olduklarını gösteren F/K oranı menkul kıymet yatırımlarının geleceğe dair ipucu veren göstergedir. Bunun dışında yatırım analistlerine göre bu orana sahip hisse senetleri yüksek performans göstereceklerdir<sup>216</sup>.

Fiyat – Kazanç anomalisi en tanınmış anomali türlerinden biridir. Bazı bilim adamları düşük değere sahip hisse senetlerinin yüksek oranda getiri sağlayacağı görüşünü destekleyen çalışmalar yapmışlardır. Çalışmalar sonucunda, fiyat kazanç oranına sahip portföylere yatırım yapan yatırımcılar normalin üzerinde getiri elde etmişlerdir<sup>217</sup>.

### 3.6.2.2. Aşırı Tepki Anomalisi

Aşırı tepki terim olarak psikoloji kökenli olup, insanların karşılaştıkları ani olaylar karşısında, olayların olumlu ya da olumsuz yönlerine bakmadan verdikleri tepkidir. Aşırı tepki terimi daha sonra yatırım literatürüne, yatırımcıların iyi veya kötü haberlere karşı aşırı tepkide bulunması olarak girmiştir. Etkin piyasalar hipotezine karşı ortaya atılan anomalilerden biri olan aşırı tepki anomalisi, yatırımcıların piyasada meydana gelen haberlere karşı gösterdikleri zayıf ya da aşırı tepkidir. Aşırı tepki hipotezi, De Bont ve Thaler tarafından ortaya konmuştur. Yatırımcılar pay senedi fiyatlarını elde ettikleri yeni bilgilerle ilintili olarak değerlendirirler. Ayrıca yatırımcılar, şirketlerin veya firmaların nakit akım hızıyla ilgili beklentilerinde büyük değişimler ortaya

---

<sup>215</sup> Erdoğan; Elmas, **a.g.m.**, s. 6.

<sup>216</sup> S, Basu: “Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis”, **The Journal of Finance**, Volume 32, No 3, 1977, s. 663.

<sup>217</sup> Karan, **a.g.e.**, s. 302- 303.

çıkmaktadır. Bu büyük değişmeler iyi veya kötü haberlere karşı aşırı tepki verdikleri ve bu tepkinin 3-5 yıl gibi uzun zamanda düzelttikleri söylenmektedir<sup>218</sup>.

Ayrıca, De Bondt ve Thaler'a göre yatırımcıların tecrübesiz olduğu, bu yüzden de yeni haberlere eskisinden daha fazla ilgi gösterdikleri görüşündedirler. Yine yaptıkları başka bir araştırmayla yalnızca tecrübesiz yatırımcıların değil tecrübeli yatırımcıların da yeni bilgiye ilgi gösterdiklerini ortaya koymuştur. Böyle bir durumda yatırımcılar yeni haberlere aşırı tepki göstermektedir. Bu yeni haberin olumlu ya da olumsuz olmasıyla yatırımcı aşırı iyimser veya aşırı kötümserliğe kapılmaktadır. Bu yüzden de fiyatlar, değerinden ya çok yükselmekte ya da düşmektedir. Bu aşırı tepkiyle yükselen veya azalan fiyatlar sonraki zamanlarda ters yönlü hareket ederek düzelirler<sup>219</sup>.

Kahneman ve Tversky, yatırımcıların verdikleri tepkilerde psikolojik faktörleri göz önünde bulundurmuş ve belirsizlik durumunda doğru karar verme normlarından sapabileceklerini belirtmiştir. Kahneman ve Lavallo'nun birlikte yaptıkları çalışmada ise karar vericilerin sonuçları tahmin ederken kendilerine fazla güven duydukları bunun sonucunda da hatalı sonuçlarla karşılaştıklarını ortaya koymuştur<sup>220</sup>.

### 3.6.2.3. Firma Büyüklüğü Anomalisi

Firma büyüklüğü anomalisi ilk olarak Banz (1981) tarafından araştırılmış ve analiz edilerek, bir şirketin pay senedi getirisi ile piyasa fiyatının arasındaki ters yönlü ilişki

---

<sup>218</sup> Özer Gökhan: "Pay senedi Piyasalarında Uzun Süreli Getiri Zıtlıkları: Aşırı Tepki Verme (Kazandıran-Kaybettiren) Hipotezi Ve Bir Değerlendirme", **Mevzuat Dergisi**, Yıl 3, Sayı 27, 2000

(Erişim) <http://www.mevzuatdergisi.com/2000/03a/02.htm>/21.05.2015, s.3.

<sup>219</sup> Erdoğan; Elmas, **a.g.m.**, s. 8.

<sup>220</sup> Güngör, Bener: "Finans Literatüründe Anomali Kavramı ve Etkin Piyasalar Hipotezi", Atatürk Üniversitesi, **İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 17, Sayı 1-2, 2003, s. 120-129.



olarak ifade edilmiştir. Ayrıca piyasa fiyatı düşük olan şirketlerin piyasa getirisinin üzerinde bir getiri sağladığını da ortaya koymuştur<sup>221</sup>.

Banz (1981) analizinde tüm dönemleri ele alarak küçük ölçekli şirket performanslarının büyük şirketlerin performansına göre daha iyi olduğunu belirtmiştir. Bu durumda, yatırımcıların küçük şirketlere yatırım yaparak yüksek getiri sağlayacaklarını belirtmiş bunun sonucunda da EPH de bir sapma olduğunu ortaya koymuştur. Ayrıca, küçük ölçekli şirket risklerinin yüksek olduğunu bundan dolayı da getirilerin yüksek çıkmasının nedenini sapma olarak gösterilemeyeceğini öne sürmüştür. Bu eleştirilere karşı yapılan çalışmalarda verileri riske uyarlayarak getiriler ile karşılaştırılmış küçük ölçekli şirket getirilerinin yüksek olduğu belirlenmiştir. Kısacası, küçük firmalar büyük firmalara göre daha yüksek kazançlar sağlamaktadır<sup>222</sup>.

Bu durum, küçük firmalara ait bilgilerin piyasaya daha geç gelmesi ve bu yüzden ilan zamanında fiyat tepkisine yol açmaktadır. Freeman, küçük firmaların kar ilanlarına karşı fiyat tepkisinin sebebini, büyük firma karlarının küçük firmalara göre daha az dalgalanma göstermesi ve kolay tahmin edilmesi olarak açıklamaktadır. Ayrıca, büyük firmalar için anormal tepkiler, küçük firmalara göre daha erken ortaya çıkıp sona erer<sup>223</sup>.

#### 3.6.2.4. Piyasa Değeri- Defter Değeri Oranı Anomalisi

Piyasa değeri/ Defter değeri bir şirketin pay senedi piyasa fiyatının hisse başına düşen öz sermayeye oranıdır. İşletmelerin piyasada dolaşımda bulunan hisse senetlerinin piyasa değerlerinin defter değerlerine oranlanmasıyla da bulunabilir<sup>224</sup>.

Bu oranın düşük olması yatırımcıları menkul kıymet almaya yöneltir. Bunun nedeni, gelecekte beklenen fiyat artışı ihtimalinin yüksek olmasıdır.

<sup>221</sup> (Erişim),

<http://finance.wharton.upenn.edu/~keim/research/NewPalgraveAnomalies.pdf/23.05.2015>.

<sup>222</sup> Karan, **a.g.e.**, s. 298.

<sup>223</sup> Güngör, **a.g.m.**, s. 120- 129.

<sup>224</sup> Büker; Aşıkoğlu; Sevil, **a.g.e.**, s. 109.

Piyasa/ DeFTER Oranı etkisi, küçük orana sahip firma hisse senetlerinin yüksek orana sahip hisse senetlerinden daha fazla getiri sağlaması olarak ifade edilebilmektedir<sup>225</sup>.

Teorik bir modele dayanmayan P/D oranı yatırımcılar tarafından beklenen getirinin önemli bir göstergesidir. P/D oranı anomalisi düşük olan firmaların yüksek orana sahip firmalara göre daha yüksek getiri sağladıkları<sup>226</sup>.

İlk olarak bu negatif yönlü ilişkiyi Stattman (1980) ile Rosenberg, Reid ve Lanstein (1985) ortaya koymuştur<sup>227</sup>.

---

<sup>225</sup> Erdoğan; Elmas, **a.g.m.**, s. 6.

<sup>226</sup> Öztürkatalay, **a.g.e.**, s.49.

<sup>227</sup> Fama, Eugene F.; French, Kenneth R.: "The Cross-Sections of Expected Stock Returns", **The Journal of Finance**, Volume 47, No 2, 1992, s.427.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE GENEL VE YEREL SEÇİMLERİ SEÇİMLERİNİN BORSA İSTANBUL'A ETKİSİNİN TEST EDİLMESİ

#### 4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE HİPOTEZİ

Bu araştırmanın amacı; Türkiye de yapılan 3 Kasım 2002 Genel Seçimi, 28 Mart 2004 Yerel Seçimi, 22 Temmuz 2007 Genel Seçimi, 21 Ekim 2007 Referandumu, 29 Mart 2009 Yerel Seçimi, 12 Eylül 2010 Referandumu, 12 Haziran 2011 Genel Seçimi, 30 Mart 2014 Yerel seçimi, 10 Ağustos 2014 Referandumu ve 7 Haziran 2015 Genel seçim dönemlerinin öncesi ve sonrasında yatırımcı davranışlarının pay senedi piyasa fiyat hareketleri üzerindeki etkisini BİST 100 (İMKB 100) hareketlerinin ne yönde olduğu grafikler yardımıyla açıklanarak, ortaya çıkan hareketlerin sebeplerini davranışsal finans çerçevesinde açıklamaya çalışmaktır.

Finans Literatürü'ne bakıldığı zaman Dünyada ki pay senedi piyasalarında seçimler ile pay senedi getiri oranları arasındaki bu ilişkiyi inceleyen sınırlı sayıda bilimsel çalışmalar yapılırken, Türkiye' de ise bu ilişki inceleyen yalnızca bir çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmalar şu şekilde özetlenebilir;

2003 yılında Jef Vuchelen, 1974 – 2000 yılları arasında Belçika da yapılan seçimlerin pay senedi getirileri üzerine etkisini araştırmıştır. Yapılan bu araştırmaya göre;

- Belçika gibi birden fazla siyasi partinin olduğu ve koalisyonla yönetilen bir ülke de belirsizlik vardır. Bu belirsizlik, seçim sonuçları kesin olarak açıklandığında değil hükümet kurulduktan sonra giderilmektedir.

Christos Pantzalis, David A. Stangeland ve Harry J. Turtle 2003 yılında yaptıkları çalışma ile 1974 – 1995 dönemleri arasındaki 33 ülke seçimlerinin hisse senetleri üzerine etkisini incelemiştir. Yapılan bu çalışma, belli bir ülke yerine farklı coğrafyalara ve ekonomik politik yapıya sahip çok sayıda ülkeyi içermektedir. Çalışmanın sonuçları ise;

- Hisse senetleri seçimlerden önceki iki hafta artı bir getiri sağlamaktadır.
- Getirilerin daha yüksek olduğu dönemler; belirsizliğin yüksek, ekonomik, politik ve basın özgürlüğünün kısıtlanması, iktidardaki partinin yeniden seçilme ihtimalinin düşük ve erken seçim ihtimalinin olmasıdır. Bizim incelediğimiz konuda belirsizliğin yüksek olmasından dolayı riskin ve getirinin de artması beklenmektedir.
- İktidardaki partinin geçmişteki ekonomik performansları seçilme ihtimallerini artırmaktadır. Eksik istihdam ile büyüme oranının yüksekliği ve enflasyonun düşük olması, iktidardaki partinin seçilme olasılığını arttırarak belirsizliği azaltmaktadır.

Qiao Liu 2006 yılında yaptığı çalışmada 1996- 2005 dönemlerini kapsayan Tayvan, Güney Kore, Singapur ve Filipinler'in seçim dönemlerindeki pay senedi getirilerini incelemiştir. Yapılan çalışmalara göre;

- Seçim tarihlerinin 15 gün önce ve sonrası dönemde pay senedi getirileri ortalamanın üzerindedir.
- İktidardaki partinin seçimi kaybetmesi ve belirsizliğin fazla olduğu dönemlerde pay senedi getirileri ortalamadan saptıkları oldukça belirgindir.

Jedrzez Bialkowski, Katrin Gottschalk ve T. Piotr Wisniewski 2008 yılında yapılan çalışma da seçimlerin pay senedi getirilerinin dalgalanma üzerindeki etkisini 27 OECD ülkesi üzerinde incelemişlerdir. İnceleme sonucunda;

- Seçim sonuçlarının açıklanmasına yakın tarihlerde belirsizlik fazladır. Bu yüzden de pay senedi getirilerinde dalgalanma fazladır.
- Muhalefet partilerden birinin kazanması durumunda ise belirsizlik ve pay senedi getirilerinde dalgalanmalar artmıştır.

2009 yılında Dolores F. Ortega ve Angel P. Tornero, İspanya'da 1976 – 2008 yıllarını kapsayan seçim dönemlerinin pay senedi getirileri üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Araştırmanın sonucunda; seçimden önceki ve sonraki dönem getirilerinde istatistiksel fark bulunamamasıyla birlikte iktidardaki parti ya da muhalefet partisinin seçimi kazanmasının da getiri üzerinde etkisi olmadığı saptanmıştır. Yani, İspanya piyasalarında politik risk ve dalgalanmalara rastlanmamıştır.

Pınar E. Mandacı 2003 yılında yaptığı çalışmada 1991- 2002 tarihleri arasında Türkiye’de yapılan genel seçimlerin 15 gün öncesi ve 15 gün sonrası dönemde BİST 100 (İMKB100) endeksinin pay senedi getirilerinin hareketlerini inceleyerek bu dönemlerde anormal getirinin olup olmadığını saptamaya çalışmıştır.

- 1991 – 1995 genel seçim öncesi dönemde belirsizlik fazla olduğundan dolayı BİST 100 (İMKB 100) endeksi düşme eğilimine girmiştir. Seçim sonrasında ise koalisyon hükümetlerinin kurulmasıyla belirsizlik azalmış ve BİST 100 (İMKB 100) endeksi yükselme eğilimi göstermiştir.
- 1991 ve 1999 genel seçim dönemlerinde ise seçim sonuçlarının kesinleşmesinden sonra kurulacak koalisyon hükümetinin tahmin edilebilmesi belirsizliği azaltmış dolayısıyla BİST 100 (İMKB 100) endeksinde seçim öncesi bir artış meydana gelmiştir. Seçim sonrasında ise sonuçların tahminleri doğrulanmasıyla BİST 100 endeksi artmaya devam etmiştir.
- 2002 genel seçimi öncesinde BİST 100 (İMKB 100) endeksinde bir hareketliliğe rastlanılmamıştır. Genel seçim sonuçlarından tek parti iktidara gelmesiyle BİST 100 endeksi artış eğilimine girmiştir.

Literatür taraması sonuçlarından da anlaşılacağı üzere, seçim dönemlerinin Bütün Ülke Borsaları üzerinde etkisi olduğu saptanmış ve BİST (İMKB) üzerinde de etkisi olduğu düşünülmektedir.

BİST 100 (İMKB 100) endeksinin seçim öncesi dönemlerde arttığı; seçim sonrası dönemlerde ise azaldığı varsayımı vardır. Bu farklılıkların istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı araştırılmış ve bu amaçla ilgili tüm seçim dönemleri için aşağıdaki hipotez istatistiksel tekniklerle sınanmıştır.

H<sub>1</sub>: Seçim Dönemi Borsa Endeksi Üzerinde Etkilidir hipotezi kanıtlanmış olmaktadır.

## 4.2. VERİ KAPSAMI VE TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER

Veriler 2 Ocak 2002-8 Haziran 2015 dönemini kapsayan Borsa İstanbul 100 (BİST 100 / İMKB 100) endeksi günlük kapanış değerlerini içermektedir ve Borsa İstanbul'un resmi sitesinden konsolide bir şekilde alınarak E-views 9<sup>TM</sup> programı aracılığı ile analiz edilmiştir. Her seçim ve referandum döneminin kendi içinde değerlendirilebilmesi adına veriler her seçim dönemi için alt örneklemlere ayrılarak toplamda 9 dönemlik örneklemler oluşturulmuş ve analizler yapılmıştır. Analizler yapılırken;

- I. Seçim ve referandum dönemlerinde borsa endeksinin karakteristiğini ortaya koymak için trend ve Kartezyen grafiklerinin incelenmesi ve tanımlayıcı istatistiklerinin verilmesi
- II. Tek değişkenli bir yapı olmasından dolayı uygun regresyon denkleminin bulunması
- III. Regresyon denklemleri belirlendikten sonra seçim ve referandum dönemlerinin öncesi ve sonrasında BİST 100 endeks verilerinin dönemlere göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğinin tespiti için Chow'un Yapısal Kırılma Test'lerinin uygulanması

aşamalarından oluşmaktadır. Aşağıdaki tabloda dikkate alınan seçim ve referandumlar ile bu olayların etkilediği düşünülen dönemler olarak hangi tarihlerin alındığı gösterilmiştir. Seçim dönemleri aralığı olarak genellikle seçim tarihinin 6 ay öncesi ve 6 ay sonrası dikkate alınmıştır ancak bazı yakın tarihli seçim ve referandumlarda ise 6 aydan daha kısa dönemler eşit uzunlukta olacak şekilde analize dahil edilmiştir.

Tablo 4. 2. 22. Seçim Dönemleri ve Analize Dahil Edilen Tarih Aralıkları

<b>Seçim/Referandum Dönemi</b>	<b>Analizlere Dahil Edilen Tarih Aralığı</b>
<b>Tüm Dönem</b>	01/02/2002 – 08/06/2015
<b>3 Kasım 2002 Genel Seçimi</b>	01/02/2002 - 30/04/2003
<b>28 Mart 2004 Yerel Seçimi</b>	01/10/2003 - 30/09/2004
<b>22 Temmuz 2007 Genel Seçimi</b>	01/01/2007 - 31/08/2007
<b>21 Ekim 2007 Referandumu</b>	01/09/2007 - 30/03/2008
<b>29 Mart 2009 Yerel Seçimi</b>	01/10/2008 - 30/09/2009
<b>12 Eylül 2010 Referandumu</b>	31/03/2011 - 01/04/2010
<b>12 Haziran 2011 Genel Seçimi</b>	01/04/2011 - 31/12/2011
<b>30 Mart 2014 Yerel seçim</b>	01/10/2013 - 31/05/2014
<b>10 Ağustos 2014 Referandumu</b>	01/06/2014 – 31/01/2015
<b>7 Haziran 2015 Genel Seçimi</b>	02/01/2015 - 08/06/2015

Tablo 4. 2. 1. ; belirlenen seçim ve referandum dönemlerine göre söz konusu dönemlerin tanımlayıcı istatistiklerini göstermektedir.

**Tablo 4. 2. 23. Seçim Dönemleri BİST 100 Endeksi Tanımlayıcı İstatistikler (Kaynak: [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com))**

Dönem	Ortalama	Std Sapma	Skewness	Kurtosis	J&B Olasılık*	Örneklem Hacmi
<b>Tüm Örneklem</b>	<b>45.414</b>	<b>23.043</b>	<b>0,06</b>	<b>1,88</b>	<b>0,00*</b>	<b>3344</b>
<b>3 Kasım 2002 Genel Seçimi</b>	10.903	1.327	0,50	2,73	0,00*	328
<b>28 Mart 2004 Yerel Seçimi</b>	18.268	1.776	-0,11	2,69	0,48	245
<b>22 Temmuz 2007 Genel Seçimi</b>	45.340	3.842	0,28	2,85	0,30	170
<b>21 Ekim 2007 Referandumu</b>	50.123	5.636	-0,41	1,73	0,00*	143
<b>29 Mart 2009 Yerel Seçimi</b>	31.945	7.830	0,73	2,23	0,00*	247
<b>12 Eylül 2010 Referandumu</b>	62.164	4.776	0,01	1,90	0,00*	248
<b>12 Haziran 2011 Genel Seçimi</b>	59.523	5.507	0,15	1,90	0,01*	187
<b>30 Mart 2014 Yerel Seçimleri</b>	70.538	5.342	-0,17	1,63	0,00*	163
<b>10 Ağustos 2014 Referandumu</b>	81.042	4.089	0,52	2,76	0,02*	166
<b>7 Haziran 2015 Genel Seçimleri</b>	84.460	3.160	-0,01	2,69	0,81	109

\*%5 anlamlılık düzeyinde Jarque-Bera Normallik Testi'ne göre red edilen hipotezleri göstermektedir.

Tablo incelenerek ortalamalar dikkate alındığında genel olarak endeks verilerinin artan yönde bir eğilim gösterdiği söylenebilir<sup>228</sup>. Jarque-Bera Normallik<sup>229</sup> sınamasına göre

<sup>228</sup> Bir zaman serisinin aritmetik ortalaması, varyansı ve daha yüksek dereceden momentleri zamana bağlı olarak değişiyorsa yani sabit kalmıyorsa (artıyor veya azalıyor ise) bu zaman serisinin durağan bir yapıda olmadığı söylenebilir (Gujarati, 2004). Durağan olmayan serilerle parametre tahminlerinin yapılması temel regresyon varsayımlarına uymamaktadır ve bu nedenle temel zaman serileri analizlerinin çoğu serilerin özellikle varyanslarının durağan olduğu varsayımına dayanmaktadır (Enders, 2008). Durağanlığın araştırılması için literatürde kullanılan bazı yöntemler mevcuttur; Otokorelasyon Fonksiyonu Grafiği (ACF) ve Birim Kök Testleri gibi. Fakat bu çalışma kapsamında detaylı zaman serileri çözümlemesinden daha çok seçim ve referandum olaylarının BİST100 endeksine etkileri incelendiği için bu konuda ki diyagonal testler ayrıntılı olarak verilmeyecektir.



ise dönemler içinde verilerin genel dağılımının normal dağılıma uymadığı söylenebilir, Mart 2004 ve Temmuz 2007 seçim dönemlerine ilişkin verilerin normal dağıldığı görülmüştür. Skewness (Çarpıklık) ve Kurtosis (Basıklık) değerleri incelendiğinde de söz konusu dönemlerde genel olarak endeks verilerinin asimetric bir karakteristiğe sahip olduğu görülebilir.

BİST100 endeks verilerinin genel karakteristiği verildikten sonra söz konusu dönemlerde nasıl bir trend izlediklerinin daha net anlaşılabilmesi adına dönemler bazında Kartezyen grafikleri sırayla verilmiştir.

### 4.3. ANALİZ METODU VE AMPİRİK BULGULAR

Çalışmanın bundan sonraki kısmında BİST100 endeks verileri grafiksel ve istatistiksel olarak test edilecektir. Analizlere geçilmeden önce analizde kullanılacak metotlar hakkında bilgi vermekte fayda vardır.

#### 4.3.1. Chow'un Yapısal Kırılma Testi

Chow testi, zaman serilerinde yapısal değişikliğin olup olmadığının araştırılmasında kullanılan bir testtir. Yapısal değişiklik olduğu düşünülen dönemden bölünerek ayrı ayrı dönemler ve tüm gözlemler için modeller tahmin edilerek artıkların karelerinin toplamının karşılaştırılması esasına dayanır.

$\beta_1$  ve  $\beta_2$  katsayı vektörleri olmak üzere Chow testi hipotezleri (Chow, 1960);

$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta$  (Her iki regresyon doğrusu da aynıdır.)

$H_1 : \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta$  (Regresyon doğruları farklıdır.)

biçiminde ifade edilir.

---

<sup>229</sup> Jarque-Bera Normallik sınaması için (Jarque ve Bera, 1980);

**H<sub>0</sub>: Gözlem değerleri normal dağılıma sahiptir**

hipotezi sınanmış ve güven düzeyi %95 olarak belirlenmiştir

Chow (1960)  $n > k$  olmak üzere alternatif hipotez altında alt örneklemlere ilişkin regresyon modellerini,

$$Y_1 = X_1\beta_1 + \varepsilon_1$$

$$Y_2 = X_2\beta_2 + \varepsilon_2$$

olarak göstermiş ve buradan hareketle test istatistiğini 9 numaralı denklemdeki gibi ifade etmiştir (Chow, 1960);

$$F = \frac{SSR_t - (SSR_{1t} + SSR_{2t})/k}{(SSR_{1t} + SSR_{2t})/(n_1 + n_2 - 2k)} \sim F_{0,05;k,n-2k}$$

(1)

ile ifade edilir. Burada,  $SSR_t$  bölünmemiş modelin artık kareler toplamı,  $SSR_{1t}$  ve  $SSR_{2t}$  ise sırasıyla I. ve II. alt dönemlere ilişkin modelin artık kareler toplamını ifade etmektedir. Bu açıklamalardan hareketle (1) numaralı denklem yeniden yazılırsa;

$$F = \frac{\left| \sum_{t=1}^n e_t^2 - \left( \sum_{t=1}^{n_1} e_{t1}^2 + \sum_{t=1}^{n_2} e_{t2}^2 \right) \right| / k}{\left( \sum_{t=1}^{n_1} e_{t1}^2 + \sum_{t=1}^{n_2} e_{t2}^2 \right) / (n - 2k)}$$

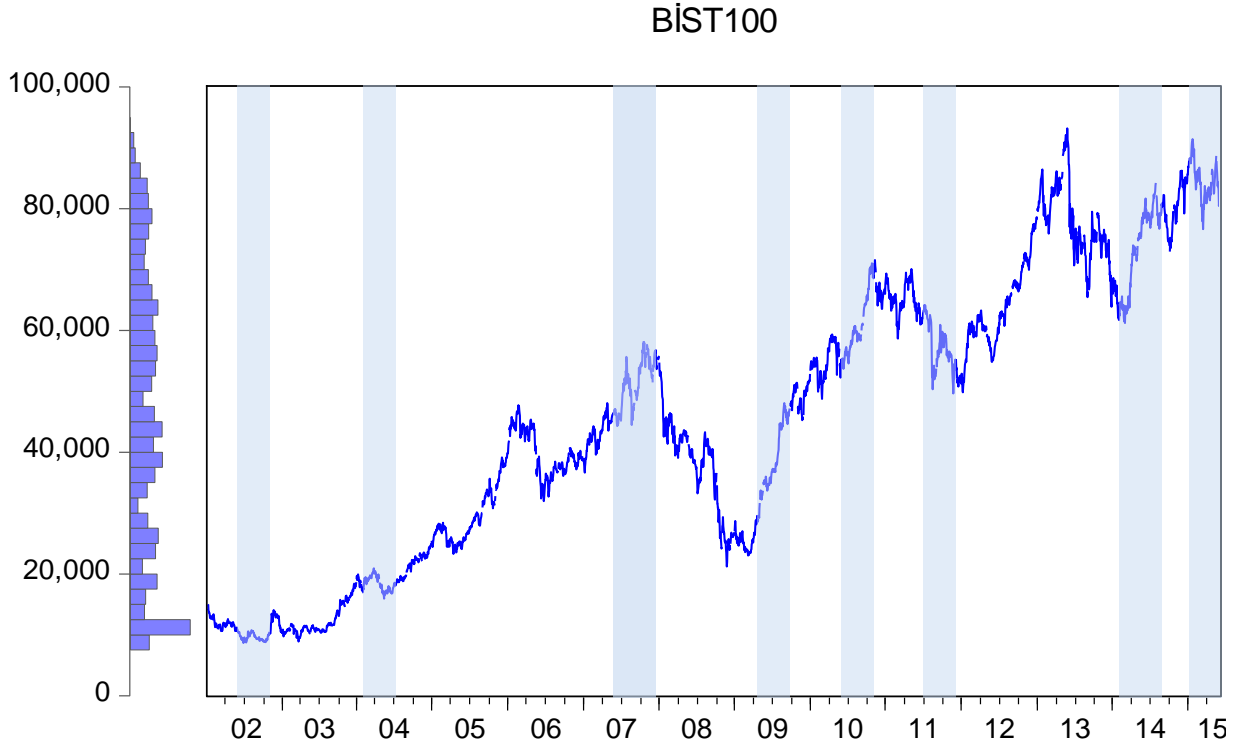
(2)

olur. Çalışmanın daha önceki kısımlarında da belirtildiği gibi öncelikli amaç seçim ve referandum dönemlerinin Borsa İstanbul üzerindeki etkisini araştırmak olduğundan diyagonal testlere değinilmeyecektir. Çalışmanın bundan sonraki kısımlarında grafiksel incelemelerle Chow Testi sonuçlarına yer verilecektir.

#### 4.4. TÜM ÖRNEKLEM

Şekil 4. 2. 1. ; Ocak 2002-Haziran 2015 dönemleri arasında Borsa İstanbul 100 (BİST100) endeksi değerlerini göstermektedir. Grafik incelendiğinde 2002 yılından bu yana, endeks verilerinin genel olarak artan bir eğilimde olduğu söylenebilir. Birbirleri ile yüksek derecede ticari ilişkili ülkelerden birinde başlayan bir krizin diğer ülkeleri de etkilemesi beklenir (Dungey vd. 2005; Dungey ve Gajurel 2014; Eichengreen vd. 1996; Forbes ve Rigobon 2002). Özellikle 2008 yılında Amerika Birleşik Devletlerinde Lehman Brothers'ın batışıyla başlayan finansal krizin çoğu dünya ülkesinde olduğu gibi Türkiye'de ki borsa endeksi üzerinde de bir şok etkisi yarattığı görülebilir.

Şekil 4. 4. 1. Ocak 2002-Haziran 2015 Arası BİST100 Endeksi Değerleri Grafiği



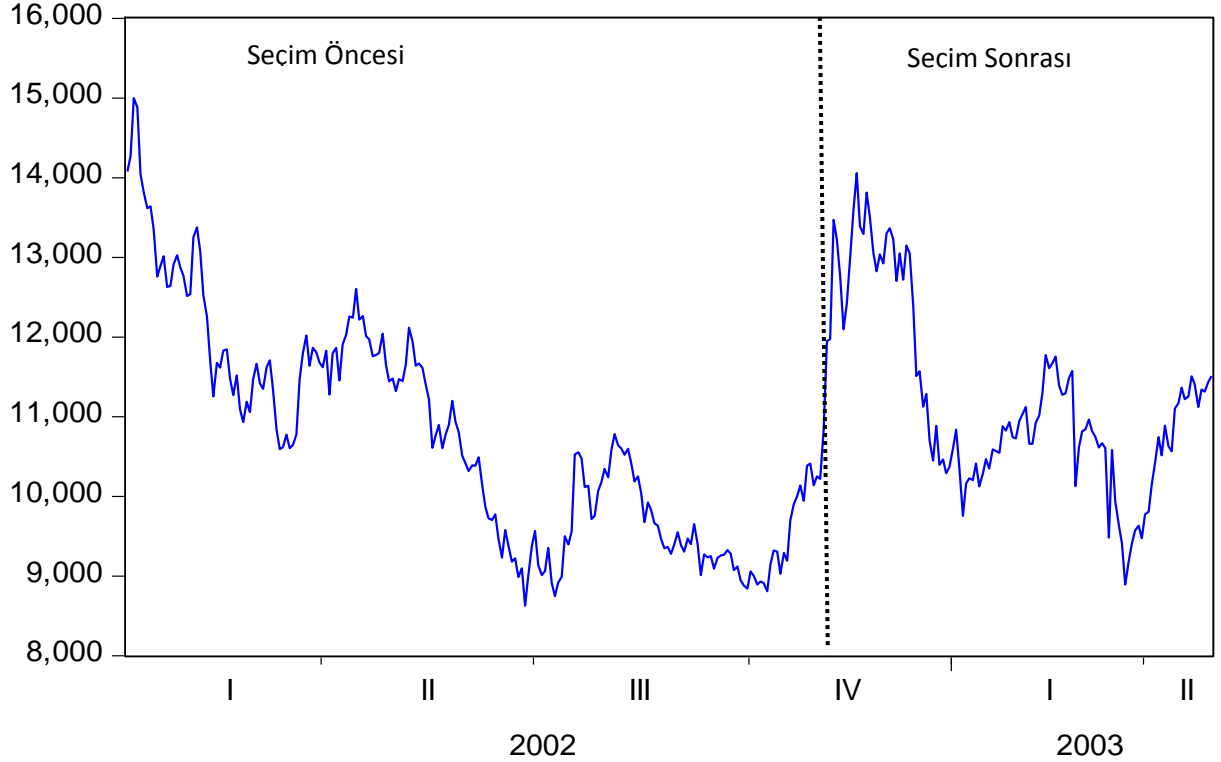
3 Kasım 2002 genel seçimlerinde 14.000 puan civarında olan endeks değerinin 7 Haziran 2015 seçimi döneminde 81.000 puan değerlerine yaklaştığı görülmektedir. 13 yıllık dönemde ortalama endeks değerinin 45,414 puan olduğu hesaplanmıştır. 22 Mayıs 2013’de 93.178 puanla en yüksek değerini gören BİST, 26 Haziran 2002 tarihinde 8627 puanla en düşük seviyeye inmiştir.

Şekil 4. 4. 1.’de şeffaf boyalı bölgelerle gösterilen ve seçim ve referandum dönemlerini içeren veriler incelendiğinde ise genel olarak bu dönemlerde endeks verilerinin bir dalgalanma gösterdiği söylenebilir ancak bu dalgalanmaların dönemler arasında bir yapısal kırılmaya sebep olup olmadığı çalışmanın ilerleyen kısımlarında daha detaylı olarak verilecektir.

### 3 Kasım 2002 Genel Seçimi

Şekil 4. 2. Kasım 2002’de ki genel seçim dönemini dikkate alan 01/02/2002 - 30/04/2003 tarihleri arasındaki BİST100 endeks verilerinin grafiğini göstermektedir.

Şekil 4. 4. 2. 3 Kasım 2002 Seçim Dönemini İçeren BİST100 Endeksi Grafiği



Grafik incelendiğinde seçim öncesi dönemde dalgalı olsa genel olarak azalan bir trend gösteren endeks verilerinin seçim sonrasındaki 3 aylık dönemde hızlı bir yükseliş trendine girdiği görülmektedir. Her ne kadar görsel olarak seçim öncesi ve sonrası dönemler arasında bir farklılık olduğu söylenebilse de, aradaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını test etmekte fayda vardır. Bu sebeple yapılan model tahmini ve Chow’un Yapısal Kırımla Testi sonuçları aşağıdaki tablolarda verilmiştir. Tablodan hareketle;

$\hat{Y}_t = C - \beta_1 Y_{t-1} + e_t$  modeli dikkate alındığında Model:

$$\widehat{Bist100}_t = 11546,1 - 3,93Y_{t-1} \text{ şeklinde olacaktır.}$$

Denklemdaki C; modeldeki sabit terimi ifade eder ve uzun dönemli serilerdeki katı dışsallığı (açıklanamayan değişkenliği) açıklamaktadır. TREND ise modeldeki eğim katsayısıdır ve söz konusu dönem aralığında borsa endeks verilerinin genel olarak gösterdikleri karakteristiği yansıtır. Yani 01/02/2002 - 30/04/2003 tarihleri arasında borsa endeksi genel bir düşüş eğilimindedir denebilir. Tahmin edilen bir regresyon denklemindeki katsayıların anlam lığının (geçerliliğinin) sınanması içinse; ( $H_0 : \beta_k = 0$ ) hipotezi altında t-istatistiği;

$t_{istatistiği} = \frac{Katsayı}{Standart Hata}$  formülü ile hesaplanır ve buna bağlı olarak bulunan test olasılık değeri (P.) belirlenen anlamlılık oranından (0,05'ten) küçükse  $H_0$  hipotezi ret edilir.

**Tablo 4. 4. 24. 2002 Genel Seçimleri İçin Model Tahmini Sonuçları**

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-istatistiği	P.
C	11546.10	140.5153	82.16971	0.000*
@TREND	-3.934120	0.743712	-5.289843	0.000*
<b>F-İstatistiği</b>	27.98244	Durbin-Watson İstatistiği		0.064174
<b>Olasılık(F-İstatistiği)</b>	0.00000 <sup>(1)*</sup>			

\*  $H_0$ : Tahmin edilen parametre anlamsızdır ( $H_0 : \beta_k = 0$ ) hipotezine karşı %95 güvenilirlikle reddedilen test değerlerini göstermektedir.

\*\*<sup>(1)</sup>  $H_0$ : Gözlenen Noktaların Regresyon Doğrusuna Uyumu Önemsizdir şeklinde kurulan modelin genel anlamlılığının test edildiği hipotezi %95 güvenilirlikle reddeden test istatistiğini göstermektedir

Tablo 4. 4. 3. 'te trende ait katsayının anlamlı çıkması 3 Kasım 2002 seçim döneminde borsa endeks verilerinin bir trende sahip olduğunu göstermektedir. Uygun model bulunduktan sonra seçim zamanından önceki ve sonraki dönemlerde borsa endeks değerleri arasında bir farklılık olup olmadığını araştıran Chow Yapısal Kırılma Testi Sonuçları Tablo.4'te verilmiştir. Tablodaki F-İstatistiği belirlenen 2 dönem arasındaki ayrı ayrı oluşturulan regresyon denklemlerindeki farklılıkların sınanması için yapılan Chow Yapısal Kırılma testi sonucunu vermektedir. P. Değeri de bu test istatistiğinin

olasılık değeridir. Eğer P. Değeri belirlenen anlamlılık düzeyinden (0,05) küçükse belirlenen tarihten önceki ve sonraki dönemlerde bir farklılık vardır denebilir.

**Tablo 4. 4. 25. 3 Kasım 2002 Seçimleri İçin Yapısal Kırılma Testi Sonuçları**

<b>F-İstatistiği</b>	236.9401	P. F(2,324)	0.000*
<b>Olabilirlik Oran Testi<sup>230</sup></b>	295.5985	P.	0.000*
<b>Wald İstatistiği<sup>231</sup></b>	473.8802	P.	0.000*

\*  $H_0 = \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n$  (Her iki regresyon doğrusu da aynıdır.) hipotezi altında %95 güvenilirlikle reddedilen hipotezleri göstermektedir.

Tablo 4. 4. 4. incelendiğinde 3 Kasım 2002 tarihi referans alındığında seçim öncesi dönem ile seçim sonrası dönem endeks verileri arasında istatistiksel olarak bir farklılığın olduğu söylenebilir. Yani seçim dönemleri BİST100 endeks verisi üzerinde yapısal farklılıkların oluşmasında etkilidir de denebilir.

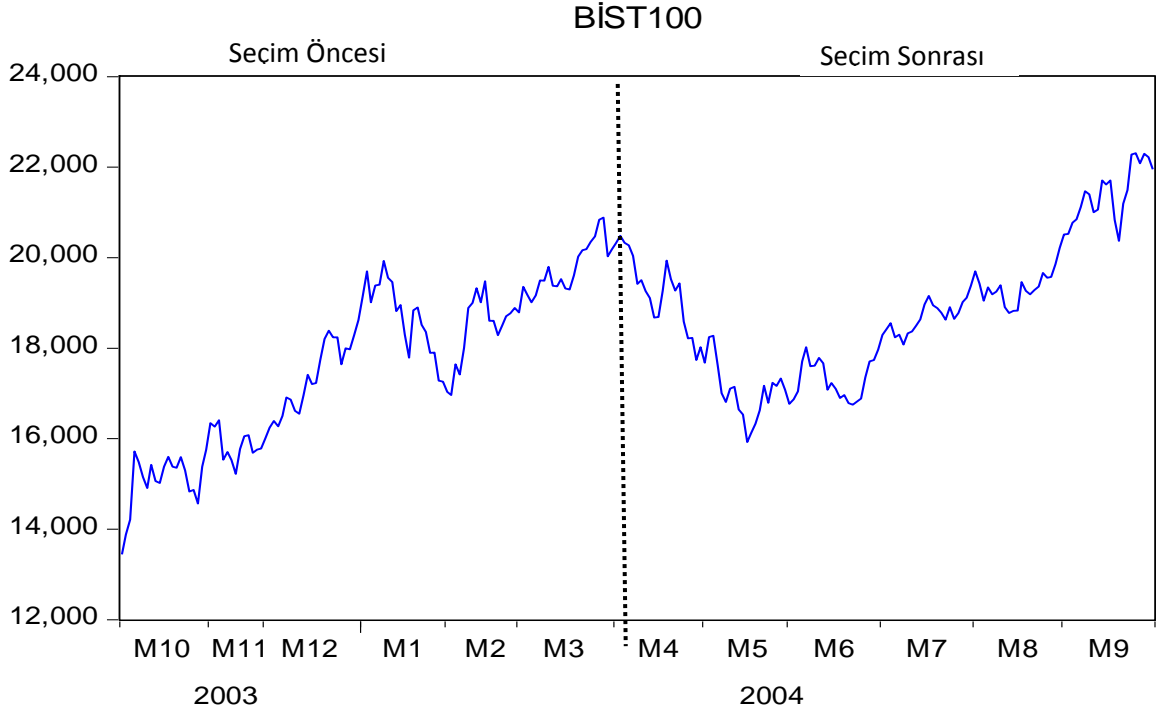
## **28 Mart 2004 Yerel Seçimi**

01/10/2003 - 30/09/2004 Dönemini kapsayan 28 Mart 2004 yerel seçimleri için BİST100 endeks değerlerini gösteren grafik Şekil.3'te verilmiştir.

<sup>230</sup> **Olabilirlik Oran Testi:** Tahmin edilen regresyon denklemindeki parametrelerin bağımlı değişken üzerindeki etkilerinin anlamlı olup olmadığını araştıran bir testtir (Gujarati, 2004).

<sup>231</sup> **Wald Testi:** Tahmin edilen regresyon denklemindeki parametrelerin bağımlı değişken üzerindeki etkilerinin anlamlı olup olmadığını araştıran bir testtir (Gujarati, 2004).

Şekil 4. 4. 3. 28 Mart 2004 Yerel Seçim Dönemini İçeren BİST100 Endeksi Grafiği



Şekil 4. 4. 3. incelendiğinde seçim öncesi ve sonrası dönemlerde trendler arasında bir farklılık olduğu söylenebilir. Seçim öncesi yükselen endeks değerleri seçim sonrası önce bir düşüş sonraki dönemlerde ise yine bir yükseliş trendine girmiştir. Söz konusu dönemde ortalama endeks değeri 18.268 puan olarak hesaplanmıştır. Ancak seçimin endeks verileri üzerinde yapısal etkiler yaratıp yaratmadığını tam olarak belirleyebilmek için yine Chow Testi uygulanmış, model tahmin sonuçları ve test istatistikleri aşağıdaki tablolarda verilmiştir.

**Tablo 4. 4. 26. 28 Mart 2004 Seçim Dönemi BİST100 Verileri İçin Model Tahmini**

Değişken	Katsayı	Std.Hata	t-istatistiği	P.
C	16277.34	172.0467	94.61005	0.000*
@TREND	16.31903	1.220036	13.37587	0.000*
<b>F-istatistiği</b>	178.9138	Durbin-Watson İstatistiği		0.071356
<b>Olasılık (F-istatistiği)</b>	0.000000			

\*  $H_0$ : Tahmin edilen parametre anlamsızdır ( $H_0 : \beta_k = 0$ ) hipotezine karşı %95 güvenilirlikle reddedilen test değerlerini göstermektedir.

Tablo incelendiğinde trend etkisinin anlamlı olduğu görülmektedir bu durumda seçim dönemi BİST100 endeks değerlerinin trende sahip olduğu söylenebilir. Buna göre seçim döneminin trend üzerinde yapısal bir değişiklik oluşturup oluşturmadığının test edildiği Chow Testi Sonuçları aşağıda verilmiştir.

**Tablo 4. 4. 27. 28 Mart 2004 Yerel Seçimleri İçin Yapısal Kırılma Testi Sonuçları**

<b>F-İstatistiği</b>	65.69888	P. F(2,241)	0.0000*
<b>Olabilirlik Oran Testi</b>	106.6156	P.	0.0000
<b>Wald İstatistiği</b>	131.3978	P.	0.0000

\*  $H_0 = \beta_1 = \beta_2 = \dots \beta_n$  (Her iki regresyon doğrusu da aynıdır.) hipotezi altında %95 güvenilirlikle reddedilen hipotezleri göstermektedir.

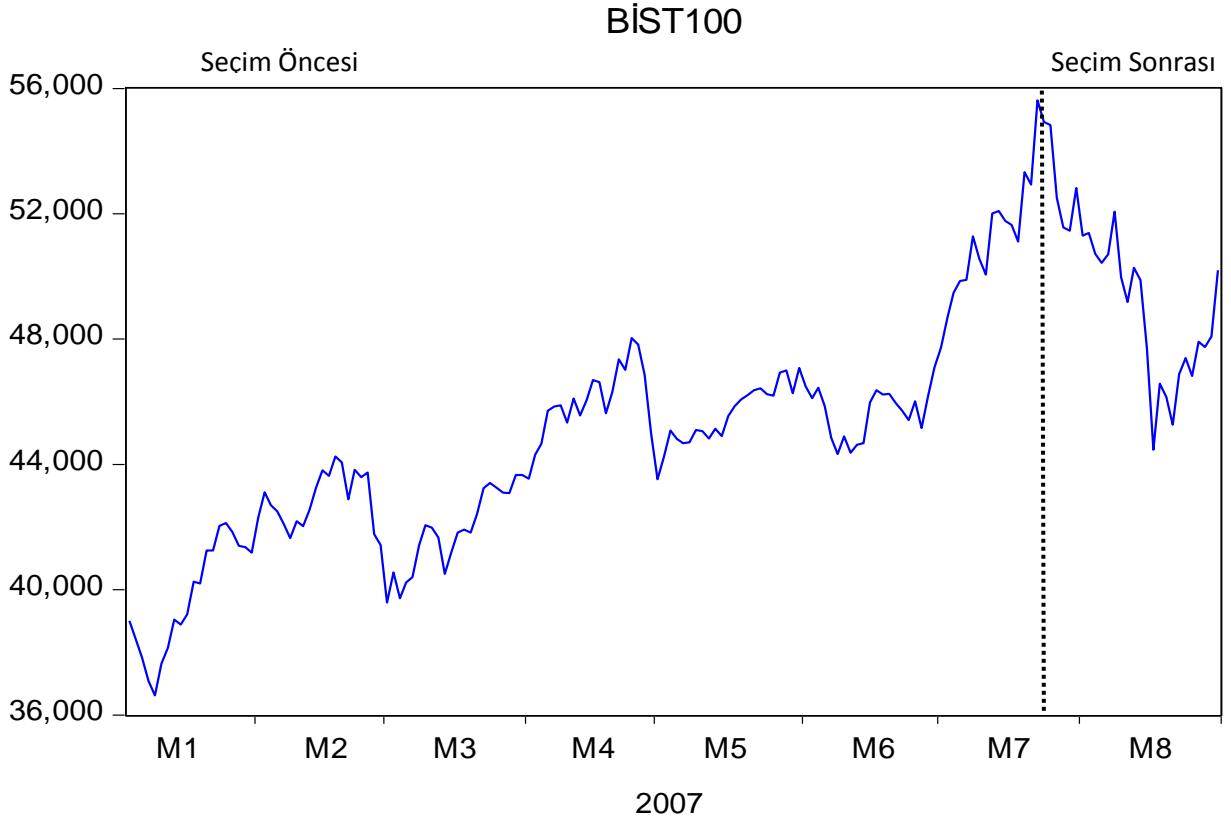
Tablo incelendiğinde seçim döneminin BİST100 endeksi verileri üzerinde seçim öncesi ve sonrasında yapısal bir kırılmaya sebep olduğu söylenebilir.



## 22 Temmuz 2007 Genel Seçimleri

01/01/2007 - 31/08/2007 dönemini kapsayan 22 Temmuz 2007 genel seçimi dönemine ilişkin BİST100 endeks değerlerini gösteren Kartezyen grafik aşağıda verilmiştir.

Şekil 4. 4. 4. 22 Temmuz 2007 Genel Seçim Dönemini İçeren BİST100 Endeksi Grafiği



Seçim öncesi ve sonrası dönemi içeren grafik incelendiğinde, seçim öncesi artan bir trende sahip olan Borsa İstanbul'un seçim sonrası düşüş trendine girdiği görülmüştür ancak 21 Ekim 2007'de gerçekleştirilen referandumun etkilerinin bu dönemde başlaması bu düşüşte etkili olmuş olabilir. Seçim döneminin Borsa üzerinde yapısal bir değişikliğe sebep olup olmadığını araştıran model ve Chow Testi sonuçları aşağıda verilmiştir.

**Tablo 4. 4. 28. 22 Temmuz 2007 Seçim Dönemi BİST100 Verileri İçin Model Tahmini**

Değişken	Katsayı	Std.Hata	t-istatistiği	P.
C	39747.98	312.1199	127.3484	0.0000*
@TREND	66.18198	3.194140	20.71982	0.0000*
<b>F-istatistiği</b>	429.3108	Durbin-Watson İstatistiği		0.176464
<b>Olasılık (F-istatistiği)</b>	0.000000			

\*  $H_0$ : Tahmin edilen parametre anlamsızdır ( $H_0 : \beta_k = 0$ ) hipotezine karşı %95 güvenilirlikle reddedilen test değerlerini göstermektedir.

Tablo incelendiğinde 22 Temmuz seçimlerinde de daha önceki seçimlerde olduğu gibi bir trend etkisi yarattığı söz konusudur. Bu etkinin yapısal bir kırılmaya sebep olup olmadığının araştırıldığı test sonuçları ise aşağıdaki tabloda verilmiştir.

**Tablo 4. 4. 29. 22 Temmuz 2007 Genel Seçimleri İçin Yapısal Kırılma Testi Sonuçları**

<b>F-İstatistiği</b>	44.97999	P. F(2,166)	0.0000*
<b>Olabilirlik Oran Testi</b>	73.61566	P.	0.0000
<b>Wald İstatistiği</b>	89.95997	P.	0.0000

\*  $H_0 = \beta_1 = \beta_2 = \dots \beta_n$  (Her iki regresyon doğrusu da aynıdır.) hipotezi altında %95 güvenilirlikle reddedilen hipotezleri göstermektedir.

Tablo 4. 4. 8. incelendiğinde 22 Temmuz genel seçimlerinin BİST100 endeks verileri üzerinde yapısal bir kırılmaya sebep olmuştur denebilir. Yani bu seçim döneminde de İstanbul borsası seçim döneminden etkilenmiştir demek yanlış olmayacaktır.

## 21 Ekim 2007 Referandumu

Bu referandum dönemi için 01/09/2007 - 30/03/2008 tarih aralığı baz alınmış ve Kartezyen grafiği Şekil.5'te verilmiştir.



**Tablo 4. 4. 31. 21 Ekim 2007 Referandum Dönemi İçin Yapısal Kırılma Testi Sonuçları**

<b>F-istatistiği</b>	131.5025	<b>P. F(2,139)</b>	0.000*
<b>Olabilirlik Oran Testi</b>	151.8646	<b>P.</b>	0.0000
<b>Wald İstatistiği</b>	263.0049	<b>P.</b>	0.0000

\*  $H_0 = \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n$  (Her iki regresyon doğrusu da aynıdır.) hipotezi altında %95 güvenlilikle reddedilen hipotezleri göstermektedir.

Tablo 4. 4. 9. ve Tablo 4. 4. 10. birlikte incelendiğinde 21 Ekim referandum döneminde BİST100 endeksi verileri için oluşturulan modelde trend etkisinin anlamlı olduğu görülmüştür. Aynı zamanda yapılan yapısal kırılma analizi ile referandum öncesi ve sonrası dönemlerde borsa endeks verileri arasında yapısal farklılıkların bulunduğu tespit edilmiştir.

## **29 Mart 2009 Yerel Seçimi**

01/10/2008 - 30/09/2009 tarihlerini içeren bu seçim dönemi için BİST100 endeks verilerinin grafiği aşağıda verilmiştir.



Tablo 4. 4. 11.'de görüldüğü gibi seçim dönemine ait verilerin bir trend etkisindedir. Bu trend etkisinin yapısal bir kırılmaya sebep olup olmadığı ise aşağıdaki tablo yardımıyla görülebilir.

**Tablo 4. 4. 33. Mart 2009 Yerel Seçim Dönemi İçin Yapısal Kırılma Testi Sonuçları**

<b>F-istatistiği</b>	664.0422	<b>P. F(2,243)</b>	0.000*
<b>Olabilirlik Oran Testi</b>	461.0156	<b>P.</b>	0.0000
<b>Wald İstatistiği</b>	1328.084	<b>P.</b>	0.0000

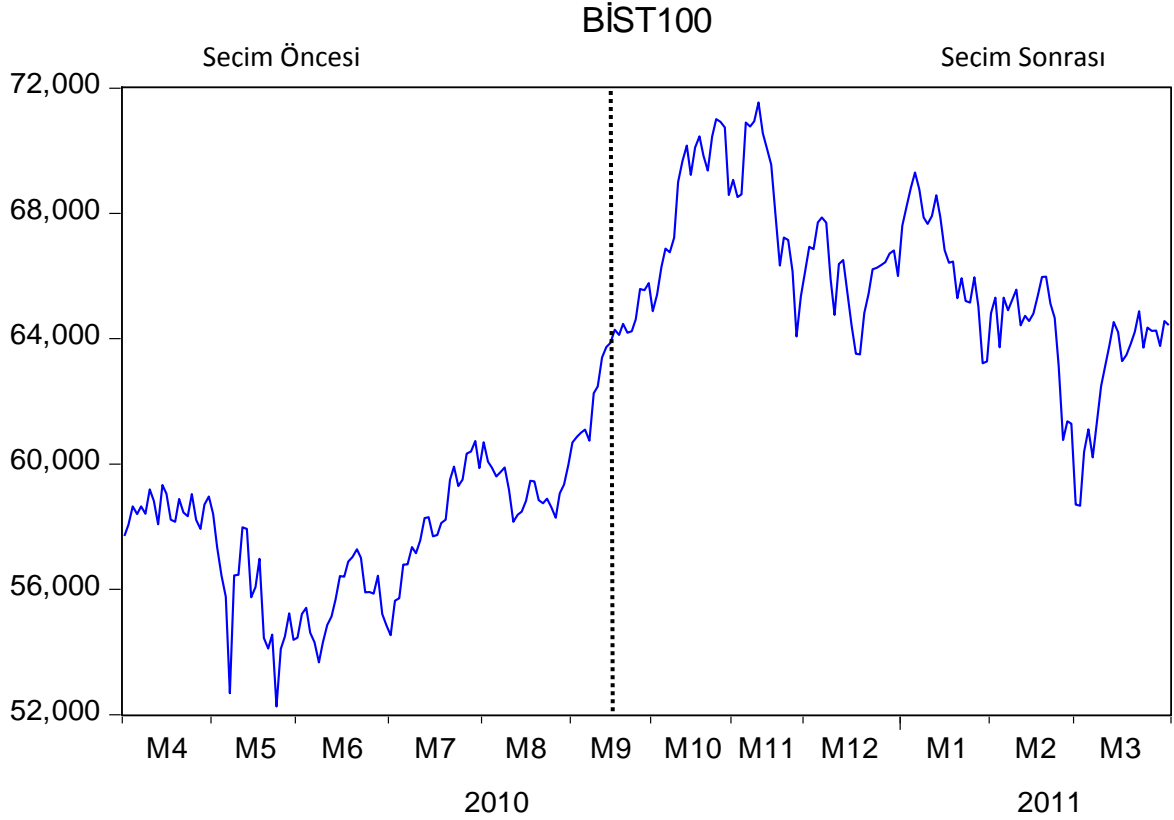
\*  $H_0 = \beta_1 = \beta_2 = \dots \beta_n$  (Her iki regresyon doğrusu da aynıdır.) hipotezi altında %95 güvenilirlikle reddedilen hipotezleri göstermektedir.

Tablo 4. 4. 12. incelendiğinde trend etkisini dikkate alan regresyon modeli ile yapılan analiz sonucunda seçim döneminin endeks verileri üzerinde yapısal bir kırılmaya sebep olduğu söylenebilir.

## **12 Eylül 2010 Referandumu**

01/04/2010 - 31/03/2011 dönemlerini kapsayan 12 Eylül 2010 referandumu için BİST100 endeks verilerini içeren grafik aşağıda verilmiştir.

Şekil 4. 4. 7. 12 Eylül 2010 Referandum Dönemi İçin BİST100 Endeksi Verileri Grafiği



Şekil 4. 4. 7. İncelendiğinde, referandum döneminden sonra borsada dalgalıda olsa bir toparlanmanın olduğu söylenebilir. Yani referandum öncesi genel olarak düşüş eğiliminde olan borsanın referandum sonrası toparlanma eğiliminde olduğu söylenebilir. Bu dönem için model tahmini ve yapısal kırılma testi sonuçları aşağıdaki tablolarda verilmiştir.

Tablo 4. 4. 34. 12 Eylül 2010 Referandumu Dönemi Model Tahmini Sonuçları

Değişken	Katsayı	Std.Hata	t-istatistiği	P.
C	56430.56	434.3887	129.9080	0.0000*
@TREND	46.42631	3.043008	15.25672	0.0000*
F-istatistiği	232.7674	Durbin-Watson İstatistiği		0.064683
Olasılık(F-istatistiği)	0.000000			

\*  $H_0$ : Tahmin edilen parametre anlamsızdır ( $H_0 : \beta_k = 0$ ) hipotezine karşı %95 güvenlilikle reddedilen test değerlerini göstermektedir.

Tablo incelendiğinde serinin bir trend etkisi altında olduğu görülecektir. Referandumun yapısal bir değişikliğe sebep olup olmadığı da aşağıdaki tablo yardımıyla belirlenebilir.

**Tablo 4. 4. 35. 12 Eylül 2010 Referandumu İçin Yapısal Kırılma Testi Sonuçları**

<b>F-istatistiği</b>	194.7401	<b>P. F(2,243)</b>	0.000*
<b>Olabilirlik Oran Testi</b>	236.6070	<b>P.</b>	0.0000
<b>Wald İstatistiği</b>	389.4802	<b>P.</b>	0.0000

\*  $H_0 = \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n$  (Her iki regresyon doğrusu da aynıdır.) hipotezi altında %95 güvenilirlikle reddedilen hipotezleri göstermektedir.

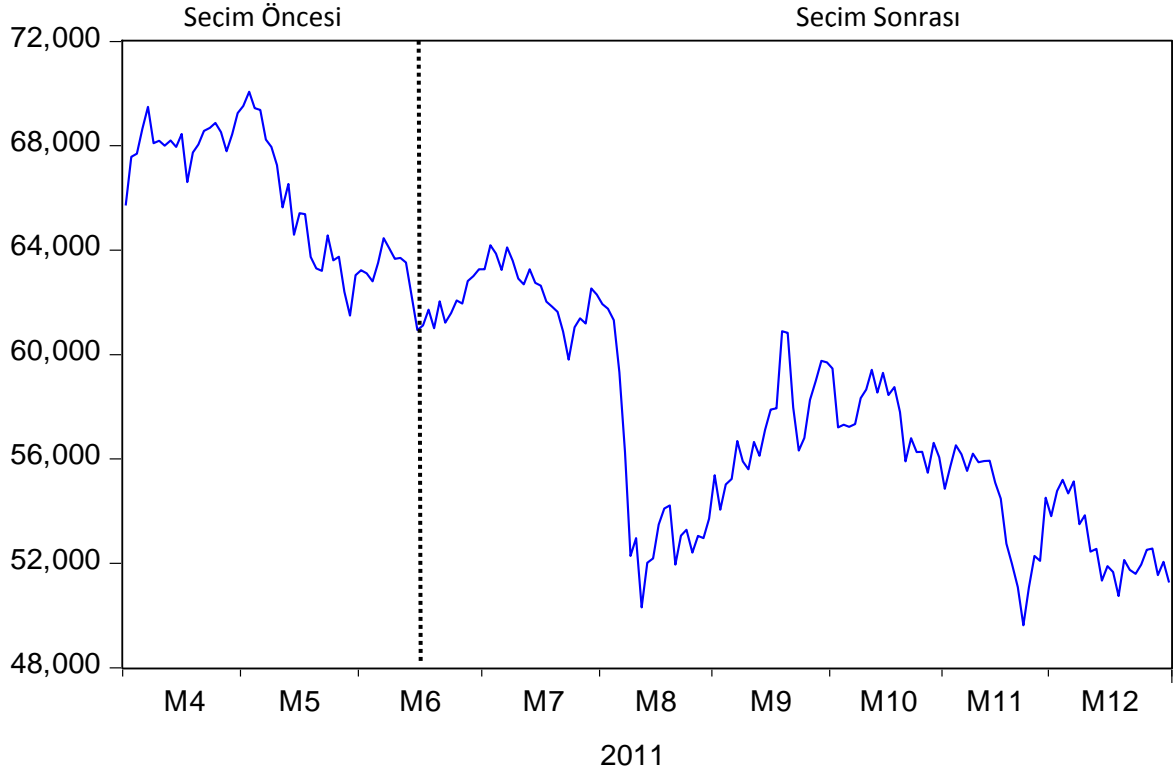
Tablo.14'ten de anlaşılacağı üzere 12 Eylül referandumunun borsa endeksi üzerinde yapısal değişikliklerin oluşmasında etkili unsurlardan biri olmuştur denebilir.

## **12 Haziran 2011 Genel Seçimleri**

12 Haziran 2011 genel seçimlerinin etki dönemi 01/04/2011 - 31/12/2011 tarih aralığı olarak belirlenmiştir. Söz konusu dönemin BİST100 endeks verilerini içeren grafiği aşağıda verilmiştir.



Şekil 4. 4. 8. 12 Haziran 2011 Genel Seçim Dönemi BİST 100 Endeksi Grafiği



Grafik incelendiğinde genel eğilimin düşme yönünde olduğu görülebilir. Ancak yapısal bir kaymanın olup olmadığını incelemek için yapılan model tahmini ve test sonuçları aşağıdaki tablolarda verilmiştir.

Tablo 4. 4. 36. 12 Haziran 2011 Genel Seçim Dönemi Model Tahmini Sonuçları

Değişken	Katsayı	Std.Hata	t-istatistiği	P.
<b>C</b>	67959.95	364.2048	186.5982	0.0000*
<b>@TREND</b>	-90.72071	3.386963	-26.78527	0.0000*
<b>F-istatistiği</b>	717.4506	<b>Durbin-Watson İstatistiği</b>	0.163623	
<b>Olasılık(F-istatistiği)</b>	0.000000			

\*  $H_0$ : Tahmin edilen parametre anlamsızdır ( $H_0 : \beta_k = 0$ ) hipotezine karşı %95 güvenlilikle reddedilen test değerlerini göstermektedir.

Tablo incelendiğinde söz konusu dönemde borsa verilerinin bir negatif yönlü bir trend etkisinde olduğu görülebilir ki grafiksel incelemede de böyle bir durumun varlığı tespit

edilmişti. Söz konusu genel seçimlerin endeks verilerinde yapısal değişikliklere sebep olup olmadığının araştırıldığı Chow Testi sonuçları ise aşağıdaki tabloda verilmiştir.

**Tablo 4. 4. 37. 12 Haziran 2011 Genel Seçim Dönemi Yapısal Kırılma Testi Sonuçları**

<b>F-istatistiği</b>	8.086353	<b>P. F(2,183)</b>	0.0004*
<b>Olabilirlik Oran Testi</b>	15.83631	<b>P.</b>	0.0004
<b>Wald İstatistiği</b>	16.17271	<b>P.</b>	0.0003

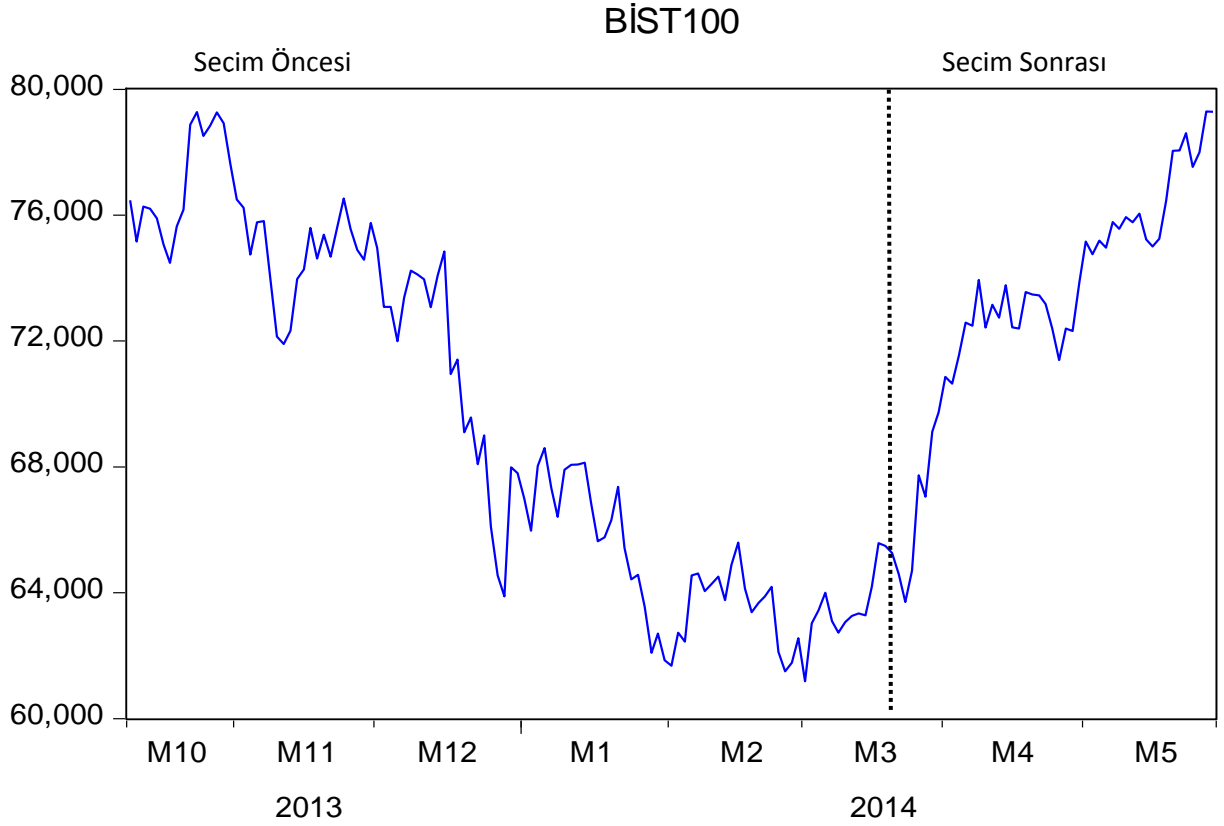
\*  $H_0 = \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n$  (Her iki regresyon doğrusu da aynıdır.) hipotezi altında %95 güvenilirlikle reddedilen hipotezleri göstermektedir.

Tabloya bakılarak genel seçim ortamının borsa verileri üzerinde yapısal değişikliklere sebep olduğu söylenebilir.

### **30 Mart 2014 Yerel Seçimi**

01/10/2013-31/05/2014 Dönemlerini içeren 30 Mart yerel seçim döneminde BİST100 endeksinin grafiği aşağıda verilmiştir.

Şekil 4. 4. 9. 30 Mart 2014 Yerel Seçim Dönemi BİST100 Endeks Grafiği



30 Mart yerel seçim dönemine ilişkin grafik incelendiğinde, seçim öncesi düşüş trendinde olan borsanın seçimden sonra yükselme eğilimine girdiği görülecektir. Yine de seçim döneminin borsa endekslerinde yapısal bir değişmeye sebep olup olmadığı yapılan testlerle incelenmiş ve sonuçlar aşağıdaki tablolarda verilmiştir.

**Tablo 4. 4. 38. 30 Mart 2014 Yerel Seçim Dönemi İçin Model Tahmin Sonuçları**

Değişken	Katsayı	Std.Hata	t-istatistiği	P.
C	71904.20	826.1743	87.03272	0.0000*
@TREND	-16.86670	8.819585	-1.912414	0.0576***
<b>F-istatistiği</b>	3.657329	<b>Durbin-Watson İstatistiği</b>		0.043683
<b>Olasılık(F-istatistiği)</b>	0.057599			

\*  $H_0$ : Tahmin edilen parametre anlamsızdır ( $H_0 : \beta_k = 0$ ) hipotezine karşı %95 güvenilirlikle reddedilen test değerlerini göstermektedir.

\*\*\*  $H_0$ : Tahmin edilen parametre anlamsızdır ( $H_0 : \beta_k = 0$ ) hipotezine karşı %90 güvenilirlikle reddedilen test değerlerini göstermektedir.

Tablo 4. 4. 17. incelendiğinde diğer seçim ve referandum dönemlerine benzer şekilde endeks verilerinin bir trend etkisinde olduğu görülmektedir. Söz konusu seçimin borsa verileri üzerinde yapısal bir etkiye neden olup olmadığı ise aşağıdaki tablolar yardımıyla incelenebilir.

**Tablo 4. 4. 39. 30 Mart 2014 Yerel Seçimleri İçin Yapısal Kırılma Testi Sonuçları**

<b>F-istatistiği</b>	393.2696	<b>P. F(2,183)</b>	0.0000*
<b>Olabilirlik Oran Testi</b>	290.6047	<b>P.</b>	0.0000
<b>Wald İstatistiği</b>	786.5393	<b>P.</b>	0.0000

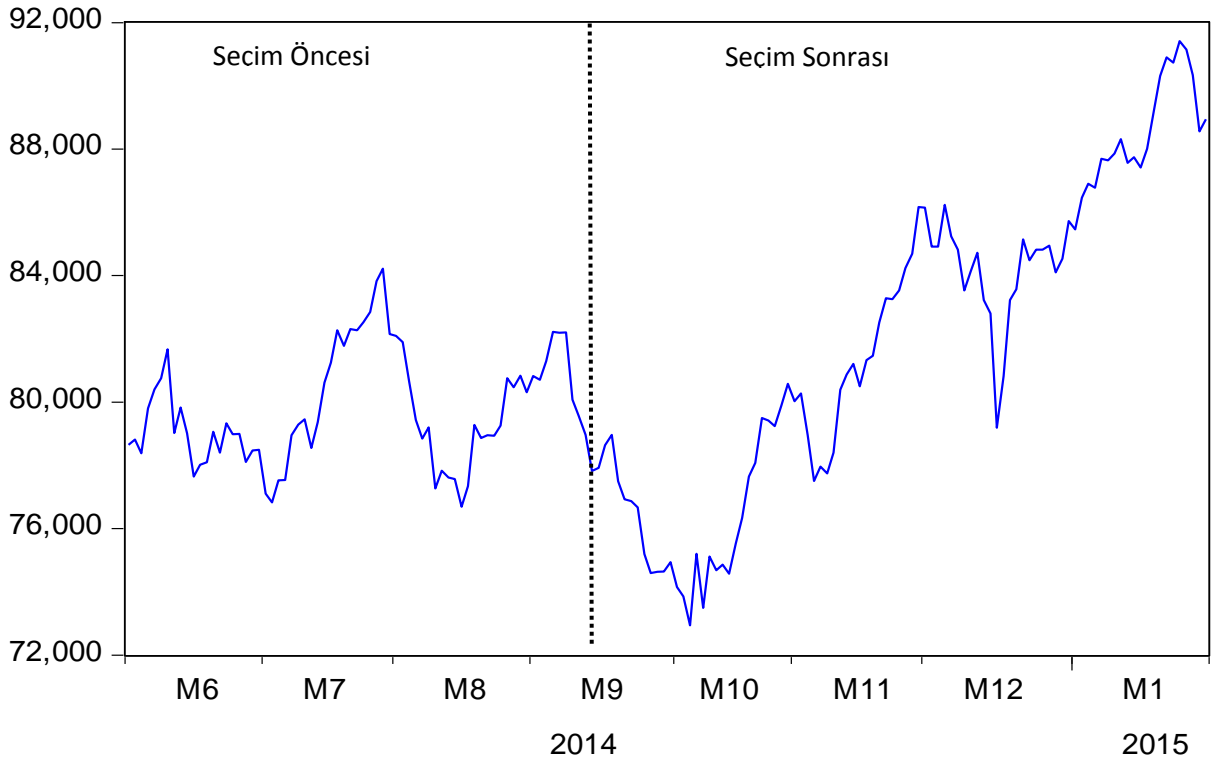
\*  $H_0 = \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n$  (Her iki regresyon doğrusu da aynıdır.) hipotezi altında %95 güvenilirlikle reddedilen hipotezleri göstermektedir.

Tablo 4. 4. 18. 'e göre söz konusu seçim döneminin borsa verileri üzerinde yapısal bir kırılmaya sebep olduğu söylenebilir.

## 10 Ağustos 2014 Referandumunu

01/06/2014 – 31/01/2015 tarihlerini içeren 10 Ağustos 2014 referandumunu için borsa endeksi grafiği aşağıda verilmiştir.

Şekil 4. 4. 10. 10 Ağustos 2014 Referandum Dönemi BİST100 Endeksi Grafiği



Şekil 4. 4. 10. incelendiğinde referandum öncesi dönemde dalgalı bir yapı izleyen borsa endeksinin referandum sonrası artan bir trend etkisinde olduğu söylenebilir. Yapılan model tahmini ve yapısal kırılma testi sonuçları aşağıdaki tablolarda verilmiştir.

**Tablo 4. 4. 40. 10 Ağustos 2014 Referandum Dönemi için Model Tahmini Sonuçları**

Değişken	Katsayı	Std.Hata	t-istatistiği	P.
C	76681.49	496.5379	154.4323	0.0000*
@TREND	52.85541	5.204417	10.15588	0.0000*
<b>F-istatistiği</b>	103.1418	<b>Durbin-Watson İstatistiği</b>		0.083938
<b>Olasılık(F-istatistiği)</b>	0.000000			

\*  $H_0$ : Tahmin edilen parametre anlamsızdır ( $H_0 : \beta_k = 0$ ) hipotezine karşı %95 güvenilirlikle reddedilen test değerlerini göstermektedir.

Tablo 4. 4. 19. incelendiğinde trend katsayısının anlamlı çıkmasından dolayı söz konusu dönemde borsa verilerinin artan bir trendin etkisinde olduğu söylenebilir.

**Tablo 4. 4. 41. 10 Ağustos 2014 Referandum Dönemi Yapısal Kırılma Testi Sonuçları**

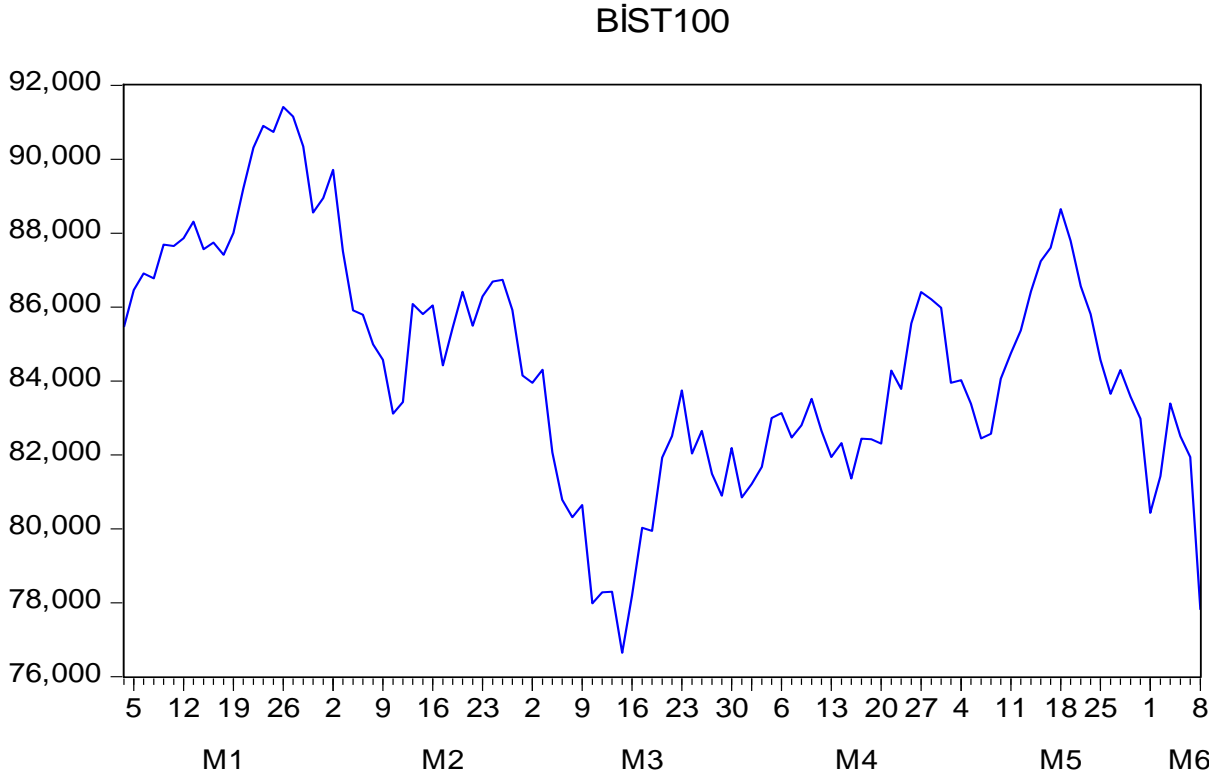
<b>F-istatistiği</b>	50.38506	<b>P. F(2,162)</b>	0.0000*
<b>Olabilirlik Oran Testi</b>	80.29142	<b>P.</b>	0.0000
<b>Wald İstatistiği</b>	100.7701	<b>P.</b>	0.0000

\*  $H_0 = \beta_1 = \beta_2 = \dots \beta_n$  (Her iki regresyon doğrusu da aynıdır.) hipotezi altında %95 güvenilirlikle reddedilen hipotezleri göstermektedir.

Yapılan yapısal kırılma testi sonucunda söz konusu referandum döneminde borsa verilerinin bir kırılım yaşadığı söylenebilir.

## 7 Haziran 2015 Genel Seçimi

Bu seçim dönemi için 2 Ocak 2015-8 Haziran 2015 dönemleri dikkate alınmıştır. Ancak seçim sonrası dönem için yeterli örneklem büyüklüğü henüz oluşmadığından (en az 30 gözlem) bu dönem için sadece grafiksel gösterim ve trend denklemi hesaplanmıştır. Söz konusu dönem için elde edilen endeks grafiği aşağıda verilmiştir.



Grafik incelendiğinde Ocak ayı içerisinde 90.000 puan üzerine çıkan endeksin Mart ayı ortalarında 76.000 seviyesine kadar gerilediği görülmektedir. Seçimden önceki 2 aylık süreçte dalgalanmalar gösteren endeks verilerinin seçim arifesinde sert bir düşüş yaşadığı da söylenebilir. Fakat trendin genel eğilimini belirlemek için model tahmini gerçekleştirilmiş ve sonuçlar aşağıdaki tabloda verilmiştir.

**Tablo 4. 4. 42. 7 Haziran Genel Seçim Dönemi Model Tahmin Sonuçları**

<b>Değişken</b>	<b>Katsayı</b>	<b>Std.Hata</b>	<b>t-istatistiği</b>	<b>P.</b>
<b>C</b>	232982.9	28360.75	8.214976	0.0000*
<b>@TREND</b>	-45.15741	8.622514	-5.237151	0.0000*
<b>F-istatistiği</b>	27.42775	<b>Durbin-Watson İstatistiği</b>		0.161033
<b>Olasılık(F-istatistiği)</b>	0.000001			

\*  $H_0$ : Tahmin edilen parametre anlamsızdır ( $H_0 : \beta_k = 0$ ) hipotezine karşı %95 güvenilrlikle reddedilen test değerlerini göstermektedir.

Tablo incelendiğinde seçim öncesi dönemdeki belirsizliğin 6 aylık borsa verileri üzerinde negatif etki yarattığı dolayısı ile seçim öncesi dönemde borsa endeksinde genel olarak bir düşüş yaşandığı söylenebilir.



#### 4.5. ARAŞTIRMANIN SONUÇLARI VE YORUMLAR

Seçim dönemlerinde belirsizlik yüksektir. Dolayısıyla yatırımcılarda piyasadaki fiyat hareketlerinin normalin üzerinde olacağı beklentisi içine girmektedirler. Genellikle bu beklentiler seçim tarihleri çevresindeki günlerde oluşmaktadır. Eğer seçim sonuçları hakkında bir tahmin yoksa piyasada durgunluk olabilir ya da düşme eğilimi gösterebilmektedir. Eğer seçim sonuçları ile ilgili bir tahmin varsa o zaman pay senedi piyasaları artma eğilimine girebilmektedir. Bu durumda ise piyasada genellikle yüksek kar elde etmek isteyen yatırımcılar vardır.

Seçim dönemlerinde piyasalarda belirsizlik olduğu gibi siyasal risklerde mevcuttur. Siyasal risk, belli bir yatırım kararını değiştirebilecek bir siyasal olayın ortaya çıkmasıdır. Siyasal risk seçim dönemlerinde sıkça karşılaştığımız; siyasi istikrarsızlıklar, hükümet değişiklikleri, kamuda görülen rüşvet olayları, hükümetin koyduğu engeller, hükümetin hatalı uygulamaları olarak örnek gösterilebilir. Özellikle hükümetin ekonomiye yaptığı müdahaleler siyasal riski artırmaktadır. Siyasal riskin ekonomik riski de beraberinde getirdiği unutulmaması gerekmektedir. Bu durumla genel olarak gelişen piyasalarda karşılaşılmaktadır. Ayrıca, gelişen piyasalarda siyasi istikrar ve ekonomik kararlar hükümet tarafından verilmektedir.

Seçim sonuçlarının önceden tahmin edilebilirliği için seçim dönemlerinde farklı şirketlerin yaptığı anketler vardır. Yapılan anketlerin çoğu gerçeğe yakın olabileceği gibi tamamen kesin sonuçlar vermez. Anket sonuçlarına da bireyler internet, gazete ya da dergi yoluyla ulaşabilir ve bu sonuçlarla piyasa analizi yapabilir.

Piyasada akılcı davranan yatırımcılar olduğu gibi akılcı davranmayan yatırımcılarda vardır. Bunun dışında bu yatırımcıların çoğu profesyonel yatırımcı olduğu gibi çoğu da küçük yatırımcılardır. Piyasada genellikle akılcı davranmayan yatırımcılar küçük yatırımcılardır. Bu tür yatırımcılar tüyolarla, seans sırasındaki fısıldamalarla ya da başkasından duyduğu bilgi ve habere göre işlem yapabilmektedir. Ayrıca her habere ya da bilgiye ani tepkiler veren bir yatırımcı irrasyonel davranış sergilemektedir. Bunun aksine bir kere kazanan ve kazanmanın verdiği hırsıyla yatırımcı özgüvenindeki artış sebebiyle daha çok kaybedebilir.

Ekonomi haberlerine bakıldığında Türkiye’de seçim dönemlerinde yatırımlar orta ve uzun vadeli yatırım kararı almayıp, kısa vadeli yatırım kararı almaktadırlar. Ayrıca seçim dönemlerinde tamamlanmamış bazı projeler hızlandırılarak bazı hisseler ön plana çıkıyor. Seçim dönemlerinde borsada düşüslere rastlansa bile ilginin arttığı sektörler mevcuttur. Bunlar; inşaat, çimento, ulaşım, boya, sanayi, iletişimdir.

2002 – 2015 yılı seçimlerinin grafiklerini inceleyerek yorumlarsak;

### **3 Kasım 2002 Genel Seçimi**

3 Kasım 2002’de ki genel seçim dönemini dikkate alan 01/02/2002 - 30/04/2003 tarihleri arasındaki BİST100;

14.000 puan civarında başlayan seçim dönemi verileri, seçim arifesinde 9.000 puana kadar düşmüş ancak seçim sonrası 14.000 puanı tekrar yakalamıştır. 2003 yılının başında ise endeks verilerinde sert bir düşüş olduğu söylenebilir. Ortalama endeks değeri ise 10.900 puan hesaplanmıştır.

2002 Genel seçimi öncesindeki düşüşün nedeni Başbakan Ecevit’in rahatsızlığı, hükümet istikrarının sorgulanması ve Anayasa krizi olarak gösterilebilir. Yatırımcılar belirsizliğin fazla olduğu durumda duygusal eğilim göstererek kayıptan ve pişmanlıktan kaçınırlar. Dolayısıyla yatırım yapmaktan kaçınırlar. Bunun dışında uluslar arası borsalarda ortaya çıkan Enron skandalı BİST de olumsuz yönde etkilemiştir. Uluslar arası piyasalarda trendlerin düşmesiyle yabancı fonlar büyük kayba uğramıştır. Dolayısıyla bu fonlar gelişmekte olan piyasalardan yatırımlarını geri çekmişlerdir.

Seçimin sonucunda koalisyon hükümeti yerine Ak Partinin tek parti olarak gelmesi ve hükümeti kuracak olması; Ak Parti hükümetinin IMF programının sürekliliğini sağlayacağını anlaşılması piyasada olumlu karşılanmıştır. Böylece piyasadaki belirsizlik ortadan kalmış ve seçim sonrası trend yükselişe geçmiştir.

2003 yılının başında sert düşüşün olmasının nedeni ise 2002 yılının son aylarında Irakta savaş olma olasılığı, hükümet ortakları arasındaki politik ve ekonomik açıklamalar ile Kıbrıs konusu gösterilebilir. Ayrıca 2003 yılının başında IMF ile yapılacak görüşmelerinde piyasayı etkilediği görülmüştür. Bu dönemde borsanın izlediği trend

büyük yatırımcılara ve düşük seviyelerden pay senedi almak isteyen yabancı yatırımcılara bağlı olduğu düşünülmüştür.

3 Kasım 2002 Genel seçimi sonucunda ortaya çıkan hareketliliğin sebebi yatırımcıların rasyonel davranmalarıdır.

### **28 Mart 2004 Yerel Seçimi**

01/10/2003 - 30/09/2004 tarihlerini kapsayan 28 Mart 2004 yerel seçim döneminde BİST 100;

13.000 civarı bir puan ile başlayan seçim dönemi yine aynı dönemde 20.000 puana kadar çıkmış, ancak 2004'ün Mayıs döneminde 15.000 puana kadar gerilemiştir.

Genel seçimden belirli bir süre sonra yapılan 2004 Yerel seçimi iktidar parti açısından bir güven oylaması niteliği kazanmıştır. Ayrıca, yerel seçimler kamuoyu yoklaması niteliğindedir.

Seçim öncesi yatırımcılarda iktidar partinin politik istikrar sağladığı, hükümetin kararları çabuk aldığı ve işleri yoluna koyacağı beklentisi mevcuttur. Ayrıca, seçimlerden sonra IMF ile anlaşması beklentisi, BİST 1002'ün AK Parti'nin 4. Ve 5. Ekonomik tedbir paketleriyle desteklemesi hükümete duyulan güveni sağlamlaştırmaya başlamıştır. Hükümete duyulan güven yani duygusal eğilimler sebebiyle trend seçim öncesi artış göstermiştir.

Seçim sonrasında yerel seçim sonuçları piyasa için sürpriz olmamıştır. Bunun sebebi piyasaların ve yatırımcıların seçim sonuçlarında olumlu beklentiye sahip olmalarıdır. Seçim sonrası trendin yükselmesi ise Nisan ayında Obama' nın Türkiye ziyareti, G-20 zirvesinden çıkacak kararlar ve IMF ile anlaşmanın ilk adımlarının atılmış olması olarak gösterilebilir.

3 Kasım 2002 Genel seçimi sonucunda ortaya çıkan hareketliliğin sebebi rasyonel davranıştır.

### **22 Temmuz 2007 Genel Seçimleri**

01/01/2007 - 31/08/2007 dönemini kapsayan 22 Temmuz 2007 genel seçimi dönemine ilişkin BİST100 endeks değerlerine göre;

39.000 puan seviyesinde başlayan seçim dönemi endeksi seçimden hemen önce 55.000 puana kadar yükselmiş ancak seçim sonrasındaki 1 aylık sürede 41.000 puana kadar gerilemiştir. Bu dönemde borsa endeksi ortalama 45.000 puan civarındadır. Grafikselleştirilerek incelendiğinde de seçim dönemi öncesinde hızlı bir artan trend sonrasında ise azalan bir trendin olduğu görülebilir.

2007 genel seçiminde endeksin artış göstermesinin nedeni piyasadaki belirsizliğin düşük olması olarak gösterilebilir. Belirsizliğin düşük olmasının sebebi iktidarın devam edeceğine duyulan güvenden dolayıdır. Dolayısıyla beklentiler hızlı bir şekilde satın alındığı görülmektedir. Yalnızca Türk yatırımcılar değil yabancı yatırımcılarda piyasadaki olumlu hava ile sandıktan tek parti çıkacağı beklentisiyle satın alma işlemi yapmışlardır.

Hükümetin kurulmasının ardından beklenti sonlanmış ve iktidar partiye açılan kapatma davası ve 2008 yılında gelecek krizin sinyalleri endekste düşüşe yol açmıştır. Belirsizlik ve riskin fazla olduğu bu süreçte yatırımcılar hızlı bir şekilde satış yapmış dolayısıyla rasyonel davranış sergilemişlerdir.

## **21 Ekim 2007 Referandumu**

2007 de Türkiye de yapılan referandum, cumhurbaşkanının halk tarafından seçilmesi gibi anayasa değişiklikleri halkoyuna sunuldu. Halk oylaması sonucunda %68,95 'EVET'oyuyla bu değişiklik kabul edilmiştir.

Bu referandum dönemi için 01/09/2007 - 30/03/2008 tarih aralığı baz alındığında;

Finansal açıdan 2008 krizini içermesi sebebiyle özel bir duruma sahip olan bu referandum döneminde 50.000 puan civarında başlayan borsa endeksinin 7 aylık süre sonunda 35.000 puana kadar düştüğü görülmüştür. Fakat bu düşüşün sebebi olarak referandumdan daha çok finansal krizi göstermek yanlış olmayacaktır. Söz konusu dönemde ortalama endeks değeri 50.123 puan olarak hesaplanmıştır.

Ancak bu durumu sadece seçim ekonomisine bağlamak yanlış olacaktır çünkü 2008 yılında Lehman Brothers'ın iflasıyla Amerika Birleşik Devletlerinde başlayan krizin etkileri yavaş yavaş dünya borsalarına yayılmaya başlamıştı, bu sebeple trenddeki

düşüşün en önemli faktörü olarak finansal kriz gösterilebilir. Yatırımcılar bu seçim döneminde krizin etkisiyle belirsizlikten kaçınmışlardır.

## **29 Mart 2009 Yerel Seçimi**

01/10/2008 - 30/09/2009 tarihlerini içeren bu seçim dönemi için BİST100;

Söz konusu dönemde Lehman krizinin etkisi ile 35.000 puana kadar gerileyen endeks puanlarının seçimin hemen öncesinde 23.000 puan civarına düştüğü görülmüştür. Ancak seçim ve kriz etkisinden yavaş yavaş çıkan piyasaların seçim sonrası 6 aylık dönemde 25.000 puana yakın bir artış göstererek 50.000 puan seviyesine yaklaştığı görülmektedir. Kısaca kriz ve seçim etkisi ile dibe vuran borsa endeksi seçim ve kriz sonrası hızlı bir artış trendine girmiştir. Söz konusu dönemde ortalama 31.945 puan, standart sapma ise 7.830 puan hesaplanmıştır. Standart sapmanın bu kadar yüksek bir değer olması şiddetli bir volatilitenin olduğunu göstermektedir.

2008 yılındaki krizin kaynağı düşük gelirli ABD vatandaşlarına FED' in 2002 yılı sonunda kısa vadeli faiz oranını %1' e çekmiştir. Ayrıca ipotekli konut kredisi verilmesidir. FED faizleri tekrar yükseltmeye başlayınca vatandaşlar borçlarını ödeyemez duruma gelmişlerdir.

Lehman krizi seçim öncesi süreye kadar devam ettiği gözlemlenmektedir. Ayrıca bunun kriz dışındaki diğer bir nedeni de endeksin dolar bazında tek parti iktidarından bu yana dip seviyeye yakın olmasıdır. Bu süreçte uluslar arası piyasalar "AL" sinyali verdiği de gözlemlenmiştir. Uzmanlar yapılacak alımların kısa vadeli değil, uzun vadeli alımlar olması gerekmektedir. Ancak risk almayı sevmeyen yatırımcılar ise kısa vadeli ve sabit getirili enstrümanları tercih etmeleri gerekmektedir. Bunlar, kısa vadeli tahviller ve özel sektör bonoları olabilir. Riski seven yatırımcılar ise düşen pay senedi fiyatlarından yararlanmak amacıyla alım yapabilirler.

Seçim dönemi öncesi borsanın endeksinin yükselişe geçmesi piyasada rasyonel yatırımcıların olduğuna işaret etmektedir. Çünkü uzun vadede düşük fiyattan alınan hisse senetleri faizden daha fazla getiri sağlayabilmektedir. Seçim öncesi artış nedenlerinden bir diğer durumda AK Partiye duyulan güvenden dolayı belirsizliğin

gittikçe düşmesi olarak gösterilebilir. Yani yerel seçimlerden AKP'nin gücünü koruyarak çıkması beklentisi vardır.

Ancak seçim sonrası AKP'nin oyları bir önceki seçime göre azaltmış olmasına rağmen tek parti iktidarı olarak devam edecek olması trend de artış meydana getirdi. Bunda sonraki süreçte ise trendin pozitif yönlü olup olmaması Hazinenin açıklayacağı büyüme ve enflasyon oranı belirleyecektir.

Piyasa yatırımcıları piyasadaki bilgileri kişisel olarak analiz edip yorumlayarak yatırım yapmak yerine, diğer yatırımcıların yatırım kararlarını taklit ettikleri gözlemlenebilir. Bu sebepten yatırımcılar irrasyonel davranış sergilemeye başladılar. İktidar partiye olan güvenden dolayı yatırımcılar sürü psikolojisi içinde yatırım yapmaya başladıkları gözlemlenebilir. Yalnızca irrasyonel yatırımcılar değil, profesyonel yatırımcıların varlığı da bu süreçte görünebilir. Piyasada olması gerektiği gibi fiyatlama yapıldığı ve kaynak dağılımının yerine getirildiği de düşünülebilir.

## **12 Eylül 2010 Referandumu**

2010 Referandumu Türkiye anayasasında 26 maddelik değişikliği içeren paketi halk oylamasına sunmuş ve %57.88 Evet oyuyla kabul edilmiştir.

01/04/2010 - 31/03/2011 dönemlerini kapsayan 12 Eylül 2010 referandumu için BİST100;

2008 krizi ve 29 Mart 2009 yerel seçimleri sonrası hızlı bir yükselme trendine giren borsa endeksinin bu referandum dönemi başında 57.000 puan civarında olduğu referandumdan sonraki 2 aylık süreçte 70.000 puanın üzerine çıktığı görülmektedir. Ortalama endeks puanı 62.164 puan olarak hesaplanmıştır.

Referandum öncesi düşünün sebebi dünyaya yayılan finansal krizin etkisinin devam ettiği söylenebilir. Referandum öncesi borsa endeksi düşerken altın fiyatları 25 yılın en üst seviyesine çıkmıştır. Bunun nedeni yatırımcıların güvenli ve dikkatli bir şekilde altına yönelmeleri olabilir. Buradan çıkan sonuç altın fiyatları referandumdan olumlu etkilenmiştir. Yatırımcılar borsada EVET' i satın almış dolayısıyla borsa endeksinde artışlar olmuştur.

## 12 Haziran 2011 Genel Seçimleri

12 Haziran 2011 genel seçimlerinin etki dönemi 01/04/2011 - 31/12/2011 tarihlerini içerdiğinde;

Seçimden önceki 3 aylık sürenin başında 65.000 puan seviyesinde olan borsa verilerinin seçim öncesi 61.000 puana kadar düşmüştür. Ancak diğer seçim ve referandum dönemlerinin aksine bu dönemde genel trendin gerek seçim gerekse seçim sonrası için azalan yönde olduğu söylenebilir. Borsa endeksinin özellikle 2011 yılının ortalarından itibaren 50.000 puan civarına kadar düşmüştür. Söz konusu dönemde ortalama endeks puanı 59.523 puan olarak hesaplanmıştır.

Piyasada endeks yükselişte seçimden önceki 3 aylık süreye kadar artış göstermiş. O süreçte yatırımcılar risk algılamadan pay senedi alımı yapmışlardır. Ülkedeki para ve maliye politikalarının genişletilmesi, piyasada bazı önlemlerin alınması ve krizin teğet geçmesi yatırımcıların piyasaya güvenini artırmıştır. 3 aylık süreçten sonra trend düşme eğilimine girerek seçim öncesi tekrar bir artış yaşanmıştır. Bu artışın nedenleri; Türkiye kredi notunun yatırım yapılabilir olması, TC Merkez Bankası'nın uygulamaları, başkanlık sistemi beklentisi içerisinde olmaları olabilir.

Seçim öncesi geleneksel olarak endeksin artış göstermesinin sebebi belirsizliğin düşük olmasında dolaydır. Her seçim öncesi oluşan olumlu hava bu seçimde de devam etmiştir. Ayrıca bu süreçte de sermaye akışı gelişmekte olan ülkelere devam ettiğidir.

Seçimden hemen sonra endeks kısa süreli yatay görünüme geçerek düşme eğilimine tekrar girmiştir. Bunun sebebi 2010 referandum sonucunda 'Yeni Türkiye'nin' konuşulması gösterilebilir.

Borsa trendinin düşme eğilimine girmesi yatırımcıların geçmiş deneyimlerinden yararlanarak piyasadaki belirsizliklere karşı daha temkinli davranmaya başlamalarına neden olmuştur. Siyasi belirsizliklerin ekonomiyi her zaman olumsuz yönde etkilediği de unutulmaması gereken bir gerçektir.

Bu seçim dönemlerinde bireyler geçmiş tecrübelerinden yararlandıkları ve bu sebepten yatırımcılarda çıpalama etkisinden söz edilebilir.

### **30 Mart 2014 Yerel Seçimi**

01/10/2013-31/05/2014 Dönemlerini içeren 30 Mart yerel seçim döneminde BİST100;

Seçimden önceki 6 aylık sürecin başında 76.000 puan civarında olan endeksin seçime yakın dönemde 61.000 puana kadar 15.000 puanlık bir düşüş gösterdiği söylenebilir. Seçimden sonraki 3 ayda ise yaklaşık 20.000 puan yükselen borsa endeksinin 80.000 puana kadar yaklaştığı görülmektedir. Söz konusu dönemde ortalama endeks değeri 70.538 puan olarak hesaplanmıştır.

2014 yerel seçimi 17 Aralık operasyonu gölgesinde yapılmıştır. Gezi olaylarından itibaren endekste düşmeler dolarda önemli derecede artışlar meydana gelmiştir. 17 Aralık sürecinde de dolar hız kesmeden yükselmeye borsa düşmeye devam etmiştir. Buradan yola çıkarak yaşanan siyasi olaylar doları yükselmeye borsa düşmeye devam etmiştir. Bunun nedeni yatırımcıların güvenli bir şekilde yatırım yapma isteklerinden kaynaklanmaktadır. Yani borsanın değer kaybetmesi seçim dönemlerindeki belirsizlikler ve güven eksikliğinden kaynaklanmaktadır. Ekonomideki herhangi bir sebepten yatırımcıların güveninin sarsılması yatırım yapmamalarına neden olur.

Seçimde iktidarın güçlenerek çıkacağı beklentisini satın alan endeks Mart başından itibaren yükselişe geçmiştir. Bu yükseliş son bir ayın en fazla kazandıranı olmakla beraber, en fazla işlem hacmi rekoru da kırmıştır. Sadece yerli yatırımcılar değil yabancı yatırımcılarda alım yapmıştır.

Seçim öncesi artışın nedenlerinden bazıları da, uluslar arası kuruluşların Türkiye ile ilgili olumlu raporlar yayınlaması, JP Morgan'ın AKP' yi seçim sonuçları için piyasa dostu olarak değerlendirmesi endeksin artmasında etkili olmuştur.

Seçim sonrası ise düşük belirsizlikle beraber endeks yükselme eğilimine devam etmiştir. Ayrıca Çin'in Türk ekonomisini desteklemesi yönünde beklentiler, Rusya da yatırım yapmaktan vazgeçen yatırımcıların Türk borsalarına yönelmesi beklentisi ve TC Merkez Bankasının bankalara TL karşılığında faiz ödemeyecek olması da endeksin yükselmesinde etkili olabilmektedir. Yatırımcılarda zihinsel muhasebenin etkisi görülmektedir.



## 10 Ağustos 2014 Cumhurbaşkanlığı Seçimi

01/06/2014 – 31/01/2015 tarihlerini içeren 10 Ağustos 2014 referandumunu için borsa endeksi;

78.000 civarı bir endeks puanı ile başlayan bu referandum döneminde referandum öncesinde dalgalı bir yapı olsa da referandum sonrasında kısa süreli bir düşüş ve uzun dönemde ise hızlı bir yükseliş trendi vardır. Bu dönemde 91.413 puana kadar bir yükseliş söz konusudur. Söz konusu dönemdeki ortalama endeks değeri ise 81.042 puan olarak hesaplanmıştır.

Referandum öncesi ABD’ de faiz indirim beklentilerinin azalmasıyla tüm küresel piyasalarda dalgalanmalara sebep olmuştur. Dolayısıyla BİST de bu dalgalanmalardan en ağır şekilde etkilenmiştir.

Yapılacak Cumhurbaşkanlığı seçimin tarihi özelliği vardır. Mustafa Kemal Atatürk’ten sonra ilk kez Cumhurbaşkanı halk oylamasıyla seçilecektir. Yapılacak seçim iki turdan oluşmuştur. Ayrıca seçimin ikinci tura kalıp kalmaması seçmenin sandığa gidip gitmeyeceği ile ilgiliydi. CHP ve MHP tabanının yeterli ilgiyi göstermemesi halinde seçim ilk turda sonuçlanacaktı. Ayrıca seçimin yaza denk gelmesi ve tatilciler tatillerini iptal etmeyerek vatandaşlık görevlerini yerine getirmemişlerdir. Bu yüzden AKP adayı R.T.Erdoğan’ın seçimden tek başına çıkma ihtimalini güçlendirmiştir. Cumhurbaşkanının ilk turda seçilmesi piyasayı toparlanacak ve seçim atmosferini üzerinden atacaktır. Ayrıca bu seçim dönemi iki senaryodan oluştuğu dikkat çekmektedir. İlk senaryo olarak Recep Tayyip Erdoğan’ın ilk turda kazanma ihtimali büyüktür. Alternatif düşünceler olmasına rağmen yapılan anket sonuçları R.T.Erdoğan’ın %50 üzerinde oy toplayacağı düşüncesi hakimdir. Bu durumun gerçekleşmesi belirsizlik ve risk ortamında sert tepkiler veren piyasanın rahatlayacağı beklentisi vardır. Ayrıca mevcut istikrarın devam edeceğinden dolayı yatırımcılar güven olarak algılayacaklardır. Dolayısıyla seçimin sonuçlanması piyasalar üzerindeki gerginliği de atacaktır.

Piyasalar için önemli olan politik istikrarın devam etmesi ve korunması her zaman fiyatlara olumlu olarak yansıtacaktır.

İkinci senaryo ise diğer adaylardan biriyle ikinci tura kalarak piyasada sert düşüslere neden olabileceği beklentisi mevcuttu. Yani ikinci tura kalınması durumunda ise belirsizlik artacağından piyasada dalgalanmalar olacağı beklentisi vardı. Yapılan ilk tur sonucunda yeterli oy sayısına ulaşıldığı için ikinci tura gidilmedi.

TC Merkez Bankası Ağustos ayında toplantı yapmış ve toplantı sonucunda faizlerde duraksamaya gitmiştir. Bu sebepten de seçimden hemen sonra endekste düşüşler yaşanmıştır. Ayrıca diğer bir belirsizlik durumu ise yeni Başbakan' ın kim olacağı piyasa üzerinde etkisi olmuştur. Trendin yükselme eğilimine girmesinde en büyük etken Cumhurbaşkanının R.T.Erdoğan seçilmesi güven duygusu yaratmış ve psikolojik hareketlerle alımlar başlamıştır diyebiliriz. Tabi unutulmaması gereken diğer beklentiler ise TC Merkez Bankası'nın faiz indirim beklentileri ve FED' in faiz artırım dönemidir.

Seçim sonrası trendin yükselmesi yatırımcıların davranışlarıyla doğrudan etkilidir.

## **7 Haziran 2015 Genel Seçimi**

Bu seçim dönemi için 2 Ocak 2015-8 Haziran 2015 dönemleri dikkate alındığında;

Ocak ayı içerisinde 90.000 puan üzerine çıkan endeksin Mart ayı ortalarında 76.000 seviyesine kadar gerilediği görülmektedir. Seçimden önceki 2 aylık süreçte dalgalanmalar gösteren endeks verilerinin seçim arifesinde sert bir düşüş yaşadığı da söylenebilir.

Tek parti iktidara geldiğinden bu yana siyasi risk ve belirsizlik algısı düşük olmuştur. Bunun sebebi AKP nin seçimleri yüksek oy oranlarında kazanması ve bunu 2002 yılından bu yana sürdürmesini gösterebiliriz. Buradan da anlaşılacağı gibi bu zamana kadar iktidarın değişmesi ihtimali düşük düzeydedir. 2015 genel seçim döneminde ise ilk defa piyasada büyük bir belirsizlik ortaya çıkmıştır. Bu belirsizlikte iktidar partinin önceki seçim dönemindeki rahatlığının olmaması da etkili olduğu söylenebilir.

Halk yoklamaları, siyasi konuşmalar ve değerlendirmeler sonucu seçmenler kendi aralarında seçim sonucu yorumlarını 3 kategoriye ayırmış. Birincisi, iktidar partinin her seçim döneminde olduğu gibi seçimi yine tek başına kazanması. İkincisi, iktidar partinin diğer seçim dönemlerine göre oylarının düştüğü ama az bir fark olsa bile tekrar tek başına iktidara gelmesi. Üçüncüsü ise iktidar partinin göreceli bir şekilde oy kaybedip

tek başına iktidara gelemeyeceği bir koalisyon olasılığının olması. Bundan dolayı seçim öncesi 2 aylık süreçte endekste dalgalanmalar meydana gelmiştir diyebiliriz.

Ayrıca piyasadaki dalgalanmalar, sadece seçimle ilgili değildir. FED' in faiz artırımına gidip gitmeyeceği, petrol fiyatlarındaki düzensizlik, dolar kuru, TC Merkez Bankası faiz kararları, Yunanistan, Japonya ve Avrupa Merkez Bankalarının açıklamaları da bu dalgalanmalara ve seçimden önce sert düşüşe neden olacaktır. Tüm dünya borsalarında etkisi görüldüğü gibi BİST' de de etkisi görülmektedir.

BİST de seçim öncesi yaşanan sert düşüşün diğer sebeplerinden de yerli yatırımcıların ekonomi haberleri ve uzmanların uyarıları olabilir. Yapılan açıklamalar da seçim öncesinde kısa vadeli işlem yapılmaması gerektiği, belirli sektörlere yatırım yapıldığında güvenli yatırım imkanı sağlayacakları, yatırımların orta ve uzun vadeli yapılması ve FED' in yapacağı açıklamaların göz ardı edilmemesi gerektiğidir.

Seçim sonuçlarına göre hiçbir siyasi parti tek başına hükümeti kuracak çoğunluğu elde edememiştir. Analistler, siyasi belirsizliğin arttığı seçim sonrası dönem piyasalar üzerinde ciddi baskılar oluşturacağı beklentisi içerisinde. Ayrıca analistlere göre siyasi partilerin yeni hükümeti kurma çabaları ve yapılacakları açıklamalar kısa vadeli de olsa piyasanın yönünün ana belirleyicisi olacağı görüşündeler.

2015 genel seçimi sonuçları yeni hükümetle ilgili belirsizlikleri ortadan kaldırmamıştır. Politik unsurların iç piyasalardaki etkisi devam ettiği görüşü hakimdir. Ayrıca piyasalarda Anayasa değişikliği, başkanlık sistemine geçiş, Kürt sorunu gibi kritik konulara daha barışçıl yaklaşım getirmesi beklentisi vardır. Ayrıca seçim sonrası ekonomide koalisyon ve tekrar seçim haberlerinin olması Türkiye ekonomisi üzerinde önemli etkiler yaratabilir.

Piyasada yerli yatırımcıdan çok yabancı yatırımcının olduğu ve yıldan yıla yabancı yatırımcı sayısının arttığını bilmekteyiz. Seçim sonrası dönemde yabancı yatırımcılar, siyasi belirsizliğin etkisi ve FED' in faiz artırımına gideceği endişesiyle Türk piyasalarından en hızlı para çıkışını yapmışlardır.

Seçim öncesi dalgalanmalar yatırımcı davranışlarından değil ekonomik durumlar sebebiyle kaynaklanmıştır.

2002 yılı itibariyle Türkiye de gerçekleşen tüm seçim dönemlerine baktığımızda seçim öncesi ve sonrasında piyasalar beklenti ve belirsizlikleri fiyatlandırmaktadır. 2015 genel seçim dönemi hariç borsa da sonuçlar, önceden tahmin edilmesi daha kolay olan seçimlerin fiyatlandığıdır.

İnsanoğlunun kendi çıkarları için yaşadığı bir gerçektir. Seçim dönemlerinde ise bireyler ekonomik temelli oy kullanırlar. Dolayısıyla bireylerin oy kullanırken ki birinci önceliği kendi ekonomik çıkarlarını gözetmektir. Ayrıca iktidarın son yıllardaki ekonomik performansını değerlendirerek oy veriyorlar. Bu yüzden ekonomimizde seçim ekonomileri önemlidir.

Tek Parti iktidarından bu yana BİST 100 (BİST 100) Endeks seyrini ve yatırımcıların etkilendikleri ekonomik sebepleri özetlersek;

- 14 Mayıs 2003 :Recep Tayyip Erdoğan Başbakan olarak göreve başlamıştır.
- 21 Ekim 2003 :Moody' s, Türkiye'nin AB ile müzakerelere başlamıştır.
- 29 Şubat 2004 :30 yıl sonra Enflasyonun tek haneye düşmüştür.
- 1 Aralık 2005 :Goldman Sachs Amerikan Yatırım Bankası'nın Portföy Yönetim Başkanı Jim O'Neil; Brezilya, Rusya, Çin ve Güney Afrika (BRICS) 'nın ekonomileri yerine; Meksika, Endonezya, Nijerya ve Türkiye'nin ekonomisini yeni devleri olarak göstermiştir.
- 11 Ocak 2007 :Yatırımcıların %15 oranındaki menkul kıymet vergisinden muaf kalabilmek için Türkiye de yerleşik olarak yaşama zorunluluğu kaldırılmıştır.
- 25 Kasım 2008 : FED parasal genişleme programını başlattı.
- 5 Kasım 2012 :Fitch Ratingsi Türkiye'nin kredi notunu BBB seviyesine çıkararak "yatırım yapılabilir ülke" seviyesine taşımıştır.
- 16 Mayıs 2013 :Moody's, Türkiye'nin uzun vadeli yabancı para cinsinden "yatırım yapılabilir ülke" seviyesine Baa3 seviyesine yükseltmiştir.
- 28 Mayıs 2013 :Taksim de Gezi Parkı olayları esnasında 11 kişinin hayatını kaybetmesi ve çok sayıda yaralananların olması.

- 1 Ağustos 2013 :Morgan Stanley, Türkiye'nin ekonomisini "Kırılgan Beşli" listesine sokmuştur.
- 17 Aralık 2013 :“17- 25 Aralık Yolsuzluk Operasyonu” nun yapılması sonucu bakan isimlerinin yer alması.
- 18 Aralık 2013 :FED’ in parasal gevşeme programını azaltacağı açıklaması.
- 7 Şubat 2014 :Standart&Poor’ s Türkiye’nin siyasi ortamından dolayı Türkiye’nin not görünümünü negatife indirdi.
- 1 Şubat 2015 :Cumhurbaşkanının TC Merkez Bankası para politikasına karşı çıkmış ve yanlış olduğunu ifade etmiştir.
- 8 Haziran 2015 :Tek başına parti kurulamayacağından dolayı BİST 100 endeksinde düşüş meydana gelmiştir.

Seçim dönemlerindeki endekslerdeki en büyük etken belirsizlik ve risk algısıdır.

Ekonomik nedenlerden dolayı rasyonel davranan yatırımcıların olmasına karşın, seçim dönemlerinde irrasyonel yatırımcıların varlığında piyasalarda dalgalanmalar meydana gelmiştir.

#### 4.6. GENEL TABLO

Yapılan analizler sonucunda elde edilen model tahmini ve Chow Yapısal Kırılma testi sonuçlarını gösteren tablo aşağıdadır.

**Tablo 4. 4. 43. Tüm Seçim ve Referandum Dönemleri İçin Analiz Sonuçları**

Dönem	Parametreler	Test İstatistikleri		Chow Testi		
		t <sub>hesap</sub>	P.	F <sub>hesap</sub>	P.	
3 Kasım 2002 Genel Seçim	Sabit Katsayı	11.546,10	82,17	0.00*	236,94	0,00*
	Trend	- 3,93	- 5,29	0.00*		
28 Mart 2004 Yerel Seçim	Sabit Katsayı	16.277,34	94,61	0.00*	65,70	0,00*
	Trend	16,32	13,38	0.00*		

<b>22 Temmuz 2007</b>	<b>Sabit Katsayı</b>	39.747,98	127,35	0.00*	44,98	0,00*
<b>Genel Seçim</b>	<b>Trend</b>	66,18	20,72	0.00*		
<b>21 Ekim 2007</b>	<b>Sabit Katsayı</b>	57.496,52	94,58	0.00*	131,50	0,00*
<b>Referandumu</b>	<b>Trend</b>	-103,85	- 14,03	0.00*		
<b>29 Mart 2009 Yerel</b>	<b>Sabit Katsayı</b>	20.404,39	39,66	0.00*	664,04	0,00*
<b>Seçim</b>	<b>Trend</b>	93,83	25,93	0.00*		
<b>12 Eylül 2010</b>	<b>Sabit Katsayı</b>	56.430,56	129,91	0.00*	194,74	0,00*
<b>Referandumu</b>	<b>Trend</b>	46,43	15,26	0.00*		
<b>12 Haziran 2011</b>	<b>Sabit Katsayı</b>	67.959,95	186,60	0.00*	8,09	0,004 *
<b>Genel Seçim</b>	<b>Trend</b>	- 90,72	- 26,79	0.00*		
<b>30 Mart 2014 Yerel</b>	<b>Sabit Katsayı</b>	71.904,20	87,03	0.00*	393,27	0,00*
<b>Seçim</b>	<b>Trend</b>	-16,87	- 1,91	0,0576***		
<b>10 Ağustos 2014</b>	<b>Sabit Katsayı</b>	76.681,49	154,43	0.00*	50,39	0,00*
<b>Referandumu</b>	<b>Trend</b>	52,86	10,16	0.00*		

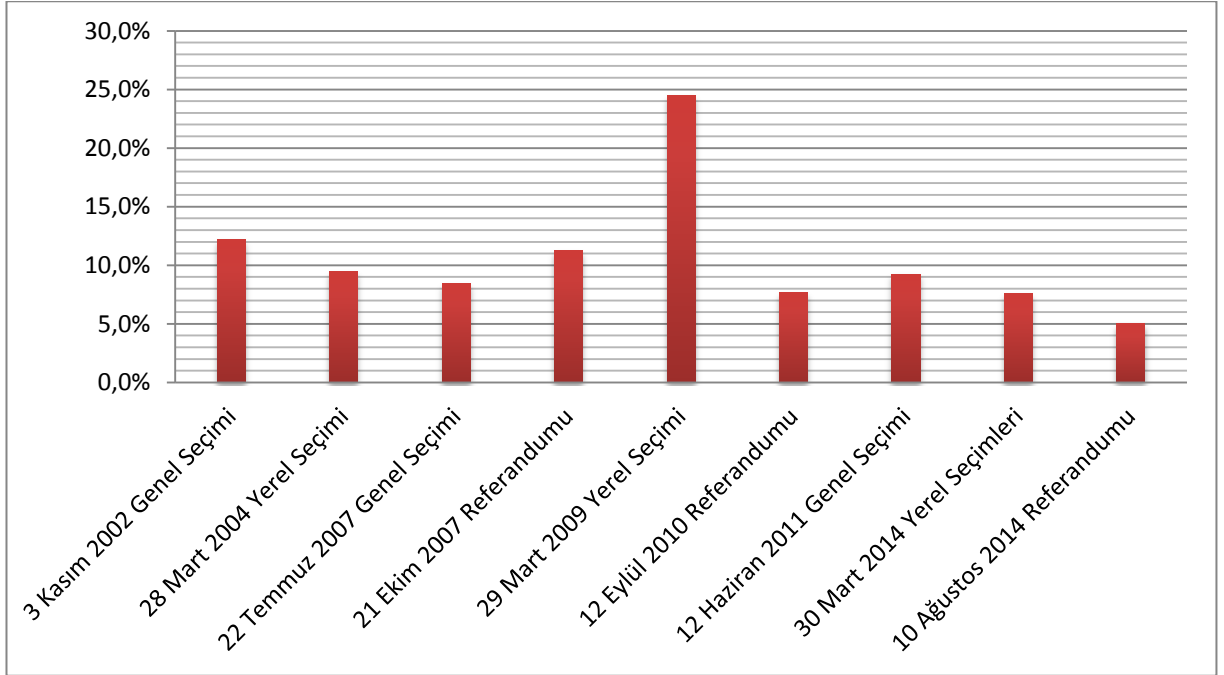
Son olarak tüm analiz sonuçlarının özet olarak yer aldığı tablo incelendiğinde seçim ve referandum dönemlerinde borsa verilerinin bir trende sahip olduğu, söz konusu trendin seçim veya referandum öncesi ile sonrası dönemler arasında endeks verileri üzerinde istatistiksel olarak yapısal farklılıklar oluşturduğu ve endeks verilerinin karakteristiği üzerinde etkili olduğu söylenebilir.

Son olarak değişim katsayılarına ilişkin histogramı veren grafik aşağıda verilmiştir. Standart sapmanın aritmetik ortalamaya bölünmesi<sup>232</sup> ile elde edilen elde edilen bu

<sup>232</sup>  $Dk = \sigma^2 / \bar{x}$

katsayı sayesinde incelenen seçim dönemlerindeki değişim oransal olarak görülebilecektir.

**Şekil 4. 4. 11.Seçim ve Referandum Dönemleri İçin Değişim Katsayıları**



Değişim katsayılarını gösteren histogram grafiği incelendiğinde değişkenlik katsayısının en çok 29 Mart 2009 yerel seçimlerinde olduğu görülmüştür. Buradan BİST100 için en istikrarsız dönemin 2008 yılının sonu ile 2009 yılının ilk üçeyreği olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. 3 Kasım 2002 genel seçimleri ve 21 Ekim 2007 referandumu da bu seçim döneminden sonra Borsa İstanbul açısından diğer dönemlere göre istikrarsız diğer dönemler olduğu söylenebilir.

## SONUÇ

Birey davranışları; anlaşılması, analiz edilmesi ve tahmin yürütülmesi en zor sosyal konulardan bir tanesidir. Özellikle çıkarları ve haklarına sahip çıkma gibi konuların ağırlıklı olduğu ekonomik şartlarda, yatırımcı ve piyasadaki diğer aktörlerin çoğu, çalışmanın daha önceki kısımlarında da bahsedildiği gibi kayıplarını minimize edebilmek için beklenmedik tepkiler ve reaksiyonlar gösterebilmektedir. Konjonktürler, kültür, eğitim, din, sosyal bakış hatta kişinin kendi karakterine bağlı olarak piyasadaki beşeri aktörlerin davranışları piyasa hareketliliğinin yönünü belirlemektedir. Dolayısı ile piyasa hareketlerinin yönünün iyi analiz edilerek anlaşılması, yatırımcıların stratejik kararlarının ve beklenmeyen şoklara karşı göstermeleri gereken davranışları belirleyici unsurdur.

Seçim ve kriz dönemlerinde ortaya çıkan belirsiz ve riskli ortamların bireylerin ekonomik davranışları üzerinde doğrudan etkili olduğu çalışmanın daha önceki kısımlarında anlatılmıştı. Özellikle seçim ekonomisinin sonuçlarından olan belirsizliğe bağlı olarak yatırımların ertelenmesi tüm piyasalarda bir durgunluğa sebep olmaktadır demek yanlış olmaz. Bu durağanlığın en somut olarak gözlenebildiği yerlerden bir tanesi de borsalardır. Dolayısı ile borsalara davranışsal finansın sonuçlarının en net gözlemlenebileceği yerlerden biridir demek yine pek yanlış olmayacaktır. Davranışsal finans başlığı altında bu tez kapsamında da daha nicel verilerle çalışmak için Borsa İstanbul 100 endeks verileri dikkate alınarak analizlere tabi tutulmuştur.

Bir zaman serisinin belirlenen bir dönemdeki karakteristiğini belirlemedeki en temel yöntemlerden bir tanesinin trend analizi olduğu daha önce belirtilmişti. Görsel olarak yapılan incelemelerde seçim öncesi ve sonrası diye ayrılan farklı iki dönemde BİST100 endeksinin 2002-2015 yılları arasındaki 10 seçim ve referandum dönemleri için farklı trendlere sahip olduğu tespit edilmiştir. Kimi dönemlerde sert kimi dönemlerde daha yumuşak eğilimler gösterse de genel olarak tüm seçim ve referandum dönemleri öncesi ve sonrasında endeks verilerinin yönelimlerinin farklı olduğu söylenebilir. Yani seçim dönemlerinin yarattığı belirsizlik ortamı borsa verileri üzerinde de etkili olmakta ve yatırımcıların davranışlarının farklılaştığını (rutinin dışına çıktığını) göstermektedir.



Ancak her ne kadar görsel olarak bazı çıkarımlar yapılabilse de seçim öncesi ve sonrası dönemlerin matematiksel olarak da birbirinden farklı olduğunu ispatlama gerekliliği hissedilmiştir. Bu amaçla literatürde sıklıkla kullanılan Chow' un yapısal kırılma testine başvurulmuştur. Yapılan ampirik çalışmalar sonucunda da seçim ve referandum öncesi borsa endeks değerleri ile seçim ve referandum sonrası endeks değerleri arasında istatistiksel olarak bir farklılığın olduğu ispatlanmıştır.

Sonuç olarak uygulama ve araştırma alanı çok geniş olan davranışsal finansın pay senetleri (hisse senetleri) üzerindeki etkilerini inceleyen bu tezdeki bulgulara göre; bazı seçim tarihlerinden önceki dönemlerde işlem hacminin artmasına bazı seçim dönemlerinden önce azalmasına, benzer şekilde bazı seçim dönemlerinden sonra azalırken, bazı seçim dönemlerinden sonra artmasına sebep olmuştur. Bu durumda seçim dönemlerinin borsadaki işlemler üzerinde çalışmamızın ilgili bölümlerinde açıklandığı gibi endekste dalgalanmalara yol açtığını söylemek yanlış olmayacaktır. Yapılan istatistiksel analizler sonucunda da Seçim ve referandum öncesi - sonrası dönemlerdeki bu değişimlerin istatistiksel olarak farklı olduğu bu tezde bilimsel olarak tespit edilmiştir.

## KAYNAKÇA

- Abdioğlu, Zehra; Değirmenci, Nurdan: “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Mevsimsel Anomaliler”, **Business and Economics Research Journal**, Volume 4, Number 3; 2013, s. 57- 58.
- Açıkgöz, Ömer; Karagül, Mehmet: “İktisat Tarihi Perspektifinde İktisadi Kalkınma Ve Din İlişkisi”, **Selçuk Üniversitesi İ.İ.B.F Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, s. 472- 480.
- Aksoy, Tolga; Şahin, Işıl: “ Belirsizlik Altında Karar Alma: Geleneksel ve Modern Yaklaşımlar” , **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, Sayı 7, 2009, (Erişim), [http://www.tek.org.tr/dosyalar/KararAlma\\_Sahin\\_Aksoy.pdf](http://www.tek.org.tr/dosyalar/KararAlma_Sahin_Aksoy.pdf), 19 Şubat 2015, s.4 – 24.
- Alada, A.Dinç: **İktisat Felsefesi Ve Belirsizlik**, Bağlam Yayınları, 1. Basım, İstanbul, 2000, s. 113.
- Altay, Erdinç: “Sermaye Piyasasında Sürü Davranışı: İmkb’de Piyasa Yönünde Sürü Davranışlarının Analizi”, **BDDK Bankacılık Ve Finansal Piyasalar Dergisi**, Cilt 2, Sayı 1, 2008, s. 30-32.
- Ateş, Alper: “Finansal Yatırımların Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi Üzerine Bir Araştırma” Yüksek Lisans Tezi, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Konya, 2007, s. 58.
- Aytekin, Sinan; Sakarya, Şakir: “Ocak Ayı Anomalisi: Borsa İstanbul Endeksleri Üzerine Bir Uygulama”, **Uluslararası Yönetim İktisat Ve İşletme Dergisi**, Cilt 10, Sayı 23, 2014, s. 138.
- Barak, Osman: “ Pay senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri İMKB’de Bir Uygulama”, Doktora Tezi, **Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Ankara, 2006, s.3.

- Barak, Osman: **Davranışsal Finans**, 1. Baskı, Ankara, Gazi Kitapevi, 2008, s.61- 62.
- Barber, M.,Brad; Odean, Terrance: The Courage of Misguided Convictions, **Financial Analysts Journal**, Vol. 56, No. 6, 1999, s.41.
- Barberis, Nicholas; Thaler, Richard: “A Survey Of Behavioral Finance”, **Handbook of the Economics of Finance**, Volume 1, Part B, 2003, s.1180- 1185.
- Bayrak ,Oben K.: “Davranışsal Finans”, **TSPAKB Sermaye Piyasasında Gündem**, Sayı 120, s. 6- 14.
- Bayraktar, Ahmet: “Etkin Piyasalar Hipotezi”, **Aksaray Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt 4, Sayı 1, 2012, s. 40.
- Bernstein, William: **Yatırımın Dört Temel Taşı**, çev. Domaniç, Neşenur; Avhan, Nusret, İstanbul, Scala Yayıncılık, 2005, s.231.
- Beşer, Faruk: **Fıkıh Araştırmaları Işığında Fetvalar**, 1. Baskı, İzmir, Nil Yayınları, 1991, s. 78- 79.
- Bikhchandani, Sushil; Hirshleifer, David; Welch, Ivo: “Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades”, **Journal of Economic Perspectives**, , Volume 12, Issue 3, 1998, s. 153- 160. (Erişim), [http://econpapers.repec.org/article/aeajecper/v\\_3a12\\_3ay\\_3a1998\\_3ai\\_3a3\\_3ap\\_3a151-70.htm/03.05.2015](http://econpapers.repec.org/article/aeajecper/v_3a12_3ay_3a1998_3ai_3a3_3ap_3a151-70.htm/03.05.2015).
- Bikhchandani, Sushil; Sharma, Sunil: “Herd Behavior in Financial Markets”, **IMF Staff Papers**, Volume 47, No 3, 2000, s. 280. (Erişim), <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2001/01/pdf/Bikhchan.pdf/20.12.2014>.
- Bollerslev, Tim; Mikkelsen, H. Ole : “ Modeling And Pricing Long Memory İn Stock Market Volatility”, **Journal of Econometrics**, 1996, Volume 73, Number 1, s. 151-184.
- Bostancı, Faruk: **Davranışçı Finans**, SPK Yeterlilik Etüdü, Yayım No:57, 2003, s. 1- 19.

- Bozkurt, Veysel: **Değişen Dünyada Sosyoloji**, Bursa, Alfa Basım, Bursa, 2004, s. 17.
- Büker, Semih; Aşıkoğlu, Rıza; Sevil, Güven: **Finansal Yönetim**, 6. Baskı, Ankara, Sözkesen Matbaacılık, 2010, s. 108.
- Campbell, Y., John ; Hentschel, Ludger: “No News is Good News: An Asymmetric Model of Changing Volatility in Stock Returns”, **Journal of Financial Economics**, 1992, Volume 31, Number 3, s. 281-318.
- Campbell, Y., John; Lettau, Martin; Malkiel, G., Burton; Xu, Yexiao : “Have Individual Stocks Become More Volatile? An Empirical Exploration Of Idiosyncratic Risk”, **Journal of Finance**, 2001, Volume 56, Sayı 1.
- Canbaş, Serpil; Kandır, Serkan Y.: “Yatırımcı Duyarlılığının İmkb Sektör Getirileri Üzerine Etkisi”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 22, Sayı 2, 2007, s.6-11.
- Ceylan, Ali; Korkmaz, Turhan: **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, 3. Baskı, Bursa, Ekin Kitabevi, 2006: 609.
- Chow, C. Gregory: “Tests of Equality Between Sets of Coefficients İn Two Linear Regressions”, **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, 1960, Volume 28, Nuber 3, s. 591-605.
- Cornicello, Giuseppe: “Behaviorual Finance and Speculative Buble” , Yüksek Lisans Tezi, **Universita Commercial Luigi Bocconi – Milano Economia**, 2003- 2004, s.23.  
(Erişim),  
[http://www.ibrarian.net/navon/paper/BEHAVIOURAL\\_FINANCE\\_AND\\_SPECULATIVE\\_BUBBLE.pdf?paperid=3780531/](http://www.ibrarian.net/navon/paper/BEHAVIOURAL_FINANCE_AND_SPECULATIVE_BUBBLE.pdf?paperid=3780531/) 02.03.2015.
- Çabuk, Serap: **Profesyonel Satış Yönetimi**, 2. Baskı, Adana, Nobel Kitabevi, 2005, s. 20.

- Çakmak, Ali. Ç.: “Firmaların Pazara Açılma Sürecinde Markanın Etkinliği ve Örnek Bir Uygulama: Mado Markası” Yüksek Lisans Tezi, **Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Kahramanmaraş, 2004, s.8.
- Çinko, Murat: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda ocak ayı etkisi, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt 9, Sayı 1, 2008, s. 47-54.
- Çoban, A. Türkay: “İmkb’de Sürü Davranışının Test Edilmesi” Yüksek Lisans Tezi, **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, 2009, s.33.
- Dağlı, Hüseyin: **Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi**, 1. Baskı, Trabzon, Derya Kitabevi, 2000, s.324.
- Demireli, Erhan; Akkaya, Göktuğ C. ; İbaş, Elif: “Finansal Piyasa Etkinliği: S&P 500 Üzerine Bir Uygulama”, **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 11, Sayı 2, 2010, s.22.
- Demireli, Erhan: “Etkin Pazar Kuramından Sapmalar: Finansal Anomalileri Etkileyen Makro Ekonomik Faktörler Üzerine Bir Araştırma” **Ege Akademik Bakış**, Cilt 8, Sayı 1, 2008, s. 225.
- Doğukanlı, Hatice; Ergün, Bahadır: “İMKB’de Sürü Davranışı: Yatay Kesit Değişkenlik Temelinde Bir Araştırma”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi**, Cilt 12, Sayı 2, 2011, s. 57- 71.
- Döm, Serpil; **Yatırımcı Psikolojisi**, Değişim Yayınları, İstanbul, 2003, s. 2.
- Duman A., Sibel; Özdemir, Zeynel A.; Atan, Murat: “Pay senedi Piyasasında Zayıf Formda Etkinlik: İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma”: **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:24, Sayı:2, s. 35.
- Dungey, Mardi; Gajurel Dinesh; “Equity Market Contagion During The Global Financial Crisis: Evidence From The World’s Eight Largest Economies”, **Economic Systems**, 2014, Volume 38, Sayı 2, s. 161–177.

- Dungey, Mardi; Fry, Renee; González-Hermosillo, Brenda; Martin, Vance L. : “Empirical Modelling of Contagion: A Review of Methodologies”, **Quantitative Finance**, 2005, Volume 5, Sayı 1, s. 9-24.
- Ege, İlhan; Topaloğlu, Emre E.; Coşkun, Dilek: “Davranışsal Finans Ve Anomaliler: Ocak Ayı Anomalisinin İMKB’de Test Edilmesi”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, ,2012, s.176.
- Eichengreen, Barry; Rose, Andrew. K.; Wyplosz, Charles: “Contagious Currency Crises”, **National Bureau of Economic Research**, 1996, NBER Working Paper Series, No. 5681, s. 10-38.
- Elroy, Dimson,; Paul, Marsh,: “Murphy’s Law and Market Anomalies”, **Journal of Portfolio Management**, Volume 25, No 2, 1999, s.53- 69.
- Ercan, K. Metin; Ban, Ünsal: **Finansal Yönetim**, 5. Baskı, Ankara, Gazi Kitabevi, 2005, s.3.
- Erdoğan, İlhan: **İşletmelerde Davranış**, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayın No: 272, İstanbul, 1997, s.122.
- Erdoğan, İrfan: **Dünyanın Çarpık Düzeni Uluslararası İletişim**, İstanbul, Kaynak Yayınları, 1995, s. 1- 100.
- Erdoğan, Muammer; Elmas, Bekir: “Pay senedi Piyasalarında Görülen Anomaliler ve Bireysel Yatırımcı Üzerine Bir Araştırma”, **Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 14, Sayı 2, 2010, s. 2.
- Eren, İsmail: “Din-Ekonomi İlişkisi: İslam’ın Sosyo-Ekonomik Yapısı İçerisinde İnfak Kurumunun Oluşum Sürecinin İncelenmesi” Doktora Tezi, **Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi**, Isparta, 2013, s. 4-6.
- Ergincan, Yakup, “Davranışçı Finans ve Yatırımcı Bilgilendirme Perspektifiyle MKS Uygulamaları”, 2004. (Erişim), <http://www.mkk.com.tr/MkkComTr/assets/files/tr/yay/mektuplar/GM24.pdf/01.03> .2015, s.1.

- Esen, Karabacak: “Medyanın Tüketici Davranışları Üzerindeki Etkisi ve Pazarlama Yönetimi Açısından Önemi” Yüksek Lisans Tezi, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Konya, 1993, s. 85.
- Estrada, Javier: “Law and Behavioral Economics”, **IESE Business School**, 2001, s.5-8. (Erişim), <http://web.iese.edu/jestrada/PDF/Research/Others/L&BE.pdf/> 28.02.2015.
- Fama, Eugene F. : “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, **The Journal of Finance**, Vol 25, No 2, 1970, s.383- 384. (Erişim), <http://efinance.org.cn/cn/fm/Efficient%20Capital%20Markets%20A%20Review%20of%20Theory%20and%20Empirical%20Work.pdf/03.01.2015>.
- Fama, Eugene F.; French, Kenneth R.: “The Cross-Sections of Expected Stock Returns”, **The Journal of Finance**, Volume 47, No 2, 1992, s.427.
- Forbes, Kristen ; Rigobon, Roberto; “No contagion, only interdependence: Measuring stock market co-movements”, **Journal of Finance**, 2002, Volume 57, Sayı 5, s. 2223–2261.
- Frankfurter, M., George; Mcgoun, G. Elton: “Market Efficiency or Behavioural Finance: The nature of Debate”, **Journal of Psychology & Financial Markets**, 2000, Volume 1, Issue ¾, s. 200-211.
- Freedman,J. L.; Sears, David O.; Carlsmith J. M.: **Sosyal Psikoloji**, Çev.:Ali Dönmez, 2. Baskı, Ankara, İmge Kitabevi, 1993, s. 13.
- French, R. Kenneth; Schwert, G. William; Stambaugh, F. Robert: “Expected Stock Returns and Volatility”, **Journal of Financial Economics**, Volume 19, Number 1, 1987, s. 3- 29.
- Glaser, Markus; Nöth, Markus; Weber, Martin: "Behavioral Finance", **Sonderforschungsbereich 504**, No: 03-14, 2003, s.2- 10. (Erişim), [https://ub-madoc.bib.uni-mannheim.de/2770/1/dp03\\_14.pdf/](https://ub-madoc.bib.uni-mannheim.de/2770/1/dp03_14.pdf/) 20.02.2015.

- Gujarati, Damodar: “Basic Econometrics”, **United States Military Academy**, West Point, 2004.
- Güngör, Bener: “Finans Literatüründe Anomali Kavramı Ve Etkin Pjyasalar Hipotezi”, Atatürk Üniversitesi, **İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 17, Sayı 1-2, 2003.
- Gürkan, Şirin; “Finansal Piyasalarda Aşırı Reaksiyonun Davranışsal Finans Açısından İncelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Örneği” Yüksek Lisans Tezi, **İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul, 2009, s. 13.
- Gürkaynak, Muharrem: “Osmanlı Devleti’nde Millet Sistemi ve Yahudi Toplumu”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 9, Sayı 2, 2003, s. 282.
- Gürünlü, Meltem: “Finansal Piyasaların Etkinliği Teorisinden Davranışsal Finansa: Finans Teorisinin Evrimi”, **Maliye Finans Yazıları**, Yıl 25, Sayı 92, 2011, s. 46-47.
- Haugen, Robert A.: **Modern Investment Theory**, 4 th Edition., New Jersey: Prentice Hall, 1997, s. 634.
- Hayta B. , Ateş: “Bireysel Yatırımcıların Finansal Risk Algısına Etki Eden Psikolojik Önyargılar”, **Türkiye Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Yıl 18, Sayı 3, 2014, s.340.
- Hong, Harrison; Kubik, Jeffrey D.; Solomon, Amit: Abstract: “Security Analysts’ Career Concerns and Herding of Earnings Forecasts”, **RAND Journal of Economics**, 2000, Volume 31, Issue 1, 2000, s. 121-144.
- İnan, Halime: “Momentum Yatırım Stratejisinin Karlılığının BİST’de Test Edilmesi” Yüksek Lisans Tezi, **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Adana, 2011, s. 28.
- Jarque, Carlos, M.; Bera, Anil K.: “Efficient tests for normality, homoscedasticity and serial independence of regression residuals”, **Economics letters** , 1980, Volume 6, Number 3, s. 255-259.



- Kandır, Serkan Y.: **Kurumsal yatırımcılar, Teori ve Uygulama**, 1. Baskı, Ankara, Detay yayıncılık, 2009, s.94.
- Karahöyük, Mustafa: “Din Ve Ekonomi İlişkisi”, **Felsefe ve Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı 16, 2013. (Erişim), [www.flssdergisi.com/](http://www.flssdergisi.com/) 20.04.2015, s.193- 220.
- Karan, M. Baha: **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2001, s. 175.
- Karan, M. Baha; Uygur, Akyay: “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda haftanın günleri ve ocak ayı etkilerinin firma büyüklüğü açısından değerlendirilmesi”, **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Sayı 56, No 2, 2001, s.137- 138.
- Karaşin, Gültekin:**Sermaye Piyasası Analizleri**, SPK Yayınları No: 4, 1987, s. 96. (Erişim), <http://enm.blogcu.com/piyasa-etkinligi-nedir/9119328/23.04.2015>.
- Kayaalp, İsa; **İletişimde İnsan Dili**, , İstanbul, Bilge Yayıncılık, 2002, s. 121.
- Kazancı, Metin: “Althusser, İdeoloji Ve İdeoloji İle İlgili Son Söz”, **İstanbul Üniversitesi İletişim Fakültesi Hakemli Dergisi**, Sayı 24, 2006, s.1- 18.
- Kıyılar, Murat; Karakaş, Cem: “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Zamana Dayalı Anomalilere Yönelik Bir İnceleme”, **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü Yönetim Dergisi**, Yıl 16, Sayı 52, 2005, s. 5-6.
- Kirman, Ali M. : “Dinin Ekonomik Modeli Küreselleşme Sürecinde Dine Yeni Bir Yaklaşım” (Erişim), <http://dergipark.ulakbim.gov.tr/omuifd/article/viewFile/5000073453/5000067712/20.03.2015> , s. 149- 157.
- Koçel, Tamer: **İşletme Yöneticiliği**,7. Baskı, İstanbul, Beta Basım Yayım, 2003, s. 533.

- Konak, Fatih; Kendirli, Selçuk: “Küresel Finansal Kriz Sürecinde Bist 100 Endeksi’nde Haftanın Günleri Etkisinin Analizi”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Yıl 2014, Cilt 19, Sayı 2, S.275-286.
- Kurtoğlu, Ramazan; Fırat, Emine: “Ekonomide “Yaratıcı Yıkım” Dan Davranışsal Ekonomiye Geçiş”, **Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt 7, Sayı 1, 2014, s.38-39.
- Küçükşille, Engin: “Aynın Evresi Etkisi ve İMKB’de Bir Uygulama”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı 59, 2013, s.130.
- Lockwood, J., Larry; Linn, C., Scott: “An Examination of Stock Market Return Volatility During Overnight and Intraday Periods, 1964–1989”, **The Journal of Finance**, 1990, Volume 45, Number 2, s. 591-601.
- Odabaşı, Yavuz; Gülfidan, Barış: **Tüketici Davranışı**, 13. Basım, İstanbul, Mediscat Kitapları, 2013, s. 314 – 315.
- Özdemir, Şennur: “Din-Ekonomi İlişkisi ve Güncel Arayışlar”, **On Dokuz Mayıs Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi**, Sayı 23, Samsun, 2007, s. 159.
- Özel, Hüseyin: İktisat, İdeoloji Ve İktidar, “**Bilim ve İktidar**” başlıklı kongrede, “**İktisat, İktidar ve Toplum**” oturumunda yapılan konuşma metni, 2006. (Erişim), [http://yunus.hacettepe.edu.tr/~ozel/Bilim\\_iktidar\\_Karaburun.pdf/](http://yunus.hacettepe.edu.tr/~ozel/Bilim_iktidar_Karaburun.pdf/) 23.04.2015, s. 8-10.
- Özer Gökhan: “Pay senedi Piyasalarında Uzun Süreli Getiri Zıtlıkları: Aşırı Tepki Verme (Kazandıran-Kaybettiren) Hipotezi Ve Bir Değerlendirme”, **Mevzuat Dergisi**, Yıl 3 , Sayı 27, 2000. (Erişim), <http://www.mevzuatdergisi.com/2000/03a/02.htm/21.05.2015>, s.3.
- Özer, Gökhan; Özcan, Murat: “İMKB’da Ocak Etkisi, Etkinin Sürekliliği, Firma Büyüklüğü ve Portföy Denkleştirilmesi Üzerine Deneysel Bir Araştırma”, **Süleyman Demirel Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt 2, Sayı.3, 2002, ss.137-138.

- Özmen, Tahsin: “Dünya Borsalarında Görülen Anomaliler ve İMKB Üzerine Bir Deneme”, **SPK Yayınları**, No 61, 1997, s. 14.
- Öztürkatalay, M. Volkan: “Pay senedi Piyasalarında Görülen Kesitsel Anomaliler ve İMKB’ye Yönelik Bir Araştırma”, Doktora Tezi, **İ.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul, 2005, s.2.
- Phelim, Boyle; Raman, Uppal; Tan, Wang: “Ambiguity Aversion and the Puzzle of Own-Company Stock in Pension Plans”, 2003, s. 1. (Erişim), <http://www.fsa.ulaval.ca/nfa2003/papiers/phelim%20boyle2.pdf/05.04.2015>.
- Ricciardi, Victor; K. Simon, Helen: “What is Behavioral Finance?”, **Business, Education and Technology Journal Fall**, 2000, s. 3. (Erişim), [http://www.researchgate.net/profile/Victor\\_Ricciardi/publication/234163799\\_What\\_is\\_Behavioral\\_Finance/links/02bfe50f9696f22858000000.pdf/10.03.2015](http://www.researchgate.net/profile/Victor_Ricciardi/publication/234163799_What_is_Behavioral_Finance/links/02bfe50f9696f22858000000.pdf/10.03.2015).
- Ritter, R. Jay, “Behavioral Finance”, **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol. 11, No. 4, 2003, s.3.
- Robbins, Stephan P.; Judge, Timothy A. : **Örgütsel Davranış**, çev. Prof. Dr. Erdem, **İnci**, 14. Basım, Ankara, Nobel Yayın, 2012, s. 175- 191.
- Sanjoy, Basu: “Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis”, **The Journal of Finance**, Volume 32, No 3, 1977, s. 663.
- Sağır, Cenkan; “Karar Verme Sürecini Etkileyen Faktörler Ve Karar Verme Sürecinde Etiğin Önemi: Uygulamalı Bir Araştırma” Yüksek Lisans Tezi, **Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Edirne, 2006, s. 9.
- Saraç, Mehmet; Kahyaoğlu, M. Burak: “Bireysel Yatırımcıların Risk Alma Eğilimine Etki Eden Sosyo-Ekonomik ve Demografik Faktörlerin Analizi”, **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar**, Cilt 5, Sayı 2, 2011, s.137- 138.

- Schwert, G. William: “Why Does Stock Market Volatility Change Over Time?”, **The Journal of Finance**, 1989, Volume 44, Number 5, s. 1115-1153.
- Sefil, Sinem; Çilingiroğlu, Hakkı K.: “Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel ve Dugusal Eğilimleri”, **İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi** Yıl:10 Sayı: 19, 2011 s.247-268.
- Selim, Aren; Kaya, Yasef M.; Aydemir, Sibel: “Davranışsal Finans: Finans Teorisinde Farklı Bir Perspekti”, **Leges Bankacılık ve Finans Hukuku Dergisi**, Yıl 1, Sayı 1, 2014, s. 49.
- Sewell, Martin: “Behavioural Finance”, **University of Cambridge**, 2010, s. 1-4 (Erişim), <http://www.behaviouralfinance.net/behavioural-finance.pdf/14.01.2015>.
- Sezer, Durmuş; Demir, Sezgin : “Yatırımcıların Finansal Okuryazarlık Ve Bilişsel Yetenek Düzeylerinin Psikolojik Yanılsamalar İle İlişkisi”; **Muhasebe Ve Finansman Dergisi**, Sayı 66, 2015.
- Shalev, Jonathan: "Loss Aversion Equilibrium", **International Journal of Game Theory**, Sayı 29, 2000, s. 2. (Erişim), <http://link.springer.com/article/10.1007/s001820000038#page-2/> 10.03.2015.
- Shefrin, Hersh; Statman, Meir: (1985). “The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence.” **Journal of Finance**, Volume 40, Issue 3, 1985, s. 781- 785. ( Erişim), <http://www.scu.edu/business/finance/research/upload/disposition-sell-winners-too-early.pdf/10.05.2015>.
- Sığrı, Ünsal; Tığlı, Mehmet,: “Hofstede’nin “Belirsizliken Kaçınma” Kültürel Boyutunun Yönetmel-Örgütsel Süreçlere Ve Pazarlama Açısından Tüketici Davranışlarına Etkisi”, **Marmara Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 21, Sayı 1, 2006, s. 2006.
- Simmons, Joseph P.; Novemskyv, Nathan: “From Loss Aversion to Loss Acceptance: How Casino Contexts Can Undermine Loss Aversion”, **Working Paper**, 2008, s.3. (Erişim),

<https://www.utdallas.edu/negcent/seminars/novemsky/Loss%20Acceptance.pdf/02.05.2015>.

Şanslısoy, Selim; Kök, Recep: “Politik İstikrarsızlık - Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği (1987–2006)”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:25, Sayı:1, s. 105- 106.

Şentürk, Fatih; Fındık, Hakkı: “Rasyonel Karar Alan Ekonomik Birimin Risk Altında Verdiği Kararlara Davranışsal yaklaşım: Kahneman-Tversky Beklenti Teorisi Perspektifinden Eleştirel Bir Bakış”, **Marmara Üniversitesi Öneri Dergisi**, Cilt II, Sayı 42, 2014, s.128.

Şimşek, Şerif; Çelik, Adnan; Akgemici, Tahir: **Davranış Bilimlerine Giriş ve Örgütlerde Davranış**, 7. Baskı, Ankara, Gazi Kitabevi, 2000, s. 41.

Taner, Berna; Akkaya, Cenk: **Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler**, Ankara, Detay Glaser, Markus, Nöth, Markus, Weber, Martin, “Behavioral Finance”, Sonderforschungsbereich 504 Universität Mannheim, 2003: 2-10.Yayıncılık, 2009, s. 217.

Tanrıöver, Banu; Arslantürk Çöllü Duygu: “Türkiye’de Yatırımcıların Öngörü Performanslarının Rassal Yürüyüş Modeli Çerçevesinde Analizi”, **Business and Economics Research Journal**, Volume 6, Number 2, 2015, s. 128- 135.

Thaler, Richard H: “Mental Accounting Matters”, **Journal of Behavioral Decision Making**, Vol 12, s. 183.

The Royal Swedish Academy of Sciences: “Foundations of Behavioral and Experimental Economics: Daniel Kahneman and Vernon Smith”, **Advanced information on the Prize in Economic Sciences 2002**, (Erişim), [http://www.kva.se/globalassets/priser/nobel/2002/sciback\\_ek\\_en\\_02.pdf/17.02.2015](http://www.kva.se/globalassets/priser/nobel/2002/sciback_ek_en_02.pdf/17.02.2015), s.11- 12.

- Topakkaya, Arslan: “İdeoloji Kavramının Tarihsel Gelişim Sürecine Kısa Bir Bakış”, **Erzincan Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt 11, Sayı 1 – 2, 2007, s. 164- 178.
- Tufan, Ekrem, **Davranışsal Finans**, Ankara, İmaj Yayınevi, 2008, s. 21.
- Tuna, İbrahim: **Yatırım ve Portföy Analizi**, 1991. (Erişim), <http://enm.blogcu.com/piyasa-etkinligi-nedir/9119328/10.05.2015>, s. 175.
- Turguttopbaş, Neslihan: “İMKB’de Oluşan Fiyatların Davranışsal Finans Yaklaşımı İle Değerlendirilmesi” s. 2- 3. (Erişim), [http://www.loj.atilim.edu.tr/shares/personel/514/117\\_publication.pdf/25.03.2015](http://www.loj.atilim.edu.tr/shares/personel/514/117_publication.pdf/25.03.2015).
- Usul, Hayrettin; Bekçi, İsmail; Eroğlu, Hüsrev A.: “Bireysel Yatırımcıların Pay senedi Edinimine Etki Eden Sosyo-Ekonomik Etkenler”, **Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, Sayı 19, 2002, s. 138- 139.
- Ülgener, Sabri: “İktisadi Hayatta Zihniyetin Rolü ve Tezahürleri”, **İktisat Fakültesi Dergisi**, Cilt II, No 3-4, s. 351-380.
- Ülkü, Numan: “Finansta Davranış Teorileri ve İMKB’nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı”, **İMKB Dergisi**, Cilt: 5, Sayı: 17, 2001, s: 101- 132.
- Yalçın, Yalçın:” Davranışsal İktisat Yaklaşımıyla Rekabetçi Piyasa Analizi”, **Rekabet Kurumu Uzmanlık Tezleri**, No: 133, Ankara, s.20-30. (Erişim), <http://www.rekabet.gov.tr/File/?path=ROOT/1/Documents/Uzmanl%C4%B1k+Tezleri/11yalcineryalcinmiz.pdf/20.05.2015>.
- Yalçınkaya, Alaeddin: **Yetmiş Yıllık Kriz**, 3. Baskı, İstanbul, Beta Yayınları, 2004, s.6.
- Yalçınkaya, Timuçin, “Risk Ve Belirsizlik Algılamasının İktisadi Davranışlara Yansımaları”, **Muğla Üniversitesi İ.İ.B.F.Tartışma Tebliğleri**, No:2004/05, 2004, s. 7.

Yavan, Nuri: “Türkiye’de Yatırım Teşviklerinin Bölgesel Belirleyicileri: Mekânsal ve İstatistiksel Bir Analiz”, **Coğrafi Bilimler Dergisi**, Cilt: 10 Sayı: 1, 2012, s. 9-37.

Yeniçeri, Celal, Marmara Üniversitesi İlahiyat Fakültesi (Erişim), <http://www.milliyet.com.tr/content/dosya/ramazan/1911.html/> 21.05.2015.

Yükçü, Süleyman; Durukan, Banu; Özkol, Erdal: **Finansal Yönetim**, İzmir, Vizyon Yayınları, 1999, s. 1.

Zeren, Fatma; Kara, Hakan; Arı, Ayşe: “Piyasa Etkinliği Hipotezi: İmkb İçin Ampirik Bir Analiz” **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi** , Sayı 36, 2013 s.141.

Zümbülcü, Noyan: Etkin Piyasalar Hipotezi, Tez, 2001. (Erişim), <http://enm.blogcu.com/piyasa-etkinligi-nedir/9119328/19.05.2015.>

(Erişim)

<http://davranissalfinans.blogspot.com.tr/2010/12/davranssalfinanssozlugu.html/09.05.2015.>

(Erişim)

<http://finance.wharton.upenn.edu/~keim/research/NewPalgraveAnomalies.pdf/23.05.2015.>

(Erişim) <http://ideoloji.nedir.com/#ixzz3a1MgJqI8/25.04.2015.>

(Erişim), <http://journal.mufad.org.tr/attachments/article/672/11.pdf/09.05.2015.>

(Erişim)

<http://kanalfinans.com/one-cikanlar/ismail-ozan-borsa-istanbulda-tatil-anomalisi/25.05.2015.>

(Erişim) <http://tr.wikipedia.org/wiki/%C4%B0deoloji/10.02.2015.>

(Erişim) <http://tr.wikipedia.org/wiki/Din / 19.05.2015.>

(Erişim) <http://www.hisse.net/forum/archive/index.php/t-7373.html>/20.05.2015.

(Erişim)

[http://www.kva.se/globalassets/priser/nobel/2002/sciback\\_ek\\_en\\_02.pdf](http://www.kva.se/globalassets/priser/nobel/2002/sciback_ek_en_02.pdf)/17.02.2015.

(Erişim)

<http://www.nedirnedemek.com/beklenen-getiri-oran%C4%B1-nedir-beklenen-getiri-oran%C4%B1-ne-demek/03.03.2015>.

(Erişim) <http://introduction.behavioralfinance.net/Undi99.pdf> / 01.01.2015.

(Erişim) <https://tr.wikipedia.org/wiki/Hermeneutik/> 22.07.2015.

(Erişim) [www.gelirler.gov.tr/](http://www.gelirler.gov.tr/)11.05.2015.

(Erişim)

[http://tdk.gov.tr/index.php?option=com\\_karsilik&arama=kelime&guid=TDK.GTS.556e1f4aa67e04.12640086/](http://tdk.gov.tr/index.php?option=com_karsilik&arama=kelime&guid=TDK.GTS.556e1f4aa67e04.12640086/) 01.05.2015.

(Erişim)

[http://tdk.org.tr/index.php?option=com\\_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.55553c6d3e7b96.16963529/](http://tdk.org.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.55553c6d3e7b96.16963529/) 14.04.2015.

(Erişim)

[http://www.akademiktisat.net/calisma/sermaye\\_piyasasi/sermaye\\_piyasa\\_analiz\\_adinc.htm](http://www.akademiktisat.net/calisma/sermaye_piyasasi/sermaye_piyasa_analiz_adinc.htm)/23.04.2015.



# ZEYNEP TUĞÇE GÖK

E posta: zynptgcgok@gmail.com

## EĞİTİM:

Yüksek Lisans: Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü – İşletme

Lisans: Ufuk Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi – Uluslar arası Ticaret  
(Bölüm İkinciliği)

Bilkent Üniversitesi ( Hazırlık)

Lise: Çankaya Lisesi

## İŞ TECRÜBESİ

TC Cimnastik Federasyonu Boğaziçi Turnuvası Spor Spikeri 2011

TC Cimnastik Federasyonu EYOF Halkla İlişkiler Sorumlusu 2011

Ulusal Ajans Veri Giriş Elemanı 2008

Matematik Özel Ders 2008

Ankara Üniversitesi Elmadağ Meslek Yüksek Okulu (Öğretim Görevlisi görevlendirme)  
2014

## DİL:

	<b>Okuma</b>	<b>Yazma</b>	<b>Konuşma</b>
<b>İngilizce</b>	İleri	İleri	Orta

## ÇALIŞMALAR:

TÜSİAD “Bu Gençlikte İş Var” projesi Ufuk Üniversitesi Sorumlusu

ATO “Genç Girişimciler Meclisi” Üst Kurul Üyeliği

## **SERTİFİKA BİLGİLERİ**

:

İnsan Kaynakları – İnsan Kaynakları Üssü 2012  
Girişimcilik - Liderlik Okulu 2010  
Kriz Yönetimi - Liderlik Okulu 2010  
Zaman Yönetimi - Liderlik Okulu 2009  
Liderlik- Liderlik Okulu 2009  
Girişimcilik - Güç Grup 2008  
Güç Grup – Sabancı Üniversitesi Uluslar arası  
Girişimcilik Zirvesi Katılım Belgesi

## **SEMİNERLER VE KURSLAR :**

AB Projeleri Eylem 4.3 proje yazma eğitimi  
Ulusal Ajans 16.09.2009 - 22.09.2009  
AB Projeleri Eylem 1.2 Proje yazım eğitimi  
Ulusal Ajans 10.08.2008 - 14.08.2008

## **ÜNİVERSİTEDEKİ FAALİYETLER:**

Genç Girişimciler Topluluğu Başkanı, Siyaset Bilimi Topluluğu, Tiyatro ve Sinema Topluluğu, Uluslararası Ticaret ve Ekonomi Topluluğu, Edebiyat ve Felsefe Topluluğu.