

T.C.  
MARMARA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
ULUSLARARASI İKTİSAT BİLİM DALI

**DAVRANIŞSAL FİNANS ÇERÇEVESİNDE KREDİ  
DERCELENDİRME KURULUŞLARININ  
EKONOMİYE ETKİLERİ**

Yüksek Lisans Tezi

HACI MUSTAFA AKBAŞ

İstanbul, 2019

T.C.  
MARMARA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
ULUSLARARASI İKTİSAT BİLİM DALI

**DAVRANIŞSAL FİNANS ÇERÇEVESİNDE KREDİ  
DERCELENDİRME KURULUŞLARININ  
EKONOMİYE ETKİLERİ**

Yüksek Lisans Tezi

HACI MUSTAFA AKBAŞ

Danışman: DR. ÖĞR. ÜYESİ ERDEM TURGAN

İstanbul, 2019



T.C.  
MARMARA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ

TEZ ONAY BELGESİ

İKTİSAT Anabilim Dalı ULUSLARARASI İKTİSAT Bilim Dalı TEZLİ YÜKSEK LİSANS öğrencisi HACI MUSTAFA AKBAŞ'ın DAVRANIŞSAL FİNANS ÇERÇEVESİNDE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ EKONOMİYE ETKİLERİ adlı tez çalışması, Enstitümüz Yönetim Kurulunun 02.05.2019 tarih ve 2019-12/8 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından oy birliği / ~~oy çokluğu~~ ile Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Tez Savunma Tarihi .....14.../...05.../...2019.....

Öğretim Üyesi Adı Soyadı

İmzası

1. Tez Danışmanı Dr. Öğr. Üyesi ERDEM TURGAN

2. Jüri Üyesi Prof. Dr. NURDAN ASLAN

3. Jüri Üyesi Dr. Öğr. Üyesi BEYHAN İNCEKARA

## GENEL BİLGİLER

İsim ve Soyadı	: Hacı Mustafa AKBAŞ
Ana Bilim Dalı	: İktisat
Programı	: Uluslararası İktisat
Tez Danışmanı	: Dr. Öğr. Üyesi Erdem TURGAN
Tez Türü ve Tarihi	: Yüksek Lisans – Nisan2019
Anahtar Kelimeler	: Davranışsal Finans, Kredi Derecelendirme Kuruluşları

## ÖZET

### DAVRANIŞSAL FİNANS ÇERÇEVESİNDE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ EKONOMİYE ETKİLERİ

*Davranışsal finans modeli diğer ekonomik modeller içerisinde henüz yeni bir modeldir. İnsanlar ekonomik kararlarını verirken psikolojik unsurlar, önyargılar, kültürel özellikler gibi pek çok etkenden etkilenmektedir. Davranışsal finans insanların ekonomik kararlarını verirken bazı temel önyargılardan etkilendiğini ifade etmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları ülke, banka ya da şirketleri derecelendirmektedir. Bu derecelendirme işlemi kamuoyuna açıklanmaktadır. Bu çalışmanın amacı kredi derecelendirme kuruluşlarının insanların kararlarını davranışsal ekonomik model çerçevesinde nasıl etkilediğinin incelenmesidir.*

## GENERAL KNOWLEDGE

Name and Surname : Hacı Mustafa AKBAŞ  
Field : Economy  
Programme : International Economics  
Supervisor : Ass. Prof. Erdem TURGAN  
Degree Awarded and Date : Master – April 2019  
Keywords : Behavioral Economy, Credit Rating Agencies

## ABSTRACT

### **THE EFFECTS OF CREDIT RATING AGENCIES ON ECONOMY WITHIN THE FRAMEWORK OF BEHAVIORAL FINANCE**

*The behavioral finance model is a new model in other economic models. People are affected by many factors as they are making economic decisions, such as psychological factors, prejudices and cultural features. Behavioral finance model states that people are affected by some basic prejudices when they make economic decisions. Credit rating agencies rank countries, banks or companies. This rating process is announced to the public. The aim of this study is to examine how credit rating agencies affect people's decisions within the framework of behavioral economic model.*

## ÖNSÖZ

Tez çalışmam boyunca yardımlarını esirgemeyen değerli tez danışmanım Dr. Öğr. Üyesi Erdem TURGAN'a, aileme, İngilizce makalelerde yardımcı olan ablam Neslihan AKBAŞ'a, arkadaşım Selin YILMAZ'a teşekkürlerimi sunuyorum.

İstanbul, 2019

Hacı Mustafa AKBAŞ



# İÇİNDEKİLER

	Sayfa No.
<b>TABLO LİSTESİ</b> .....	<b>ix</b>
<b>ŞEKİL LİSTESİ</b> .....	<b>x</b>
<b>KISALTMALAR</b> .....	<b>xii</b>
<b>GİRİŞ</b> .....	<b>1</b>
<b>BİRİNCİ BÖLÜM DAVRANIŞSAL FİNANS</b> .....	<b>3</b>
1.1. Davranışsal Finans Kavramı ve Tarihçesi .....	3
1.2. Davranışsal Finansın Bilim Alanları İle İlişkisi .....	5
1.2.1. Psikoloji .....	5
1.2.2. SosyalPsikoloji .....	6
1.2.3. Sosyoloji .....	7
1.2.4. Antropoloji.....	9
1.3. Davranışsal Finans Kavramını Ortaya Çıkartan Etmenler.....	10
1.3.1. Karar Vericilerin Hem Rasyonel Hem Duygusal Olmaları.....	10
1.3.2. Rasyonelliğin Kısıtlı Getiri İmkanı Sunması.....	12
1.3.3. Kararların Davranışlarla Şekillenmesi.....	13
1.3.4. Piyasa Karmaşıklığı .....	15
1.3.5. Homojen Kararların Heterojen Sonuçları Olması .....	16
1.3.5.1. Lale Balonu .....	17
1.3.5.2. Güney Denizi Balonu .....	18
1.3.5.3. Mississippi Balonu .....	19
1.3.5.4. ABD Hisse Senediyle Gayrimenkul Balonu .....	19
1.3.5.5. Japonya Gayrimenkul Balonu .....	21
1.3.5.6. İnternet Balonu .....	22
1.3.5.7. 2008 Küresel Finans Krizi.....	23
1.3.6. Piyasada Kazanan Kaybeden Paradoksunun Geçerli Olması .....	23
1.3.7. Rasyonel Davranışların Davranışsal Sonuçları Olması.....	24
1.3.8. Yatırımcının Yüksek Risk Yüksek Kazanç İstemesi.....	25

1.3.9. Spekülatif Anomilerin Varlığı .....	25
1.3.10. Göstergelere Dayanma ve Yüksek Etkileşim .....	26
1.4. Beklenti Teorisi .....	26
1.5. Davranışsal Finasta Önyargılar .....	29
1.5.1. Bilişsel Yanlılık .....	30
1.5.1.1. Aşırı Güven .....	30
1.5.1.2. Kontrol Yanılsaması .....	32
1.5.1.3. Aşırı İyimserlik .....	33
1.5.1.4. Aşırı Tepki .....	34
1.5.1.5. Düşük Tepki .....	36
1.5.1.6. Kendine Atfetme Yanlılığı .....	37
1.5.1.7. Çerçeveleme Etkisi .....	39
1.5.2. Geçmişten Etkilenme .....	42
1.5.2.1. Kolay Para Etkisi .....	42
1.5.2.2. Riskten Kaçınma .....	43
1.5.2.3. Belirsizlikten Kaçınma .....	45
1.5.2.4. Tutuculuk .....	48
1.5.2.5. Başa Baş Etkisi .....	49
1.5.2.6. Bilişsel Çelişki .....	50
1.5.2.7. Statüko Yanlılığı .....	51
1.5.3. Duygusal Önyargılar .....	52
1.5.3.1. Kayıptan Kaçınma .....	52
1.5.3.2. Pişmanlıktan Kaçınma .....	53
1.5.3.3. Yatkinlik Etkisi .....	54
1.5.4. Hüristikler .....	55
1.5.4.1. Temsililik Hüristiği .....	56
1.5.4.2. Aşına Olma Hüristiği .....	57
1.5.4.3. Düzeltme ve Dayanak Noktası Hüristiği .....	58
1.5.4.4. Mevcudiyet Hüristiği .....	59
1.5.5. Zihinsel Muhasebe .....	60
1.5.5.1. Satın alma ve İşlem Maliyeti .....	60
1.5.5.2. Zihinsel Bütçeleme .....	60



1.5.5.3. Batık Maliyet .....	62
1.5.6. Sosyal Etkileşim ve Yatırım .....	63
1.6. Davranışsal Finans Modelleri .....	66
1.6.1. Temsili Yatırımcı Modeli .....	66
1.6.2. Daniel-Hirshleifer-Subrahmanyam Modeli .....	67
1.6.3. Hong- Stein Modeli .....	67
<b>İKİNCİ BÖLÜM KREDİ DERECELENDİRME SİSTEMİ .....</b>	<b>69</b>
2.1. Kredi Derecelendirme Kavramı .....	69
2.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Amaçları .....	70
2.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi .....	71
2.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihsel Gelişimi .....	73
2.5. Derecelendirme Türleri .....	75
2.5.1. Vadesine Göre Derecelendirme .....	75
2.5.2. Para Cinsine Göre Derecelendirme .....	76
2.5.3. Kuruma Göre Derecelendirme .....	76
2.6. Ülke Kredi Notu Değerlendirmesi .....	77
2.7. Risk .....	78
2.7.1. Ülke Riski .....	79
2.7.2. Politik Risk .....	79
2.7.3. Ekonomik Risk .....	81
2.7.4. Firma Riski .....	83
2.7.5. Sektör Riski .....	84
2.8. Derecelendirme Sürecinin Aşamaları .....	84
2.8.1. Tanıtım Toplantısı .....	84
2.8.2. Şirket Yöneticileri ile Görüşme .....	84
2.8.3. Derecelendirme Kararı .....	85
2.8.4. Derecelendirme Kararının Açıklanması .....	85
2.8.5. Derecelendirmenin İzlenmesi .....	85
2.9. Derecelendirmenin Yasal Dayanağı .....	86
2.10. Kredi Derecelendirme Kuruluşları .....	86
2.10.1. Kredi Derecelendirme Sürecinde Uyulması Gereken Etik Kurallar .....	89
2.11. Başlıca Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not Sistemleri .....	90

2.11.1. Moody's .....	90
2.11.1.1. Moody's'in Uzun Dönemli Şirket ve Ülkelerin Kamu Tahvillerine Ait Kredi Notları .....	91
2.11.1.2. Moody's'in Kısa Vadeli Ticari Senetleri Derecelendirmesinde Kullandığı Semboller.....	93
2.11.1.3. Moody's'in Kısa Dönem Hükümet Senetlerini Değerlendirmek İçin Kullandığı Semboller .....	94
2.11.1.4. Moody's'in Banka Derecelendirmesi İçin Kullandığı Semboller.....	94
2.11.1.5. Ulusal Uzun Dönem Derecelendirme Puanı.....	95
2.11.2. Fitch .....	96
2.11.2.1. Fitch'in Uluslararası Uzun Vadeli Kredi Notları .....	97
2.11.2.2. Fitch'in Uluslararası Kısa Vadeli Kredi Notları.....	98
2.11.2.3. Fitch'in Banka Derecelendirmesi .....	99
2.11.3. Standard & Poors .....	99
2.11.3.1. Standard Poors'un Uzun Vadeli Kredi Derecelendirmeleri .....	100
2.11.3.2. Standard Poors'un Kısa Vadeli Kredi Derecelendirme.....	101
2.11.4. Japan Credit Rating Agency .....	102
2.11.4.1. Ülke Derecelendirmesi .....	103
2.11.4.2. Banka Derecelendirmesi.....	103
2.11.5. Türkiye'nin Kredi Notu .....	103
<b>ÜÇÜNCÜ BÖLÜM DAVRANIŞSAL İKTİSAT YÖNÜNDEN KREDİ DERECELENDİRME NOTLARININ ETKİLERİ .....</b>	<b>105</b>
3.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Davranışsal Yönü: Propaganda.....	105
3.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Davranışsal İktisat Üzerinden Ekonomiye Etkileri .....	107
3.2.1. Tüketici Güven Endeksi.....	108
3.2.2. Tüketici Güven Endeksi'nin Hesaplanması.....	109
3.2.3. Tüketici Güven Endeksi, Kredi Derecelendirme Notları ve İlgili Ekonomik Göstergeler .....	110
3.3. Beklentilerin Ölçülmesi .....	114
3.4. Yabancı Doğrudan Yatırım Güven Endeksi .....	116

3.4.1. YDYGE Hesaplama Yöntemi: .....	117
3.4.2. YDYGE, Kredi Derecelendirme Notları ve İlgili Ekonomik Göstergeler.....	117
3.5. Ekonomi Güven Endeksi.....	119
3.5.1. Ekonomik Güven Endeksi Hesaplama Yöntemi.....	121
3.5.2. Ekonomik Güven Endeksi, Kredi Notları ve İlgili Ekonomik Göstergeler.....	123
3.5.3. Ekonomi Güven Endeksinin Bazı Ekonomik Göstergelerle Etkileşimi ....	124
<b>SONUÇ .....</b>	<b>127</b>
<b>KAYNAKLAR .....</b>	<b>131</b>

## TABLO LİSTESİ

	Sayfa No.
<b>Tablo 1:</b> Ülke Risk Faktörleri .....	78
<b>Tablo 2:</b> Politik Risk Unsurlarının Puanlaması .....	81
<b>Tablo 3:</b> Ekonomik Risk Göstergeleri .....	83
<b>Tablo 4:</b> Derecelendirme Kuruluşlarının Bulunduğu Ülkeler .....	89
<b>Tablo 5:</b> S&P'nin Kısa Vadeli Derecelendirme Simgeleri .....	102
<b>Tablo 6:</b> Türkiye'nin Sayısal Not Ortalaması .....	104
<b>Tablo 7:</b> Tüketici Güven Endeksi ve Yıllık Tüketim Harcamaları .....	111
<b>Tablo 8:</b> Tüketici Güven Endeksi ve Konut Satış İstatistikleri .....	113
<b>Tablo 9:</b> YDYGE ve Kredi Not Ortalaması .....	117
<b>Tablo 10:</b> YDYG Endeksinin Yabancı Doğrudan Yatırımlara Etkisi .....	118
<b>Tablo 11:</b> Ekonomik Güven Endeksinde Kapsanan Alt Endeksler .....	120
<b>Tablo 12:</b> EGE Alt Endeksleri .....	121
<b>Tablo 13:</b> EGE Alt Endekslerin Zaman Serileri .....	122
<b>Tablo 14:</b> EGE, Büyüme, İşsizlik .....	124

## ŞEKİLLİSTESİ

**Sayfa No.**

<b>Şekil 1:</b> Kazançlar ve Kayıplar.....	29
<b>Şekil 2:</b> İki Çizgi.....	39



## GRAFİK LİSTESİ

	<b>Sayfa No.</b>
<b>Grafik 1:</b> Derecelendirme Kuruluşları Piyasa Payları .....	88
<b>Grafik 2:</b> Tüketici Güven Endeksi ve Kredi Derecelendirme Not Ortalamaları .....	111
<b>Grafik 3:</b> Kredi Not Ortalaması ve Bireylerin Umut Düzeyleri .....	115
<b>Grafik 4:</b> Ekonomik Güven Endeksi ve Kredi Not Ortalaması .....	123



## KISALTMALAR

<b><i>MB</i></b>	Merkez Bankası
<b><i>S&amp;P</i></b>	Standard&Poor's
<b><i>TÜİK</i></b>	Türkiye İstatistik Kurumu
<b><i>KDK</i></b>	Kredi Derecelendirme Kuruluşları
<b><i>ABD</i></b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b><i>JCR</i></b>	Japan Credit Rating
<b><i>YDYGE</i></b>	Yabancı Doğrudan Yatırımcı Güven Endeksi
<b><i>EGE</i></b>	Ekonomi Güven Endeksi

## GİRİŞ

Ekonomi tarihi boyunca ekonomide faaliyet gösteren yatırımcı ya da ekonomi içerisinde karar alarak ekonomiyi etkileyen tüketicilerin ekonomik kararlarını nasıl aldığını açıklayan pek çok teori üretilmiştir. Ekonomide yaygın görüş olarak ekonomik aktörlerin karar verirken kendilerini düşündüğü ve rasyonel davrandığı bulunmaktadır.

Davranışsal ekonomi insanların sadece kendilerini düşünen ve her durumda rasyonel kararlar alan bireyler olmadığını iddia eden bir ekonomik model oluşturmuştur. Davranışsal ekonomide birey her zaman rasyonel karar almamaktadır. Ekonomik aktörleri karar alma süreçlerinde etkileyen bazı önyargıları bulunmaktadır. Davranışsal ekonomik model insanların çelişkisini ortaya koymakta, insanların rasyonel davranmama nedenlerini açıklamaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşları yatırım yapmak isteyen yatırımcılara bilgi sağlamaktadır. Yatırımcı bu bilgiler ışığında olumlu ya da olumsuz bir karar almaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlar davranışsal ekonomik modelin vurguladığı ön yargıları güçlendirmekte ya da o ön yargıları değiştirmektedir. Bu açıdan kredi derecelendirme kuruluşları verdikleri notlar neticesinde bir algı yönetimi yapmakta, ekonomik aktörlerin psikolojik durumlarını etkilemektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları ekonomik sistemi davranışsal model üzerinden psikolojik etki yoluyla etkilemektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşları ve davranışsal ekonomik modelle ilgili ayrı ayrı pek çok çalışma bulunmaktadır. Ancak kredi derecelendirme kuruluşlarının ekonomik sistemi ekonomik aktörlerin psikolojik durumlarına yönelik yaptığı propaganda yoluyla etkilediğine yönelik bir çalışma bulunmamaktadır. Bu çalışma kredi derecelendirme kuruluşlarının ekonomik etkinliğinin davranışsal ekonomik modelle ilişkisinin incelenmesine katkı sunmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının ekonomide yaptırım gücü bulunmamaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları yaptırım gücü olmamasına rağmen ekonomiyi etkilemektedir. Bu çalışmada



kredi derecelendirme kuruluşlarının hangi yollarla ekonomiyi etkilediği, davranışsal ekonomi çerçevesinde incelenmektedir.

Bu çalışma başlıca üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde davranışsal finansın ne olduğu, ne zaman ortaya çıktığı açıklanmakta olup davranışsal finansla ilgili detaylı açıklamalar bulunmaktadır.

İkinci bölümde kredi derecelendirme kuruluşlarının tarihsel gelişimi, kredi derecelendirme kuruluşlarının önemi, amacı, başlıca kredi derecelendirme kuruluşları, kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notların anlamları açıklanmaktadır.

Üçüncü bölümde ise kredi notlarının davranışsal finansın psikolojik göstergelerini nasıl etkilediği ve davranışsal finans göstergelerinin de ekonomiyi nasıl etkilediği TÜİK verileri ve diğer veri yayınlayan kuruluşlardan alınan veriler aracılığıyla tartışılmaktadır. Bu bölümde kredi notlarının psikolojik göstergeleri etkilemesi, psikolojik göstergelerde ki değişimin de ekonomik göstergelere yansımaları incelenmektedir.

# BİRİNCİ BÖLÜM

## DAVRANIŞSAL FİNANS

Davranışsal finans kavramı pek çok ekonomist tarafından farklı anlamlarda yorumlanmaktadır. Bernstein yatırım kararı veren yatırımcıların bu kararı almadan önce hesaplamalar yaparken bu kararı almasında etki eden duygusal sebeplerin sürece dahil edilmesi olarak ifade etmektedir. Sewell ise davranışçı finansı tanımlarken yatırımcıların verdiği kararlarda psikolojinin etkisine dikkat çekmektedir.<sup>1</sup> Barak davranışsal finansı bilgisel olarak etkin olan piyasaların akılcı davranmayan piyasa oyuncularını tarafından etkinliğinden saptırılması olarak tanımlamaktadır.<sup>2</sup>

Bütün bu tanımlardan yola çıkarak davranışsal finans; piyasada bulunan yatırımcıların piyasada yatırım yaparken her zaman rasyonel davranmadığı, bu rasyonel davranmamanın piyasada aksaklıklara yol açtığını ve bu rasyonel davranmamanın sebeplerinin psikoloji, sosyoloji ve antropoloji gibi bilimlerden de faydalanarak açıklanmasına davranışsal finans denilmektedir. Diğer bir deyişle yatırımcıların yatırım yapma kararı verirken sadece rasyonel değil aynı zamanda duygusal da davranmasına davranışsal finans denilmektedir.

### 1.1. Davranışsal Finans Kavramı ve Tarihçesi

Davranışsal finans geleneksel finans anlayışının ortaya koyduğu rasyonel insan varsayımına karşı çıkmaktadır. Öyle ki geleneksel iktisat anlayışları içerisinde insan ekonomik ve rasyonel olarak tanımlanmaktadır. Gerçekte insan rasyonel olmayan kararlar da almaktadır. Davranışsal finansın temelinde geleneksel iktisat anlayışlarını reddetme ve psikoloji ile iktisat arasında bağ kurarak ekonomiyi yeniden anlama ve onu yeniden inşa etme amacı yer almaktadır.

Ekonomide psikolojiye yönelik atıflar eskiye dayansa bile geleneksel iktisat anlayışına karşı yapılan en ciddi itirazlara 1970’li yıllarda rastlanmaktadır. Geleneksel

---

<sup>1</sup> Martin Swell, **Behavioural Finance**, University College London, 2000, s.1.

<sup>2</sup> Osman Barak, **Davranışsal Finans Teori ve Uygulama**, Ankara: Gazi Kitabevi, 2008, s.2.

İktisat rasyonel insan varsayımı ile ekonomik durumları açıklamada yetersiz kalmakta ve özellikle kriz dönemlerinde ciddi eleştirilere muhatap olmaktadır. Bu yüzden davranışsal finans geleneksel finans teorilerinin açıklayamadığı yatırımcı davranışlarının ve piyasa anomalilerinin nasıl işlediği açıklamaktadır.

Davranışsal finans insan psikolojisinin ekonomiye olan etkilerine yoğunlaşmaktadır. Her ne kadar ekonomiye psikolojik bakış davranışsal finansla birlikte teorilermişse de daha önceleri de bu alana ilişkin yapılan atıflar bulunmaktadır. Adam Smith “Ahlaki Duygular” kitabında insanın kayıptan kaçınma davranışının psikolojisine değinmektedir. Smith’e göre iyi durumdan kötü duruma geçilirken duyulan acı kötü durumdan iyi duruma geçilirken duyulan sevinçten daha fazla hissedilmektedir. Bu durum kayıptan kaçınma duygusunun içeriğini oluşturan psikolojik ekonomiye bir örnek olarak verilmektedir. David Hume da insan seçimlerini tutku, inatçılık ve yaşama sevgisinin etkilediğini dile getiren düşünürler arasında sayılmaktadır<sup>3</sup>. John D. Watson davranışçı iktisada ilk katkıları sunmuş önemli iktisatçılar arasında yer almaktadır. Watson bu alanda yaptığı çalışmalarını gözlemlenebilir uyarıcılar ve yanıtların üzerinden yaparak davranışı belirleyen faktörlerin içsel değil dışsal olduğu sonucuna ulaşmaktadır.<sup>4</sup> Nihayet 2002 yılında Nobel Ekonomi ödülüne layık görülen Daniel Kahneman ve Amos Tversky tarafından geliştirilen ‘Beklenti Teorisi’ davranışçı iktisadın kuramsal temeli sayılmaktadır. Şöyle ki Kahneman ve Tversky bu çalışmalarında geleneksel iktisadın temel varsayımlarına meydan okuyarak rasyonel insan kavramına karşı çıkmakta ve karar vermede etkili olan bilişsel önyargılar ile sezgilerin önemine vurgu yapmaktadır.<sup>5</sup>

Beklenti Teorisi’nin ortaya çıkmasından itibaren geleneksel yaklaşımlardan olan “Rasyonel Beklentiler” ve “Etkin Piyasalar Hipotezi” ciddi eleştirilerin odağı haline geldi. Bu teorilerin özellikle kriz dönemlerinde ve riskli yatırım dönemlerinde alınan yatırım kararlarını açıklamada yetersiz kalması yapılan eleştirilerin başında gelmektedir. Etkin piyasalar hipotezinin rasyonel insan varsayımına ve karar vericilerin

---

<sup>3</sup> Rüya Eser ve Devletkan Toigonbaeva, “Psikoloji ve İktisadın Birleşimi Olarak Davranışsal İktisat”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, (Nisan 2011), s.289.

<sup>4</sup> Ekrem Tufan, **Davranışsal Finans**, 1. Baskı, Ankara: İmaj Yayınları, 2008, s.26.

<sup>5</sup> Sümeyra Gazel, **Davranışsal Finans**, 2. Baskı, Ankara: Detay Yayıncılık, 2016, s.4.

yatırıma karar verirken aldıkları kararların Bayes kuralına uymadığı gibi eleştiriler de davranışçı finansı güçlendirmektedir.<sup>6</sup>

Netice itibariyle davranışçı finans eskiye dayanan temelleri olmakla beraber teorik yapısını Kahneman ile Tversky tarafından yapılan çalışmalarla kazanmış bulunmaktadır. Bu çalışmalara öncelikle önyargıyla karşılanmış olsa bile 2002 yılında Kahneman'ın Nobel Ödülü kazanmasıyla birlikte Davranışsal Finans belli bir üne kavuşmuş bulunmaktadır. Piyasalarda özellikle psikolojik önyargıları ve anomoleri açıklayan davranışsal ekonomi yatırımcının karar vermesi sırasında etkilendiği duygusal, sosyal ve psikolojik etkileri araştırmaktadır.

## **1.2. Davranışsal Finansın Bilim Alanları İle İlişkisi**

Davranışsal finans ekonomide psikolojik, sosyolojik, sosyal psikolojik ve antropolojik etkileri incelemektedir. Dolayısıyla davranışsal finans bu bilim alanlarını içermektedir.

### **1.2.1. Psikoloji**

Psikolojinin bilişsel alanlarından olan düşünme ve düşünme süreci davranışsal finansın bilişsel önyargılar alanıyla eşleşmektedir. Bireyleri inceleyen psikoloji bireylerin hızlı karar alma, sakin davranma gibi yönleri üzerine çalışmalar yapmaktadır. Ekonomi ve finansta da hızlı karar alma özellikle borsa gibi yerler de önemli olmaktadır. Kişilik özellikleri yatırımcının vereceği kararları etkilemektedir. Psikolojik olarak hızlı karar alan bir birey ekonomide de hızlı karar alabilmekte ve bu kararları ile ekonomiye etki etmektedir.

Özetle psikolojik olarak bireyler ve bireyleri oluşturan kişilikleri ya da ruh halleri ekonomide karar verme sürecine etki etmektedir. Karakter olarak hayata olumsuz bakan biri yatırım kararı vermekte ya geç kalacak ya da bu sürece kayıtsız kalarak yatırım yapma kararı almayacak ya da tam aksi bir karaktere sahipse piyasaya hızlıca

---

<sup>6</sup> Merve Gürünlü, "Finansal Piyasaların Etkinliği Teorisinden Davranışsal Finansa: Finans Teorisinin Evrimi", **Maliye Finans Yazıları**, Sayı.92, Der Yayınevi, (Temmuz 2011), s.40.

giriş yapacaktır. Bilişsel önyargılardan olan kendine aşırı güvenmek ya da aşına olma önyargısı gibi kişilik ve insanla alakalı olan yerlerde davranışsal finans psikoloji ile etkileşime girmektedir. Zaten davranışsal finans psikoloji ve finansın birbirlerine olan yakın ilişkisinde meydana gelmektedir.

### **1.2.2. SosyalPsikoloji**

Psikoloji insan davranışlarını, sosyoloji toplum davranışlarını incelerken sosyal psikoloji bireylerin toplum içinde ki davranışlarını incelemektedir. Bireyler topluluk içerisindeyken karşısındakini nasıl etkilemekte ya da toplum içinde nasıl davranmaktadır? Sosyal Psikoloji bu sorulara cevap vermeye çalışmaktadır.

Sosyal psikoloji insanların topluluk olarak yaşamaya başlamasıyla ortaya çıktığı ifade edilmektedir. İnsanlar bir topluluk olarak yaşamakta ve bu toplulukta yaşayan her insan kendine benzeyen başka bir insanı aramaktadır. Bu açıdan davranışsal finansa bakıldığında yatırımcılar yatırım kararlarını ve bu kararların sonuçlarını topluluk içerisinde kendine benzeyenle kıyaslamak istemektedir.<sup>7</sup> Davranışsal finans rasyonel insan varsayımını reddetmektedir. Sosyal psikolojiye göre de insan her zaman rasyonel hareket eden bir varlık olarak tanımlanmamaktadır. Topluluk içerisinde rasyonel olmayan kararlar da alabilmektedir. Bu anlamda sosyal psikoloji ve davranışsal finans kesişmektedir.

Bir bilgi ya da haber herkes için farklı anlamlar ifade edebilmektedir. Topluluk içerisinde bireyler bilgiye karşı algıları farklı gelişmektedir. Algıladıkları bilgi farkları onları yatırım kararı alırken farklı yönlerde doğru yönlendirmektedir.

Sosyal psikoloji alanında yapılan bir diğer araştırma göstermiştir ki insanlar bilgi sahibi olmak istedikleri insanlar hakkında farklı bilgileri alarak bir değerlendirme yapmamaktadır. Bunun yerine insanlar ortalama alma modelini uygulamaktadır. İnsanlar bir kişi hakkında elde ettiği iyi bilgi ile kötü bilgi arasında bir ortalama alarak toplu bir değerlendirme yapmakta, ayrı ayrı özellikler hakkında değerlendirme

---

<sup>7</sup> Tufan, s.45.

yapmamaktadır.<sup>8</sup> Sosyal psikolojinin ortalama alma modelinden yola çıkarak davranışsal finans açısından şunu söylemek mümkün olmaktadır: Yatırım yapacak olan bireyler yatırım yapmaya karar vermeden önce yeteri kadar bilgi sahibi olmadığı bir yatırım için bile ortalama alma modeli ile yatırım yapma kararı verebilmektedir. Yatırımcılar şirketleri ayrı değerlendirmelere tabi tutmadan ilk izlenimden yola çıkarak yatırım yapma kararı alabilmektedir.<sup>9</sup>

Motivasyon da yatırım yapmak isteyen bireyin yatırım kararı vermeden önce etki altında kaldığı sosyal psikolojik etkenler arasında bulunmaktadır. Motivasyon kuramları Kapsam Kuramları ve Süreç Kuramları olmak üzere iki grupta toplanmaktadır. Süreç Kuramlarından olan Davranış Şartlandırma ve Beklenti Kuramları davranışsal finans açısından önemli olan motivasyon kuramları arasında yer almaktadır.<sup>10</sup> Davranış Şartlandırma kuramına göre insanlar koşullarına, ihtiyaçlarına, arzularına ya da geçmiş tecrübelerine dayanarak bir davranışta bulunmaktadır. Burada önemli olan davranışın kendisi değil davranışın kişide yol açtığı sonuçtur. Bu sonuç kişiye mutluluk, haz gibi duygular verirse kişi aynı davranışı yeniden sergilemek isterken sonuç kişiye olumsuz gelen bir duygu vermişse bu davranışı yinelemekten kaçınacaktır<sup>11</sup>. Davranışsal finans açısından bu kuramı yorumlayacak olursak yatırımcının yatırım yapma kararı verdiği anda bu karardan çok yatırımcıyı bu kararın sonucu ilgilendirmektedir. Eğer yatırımcı yaptığı yatırımdan kar elde etmişse ve bu kar onu mutlu etmişse yatırımcı aynı yatırımı bir daha yapmayı istemektedir. Ancak sonucun olumsuz olduğunu varsaydığımız zaman yatırımcı yatırım yapma kararını vermekten kendini alıkoymaktadır.

### 1.2.3. Sosyoloji

Sosyoloji insanın toplum yaşamını ve insan grupları ile toplumların incelenmesine denmektedir. Tanımdan anlaşılacağı gibi sosyoloji toplumsal olanın neyi, ne kadar etkilediği üzerine yoğunlaşmaktadır.<sup>12</sup>Sosyoloji toplumların ekonomik

---

<sup>8</sup> J.L. Freedman, D.O.Sears ve J.M. Carlsmith, **Sosyal Psikoloji**, 4.Baskı, Ankara: İmge Kitabevi, 2003, s.13.

<sup>9</sup> Tufan, s.45.

<sup>10</sup> Murat Kıyılar ve Murat Akkaya, **Davranışsal Finans**, 1. Baskı, İstanbul: Literatür Yayınları, 2016, s.118.

<sup>11</sup> Tamer Koçel, **İşletme Yöneticiliği**, 9. Baskı, İstanbul: Beta Yayıncılık, 2003, s.646.

<sup>12</sup> Anthony Giddens, **Sosyoloji**, 1. Baskı, İstanbul: Kırmızı Yayınları, 2013, s.38.

davranışlarını, toplum grupları arasındaki ekonomik ilişkileri de inceleme alanı olarak belirlemektedir. Sosyolojinin en önemli isimleri arasında yer alan Weber toplumsal davranış türlerini dörde ayırmaktadır<sup>13</sup>.

- Amaçla ilgili rasyonel davranış: İnsanların içerisinde bulunduğu dünyada etrafında olan davranışlarla ilgili beklentilerde bulunması ve bu beklentileri gerçekleştirmek üzere kullanmak zorunda olduğu araçları akılcı kullanması ya da bu araçların kullanılmasında akılcı davranması amaçla ilgili rasyonel davranış türünü ifade etmektedir.
- Değerle ilişkili rasyonel davranış: İnsan var olduğu dünyaya ait sosyal, dini, ideolojik ya da felsefik bir kimliğe sahiptir. İnsanlar sahip olduğu değerleri de göz önüne alarak bir davranış sergilemekte ve o davranışın sonuçlarını bu değerler üzerinden hesaplamaktadır. Bu değerler davranışsal finasta psikolojik ön yargıları da oluşturmaktadır. Örneğin dindar bir kişi sermayesine banka üzerinden faiz işletmek ya da sermayesi ile gayrimenkul yatırımı yapmak zorunda olduğu iki durumla karşı karşıya kalmaktadır. Bu durumda rasyonel davranan bir insan parasını faize yatırmayı tercih etmektedir. Ancak birey dış dünyada yaşananları dini değerleri üzerinden yorumlayan biri ise ve faizin günah olduğuna inanıyorsa parasını faize yatırmayacaktır. Dış dünyada gerçekleşen olaylara dini yaklaşımın etkili olması değerle ilgili insan davranışına örnek olarak sayılmaktadır.
- Duygusal davranış: İnsanın yaşanan bir olay ya da durum karşısında rasyonel olan bir bireyden beklenmeyecek tutum sergilemesi duygusal davranış ifade etmektedir. Başka bir tanımla dış dünyaya verilen tepkilerde soğukkanlı bir akılcılığın değil anlık duygunun etkili olması durumu olarak tanımlanabilmektedir. Duygusal davranış kişinin kontrolünü kaybederek sergilediği tutumlar olarak da tanımlanabilmektedir.
- Geleneksel davranış: Toplumsal davranışlarda örf ve adetin ön plana alındığı davranış biçimlerini ifade etmektedir. Bireyin alışkanlıklardan vazgeçmemesi, içinde yaşadığı toplumun geleneklerine uygun davranması ve bu gelenekle öğrendiği şekilde tutum sergilemesi geleneksel davranışın

---

<sup>13</sup> Veysel Bozkurt, **Değişen Dünyada Sosyoloji**, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım, 2004, s.10-11.

örnekleri arasında yer almaktadır. Örneğin toplumlar teknolojik değişmelere karşı direnç göstermektedirler. Örfünü ve adetini korumayı teknolojik gelişmeye tercih etmektedirler. Bunun sebebi alışkın olduğu düzenin alışkın olmadığı bir düzene evirileceğine yönelik olan korkusu ya da paniği olabilmektedir. Çünkü alışılmışın dışına çıkılması var olan fanusu kaldırmakta bireyi yeni duruma alışmaya ve bu yeni durumu öğrenmeye zorlamaktadır.

Weber'in yaptığı bu ayırım davranış biçimlerinin nerde kategorize edileceğini göstermektedir. Bu açıdan davranışlar finans piyasasında da anlam ifade etmekte, hangi davranışın ne anlama geldiği daha anlaşılır hale gelmektedir.

#### **1.2.4. Antropoloji**

Yunanca da anthropos yani insan kelimesi ile logos bilim kelimesinin birleşmesinden oluşan antropoloji insanların ve toplumların birbirleri olan benzerlikleri ve farklılıklarının sebebinin ne olduğunu ve bu benzerlik ya da farklılıkların tarihsel olarak nasıl ve ne zaman ortaya çıktığı ile ilgilenmektedir.<sup>14</sup> Antropoloji ve davranışsal finans antropolojinin ekonomi ve sosyal yaşamı içeren ekonomik antropoloji alanında birleşmektedir. Ekonomik antropoloji ise şekilcilik, gerçekçilik ve kültürelcilik olmak üzere 3 sınıfa ayrılmaktadır.<sup>15</sup>

- Şekilcilik: İktisadın temelinde yer alan kıt kaynaklar ve sınırsız ihtiyaçlar temeline dayanmaktadır. Bu anlamda neo-klasik iktisatla ilişkili olduğu söylenmektedir.
- Gerçekçilik: Şekilciliğin aksine rasyonel karar vermek ile kıtlık koşullarını göz önüne almamaktadır. Gerçekçilik insanın doğal ortamı içerisinde yaşarken bu yaşayışın nasıl olduğuyla ilgilenmektedir. Gerçekçilik piyasa ekonomisinin sağlıklı bir şekilde işleyebildiği ekonomilerde vardır. Çünkü ekonomiler kumanda edilerek yönetiliyorsa orada insanın doğal dünyası

<sup>14</sup> Bozkurt Güvenç, **Kültürün Abc'si**, İstanbul: Yapı Kredi Yayınları, 2002, s.15.

<sup>15</sup> Kıyılar ve Akkaya, s.119.



içerisinde yaşayışını inceleyecek gerçekçilikten çok sosyal ve ahlaki ilişkiler mevcut olmaktadır.

- Kültürelcilik: İnsanlar doğa da farklı ırk, mezhep, din ve ideolojik görüşlere sahiptir. Toplumlar da kültürü oluşturan bütün değerleri ile birlikte birbirlerinden ayrılmaktadırlar. Bu anlamda bütün dünyada geçerli olacağını düşüneceğimiz tek tip bir ekonomi yapısı bulunmamaktadır. Çünkü ekonomik yapılarda kültürel değerler tarafından şekillendirilmektedir. Sadece doğu ya da batının ekonomik kurgusunun dünyanın her yeri için aynı sonucu vereceğini beklememek gerekmektedir. Ekonomik antropolojinin kültür alanı farklı kültürlerle sahip toplumların ekonomik modeller itibariyle de ayrıştığını dile getirmektedir.

### **1.3. Davranışsal Finans Kavramını Ortaya Çıkartan Etmenler**

İnsanı sadece rasyonel bir varlık olarak ele alıp kararlarını verirken rasyonel davrandığı iddiası ekonomide insan davranışlarını anlamayı zorlaştırmıştır. Ekonomik verilerin analiz edilmesinde rasyonel insan teorisi yetersiz kalmıştır. Bu da davranışsal finansın ortaya çıkmasına sebep olmuştur.

Davranışsal Finansı ortaya çıkartan birden fazla etmen bulunmaktadır. Bunların en önemlilerini incelemek gerekmektedir.

#### **1.3.1. Karar Vericilerin Hem Rasyonel Hem Duygusal Olmaları**

Geleneksel ekonominin temel inançlarından olan rasyonel insan varsayımı davranışsal finans içerisinde bir itiraz noktası olarak karşımıza çıkmaktadır. Çünkü davranışsal finansa göre insanın rasyonel olarak davranmadığı zamanlar da bulunmaktadır. Bazı iktisatçılar ise duygusallığın insan kararları üzerinde etkili olmadığını ifade etmektedirler. Robert H. Frank toplumsal yaşamın çoğu zaman duygusal kararlarla yürümekte olduğunu, ancak bu toplumsal yaşamın tamamen duygusal olmadığı ekonomik mantığının da olduğunu söylemektedir.<sup>16</sup> Yani insan

---

<sup>16</sup> Robert H. Frank, **Doğal İktisat**, Tuncel Öncel (çev.), 1. Baskı, Ankara: Efil Yayıncılık, 2010, s.222.

toplumsal hayat içerisinde de duygusal olduğu kadar ekonomik mantıktan da etkilenir. Burada ekonomik mantıktan kastedilen insanın duygusal davranmadığı durumları ifade etmektedir.

İnsanlar yaşamlarında karar verirken ön yargılara da sahiptir. İnsanlar internetin çamaşır makinesinden daha fazla hayatı etkilediğine inanmaktadırlar<sup>17</sup>. İnternet çağında yaşama fikri insanların düşüncesini etkileyen bir önyargı olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu ön yargıdan dolayı insanlar yeni bilgiye karşı direnç göstermekte, tutucu davranmaktadırlar. Çamaşır makinesinin internetten daha önemli olduğunun farkına vardıklarında ise önyargısız insanlara göre daha fazla şaşırırmaktadırlar.

İnsanlar karar verirken duygularından da etkilenmektedir. İnsanlar her zaman bencil davranmaktadır ancak çoğunlukla kendi çıkarlarını diğer insanların çıkarlarından daha önemli görmektedir. Toplumsal bir varlık olarak insanın bencilliği sınırlanmaktadır. İnsanın bencilliğini sınırlayan olgular;

- Toplumsal yaşam bencilliği sınırlar<sup>18</sup>: İnsan doğası gereği bencildir demiş olsak bile toplumsal bir varlık olarak insan devamlı olarak kendi çıkarını ön planda tutamamaktadır. Bunun çok farklı sebepleri olabilir. Bencillik nedeniyle toplumsal alandan dışlanmaktan korkan bir insan bencilliğini sürekli hale getirememektedir. Bencilliğinin toplum tarafından ayıplanacak bir hale gelmesinden çekinen bir insan da bencilliğini sürdürmemektedir. Toplumsal yaşamda kişinin hayatını kendi üzerine kuracak bir konumda bulunamayacağı zamanlar da olmaktadır.
- Toplumsal anlamda var olmak için bencillikten başka ölçülere ihtiyaç duyan insan: Bu ölçüt insanın bencilliğini sınırlandırmaktadır. İnsan bencil bir varlık olarak kendi karını en üste çıkartmak istemektedir ancak bu insanın her zaman rasyonel davranacağını ima etmemektedir. Havaalanından aldığı müşteriyi kalacakları otele götüren bir taksici müşteri ile yaşadıkları tartışma sonucunda müşterileri yeniden havaalanına getirip

---

<sup>17</sup> Ha-JoonChang, **Kapitalizm Hakkında Size Söylenmeyen 23 Şey**, Belgin Tupal (çev.), 3. Baskı, İstanbul: Say Yayınları, 2015, s.57.

<sup>18</sup> Tuncer Bulutay, "Bilim ve İktisat", **İşletme-İktisat ve Finans Dergisi**, Sayı.211, (Ekim 2003), s.28-30.

birakmiştir. Taksici bu yaptığından ücrette talep etmez<sup>19</sup>. Hikâyeye göre bir karar almak durumunda kalan taksici hem zaman kaybetmekte hem de taşıma maliyeti almamaktadır. Taksici verdiği kararlar bir maliyete katlanmaktadır. Bu maliyet sadece ücretsiz gidip gelmesi değil aynı zamanda bu sırada yeni bir müşteri alabilecek olmanın fırsat maliyetini de ifade etmektedir. Taksici rasyonel davranmak isteseydi bu maliyetlere katlanmayı istememesi gerekmektedir. Taksici ise kızgınlık hissinin etkisi altında rasyonel olmayan bir karar vermektedir.

- İnsan doğasının akılcı olmayan davranışları da vardır<sup>20</sup>: İnsan doğal yaşam içerisinde sadece rasyonel olanı yapmakla yetinen tek işlevli bir robot değildir. İnsan bazen doğasını bile reddedecek kadar ileri gidebilen, rasyonellikten uzaklaşabilen bir varlığı ifade etmektedir.

### 1.3.2. Rasyonelliğin Kısıtlı Getiri İmkanı Sunması

Yatırım kararı alırken yatırımcı rasyonel davranabilmektedir, ancak rasyonel davranışın getirisi yatırımcının tatmin olacağı düzeyde değildir. Bankalarda riskli hisselerle yapılan yatırım risksiz hisselerle yapılan yatırımlardan daha çok kazanç sağlamaktadır. Yatırımcı rasyonel davranarak batma ihtimali olmayan hisseye yatırım yapabilirken, daha çok getiri isteyen yatırımcı yatırım kararını alırken risk almayı tercih etmektedir. Risksiz sayılan hisselerde tamamen risksiz değildir. Risk hiçbir zaman sıfır değildir. Minimum risk denilen ortamlarda bile tahmin etmekte zorlanılan bir risk vardır.<sup>21</sup> Yatırımcı bu risksiz ortamın olmayışından tamamen riskli ve az riskli iki yatırım kararı arasında sıkışıp kalmaktadır. Bu sıkışıklığı aşmak isteyen rasyonel insan az riskli sayılan alana yatırım yaparken daha çok getiriyi arzulayan yatırımcı riskli alana yatırım yapmaktadır. O halde yatırımcı rasyonel davranmaktan uzaklaşarak daha çok getiriyi arzulamaktadır. Risk arttıkça yatırımın sağladığı kazanç da artmaktadır. Borçlanmak isteyen bir şirketin çıkardığı tahviller, şirketin borcu geri ödeyebilme gücüne göre değişmektedir. Şirketin mali durumları iyiyse düşük faizle borçlanırken,

<sup>19</sup> Tufan, s.33.

<sup>20</sup> Bulutay, s.30.

<sup>21</sup> Anthony Giddens, **Modernite ve Bireysel Kimlik**, Ümit Tatlıcan (çev.), 1. Baskı, İstanbul: Say Yayınları, 2010, s.146.

mali durumları iyi değilse daha yüksek faizle borçlanmaktadır. Yatırımcılar ise bu şirkete borç verme riskine yüksek faize duydukları istek karşılığında razı olmaktadır.

Yatırımcı her zaman yüksek getirinin karşılığında rasyonel olmayan kararlar almamaktadır. Milli piyango idaresi bir milli piyango biletini 24 liradan satışa sunmaktadır. İnsanlar 24 lira karşılığında milyoner olma ihtimalini satın almaktadırlar. Kazanma ihtimalinin çok düşük olduğu bu kumarda insanlar 24 lirasından vazgeçmekte ve rasyonel bir karar almamaktadır. Milyoner olmak için katlandıkları maliyet 24 liradır ve bu paradan milyoner olmak adına vazgeçilebilmektedir. Burada esas olarak 24 lira ile milyon arasındaki farktan dolayı insanlar rasyonellikten uzaklaşmamaktadır. İnsanlar için 24 lira hayatlarını değiştirecek yahut istedikleri şeylere sahip olacakları bir miktarı ifade etmemektedir. Milli piyango idaresinin milyoner olma şansını 500 lira karşılığında sunduğunu varsaydığımız durumda bileti satın alan insan sayısı değişmektedir. İnsanlar için 500 lira vazgeçilemeyecek bir parayı itiraf edebilmektedir.

Kısaca yatırımcı ne kadar rasyonel davranırsa o kadar az getiriye sahip olmaktadır. Kişinin rasyonellikten uzaklaşması daha çok getiriye sahip olmayı arzulamasından kaynaklanmaktadır.

### **1.3.3. Kararların Davranışlarla Şekillenmesi**

İnsanın düşünme süreci içerisinde pek çok etki barındırmaktadır. Akılcı, duygusal, ahlaki, dini ya da kültürel ve toplumsal pek çok şey insanın karar verme sürecini etkilemektedir. Karar vericiler verdikleri kararın sonucunda bir davranış sergilemektedirler. Bu davranış verilen kararın bir sonucunda ortaya çıkmaktadır. Her zaman olay örgüsü böyle ilerlememektedir. Her zaman verilen kararlar davranışların şeklini belirlemez bazen yapılan davranışlar kararları şekillendirmektedir.

İnsanın içerisinde bulunduğu ekonomik durum bir karar verirken onu etkilemektedir. İnsanın verdiği kararlar yaşadığı hayattan ya da içinde bulunduğu durumdan bağımsız değildir. İnsan parçası olduğu dünyanın yani ait olduğu o çevrenin etkisiyle bir karar vermektedirler.

Cinsiyet durumu yatırımcının yatırım kararlarını etkilemektedir. Kadınlarla yapılan ankette kadınların yüzde 46,7'si yatırımlarını altın olarak değerlendirmektedir, yüzde 51.7'si ise yatırımlarını TL olarak tutmaktadır. Cinsiyet durumu, hayata bakış, yetiştiği toplum kültürü gibi açılardan bakılacak olursa Türkiye’de yatırımlarda kadınlar altını erkeklerden daha çok tercih etmektedir.<sup>22</sup>Bu altının hem kolay şekilde TL’ye çevrilebilmesi hem de kadınların altına olan güveninden kaynaklanmaktadır. Kadınlar altının değer kaybetmeyeceğini ve her an değerlendirilebileceğini düşünmektedirler. Bu yüzden daha yüksek kar sağlayacak yatırımlar varken altına yatırım yapmaktadırlar.

Gelir durumu da kişilerin kararlarını etkilemektedir. Gelir durumu arttığı müddetçe yatırımcı kendisine daha çok güvenmekte ve bu güven onları daha fazla yatırım yapmaya yönlendirmektedir. Eğitim, yaş, medeni durum gibi faktörler de risk algısını etkiler.<sup>23</sup>

Davranışların kararları etkilemesi dinamiği de aslında rasyonel insan kavramına yönelik yapılan itirazın temelini oluşturmaktadır. Kararlar rasyonel olarak davranışları şekillendirmemekte, davranışlar rasyonel olana bile etki edecek kadar kararların kimyasına etki etmektedir. İnsan var olduğu sosyo-ekonomik, kültürel çevrenin içerisinde toplumsal alanın da sahibi durumundadır. Bu yüzden toplumsal olan kararların üzerine etki etmektedir.

Davranışsal finans esas itibariyle sürekli olarak insanın birden çok yönü olduğuna vurgu yapmaktadır. Çünkü insanı tek bir varsayıma dayandırmanın onu reddetmek anlamına geldiğini ifade etmektedir. Bu yüzden onu bir bütün olarak düşünüp ekonomik alanda incelerken de bir bütün olarak karar verdiğini varsaymaktadır. Onun duygularını, yaşanmışlıklarını, ön yargılarını veya inançlarını ondan bağımsız bir varlık gibi tanımlamamaktadır. Zaten bütün bunlar ancak bir insanla tanımlanabilmektedir.

---

<sup>22</sup> Mehmet Akif Öncü ve Onur Özevin, “Kadınların Yatırım Davranışlarının Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi”, **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt.16, Sayı.61, (Bahar-2017), s.592.

<sup>23</sup> Elif Ensari Alpay, Murat Yavuz ve M. Burak Kahyaoglu, “Gelir Durumunun Risk Algısına Etki Eden Diğer Sosyo-Ekonomik ve Demografik Faktörler Üzerinde Etkisi”, **C.Ü İ.İ.B.F Dergisi**, Cilt.16, Sayı.1, 2015, s.211.

Netice itibariyle birey verdiği kararın sonuçlarına katlanırken verdiği kararlar davranışlarını etkilemektedir, ancak çoğunlukla davranışlar kararları şekillendirmektedir. İnsan, yaşadığı durumu göz ardı ederek bir karar veremeyeceği için bir davranış da sergileyememektedir. Bu yüzden sergilediği davranış vereceği karara şekil vermektedir. Bazen sergilediği davranış verdiği kararı yeniden tanımlayarak içinde bulunduğu durumun yapısına benzetmektedir.

#### **1.3.4. Piyasa Karmaşıklığı**

Yatırım yapmak isteyen yatırımcı bu kararı vermeden önce çeşitli öngörülerden yararlanmaktadır. Yatırımcı riski belirlemek için getiri ve zarar ihtimalini değerlendirmektedir. Bunu yaparken çeşitli matematiksel formüllerden ve fonksiyonlardan faydalanmaktadır. Bu matematiksel formüller çoğunlukla uzmanlık gerektirmektedir. Bütün yatırımcıların bu uzmanlığa sahip olduğu söylenememektedir.

Bir yatırımcı yatırım yaparken hisse senetlerini iki şekilde analiz etmektedir. Bunlar temel analiz ve teknik analiz olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Bu analizlerden temel analiz piyasayı ve piyasa şartlarını çok iyi takip etmeyi gerektirirken teknik analiz ise çoğunlukla matematiksel işlem ve formüllerden faydalanmaktadır. Temel analiz çoğunlukla hangi menkul kıymetin kazandıracacağı üzerine cevap ararken teknik analiz menkul kıymetin ne zaman elden çıkartılması gerektiğiyle ilgilenmektedir.<sup>24</sup> Teknik analiz trendler, grafikler, teoriler, balonlar gibi çok çeşitli ve karmaşık bir süreci ifade etmektedir.

Yatırımcı için piyasaları sadece matematiksel olarak takip etmek mümkün değildir. Bu yüzden yatırımcı yatırımları yaparken teknik analizlerin dışında psikolojik olarak da karar almaktadır.<sup>25</sup>

---

<sup>24</sup> Turhan Korkmaz ve Ali Ceylan, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Gözden Geçirilmiş 7.Baskı, İstanbul: Ekin Yayınevi, 2015, s.304.

<sup>25</sup> Tufan, s.37.

### 1.3.5. Homojen Kararların Heterojen Sonuçları Olması

Geleneksel finans teorilerinin inandığı varsayıma göre yatırımcıların risk ve getiri kararları homojen olarak alınmaktadır.<sup>26</sup>Bu varsayım da geleneksel finans teorilerinde önemli bir yer işgal etmektedir.

Piyasalarda bazen yatırımcılar homojen karar vermelerine rağmen bu kararları beklenmeyen bir heterojen sonuç yaratmaktadır. Bazı piyasalarda herkesin patlayacağını bildiği balonlar oluşmaktadır. O kadar ki bu balonların bir gün patlayacağını herkes bilse, öngörse bile piyasadan çıkış yapmamaktadırlar. Balon patladığında bazı yatırımcılar kazanırken bazı yatırımcıların kaybettiği heterojen bir sonuç meydana gelmektedir. Homojen kararların heterojen sonuçlar doğurmasına en iyi örneğini borsalar oluşturmaktadır. Borsa sisteminde yapılan manipülasyonlar sayesinde yatırımcılar ucuza alması gereken bir hisseyi çok yüksek fiyattan alabilmektedir, ya da bir şirketin batacağına yönelik yayılan bir haber piyasada hisse değerini düşürmektedir. Düşen hisseleri bir başka yatırımcı olarak kar ederken satanlar zarar etmektedir. Yani bir yatırımcının kazandığı diğerlerinin kaybettiği homojen olmayan bir sonuç meydana gelmektedir.<sup>27</sup>

Homojen kararların heterojen sonuçlar ortaya çıkarmasının en önemli sonuçları arasında piyasa balonları yer almaktadır. Piyasa balonları bir iktisadi varlığın kendi değerinden bağımsız bir şekilde piyasada yapılan manipülasyonlar sayesinde hızlı artışlar göstermesine denir. Bu balonların başlıcaları olarak Lale Çılgınlığı, Güney Denizi Balonu, Mississippi Balonu, ABD’de yaşanan hisse senetleri ve emlak balonu, Japonya Gayrimenkul Balonu, 1929 Büyük Buhranı, İsveç Gayri Menkul Balonu, İnternet Balonu ve Mortgage Krizi sayılabilmektedir.<sup>28</sup>

Bu balonları detaylı olarak bakmak gerekmektedir. Bu balonların incelenmesi davranışsal finasta rasyonel insan kavramına yönelik itirazları da ortaya çıkartmaktadır.

---

<sup>26</sup> Kıyılar ve Akkaya, s.129.

<sup>27</sup> Tufan, s.38.

<sup>28</sup> Kıyılar ve Akkaya, s.236.

### 1.3.5.1. Lale Balonu

Zengin insanlar çoğunlukla bunu göstermek için diğer insanlarda olmayan varlıkların sahibi olmak istemektedirler. Toplumda herkes de bulunan varlıklar üzerinden zengin ve fakir arasında bir ayrım çizilememektedir. Bu yüzden zengin insanlar varlıklarının diğerlerinden daha özel konumda olduğunu herkese hatırlatmak için sahip olduklarının özel ve gösterişli olmasına dikkat etmektedirler. Çünkü zenginlik sahip olunanlardan çok bir diğerinin yoksun kaldıkları üzerinden ölçülmektedir. Pek çok şeye sahip olmaktansa nadir olan şeylere sahip olmak zenginlik için daha gösterişli olmaktadır. Lale çılgınlığı da tam olarak zengin insanların kendileri ile diğerleri arasında çizmek istediği sınırdan kaynaklanmaktadır.

Lale balonu tarihte ortaya çıkan ilk balon olarak ifade edilmektedir. Kaynaklarda lale soğanının Kanuni Sultan Süleyman döneminde Hollanda'nın büyükelçisi tarafından ilk defa Hollanda'ya götürüldüğü yer almaktadır. Lale soğanının Hollanda'ya ulaştığı tarih Hollanda İspanya arasında ki savaşın bittiği rahat bir döneme denk gelmektedir. Refah döneminde Hollanda'ya ulaşan lale soğanı zengin ile fakir arasındaki çizgiyi ifade etmektedir. Öyle ki diğer insanlara varlık sahibi olduğunu göstermek isteyen insanlar evini bile ipotek ettirmekte ve rasyonel olan kararlardan uzaklaşmaktadır. İki kişi arasında yaşanan varlıklarını gösterme savaşı maliyetli bir iş halini almaktadır. Varlık sahipleri en zengin olduklarını göstermek için lale soğanı almak konusunda yarışır bir pozisyona girince lale soğanının fiyat spekülasyonlarına uğradığı gözlemlenmektedir. Bunun sonucunda lale soğanı için ayrı bir piyasanın kurulduğu bile söylenmektedir<sup>29</sup>.

Arz ve talep dengesi içerisinde lale soğanı üretimi kendisini piyasa spekülasyonuna bırakınca, fiyatlarda aşırı bir artış ortaya çıkmaktadır.<sup>30</sup> Spekülasyon piyasayı şekillendirmeye başlayarak lale soğanını bir ev ipoteğine vardırıncaya kadar arttırmayı başarmış bulunmaktadır. İnsanlar için bir evin olması yerine bir lale

<sup>29</sup> Serpil Altınırnak ve Ayşesu Eyüboğlu, "Ekonomik Krizlerin Nöroekonomi Kavramı Çerçevesinde Değerlendirilmesi", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (Ekim 2016), s.71.

<sup>30</sup> R. P. Flood ve P. M. Andgarber, "Market Fundamentals Versusprice-Level Bubbles: The First Tests", *Journal of Political Economy*, Vol.88, Issue.4, (1980), s.749.



soğanının olması daha önemli bir hale gelmektedir. Bu statünün sahibi olmak isteyen pek çok çılgın lale fiyatlarının akıl dışı artışına yol açmış olmaktadır.

Lale soğanı üzerinden zenginlik şovu yapmak sanıldığı kadar uzun bir süreye yayılmış bulunmamaktadır. 1637 yılına gelindiğinde lale fiyatları önceki değerlerinin %10'una bile varamamaktadır. Çünkü lale yetiştirmek mevsimsel koşullara bağlıydı ve bu koşullar her zaman istenen sonucu vermemektedir. Bu yüzden lale çılgınlığı mevsimlerin etkisiyle sona erdiği ifade edilmektedir<sup>31</sup>.

### ***1.3.5.2. Güney Denizi Balonu***

Güney Denizi Balonu 18.yy'da Güney Amerika'da faaliyette bulunan İngiliz kökenli anonim şirket olan Güney Denizi Şirketinden adını almaktadır. Bu şirket piyasada monopol olarak faaliyette bulunmakta Tory hükümetinin Şanlı Devrimince desteklenmektedir. Şirketin görevi hükümetin borçlarını organize ederek hükümete arka çıkmaktır. Bu Şanlı Devrim parlamenter sistem kurmak isteyen hükümetin buradan elde ettiği vergi gelirlerini borçlarına yönlendirerek kalıcı bir finansman kurma isteğini ifade etmektedir.

Büyük borç yükü altında ezilen hükümet bu borcu için Güney Denizi Şirketine bir teklif sunmuştur. Bu teklifte şirket hükümetin borçlarının %6 faiz oranı ile finanse etmeyi kabul etmiş karşılığında da kolonilerle sınırsız ticaret yapma hakkına monopol olarak sahip olmuştur. Şirket teklifi altın ve gümüş gibi madenlere ulaşmasının kolay olacağı düşüncesinden kabul etmiştir.<sup>32</sup>

Anlaşmaya varılmasının ardından şirket hükümet borçlarına kapatabilmek adına hisse senetleri çıkartmaya başlamıştır. Monopol şirketin kar elde edeceğini düşünen yatırımcılar şirketlerin hissesini almaya başlamışlar, şirketin hisseleri istenilen amaca ulaşıncaya şirket hisse senedi çıkartmaya devam etmiştir.<sup>33</sup>

---

<sup>31</sup> Altınparmak ve Eyüboğlu, s.72.

<sup>32</sup> Merter Akıncı, Gönül Yüce Akıncı ve Ömer Yılmaz, "Lale Çılgınlığından Mortgage Krizi'ne Spekülatif Balonlar", **Tarih Okulu Dergisi**, Yıl.7, Sayı.XIX, (Eylül 2014), s.724.

<sup>33</sup> Akıncı, Yüce Akıncı ve Yılmaz, s.725.

İngiltere ve İspanya arasında başlayan savaş kendini hissettirmeye başlayınca ticaret durma noktasına kadar gelmiştir. Yatırımcılar piyasanın bu gidişini takip etmek yerine hisseleri almaya devam etmiştir. Bu devam ediş şirketin hisselerinin olması gerekenden fazla arttığı fark edilene kadar sürmüştür. Yöneticileri başta olmak üzere herkes şirket hisselerini satmaya başlamış, hisse senetleri inanılmaz bir düşüş yaşamıştır. Bu düşüş aynı zamanda tarihin ilk finansal krizi sayılmıştır.<sup>34</sup>

### ***1.3.5.3. Mississippi Balonu***

İngiltere’de yaşanan Güney Denizi Balonu’na benzer bir balonda 1720 yıllarında Fransa’da yaşanmıştır. Güney Denizi Balonu’na benzeyen bu olayda da spekülatif hareketler John Law tarafından kurulan şirkette uygulanmıştır. Fransa’nın kolonileşme yetkisini verdiği John Law Mississippi adlı şirket kurarak faaliyetlerine başlamıştır. Şirket Fransa hükümetinden de aldığı destekle hisse senetleri çıkartarak halka düşük faizle satmıştır. Şirketin bankacılık faaliyetinde isim yapması şirkete duyulan güveni de arttırmıştır. Bu olumlu gelişmeler emisyon hacminde yaşanan gelişmenin de etkisiyle yerini enflasyonist ortama bırakırken şirketin çıkardığı hisse senetlerine verilen altın karşılığı da kaldırılmıştır. Bunun sonucunda Mississippi Balonu’da patlayarak yerini batık bir finansal piyasaya bırakmıştır<sup>35</sup>.

### ***1.3.5.4. ABD Hisse Senediyle Gayrimenkul Balonu***

Birinci Dünya Savaşı nihayet son bulduğunda geriye yıkılmış bir Avrupa ve toparlanmak zorunda olan birçok devlet kalmıştır. Dünya Savaşı sırasında sanayileşen ABD dünya içerisinde küçük bir yer kaplamaktaydı. Dünya Savaşı sonuçlandığında ABD diğer dünya devletlerinin aralarından etkin bir güç olarak sıyrılmıştır. Ekonomik durumlarını yeniden toparlamak zorunda kalan Avrupa ülkeleri ABD’nin açtığı kredilerden faydalanmak zorunda kalmıştır. ABD hükümeti bu dönem piyasaya Liberty Bonds sürmüş, bu hisse senetleri %3.5-%4.5 arasında faiz ödemesi yapmıştır. Bu hisseler ilk çıkarıldığı zamanlar riskli varlıklar olarak değerlendirilse de 1928 yılında

---

<sup>34</sup> Altınırnak ve Eyüboğlu, s.73.

<sup>35</sup> Kıyılar ve Akkaya, s.238.

Herbert Hoover'ın başkan seçilmesiyle birlikte itibar kazanmıştır. Sadece bu hisselerle değil yeni başkanın seçilmesi diğer alanlardaki hisselerle de yatırım yapılmasına neden olmuş ve bu sayede kredi hacminin genişlemesine ve ekonomik büyümenin hız kazanmasına neden olmuştur<sup>36</sup>.

İyi ortamlarda genişleyen kredi hacminin de etkisiyle spekülasyon hareketleri de ortaya çıkmaya başlamıştır. Nitekim ABD'de yaşanan bu olumlu hava sanayi ve tarım kesiminde fazla ürün ortaya çıkmasına neden olarak bu fazlanın tahrip olmuş Avrupa'ya ihraç olmasına yol açmıştır. ABD'den aldıkları krediler ile belli noktaya gelen Avrupa ülkeleri(İngiltere, Fransa ve Almanya başta olmak üzere diğerleri) ABD'den olan ihraç taleplerini de düşürmüştür. Ayrıca Amerikan yatırımcı kolay yoldan çok para kazanma konusunda ısrarlı olmuş ve borsada hisse ve tahviller üzerine yatırım yapmaya devam etmiştir. Avrupa'da yaşanan toparlanma kolay yoldan para kazanma hevesinde olan Amerikan yatırımcısının bu isteğini geri çevirmiş, ABD üretim sektöründe durgunluğa yol açmıştır<sup>37</sup>.

Hisse senedi piyasasında büyük spekülasyon hareketleri yaşanmış ve bu spekülasyonlar Dow Jones Endeksi'nin 1928 yılının başlarında 191 olan değerini Aralık ayına gelindiğinde 381 gibi büyük bir rakama ulaştırmıştır<sup>38</sup>.

Endeksin yaşadığı bu hızlı değişimler herkesin dikkatini çekmiş ve İngiltere Maliye Bakanı Philip Snowden'i harekete geçirmiştir. Bakan Amerika'ya giderek piyasayı yakından izlemiş ve gözlemlerinin sonunda piyasada spekülasyon bir balon olduğunu dile getirerek hisselerde yaşanan aşırı değerlenmeyi vurgulamıştır. Bakan tarafından yapılan bu açıklama İngiliz yatırımcılar tarafından oldukça dikkate alınmış ve İngiliz yatırımcılar piyasada olan yatırımlarını geri çekmeye başlamıştır. Bu durum piyasalarda büyük bir belirsizliğe yol açarak Kara Perşembe'nin temelini oluşturmuştur. New York Borsası Kara Perşembe olarak adlandırılan 24 Ekim günü büyük bir satış dalgasıyla karşı karşıya kalmış ve ABD yatırımcıları büyük bir darbe almıştır<sup>39</sup>.

---

<sup>36</sup> Akıncı, Yüce Akıncı ve Yılmaz, s.729.

<sup>37</sup> Akıncı, Yüce Akıncı ve Yılmaz, s.731.

<sup>38</sup> Kıyılar ve Akkaya, s.239.

<sup>39</sup> Kıyılar ve Akkaya, s.240.

1929 Büyük Buhranı Florida’da yaşanan göç ve nüfus artışıyla birlikte bölgede oluşan gayrimenkul balonuyla da daha fazla derinleşmiştir. Bu dönem Florida bölgesi nüfusu %20 oranında artış göstererek toprak değerini ve gayrimenkul değerini olağan artıştan fazla gerçekleştirmiştir. Tıpkı Lale Çılgınlığında olduğu gibi ABD gayrimenkul balonunda da doğal süreç etkili olmuş, Florida da yaşanan büyük kasırga bölgenin boşaltılmasına neden olmuştur. Bölgenin boşaltılma kararı üzerine bölgedeki gayrimenkul balonu ortadan kalkmıştır<sup>40</sup>.

### **1.3.5.5. Japonya Gayrimenkul Balonu**

Meiji Restorasyonu imparator Meiji tarafından Şogunluk sistemine son verilmesini ve Japonya’nın ulus devlet anlayışı sürecine girmesini ifade etmektedir. 1868 yılında başlayan restorasyon 1889’da MeijiAnayasası’nın kabulüyle devam etmiştir. Nihayet 1912 yılı Meiji’nin ölümüyle sonuçlansa da restorasyon başarılı bir şekilde tamamlanmıştır<sup>41</sup>.

Meiji restorasyonundan sonra iktidara samuraylar gelmiştir. Samuraylar ekonomik olarak devlet eliyle sanayileşme stratejisini benimseyerek özel sektörde kar etmeyen sektörleri kar edene kadar desteklemiştir. Samuraylar Japon sisteminin kurucusu olmuşlardır. Japonya imalattan ileri teknoloji sektörüne kadar pek çok alanda hızlı ilerleme yaşamaya başlamıştır. İhracat odaklı ve emin adımlarla ilerleyen Japon ekonomisi hem yerli hem de yabancı yatırımcının ilgisini çekmiş ve yatırımcılar Japonya hisselerini almaya başlamıştır. Kredi hacminde yaşanan gelişmeler faizlerin düşmesini bu düşüşte emlak piyasasına olan talebe artış sağlamış ve Japon emlak piyasası hareketlenmiştir. Yaşanan bu hareketlenme sonrası yatırımcılar daha karlı gördüğü emlak piyasasına giriş yapmışlardır. Japon ekonomisinde gayrimenkul çılgınlığı o kadar artmıştı ki bankalar 100 yıl vadeli ev kredileri vermiştir. Kredilerin verimsiz kullanılması, ödemeler bilançosu fazlasının dış borç olarak verilmesi gibi nedenler Japonya’nın sermaye disiplini bozulmuştur<sup>42</sup>.

<sup>40</sup> Akıncı, Yüce Akıncı ve Yılmaz, s.732.

<sup>41</sup> Muammer Zerenler ve Rifat İraz, **Japon Yönetim Anlayışı ve Şirket Ağları Analizi**, Sayı.16, s.758.

<sup>42</sup> Akıncı, Yüce Akıncı ve Yılmaz, s.734-735.

1980'li yıllara gelindiğinde Japonya Merkez Bankası gevşek para politikası uygulamaya başlamıştır. Şirketler bu durumda kaynak yeterliliğine sahip olarak düşük maliyetle sermaye elde etme imkânına kavuşmuştur. Nihayet 1985 yılına gelindiğinde ABD Japonya ile Plaza Anlaşması imzalayarak aşırı değerlenen Japon Yeninin değerini düşürmüştür. 1989 yılında ise Japonya sıkı para politikası uygulamaya karar vermiş ve Plaza anlaşması ile %6'dan %2.5'a düşürülen iskonto oranını yeniden %6'ya çıkarmıştır. Sıkı para politikası aşırı değerlenmiş olan varlıkların değerlerinin düşmesine yol açmış ve ülke içerisinde kredi problemine yol açmıştır. Gayrimenkul piyasasına verilen kredilerde sınırlanınca Japon gayrimenkul balonu patlamıştır. Bu balonun patlaması acı sonuçlar ortaya çıkarmıştır. Nitekim Japon ekonomisi büyük bir bunalıma girmiştir<sup>43</sup>.

#### **1.3.5.6. İnternet Balonu**

İnternet alışveriş piyasası ortaya çıktığında yatırımcılar internet ve teknoloji firmalarına yatırım yaparak oradan kar elde etmeyi ummuşlardır. Nasdaq endeksinde yer alan teknoloji ve internet firmalarının hisse senetlerine yatırımcıların yaptığı yatırımlar incelenmiştir. İncelemeler 2000 yılında endekste ki hisse senetlerinin büyük bir değer kaybı yaşadığını göstermesiyle patlayan spekülasyon balonunu internet balonu denmiştir. 1998-2000 yılları arasında halka açılan şirketler bu 2 yıl içerisinde %100 getiri imkânı verirken 2000 yılının sonuna yaklaşıldığında bu getiriler ortadan kalkmıştır<sup>44</sup>.

FED 1990'lı yıllarda düşük faiz politikasını benimsediği için halka açılan teknoloji firmaları düşük maliyetlerle sermaye sahibi olma şansını yakalamıştır. Ancak 2000'li yıllarda FED 6 kez peş peşe faiz oranlarını yükseltmiştir. Yükselen faiz yatırımcıların aslında bir balon piyasasında olduklarını fark etmesine yol açtığında piyasadan kaçışlar başlamıştır. Bu kaçışlar piyasadaki hisse senedi değerlerini de düşürmüştür<sup>45</sup>.

---

<sup>43</sup> Akıncı, Yüce Akıncı ve Yılmaz, s.735-736.

<sup>44</sup> Kıyılar ve Akkaya, s.243.

<sup>45</sup> Altınırnak ve Eyüboğlu, s.74.

### **1.3.5.7. 2008 Küresel Finans Krizi**

ABD, Japonya ve Avrupa merkez bankaları 2000'li yıllarda para politikalarını sıkımdan vazgeçmişler, gevşek politikalar uygulamaya başlamışlardır. Bu süreçte uygulanmakta olan gevşek para politikası varlık fiyatlarının şişmesine yol açarak bankaların düşük faizle borçlanmasına ve konut kredilerini çeşitlendirmesine olanak sağlamıştır. Konut kredileri normal şartlarda geri ödeme gücü olanlara verilirken bu dönemde geri ödeme gücü olmayanlara da verilmeye başlanmıştır. Verilen krediler menkul kıymetleştirilerek başkalarına devredilmeye bu şekilde risk elden çıkarılmaya başlanmıştır. Menkul kıymetleşmiş riskli krediler dünyanın pek çok yerinde işlem görmeye başlayınca menkul değerler küreselleşme yoluna evrilmiştir<sup>46</sup>.

FED enflasyonist baskıları kontrol altına almaya karar vererek 2004 yılında faiz artırımına başlamıştır. Bu ABD'de oluşan konut talebini ve konut değerlerindeki artışı frenlemiştir. Piyasa da hareket tersine dönerek yerini durgunluğa bırakmıştır. Artan faiz yükü kredilerin geri ödenebilmesini zorlaştırırken gayrimenkul sahipleri evlerini satarak borçlarını ödeme imkânını da kaybetmişlerdir. Çünkü artan faizler ev piyasasını olumsuz yönde etkilemiştir. Konut kredilerinin geri ödenememesi büyük sorunlara yol açmıştır. 2008 yılında ABD'de BearStearns, LehmanBrothers, Merrill Lynch gibi 25 büyük banka iflas ettiğini açıklamıştır. Bu iflaslar menkulleşmiş ve riskli kredilerin dünya piyasalarında dolaşımında bulunmasından dolayı bütün ülkeleri etkilemiştir<sup>47</sup>.

### **1.3.6. Piyasada Kazanan Kaybeden Paradoksunun Geçerli Olması**

Geleneksel finans yaklaşımına göre piyasalar etkindir. Piyasalara müdahale edilmeksizin kendiliğinden ilerleme gerçekleşmektedir. Bu teoriye göre rasyonel olan yatırımcı da tam bilgiye sahip olmaktadır. Yani piyasada bir işlem yaparken yaptığı işlem hakkında geçerli ve tam bilgiye sahiptir. Bu aslında teorik olarak mümkün olsa bile gerçek yaşamda mümkün olmamaktadır. Finansın borsa alanını göz önünde bulundurulduğunda bu varsayımın geçersiz olduğu görülmektedir. Bütün yatırımcıların

<sup>46</sup> Akıncı, Yüce Akıncı ve Yılmaz, s.740.

<sup>47</sup> Kıyılar ve Akkaya, s.244-245.

borsada kar ettiğini söylenememektedir. Bu alanda bazı yatırımcılar kazanırken bazıları kaybetmektedir.

Borsada özellikle küçük yatırımcı dedikodu ya da kulaktan dolma bilgi ile hareket ederek yatırım kararı vermektedir. Davranışsal Finans işte bu gibi sebeplerden dolayı finansal piyasalarda varlığın fiyatında meydana gelen sapmaların rasyonel olmayan yatırımcı tercihlerinden kaynaklandığını dile getirmektedir<sup>48</sup>.

### **1.3.7. Rasyonel Davranışların Davranışsal Sonuçları Olması**

Piyasalarda yatırım yapan yatırımcıların rasyonel davrandığı iddiasına bir tepki olarak doğan davranışsal finans rasyonel davranışların davranışsal sonuçları olduğunu da düşünmektedir. Dindar bir birey alış-veriş yaparken alkol satılan market ve büfeleri tercih etmemeye özen göstermektedir. Ya da borsaya yatırım yapacak olan dindar birey alkol satan şirketlerin hisselerini almaktan geri durmak istemektedir.<sup>49</sup> Çünkü davranışsal iktisadın da belirttiği gibi bireyler karar verirken dinsel inançlarından etkilenmektedirler. Alkol satan firmaya yatırım yapmak karlı ise rasyonel varsayılan insanın oraya yatırım yapması gerekmektedir. Bu geleneksel finansın kabul ettiği robot insan modeli için geçerli olmaktadır. İnsanı kendi inançlarından sıyırsak geriye rasyonel insan dediğimiz klasik bir mekanizma kalmaktadır.

İnsanlar içerisinde bulunduğu duruma göre rasyonel ya da davranışsal bir tutum sergilemektedir. Alkol satan bir firmanın hissesini almayan inançlı birey ev almak ya da iş kurmak için banka kredisi çekebilmektedir. Faiz de alkol gibi yasaklı olmasına rağmen inançlı kişi alkole yapmadığı yatırımını ev kredisi için yapabilmektedir. İnsan koşullar içerisinde karar veren paradoksal bir varlığı ifade etmektedir. Bu varlık bazen kendi inançlarına sıkı sıkıya tutunarak varlık gösterirken bazen kendini bu inançlarından soyutlayarak varlık göstermektedir. İçerisinde bulunduğu durum onu bazı inançlarını çiğnemeye zorunlu tutmaktadır. Bir ev sahibi olma isteği onun için günaha girme korkusundan daha önemli olabilmektedir. Bu insanı davranışsal olmaktan uzaklaştırmamaktadır. Alkole yatırım yapmayarak rasyonel olmaktan uzaklaşan birey

---

<sup>48</sup> Kıyılar ve Akkaya, s.129.

<sup>49</sup> Tufan, s.40.

faizli kredi çekerek ev sahibi olmaya karar verdiğinde rasyonel davranmış sayılabilmektedir. Bu insanın hem rasyonel hem davranışsal olma yönünü göstermektedir. Bütün bunlar insanın tek yönlü olmamasının dışında ona konjonktür içerisinde serbestçe davranma hakkı vermektedir. Davranışsal finans bireyi var eden bütün kültürel, eğitimsel, dinsel ya da toplumsal konuları ekonomik boyut içerisinde görme imkanı vermektedir.

### **1.3.8. Yatırımcının Yüksek Risk Yüksek Kazanç İstemesi**

Finans piyasası içerisinde bazı yatırımcılar risksiz yatırım yaparak onun getirisi ile yetinirken bazı yatırımcılar riskli yatırımlar yaparak yüksek getiriye sahip olmak istemektedir.

ABD’de 480 denek üzerinde yapılan araştırmaya göre daha fazla risk almak isteyen yatırımcıların daha fazla kazanma isteğinde olduğu belirlenmiştir.<sup>50</sup>

Gerçekten de riskli yatırımlar risksiz yatırımlara oranla daha fazla kazandırmaktadır. Risk almak isteyen birey daha fazla kazanma arzusundan dolayı rasyonellikten uzaklaşmaktadır. Bu isteğini tatmin edebilmek adına büyük riskleri göze alabilmektedir.

### **1.3.9. Spekülatif Anomilerin Varlığı**

Speküstasyonların varlığı borsayı rasyonel olan yatırım kararlarından uzaklaştırmaktadır. Bu durumlarda bazı yatırımcılar karşısındakinin kendisinden daha fazla bilgiye sahip olduğunu varsaymaktadır. Bu varsayım onu rasyonel olmaktan uzaklaştırarak grup dinamiğine uymaya zorlamakta, bu durum sürü psikolojisi olarak adlandırılmaktadır.<sup>51</sup>

---

<sup>50</sup> Tufan, s.41.

<sup>51</sup> Kıyılar ve Akkaya, s.131.



### 1.3.10. Göstergelere Dayanma ve Yüksek Etkileşim

Piyasalarda yatırım yapılırken yatırımcı teknik ve temel olmak üzere iki farklı analiz türünden faydalanmaktadır. Yatırımcılar bu analiz türlerinden her ikisini de kullanabileceği gibi birini de kullanabilmektedir. Teknik analiz türünde yatırım yapılacak olan varlığın alış-satış hacimleri, daha önceki fiyatı ya da trendi gibi konular analize dâhil edilmektedir. Temel analizde ise bir takım göstergeler üzerinden piyasa değerlendirilmektedir. Bu değerlendirmeler ışığında yatırımcılar yatırım kararı almaktadır.

Teknik analizden genellikle profesyonel yatırımcılar faydalanmaktadır. Profesyonel yatırımcılar bu analizi yaparken bazen akıllıca olan yatırım fiyatının ötesinde bir fiyat ortaya çıkartmaktadır. Teknik analizi kullanan yatırımcılar arasında bir etkileşim de ortaya çıkmaktadır. Bu yüzden piyasa normalden uzaklaşmaktadır. Balon oluşma olasılığı ortaya çıkmaktadır.

### 1.4. Beklenti Teorisi

Beklenti teorisi Daniel Kahneman ve AmosTversky tarafından rasyonel insanı temel alan beklenen fayda teorisine karşı geliştirilmiştir.

Beklenti teorisi psikolojik bir varlık olarak insanın her zaman beklenen fayda teorisinde olduğu gibi karar vermediğine vurgu yaparak risk ve belirsizlik altında insanların nasıl karar verdiğini incelemektedir.<sup>52</sup>Montier'e göre beklenti teorisi insanın belirsizlik altında nasıl karar verdiğini tanımlayıcı bir yaklaşımla insanın psikolojisini de dikkate alarak incelemektedir<sup>53</sup>.

Beklenti teorisi beklenen fayda teorisine bir alternatif olarak sunulmuştur. Bu yüzden beklenti teorisini anlamak için teorinin beklenen fayda teorisi ile farklarını belirtmemiz gerekmektedir.

---

<sup>52</sup> Utku Altunöz ve Hasip Altunöz, **Davranışsal Ekonomi**, 1. Baskı, Ankara: Seçkin Yayınevi, 2016, s.61.

<sup>53</sup> James Montier, **Behavioral Finance: Insightsinto Irrational Mindsand Markets**, West Sussex: John Wiley & Sons, Ltd. 2002, s.20.

- Beklenti teorisi sonuçlara ulaşmak için gözlemleri kullanırken beklenen fayda teorisi akılsal çıkarımlarda bulunmaktadır<sup>54</sup>.
- Beklenen fayda teorisinde kullanılan fayda kavramı beklenti teorisinde değer olarak ifade edilmektedir. Kayıp olduğu durumda değer fonksiyonu dış bükey olurken kazanç durumunda iç bükey olmaktadır<sup>55</sup>.
- Beklenti teorisinde tercihler çerçevelenmelere bağlıyken beklenen fayda teorisinde bu durum söz konusu olmamaktadır. Beklenti teorisinde tercihler her zaman için bir referans noktasına göre tanımlanmaktadır. Bu yüzden tercihler referans noktasında yaşanan kaymalara göre değişiklikler göstermektedir<sup>56</sup>.

Bu farklardan yola çıkarak beklenen fayda teorisini detaylandırmak gerekmektedir. Kahneman ve Amos beklenti teorisini oluştururken beklenen fayda teorisinin eksikliğini göstermek adına bazı problemleri test etmiştir.

Problem 1: Hangisini seçersiniz?

Kesin 900 dolarede etmeyi mi yoksa %90 olasılıkla 1000 dolar elde etmeyi mi?<sup>7</sup>

Problem 2: Hangisini seçersiniz?

Kesin 900 dolar kaybetmeyi mi yoksa %90 olasılıkla 1000 dolar kaybetmeyi mi?

1. probleme cevap veren insanların büyük çoğunluğu kesin 900 dolar seçeneğini tercih etmiştir. İkinci problem de ise denekler kaybetme ihtimalinin az da olsa ortadan kalktığı 1000 dolar seçeneğini tercih etmiştir. İlk problemde denekler riskten kaçmış, ikinci problem de risk almıştır. İnsanlar ütün seçenekler kötü olduğu zaman risk almaya daha meyilli olmaktadır.<sup>57</sup> Her durumda kaybedecek olan insanlar kaybetme ihtimalini ortadan kaldıran seçeneği tercih etmeye meyilli davranmaktadır.

---

<sup>54</sup> Altunöz ve Altunöz, s.70.

<sup>55</sup> Tuğberk Çitilci, **Para&Psikoloji**, 2. Baskı, İstanbul: Beta Yayıncılık, 2015, s.36.

<sup>56</sup> Yılmaz Bayar, “Yatırımcı Davranışlarının Davranışçı Yaklaşımlar Çerçevesinde Değerlendirilmesi”, **Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi**, Cilt.6, Sayı.2, (2011), s.155.

<sup>57</sup> Daniel Kahneman, **Hızlı ve Yavaş Düşünme**, Osman çetin Deniztekin ve Filiz Nayır Deniztekin (çev.), 5. Basım, Varlık Yayınları, 2017, s.323.

Problem 3: Sahip olduğunuz miktara ek olarak size 1000 dolar verilmiş.

Hangisini seçersiniz?

%50 olasılıkla 1000 dolar kazanmak veya kesin olarak 500 dolar kazanmak.

Problem 4: Sahip olduğunuz miktara ek olarak size 2000 dolar verilmiş.

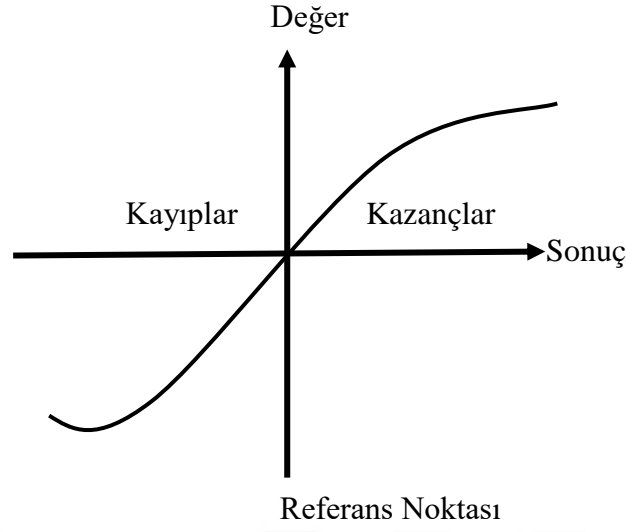
Hangisini seçersiniz?

%50 ihtimalle 1000 dolar kaybetmek ya da kesin olarak 500 dolar kaybetmek.

Bu iki problem arasında tercih yapılması istenilen insanların büyük bölümü 3. problem için kesin 500 dolar kazanmayı seçmiştir. Problem 4’de cevap verenler ise kesin olmayan seçeneği kabul etmiştir. Bu problemlerde önemli olan şeyin varlığın faydası olduğunu varsayarsak seçimlerin eşdeğer olması gerekmektedir. Seçimler problemlerdeki koşullara göre değişiklik göstermektedir. Problemler kıyaslanırken referans noktasına dikkat çekmek gerekmektedir. Referans noktasının mevcuttan 3. probleme göre 1000 dolar 4. probleme göre 2000 dolar daha fazla olduğu görülmektedir. İki problemde de varlık değerlerinden bağımsız olarak tutum sergilenmektedir. İnsanlar kazanma fikrinden keyif alırken kaybetme fikrine tahammül etmek istememektedirler. Referans noktası 4 probleminde ortaya çıkardığı ortak sonucu ifade etmektedir. Referans noktası beklenen fayda teorisinde yer almamaktadır. Referans noktası kazanç ve kayıpları değerlendirebilmek için temel aldığımız(kıyasladığımız) önceki hali ifade etmektedir.<sup>58</sup>

---

<sup>58</sup> Kahneman, s.323-324-325.



**Şekil 1: Kazançlar ve Kayıplar**

**Kaynak:** Kahneman, s.506.

Beklenti teorisinde değer kazanç ve kayıplarla ifade etmektedir. Grafiğimize göre referans noktasının sağ ve solu birbirinden farklılık göstermektedir. Grafik S şeklinde olması kazançlara ve kayıplara bir süre sonra azalan duyarlılık gösterildiğini ifade etmektedir. Grafiğin referans noktasındaki değişiklik aniden gerçekleşmekte ve grafik simetrik olma özelliği taşımamaktadır. Kayba karşı gösterilen tepki kazanca karşı gösterilen tepkiden daha fazla gerçekleşmektedir. Bu durum kayıptan kaçınma şeklinde tanımlanmaktadır<sup>59</sup>.

### 1.5. Davranışsal Finanstta Önyargılar

İnsanlar yatırım yaparken belli ön yargılara hareket etmektedir. Bu ön yargılar onların tam bir rasyonalite içerisinde karar vermelerine engel olmaktadır. Geçmişte yaşadıkları, psikolojik düşünceleri, gurur ve pişmanlıkları yatırım yaparken insanın vereceği kararlar üzerine etki etmektedir<sup>60</sup>.

<sup>59</sup> Kahneman, s.326-327.

<sup>60</sup> Gazel, s.12.

### 1.5.1. Bilişsel Yanlılık

Bilişsel yanlılık rasyonel olan insan davranışında yaşanan sapmaların onun yanlış algılama, yanlış yorumlama gibi nedenlerinden kaynaklandığını ifade etmektedir<sup>61</sup>.

#### 1.5.1.1. Aşırı Güven

Kişinin kendi yeteneklerini abartarak fazla iyimser davranmasına aşırı güven denilmektedir<sup>62</sup>. İnsanların kişisel yeteneklerine ve becerilerine karşı duyduğu aşırı güven onun riskleri olduğundan daha küçük görmesine yol açmaktadır<sup>63</sup>. Rasyonel insandan varsayımında yaşanan sapma da bu noktada gerçekleşmektedir. Kendisine aşırı güvenen kişi rasyonel karar verme ile arasına abartılı yetenekleri olduğu düşüncesini koyan kişiyi ifade etmektedir.

Araştırmalar çoğu insanın kendisine ve yeteneklerine karşı aşırı bir güven duyduğunu göstermektedir. Yapılan araştırmaya göre işe yeni başlayan insanlara başarılı olup olamayacakları hakkında ne düşündüğü sorulduğunda katılanların %81 başarılı olacağını dile getirmiştir. Kendi yeteneklerine güvenen insanlar için başarı kaçınılmaz görünse de çalışılan işte başarılı olanların oranı %39 olarak belirlenmiştir.<sup>64</sup>

Başarı her zaman yeteneklere bağlı olarak gerçekleşmemektedir. Bazen başarı bir şans olarak sunulmaktadır. Aşırı güven davranışını sergileyen insan finansal piyasalarda yatırım yaparken bazı hatalar yapmaktadır. Kendisine aşırı güvendiği için başarıda şansın rolünü görmezden gelerek başarıyı tamamen kendi yeteneklerine bağlamaktadır. Bu kişiler başarısızlıklarını da görmezden gelmeye meyilli olmaktadır<sup>65</sup>.

---

<sup>61</sup> Gazel, s.13.

<sup>62</sup> Peter Diamond Hannuvtaiainen, **Davranışsal İktisat ve Davranışsal İktisadın Uygulamaları**, Hatime Kamil Çelebi (çev.), 1.Basım, Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık Eğitim Danışmanlık Ltd. Şti, 2016, s.246.

<sup>63</sup> Montier, s.2.

<sup>64</sup> William Bernstein, **Yatırımın Dört Temel Taşı**, Nusret Avhan ve Neşenur Domaniç, (çev.). İstanbul: Scala Yayıncılık, 2005, s.234.

<sup>65</sup> Bernstein, s.237

Yatırım yapmak riskli ve meşakkatli bir süreci ifade etmektedir. Bu süreçte yatırım yapılacak olan alanla ilgili bilgi toplamak ve toplanan bilginin nesnel olarak değerlendirmek gerekmektedir. Aşırı güven sahibi kişiler bilgilerini yorumlarken duydukları güvenin de etkisiyle yanlış yorumlar yapmaktadırlar<sup>66</sup>.

Aşırı güven finansal işlemlerde de kendini göstermektedir. Yatırımların önemli alanlarından olan finansal piyasalarda yatırımcıların yatırım kararları verirken önyargılarından etkilenmektedir. Araştırmalar aşırı güven sahibi yatırımcıların finansal piyasalarda daha fazla işlem yaptığını tespit etmiştir<sup>67</sup>.

Aşırı güven sahibi kişilerin risk altında karar vermeleri diğer yatırımcılara göre farklılık göstermektedir. Aşırı güven sahibi insanlar diğerlerinin aksine riski minimize ederek yatırım yapmamaktadır. Aşırı güven sahipleri yatırım yaparken riskten ziyade daha fazla getiriye düşünmektedirler. Bu yüzden aşırı güven sahibi insanlar risk alma konusunda diğer yatırımcılara göre daha cesaretli davranmaktadırlar<sup>68</sup>.

Peki, kimler aşırı güven sahibi yatırımcı profiline uymaktadır? Aşırı güven sahibi yatırımcılar genellikle riskli bir yatırımın ardından yüksek kazanç elde ettiği için diğer yatırımcılara göre kendine daha çok güvenen kişiler olarak ifade edilmektedirler. Bu insanlar bu getirinin etkisiyle kendilerine daha fazla güvenmekte ve yatırım kararlarını verirken kendi tecrübe ve bilgilerine diğer yatırım değerlendirme araçlarına göre daha çok güvenmektedirler<sup>69</sup>.

Aşırı güven davranışsal finans da yatırımcının rasyonel olmayan bir yatırım kararı olarak piyasayı rasyonellikten uzaklaştırması şeklinde ifade edilmektedir. Bu durumda davranışsal finansa göre bireylerin sistematik olarak rasyonel kararlar almadığını göstermektedir.

---

<sup>66</sup> John R. Nofsinger, **Yatırım Psikolojisi**, Sümeyra Gazel (çev.), Ankara: Nobel Yayıncılık, 2014, s.12.

<sup>67</sup> Nofsinger, s.15.

<sup>68</sup> Nofsinger, s.16.

<sup>69</sup> Nofsinger, s.19.

### 1.5.1.2. Kontrol Yanılsaması

Kontrol yanılsaması bilgi yanılsaması ile birlikte aşırı güvene sebep olan iki etkenden birisi olarak karşımıza çıkmaktadır. Bilgi yanılsaması insanların yatırım kararı verirken yatırım kararı vereceği varlık üstünde daha fazla bilgiye sahip olmasının daha doğru kararlar vereceğini düşünmesine denmektedir. Kontrol yanılsaması ise insanın kendi iradesi dışında gerçekleşen olaylar üstünde etkili sonuçlar elde edebileceğini düşünmesi olarak tanımlanmaktadır<sup>70</sup>.

Kontrol yanılsamasına yol açan bazı etmenler vardır. Bunlar<sup>71</sup>:

- Seçim hakkı: İnsanlar kendi seçimlerini yaptıkları zaman olayları kontrol edebildiklerini düşünmektedirler. Mesela sayısal lotoda sayıları kendileri seçen insanlar sayıları makineye seçtiren insanlara göre daha şanslı olduğunu düşünmektedirler. Lotoda seçim hakkının olması sonucunu etkileyebileceğimiz anlamına gelmez.
- Sonuç dizisi: Ortaya çıkan sonucun hangi yolla ortaya çıktığı kontrol yanılsamasına düşülmesinin bir diğer nedeni olarak sayılmaktadır. Bir olumlu sonuç olumsuz bir sonuçtan daha önce ortaya çıkarsa insanlar daha fazla kontrol yanılsamasına düşmektedir.
- Görev aşinalığı: Bir insan yaptığı işte ne kadar uzmanlaşmışsa o işi o kadar kontrol edebileceğini düşünmektedir. İşin tamamını bilen birisi bütün işi kontrol edebileceğini düşünebilmektedir.
- Bilgi: Daha fazla bilgi elde ederek daha iyi bir kontrol sağlayacağını düşünmek de kontrol yanılsamasını arttırmaktadır.
- Aktif katılım: İnsanlar bir işe ne kadar çok katılırsa onu o kadar çok kontrol edeceğini düşünmektedir. İnsanların bir iş için ne kadar yetkili makamda bulunuyorsa o kadar çok durumu kontrol edebileceği yanılgısı kontrol yanılgısını beslemektedir.
- Geçmiş başarılar: Aşırı güvene yol açan etkiler arasında geçmişte yaptığı bir yatırımdan başarılı sonuç elde etmiş insanların kendine daha fazla

---

<sup>70</sup> Gazel, s.16.

<sup>71</sup> Nofsinger, s.19-20.

güvendiğinden söz etmiştik. İnsanlar geçmişte elde ettikleri başarıları kendi marifeti saydıkları için kendi yeteneklerine daha fazla dayandırmaktadırlar. Bu da onları kontrol edemeyecekleri durumları bile kontrol edebilecek gibi düşündürebilmektedir.

İnsanlar yeteneklerin diğer insanlarda olmadığını varsayarak kontrol edemeyecekleri olayları dahi kontrol edebileceklerini düşünmektedirler. Pek çok insan kendi yeteneğini abartma eğilimi içerisinde bulunmaktadır. Bir doğa olayını ya da tarihi bir olayı değiştireceğini hiç kimse iddia etmemektedir, ancak herkes kendi yeteneklerinin kontrol edilemeyecek pek çok olayı kontrol edebileceğini düşünmektedir.

### *1.5.1.3. Aşırı İyimserlik*

Aşırı iyimserlik yatırımcının yatırım kararı almadan önce yaptığı değerlendirmede yatırım yapmak istediği ihtimale istemediği ihtimalden daha iyimser yaklaştığı durumu ifade etmektedir<sup>72</sup>.

İnsanların pek çoğu ön yargılı düşünmektedirler. İnsanlar kendi yaptıkları tercihler hakkında daha iyimser davranmaktadırlar. Bu durum bir yatırım kararı verirken de değişmemekte, birey kendi yatırım kararlarını aşırı iyimser yaklaşmaktadır. Kendi yatırım tercihleri arasında arzuladığı ihtimalin daha doğru olduğuna yönelik iyimser davranışlar sergilemektedirler. Örneğin çoğu insan diğer insanlardan daha iyi araba kullandığını düşünmektedir<sup>73</sup>.

Yapılan bir araştırmada insanlara olası bir trafik kazasında bulunma ihtimali sorulmuştur. İnsanların çoğu kendileri direksiyonun başındayken kaza yapma ihtimalinin düşük olduğunu belirtmiştir<sup>74</sup>. Bu araştırma insanın kendi yeteneklerini abartmasının ve kendi tercihlerine karşı aşırı iyimser yaklaşmasının örneği olarak sayılmıştır.

<sup>72</sup> Enver Sümer ve Şakir Aybar, “Etkin Piyasalar Hipotezinin Finansal Piyasaları Açıklamadaki Yetersizliği ve Davranışsal Finans”, **Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, IX-II, (2016), s.80.

<sup>73</sup> Korkmaz ve Ceylan, s.616.

<sup>74</sup> Frank P. McKenna, “Itwon’t happen to me: Unrealisticoptimismorillusion of control”, **British Journal of Psychology**, Vol.84, No.1, (1993), s.39-50.



Aşırı iyimserlik yanılığının eğitim, cinsiyet ya da diğer başka nedenlerle sınırlanamamaktadır. Kadın da erkek de, eğitilmiş ya da eğitimsiz insan da aşırı iyimser davranabilmektedir<sup>75</sup>.

İnsan kendi tercihlerine karşı diğer tercihlere kıyasla daha merhametli davranmaktadır, çünkü kendi tercihinin sonucu yine kendisini ilgilendirmektedir. Davranışlarına yön verirken tercih etmek istediğine tercih etmediklerine kıyasla daha iyimser yaklaşmaktadır, çünkü tercih etmek istediği kendi arzusunu içermektedir. Aşırı iyimserlik bu yüzden rasyonel olan insandan bir sapma olarak görülmektedir. Rasyonel insan aşırı iyimser ya da kötümser değil, nesnel ve objektif davranan insan olarak tanımlanmaktadır. Rasyonel insan davranışlarına yön verirken duygularından sıyrılmış bir şekilde hareket etmektedir. İnsanı böyle tasnif etmeyi doğru kabul edilirse iflas etmek üzere olan yöneticinin son bir çıkış yolu olarak baktığı tercihe karşı duyduğu o aşırı iyimser ve umutlu yaklaşımı algılayamamaktadır. Kişi son bir yatırım kararıyla kendisini bu iflas açmazından kurtaracak bir tercihte bulunacağını düşünmektedir. Özetle insan tercihlerine karşı aşırı iyimser davranır çünkü bu onun sahip olduğu iradesinin ortaya çıkışını ifade etmekte ve insan bu iradeye sahip çıkmak istemektedir.

#### ***1.5.1.4. Aşırı Tepki***

Geleneksel finans anlayışının sistematik doğru karar anlayışına karşı insanların sistematik olarak yanlış kararlar verdiğini söyleyen davranışsal finans yatırımcıların finansal piyasalarda hızlı karar vermek zorunda olduğunu ve bunun için yatırımcıların karar verirken basitleştirici birtakım yollar ve sezgilere dayandığını ifade etmektedir.

---

<sup>75</sup> Neil D. Weinstein, "Unrealistic optimism about susceptibility to health problems: Conclusion from a community-widesample", **Journal of Behavioral Medicine**, Vol.10, No.5, (1987), s.481-500.

Piyasada yatırımcılar aynı bilgi ve tecrübeye sahip olmamakta ve bu bilgi ve deneyimi satın alabilecek uzmanlığa başvuramamaktadır. Bu yüzden rasyonellikten uzak kararlar ortaya çıkmaktadır<sup>76</sup>.

Araştırmalar hisse senedi piyasasında gerçekleşen her değişiklik ya da habere yatırımcıların aynı anda cevap vermediğini göstermiştir. Araştırmalar yatırımcıların piyasada oluşan bilgilere aşırı ya da az tepki verebildiklerini göstermiştir.

Yatırımcıların bazı durumlarda aşırı tepki verdikleri bilinse bile bu konuya ilişkin uygulamada yapılan ilk araştırmaya De Bondt ve Thaler imza atmıştır. Araştırma uzun süre boyunca iyi haber gelen menkul kıymetler normalinden fazla değerlendirilebileceğini göstermiştir. İyi haberlere yatırımcılar sezgisel olarak aşırı tepki göstermişler, bu aşırı tepki menkul kıymetlerin normalinden fazla değerlenmesine yol açmıştır<sup>77</sup>.

Finans dünyasında daha önce açıkladığımız gibi balonların oluşmasının sebebi de yatırımcıların aşırı tepki vermesinden kaynaklanmaktadır.<sup>78</sup> Yatırımcılar kendilerine gelen bilgiler karşısında hızlı karar almak zorunda ve hızlı karar alma sürecinde çoğu yatırımcı aşırı tepki göstermektedir.

Hisse senetlerine verilen aşırı tepki hisse senetlerinin fiyatını yükseltmektedir. Bu durum hisse senetlerinin olması gerekenden fazla değerlenmesine sebep olmaktadır. Yatırımcılar daha sonra aşırı tepki verdikleri bu hisselerin değerini gerçek değerine doğru düşürebilmektedir. Aşırı tepki verdiğini anlayan yatırımcı bu tepkinin yarattığı olumsuz sonucu yine kendisi ortadan kaldırmaktadır<sup>79</sup>.

---

<sup>76</sup> Semra Öncü, Hüseyin Aktaş, Sibel Kargın, Rabia Aktaş ve Nilgün Kayalı, *Yatırımcıların Anormal Fiyat Değişimlerine Tepkisi: Gün İçi Verilerle İmkb Üzerine Bir İnceleme*, [https://www.researchgate.net/profile/Sibel\\_Kargin/publication/290394450\\_Yatirimcilarin\\_Anormal\\_Fiyat\\_Degisimlerine\\_Tepkisi\\_Gun\\_Ici\\_Verilerle\\_IMKB\\_Uzerine\\_Bir\\_Inceleme/links/5696b05d08ae1c427903dcbd/Yatirimcilarin-Anormal-Fiyat-Degisimlerine-Tepkisi-Gun-Ici-Verilerle-IMKB-Uzerine-Bir-Inceleme.Pdf](https://www.researchgate.net/profile/Sibel_Kargin/publication/290394450_Yatirimcilarin_Anormal_Fiyat_Degisimlerine_Tepkisi_Gun_Ici_Verilerle_IMKB_Uzerine_Bir_Inceleme/links/5696b05d08ae1c427903dcbd/Yatirimcilarin-Anormal-Fiyat-Degisimlerine-Tepkisi-Gun-Ici-Verilerle-IMKB-Uzerine-Bir-Inceleme.Pdf), (23.12.2018), s.5.

<sup>77</sup> Nicholas Barberis, Andrei Shleifer ve Robert Vishny, "A Model of Investor Sentiment", *Journal of Financial Economics*, Cilt.49, (1998), s.315.

<sup>78</sup> Gazel, s.21.

<sup>79</sup> Korkmaz ve Ceylan, s.617.

Hisse senedinin incelendiği dönemin uzunluğu da hisse senedine gösterilen tepkiyi etkilemektedir. Üç ay ile on iki ay süreleri arasında yapılan araştırmalarda yatırımcıların aşırı tepki gösterdiği tespit edilmiştir<sup>80</sup>.

#### **1.5.1.5. Düşük Tepki**

Yatırımcı finans ve menkul kıymet piyasalarında yaptığı ya da yapmadığı yatırımlar için bilgi sahibi olmaktadır. Kendilerine gelen bilgilere geç tepki veriyorlarsa düşük tepki davranışı sergilemektedirler<sup>81</sup>. Yani bir bilgiyi elde etmek ile onu değerlendirip harekete geçme arasında geçen sürenin beklenenden ya da olması gerekenden daha uzun sürmesine düşük tepki denilmektedir.

Elde edildiği dönem değerlendirilmeyen bilgi daha sonraki dönemde işlevsiz, değersiz hale gelebilmektedir. Piyasaların karmaşıklığı, hızlılığı gibi nedenlerle yatırımcılar her zaman bilgiyi değerlendirecek vakit bulamamaktadırlar. Bu durum bilgiye düşük tepki göstermesine sebep olmaktadır. Yatırımcı öğrendiği bilgiye göre hareket etmek yerine mevcut bilgisiyle yaptığı tercihi devam ettirmek istiyor da olabilmektedir. Bu durumda da yatırımcı öğrendiği bilgiye geç tepki vermektedir.

Düşük tepki ile yüksek tepkinin arasındaki en önemli ayrım bilginin kıyasıyla ortaya çıkmaktadır. Yani yatırımcı geçmişteki bilgiyi önemli sayıyorsa yeni öğrendiği bilgiye düşük tepki vermekte, yeni öğrendiği bilgi dikkatini daha çok çekiyorsa ona aşırı tepki vermektedir<sup>82</sup>. O halde düşük ya da yüksek tepki arasındaki en önemli fark o bilginin öncekine göre tercih edilebilir olup olmaması belirlemektedir.

Muhafazakarlık düşük tepki için verilecek en önemli örnekler arasında yer almaktadır. İnsanlar doğal yapılarından dolayı elindekini tutmak istemektedirler. Sahip olduğunu korumak yeni şeylere sahip olmaktan daha önemli hale gelebilmektedir. Bu yüzden yatırımcı önceden verdiği kararın da arkasında durmak istemektedir. Bu istek de

---

<sup>80</sup> Barak ve Demireli, s.2.

<sup>81</sup> Henriette Prast, "Investor Psychology, A Behavioral Explanation of Six Finance Puzzle", **Research Series Supervision**, De Nederlandsche Bank, (Şubat 2004), s.13.

<sup>82</sup> Serpil Döm, **Yatırımcı Psikolojisi**, İstanbul: Değişim Yayınları, 2003, s.120-121.

onların yeni bilgiye karşı tutuklu davranmalarına ve düşük tepki göstermelerine neden olmaktadır<sup>83</sup>.

Düşük tepki muhafazakarlığın yanı sıra temsililik kısa yolunda da ortaya çıkmaktadır. Yatırımcıların yatırım yapacakları şirketler hakkın da bir takım ön yargıları vardır. Bu önyargılar şirketi yeniden değerlendirecek bir bilgiye sahip olduklarında kararlarına etkili olmaktadır<sup>84</sup>.

Özetle yatırımcılar yeni bir bilgi duyduğunda yaptıkları yatırımları yeniden değerlendirme sürecine girmektedirler. Duydukları bilgi kendilerine daha önceki verdiği karardan daha cazip gelirse aşırı tepki vermektedirler. Öğrendikleri bilgiye karşı kendi verdikleri karara bağlı kalmayı tercih ederlerse de düşük tepki göstermektedirler. Yatırımcının ön yargıları piyasaya yönelik verdiği kararları etkilediği için piyasa rasyonelliğini sürdürmemektedir. Bu yüzden bu piyasadan sapmalar oluşmaktadır. Piyasa sapmalarını inceleme alanı edinmiş olan davranışsal finans bu sapma sebeplerinin psikolojik etkilerden kaynaklandığını ifade etmektedir. Düşük ya da aşırı tepki vermek de psikolojik bir alt yapının varlığını göstermektedir. Bu psikoloji kişiyi karar verirken etkilemektedir.

#### ***1.5.1.6. Kendine Atfetme Yanlılığı***

Kişinin yaptığı tercih sonucunda ortaya çıkan iyi sonucu kendi başarısı olarak sayması kötü sonucu ise dış faktörlerin etkisi olarak saymasına kendine atfetme yanlılığı denilmektedir<sup>85</sup>. Kendine atfetmeyi daha geniş tanımlayacak olursak psikolojide yüklenme kuramına değinmek gerekmektedir. Bu kurama göre kişi beklediği sonuç umduğu gibi gerçekleşirse bunu kendisine bağlarken istediği gibi gerçekleşmemesi durumunda ise bunu dışsal faktörlere ya da sabotaj gibi kendisinin dışında gerçekleşen sebeplere bağlamaktadır<sup>86</sup>.

---

<sup>83</sup> Kıyılar ve Akkaya, s.327.

<sup>84</sup> Gazel, s.22.

<sup>85</sup> Mehmet Akif Öncü, "Onur Özevin, Kadınların Yatırım Alışkanlıklarının Davranışsal Finans Çerçevesinde Değerlendirilmesi", **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt.16, Sayı.61, (Bahar 2017), s.589.

<sup>86</sup> Doğan Cüceloğlu, **İnsan ve Davranışı**, 22. Baskı, İstanbul: Remzi Kitabevi, 2011, s.515-516.

Kendine atfetmenin ortaya çıkardığı başka psikolojik etmenlerde bulunmaktadır. Kendine atfetme yapan insan aşırı güven duygusunun da etki altında kalmaktadır. Öyle ki kişi kendi kararının doğruluğuna kesin olarak inanmaktadır.

Kendine atfetme davranışı cinsiyet farklılıkları açısından da incelenebilmektedir. Yapılan araştırmaya göre erkekler başarıları kendine atfetme konusunda kadınlara göre daha fazla meyil göstermektedir. Kadınlar ise başarısızlıklarını kendi kişisel yetersizliğine bağlamaktadır.<sup>87</sup> Kendine atfetmeye bir örnek daha verecek olursak genel olarak sınav sonuçları açıklandığında öğrenciler notlarında başarılı sonuçları kendileri elde ettiğini söylemekte, ancak başarısız olarak aldıkları notları öğretmenin kötülüğü, derslerin verimsizliği gibi dış faktörlerden kaynaklandığını ifade etmektedirler<sup>88</sup>.

Kendine atfetme yanlılığına sahip insanlar algıda seçicilik denilen davranış biçimlerini de sergileyebilmektedir. Bu insanlar yükselen hisselerde duymak istediği hisseleri aramaktadırlar. Bunun altında kişinin bu hisseleri kendi başarısı olarak görme arzu yer almaktadır. Bu yüzden alternatif yatırım tercihlerine kayıtsız kalabilmektedirler<sup>89</sup>.

Netice itibariyle insan kendi başarılarını yüceltme konusunda daha duyarlı davranmaktadır. Bu insanın kendi dehasını ortaya koyacağı için insanlar isabetli tahminlerini sahiplenmek isabetsiz olanları ise bir başkasının kusuruna yüklemek istemektedir. İnsan gerekliliğini onaylamak anlamına gelen başarıları sahiplenerek onu kendi zekasına bağlarken kendini reddedecek olumsuz sonuçları bir başkasına bağlayarak kendisini kusursuzlaştırma yolunu seçmektedir. Bu yolu seçmenin maliyeti de rasyonel olan piyasadan uzaklaşarak akılsız sonuçların ortaya çıkardığı maliyetlere katlanmaktır.

---

<sup>87</sup> Kay Deaux, "Sex: A Perspective on The Attribution Process", In J. Harvey, W. J. Ickes & R. F. Kidd, **Newdirections in Attribution Research**, 1976, 1, s.335-352.

<sup>88</sup> Altunöz ve Altunöz, s.24.

<sup>89</sup> Gazel, s.24.

### 1.5.1.7. Çerçeveleme Etkisi

Bir konuda karar verirken yatırımcı sadece içeriksel olarak değil biçimsel olarak da yapacağı tercihi belirlemektedir. Çerçeveleme etkisi yatırımcının biçimsel olarak vereceği karardan etkilenmesini ifade etmektedir.

Yatırımcıların karar verme sürecinde vereceği karar için olayların sunuluş biçiminden etkilenerek karar vermesine çerçeveleme etkisi denilmektedir<sup>90</sup>.



Şekil 2: İki Çizgi

**Kaynak:** Daniel Kahneman, Hızlı ve Yavaş Düşünme, s.34.

Bu iki çizgi aynı uzunluğa sahip olmasına rağmen pek çok insan ikinci çizginin ilk çizgiden daha uzun olduğunu söylemektedir. Bu durum insanların sunuluş biçiminden etkilendiğini göstermektedir.

Davranışsal finansın kurucu Kahneman çerçeveleme etkisi ile ilgili bir deney yapmıştır. ABD’de salgın bir hastalık olduğu ve 600 insanın tehlikede altında bulunduğu varsayılmıştır. Bu salgınla mücadele adına insanlardan iki farklı senaryodan birini seçmeleri istenmiştir<sup>91</sup>.

Senaryo 1: A programı uygulanırsa 200 insan hayatta kalacak

<sup>90</sup> Ateş Bayazıt Hayta, “Bireysel Yatırımcıların Finansal Risk Algısına Hizmet Eden Psikolojik Önyargılar”, **TSA**, Sayı.3, (Aralık 2014), s.339.

<sup>91</sup> Amos Tversky ve Daniel Kahneman, “The Framing of Decisionand The Psychology of Choice”, **Science** **211**, (1981), s.453-458.

Senaryo 2: B programı uygulanırsa 1/3 ihtimalle 600 kişi hayatta kalacak, 2/3 ihtimalle kimse kurtulamayacaktır.

Bu iki senaryonun ardından katılımcılara 2 senaryo daha önerilmiştir.

Senaryo 1: C programının uygulanması durumunda 400 insan ölecektir.

Senaryo 2: D programının uygulanması durumunda 1/3 olasılıkla kimse ölmeyecek 2/3 olasılıkla 600 kişi ölecektir.

Soru şu: Hangi programın uygulanmasını istersiniz?

Bu 4 senaryoda cevap verenler ilk önce kesin olan seçeneği yani program A'yı tercih etmişlerdir. Soru ikinci şekliyle geldiğinde ise insanlar çoğunlukla D programını seçerek risk almışlardır. Soruların sunuluş biçimi insanların yaptığı tercihleri etkilemektedir. İnsanlar ilk biçiminde kesin ihtimale odaklanırken ikinci sefer sorulduğunda çerçeve değiştiği için risk almayı tercih etmişlerdir.

Amos ve Kahneman bu konuda yaptığı başka araştırmalar da bulunmaktadır<sup>92</sup>.

- Yüzde 10 olasılıkla 95 dolar kazanacaksınız ya da yüzde 90 olasılıkla 5 dolar kaybedeceğiniz bir kumarı tercih eder misiniz?
- Yüzde 10 olasılıkla 100 dolar kazanacaksınız ya da yüzde 90 olasılıkla hiç bir şey kazanamayacağınız bir piyango için 5 dolar vermeyi kabul eder miydiniz?

İki problemde de kazanma ve kaybetme ihtimalini ve bu iki ihtimalde de ortaya çıkan kazanç ya da kayıp birbirine benzemektedir. Katılımcılar iki problemde de yaptığı tercihe göre 95 dolar daha zengin ya da 5 dolar daha fakir olmaktadır. Rasyonel olan insanın iki soruya da aynı cevabı vermesi gerekirken iki soru için de yanıtlayanlar farklı cevaplar vermiştir. İkinci soruda ikramiye kaybetmek kumar olarak kötü çerçevelenmiştir<sup>93</sup>. Bu kötü çerçeve insanları karar alırken etkilemiştir.

---

<sup>92</sup> Kahneman, s.421.

<sup>93</sup> Kahneman, s.421.

Kahneman iyi çerçeveler tanımını da yapmaktadır. Ona göre bazı çerçeveler aynı şeyi tanımlamak için alternatif yollardan daha iyi olmaktadır. Bu konuda bir örnek de veren Kahneman farklı çerçevelerin farklı zihinsel çağrışımlarda bulunduğunu ifade etmektedir. Örneğin<sup>94</sup>:

- Tiyatroya giden bir kadın tiyatro izlemek için 80 dolarlık iki bilet alıyor. Tiyatroyu izlemeye geldiğinde biletleri kaybettiğini fark ediyor. Oyunu izlemek için kadın iki bilet daha alacak mı?
- Bir kadın tanesi 80 dolar olan iki bilet almak için tiyatroya gidiyor. Tiyatro gişesine vardığında bilet için ayırdığı 160 doları kaybettiğini fark ediyor. Kredi kartı cüzdanında ve biletler için kredi kartını kullanabilmektedir. Sizce kadın iki bileti alacak mı?

Sorunun yönlendirildiği çoğu kişi ilk soruda kadının tiyatroyu izlemeden eve döneceğini ancak ikinci ihtimalde kadının kredi kartını kullanarak bileti alacağını düşündüklerini ifade etmişlerdir.

Bu iki problem zihinsel muhasebe ve batık maliyet kavramını ilgilendirmektedir. Biletler kaybolduğunda bu tiyatroyu izlemenin maliyetini oluşturmaktadır. İkinci problemde kişi tiyatroyla alakası olmayan nakit parasını kaybetmektedir. İki durumda da bilet aldığını varsayarsak katlanacağı maliyet aynı olmaktadır. Katılımcılar ise ikinci durumun tiyatronun maliyeti saymamakta, bu nedenle iki durum arasında farklı seçenekleri cevaplamaktadır.

Çerçeveleme etkisi yatırım kararları üzerinde de etkilidir. Kişi bir yatırım kararı verirken kararını nasıl çerçevelediğini dikkate almaktadır<sup>95</sup>.

Bir araştırmada insanların satın almak istediği ürünler üzerinden çerçeveleme etkisinin nasıl işlediğini sorgulanmıştır. Araştırmada fiyatı farklı iki kameradan hangisini almak istediği müşterilere sorulmuştur. Müşterilerin çoğu ucuz olan kamerayı tercih etmiştir. Daha sonra ilk iki makine aynı kalarak kameralara bir üçüncüsü daha eklenmiştir. Eklenen üçüncü kameranın fiyatı diğer iki kameranın fiyatından daha

---

<sup>94</sup> Kahneman, s.429-430.

<sup>95</sup> Gazel, s.26.



yüksek belirlenmiştir. Müşteriler bu kez en ucuz olan kamerayı değil ortalama olan kamerayı tercih etmiştir. Bu durum aşırılıktan kaçınma olarak adlandırılmıştır. Müşteriler genel olarak en pahalı olandan yani aşırı diye çerçevelediği tercihten kaçma eğilimi göstermiştir<sup>96</sup>.

İnsanlar karar verirken karar çerçeveleri tarafından aldatılıp yanlış kararlar verebilmektedir. Karar çerçeveleri pozitif ya da negatif olabilmektedir<sup>97</sup>.

### 1.5.2. Geçmişten Etkilenme

Ekonomik düzen içerisinde karar verici olanlar aldıkları kararlarda geçmiş tecrübelerinden de etkilenmektedir.

#### 1.5.2.1. Kolay Para Etkisi

Yatırımcının parayı kazandıktan sonra daha fazla risk alabilmesi durumunu ifade etmektedir. Diğer bir deyişle kolay bir şekilde kazandığı parayı daha kolay riske edebilmesi durumunu ifade etmektedir<sup>98</sup>.

İnsanların daha önce kazandıkları paralar onları bir sonraki yatırım kararında motive etmektedir. Bu etkiyle insanlar kazandıkları parayı kendi paraları olarak görmeyip servetinin içerisinde bir varlık olarak davranmamaktadır. Kumarda kazanmış olduğu parayı kendi parası değil de bir başkasının parası gibi görmektedir. Bu yüzden onu harcamak ve onunla yatırım yapmak konusunda risk almaya daha meyilli olmaktadır<sup>99</sup>.

---

<sup>96</sup> Itamar Simonson ve Amos Tversky, "Choice in Context: Trade-off Contrast and Extremeness Aversion", **Journal of Marketing Research**, Vol.29, (1992), s.286.

<sup>97</sup> Nofsinger, s.57.

<sup>98</sup> Öncü ve Özevin, s.589.

<sup>99</sup> Richard H. Thaler ve E. J. Johnson, "Gambling With The House Money And Trying To Break Even: The Effects of Prior Outcome Son Risky Choice", **Management Science**, Vol.36, Issue.6, (1990), s.382.

Yatırımcı önceki hisse senedini karlı sattıktan sonra yatırım kararı alırken risk alma konusunda daha cesur davranmaktadır. Önceki tecrübesi kendisine kayıp yaşatmışsa da bu kayıp yatırımcının yatırım yapma konusunda isteğini azaltmaktadır<sup>100</sup>.

Yapılan bir araştırmada üniversite öğrencilerinin riske girme davranışı ölçülmüştür. Araştırmada 15 dolar kazanıldığını varsayarak üniversite iktisat öğrencilerine 4.5 dolar karşılığında bir yazı tura oyununa girip girmeyecekleri sorulmuştur. Öğrencilerin yüzde 77'si bu riski almıştır. Kolay kazanılan bir paranın ardından riske girme konusunda istek de artmıştır. Öğrencilere 15 doları almadan bu bahsi kabul edip etmeyecekler sorulduğunda öğrencilerin sadece yüzde 41'i bahse girmeyi kabul etmiş, risk konusunda isteksizliklerini belli etmişlerdir<sup>101</sup>.

Kolay para etkisi yatırımcının risk altında karar alma davranışının açıklamaya yardımcı olmaktadır. Kolay para etkisi yatırımcının kolay elde ettiği parayı diğer varlıklarına göre riske atma konusunda daha korkusuz davranmasının anlaşılmasını sağlamaktadır<sup>102</sup>.

### **1.5.2.2. Riskten Kaçınma**

Risk ve belirsizlik kavramı geleceğin bugün içerisinde kesin olarak bilinmiyor olmasından kaynaklanmaktadır. Bu iki kavram anlam olarak farklılık göstermesine rağmen çoğu zaman karıştırılmaktadır.

Risk geleceğe ilişkin yapılan tahminlerin objektif kriterlerle kişisel yargılardan yoksun yorumlanmasını ifade etmekten ziyade belirsizlik subjektif etkenlerin de geleceğe yönelik gerçekleşen tahminlere etki ettiği durumu ifade etmektedir. İki kavramda esasında belirsizliğin olduğu durumu ifade etmektedir. Farklılığı daha net ortaya koymak gerekirse; risk ölçülebilen bir belirsizliği vurgulamaktadır. Bu anlamda risk belirsizlikten daha geniş bir kavramı içermektedir. Risk her zaman olumsuz bir anlamı da ifade etmemekte, olumlu ya da olumsuz bütün sonuçları ifade etmektedir. O zaman

---

<sup>100</sup> Döm, s.108.

<sup>101</sup> Nofsinger, s.37.

<sup>102</sup> Gazel, s.27.

risk kısaca gelecek adına bir karar alınırken göz önünde tutulmak zorunda olunan olumlu ya da olumsuz durumlar olarak tanımlanmaktadır.

Risk algılamaları kişiden kişiye değişiklik göstermektedir. İnsanlar bir kayıptan sonra risk aynı olsa bile riske girmek konusunda daha az istekli davranmaktadırlar<sup>103</sup>. Kazanç ya da kayıptan sonra risk objektik bir değerlendirmeden uzaklaşmaktadır.

İnsanların kesin olan kazançları kesin olmayan kazançlara tercih ettiği varsayılmaktadır<sup>104</sup>.

- 85.000 dolar kesin getiri
- %85 olasılıkla 100.000 dolar getiri ya da %15 olasılıkla hiçbir şey.

Bu probleme cevap verenler çoğunlukla kesin getiriyi seçmişlerdir.

- 85.000 dolar kesin kayıp
- %85 ihtimalle kesin kayıp ya da %15 ihtimalle hiçbir şey kaybetmeme

Çoğu kişi ilk olasılıklar arasından kesin getiriyi seçerken ikinci olasılıklar arasında kesin kaybı değil ihtimalli kaybı tercih etmiştir. Bunun anlamı şudur ki insanlar sanılanın aksine her durumda riskten kaçan rasyonel bir varlık değildir. İnsanlar kaybedecekleri zaman risk alma konusunda daha cesur kararlar vermektedir. Risk almak onlara daha fazlasını kaybettirebilir ancak hiç kaybetmeme ihtimalinin de var olduğu durumda kesin olarak kaybedecekleri bir yönü seçmek istememektedirler.

Riskten kaçınma davranışı finansal piyasaları da etkilemektedir. Yatırımcıların riske karşı duruşları karar vermelerine etki etmektedir. Bu davranış çoğunlukla bireylerin yatırım yaptıktan sonra başarısız olmaları sonucu piyasa da yeni bir yatırım kararı alırken temkinli davranması hatta bazı durumlarda kendisini cezalandırması gibi davranışlara yol açmaktadır. Bu davranışlar da piyasada işlem hacminin daralmasına kredi olanaklarının azalmasına yol açmaktadır<sup>105</sup>.

---

<sup>103</sup> Nofsinger, a.g.e., s.36.

<sup>104</sup> Amos Tversky, "The psychology of Decision versus Standard Finance". A.S. Wood (Ed.), **Behavioral Finance and Decision Theor in Investment Managment: An Overview**, s.2-5, AIMR (CFA Institute), 1995.

<sup>105</sup> Gazel, s.29.

Sahip olunan değerler kesin bir yol göstermiyorsa insanlar duygularla hareket etmeyi seçmektedir. Bu durum karar vermek durumunda kalan insanların yapacak başka bir şeyi kalmamasından kaynaklanmaktadır<sup>106</sup>.

Riskten kaçınma insanın duygularını var olan nesnel analizlerden daha önde tutarak geçmişte yaşadığı başarısızlığın ya da pişmanlığın etkisi altında karar vermesi durumu olarak ifade edilebilmektedir. Kendisine bilgi gelen yatırımcı karar vermek durumunda kaldığı zaman bu kararı verirken rasyonel olarak bir tercihte bulunmadığı durumlardan birisi sayılan riskten kaçınma davranışı çoğunlukla bireyin kendi kararlarının sonucunun kötü olmasından kaynaklanmaktadır. Birey bir başarısızlığa daha tahammül etmek zorunda kalmak istemediği için kendisini başarılı olacağı durumun riskinden bile koruma yolunu seçmeye zorlamaktadır. Bu da yatırım kararını alırken finansal piyasaların gidişatına etki etmekte ve onu olması gereken durumdan uzaklaştırarak onda rasyonel olmayan bir sapma meydana getirmektedir.

### ***1.5.2.3. Belirsizlikten Kaçınma***

Belirsizlik ve risk kavramları çoğunlukla karıştırılmaktadır. Bu kavramlar arasındaki fark olasılıklar üzerinden ortaya çıkmaktadır. Risk verilecek olan kararın gelecekte ortaya çıkacak muhtemel sonuçlarının bilinebildiği durumları ifade etmekte belirsizlik gelecekte ortaya çıkacak durumların muhtemel sonuçlarının oransal olarak hiç belirlenemediği durumları ifade etmektedir. İki durumda da verilecek bir kararın gelecekte ortaya çıkacağı sonuç bilinmemekte sadece kişisel kanaat ve yargılara dayanan yorumlar yapılmaktadır<sup>107</sup>.

Belirsizlikten kaçınmayla alakalı en temel çalışma olarak Ellsberg'in yaptığı olasılıklar içeren çalışması sayılmaktadır. Bu çalışma yer alan örneği incelemek gerekmektedir<sup>108</sup>.

---

<sup>106</sup> Jean Paul Sartre, **Varoluşçuluk**, Asım Bezirci, (çev.), İstanbul: Say Yayınları, 22. Baskı, 2010, s.50.

<sup>107</sup> Edvard M. Miller, "Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion", **The Journal of Finance**, Vol.32, No.4, 1977, s.1159.

<sup>108</sup> D. Ellsberg, "Risk, Ambiguity and The Savage Axioms", **Quarterly Journal of Economics**, Vol.75, 1961, s.650-651.

Çalışmaya göre içerisinde kırmızı ve siyah olan iki farklı torbadan bir top çekileceği varsayılmıştır. İlk torba toplamda 100 toptan oluşmakta ancak içerisinde kaç tane kırmızı kaç tane siyah top olduğu bilinmemektedir. Yani bu torbanın tamamı kırmızı olabileceği gibi tamamı siyah top da olabilmektedir. İkinci torbada ise 50 tane kırmızı ve 50 tane siyah top olduğu bilinmektedir. Bu bilginin ardından 100 dolar ödül kazanacağı ya da hiçbir şey kazanamayacağı bahse girilmesi istenmiştir.

Birinci ihtimaller:

1. Çekilecek top birinci torbadan çekilecek. Eğer çekilen top kırmızı renkli olursa katılımcı 100 dolar kazanacak ancak top siyah renkli bir top olur ise katılımcının hiçbir kazancı olmayacaktır.
2. Çekilecek olan top ikinci torbadan çekilecektir. Eğer katılımcı kırmızı topu çektiyse 100 dolar kazanacak siyah topu seçtiyse hiçbir kazancı olmayacak
3. İkinci ihtimaller:
4. Çekilecek olan top birinci torbadan çekilecektir. Katılımcı kırmızı topu bulursa hiçbir şey kazanamayacak, siyah topu çektiyse 100 dolar kazanacaktır.
5. Çekilecek olan top ikinci torbadan çekilecektir. Eğer katılımcı kırmızı olan topu çektiyse hiçbir şey kazanamayacak, siyah topu çekerse 100 dolar kazanacaktır.

Katılımcıların verdikleri cevaplar değerlendirildiğinde birinci ihtimaller içerisinde 2. seçeneği tercih ederken ikinci ihtimaller içerisinde 4. seçeneği tercih etmişlerdir. Katılımcılar tamamen belirsizlik içeren birinci torba yerine iki ihtimalde de içeriği belli olan ikinci torbayı tercih etmiştir. Katılımcılar belirsizliğin olduğu durumda olasılıkları belli olan bir riski tercih etmek istemişlerdir.

İnsanlar belirsizlikten kaçma yolunu tercih etmiş olsalar bile yapılan araştırmalar göstermiştir ki aşırı güven davranışı sergileyen insanların belirsizlikten kaçma konusunda diğer yatırımcılara göre daha isteksiz davranmaktadır<sup>109</sup>.

---

<sup>109</sup> Montier, s.15.

Belirsizlikten kaçınmanın en önemli örneği de finansal piyasalarda ortaya çıkmaktadır. Yatırımcı kendi ülkesini daha iyi öngördüğünü düşündüğünden dolayı kendi ülkesindeki hisse senetlerine yatırım yapmaktadır. ABD’de yatırımcıların %94’ü Japonya’da ise yatırımcıların %82’si başka ülkelerin hisselerine değil kendi ülkelerinin hisselerine yatırım yapmaktadır. Bunun sebebi ise açıktır ki yatırımcının kendi ülkesindeki riskleri daha iyi hesaplayabilmesi diğer ülkelere yatırım yapılmasını ise belirsiz olarak görmesinden kaynaklanmaktadır<sup>110</sup>.

Gerçek hayatta ise belirsizlikten kaçmak kişinin karar vermek durumunda olduğu konuda kendisinin ne derecede uzman olarak gördüğüyle bağlantılı olarak değişmektedir.<sup>111</sup> İnsanlar hayat içerisinde bazen karar vermek durumunda kalmakta ve bu kararı vermek onun için geleceğin belirsizliğinden dolayı zor olmaktadır. Bu belirsizlikten kaçmanın yolunu arasa dahi kişi kendisini karar vereceği durumun hâkimi olarak hissediyorsa risk almaktan kaçınmayacaktır.

Belirsizlik insanların hayatlarında karar alırken karşılaştıkları en ciddi problemlerden biri olmaktadır. Yatırımcılar da belirsizlik durumlarında yatırım kararı alırken çoğunlukla bu kararları kendi sezgilerine göre almaktadır. Bu sezgiler yatırımcıyı yanıltırsa eğer daha sonraki kararlarında riskten kaçınma eğilimi gösterebilmektedir. Eğer bu belirsizlik altında alınan karar onlar için olumlu sonuçlar meydana getirirse yatırımcılar bir sonraki kararını alırken aşırı güven etkisiyle risk alma konusunda daha cesur davranmaktadır. Tecrübeler insanların kararlarını etkilemektedir. İnsan biriktirdiklerine karşı daha çok güven duymaktadır. Bu insanın yaşantısının bir özetini oluşturmaktadır. Bu yüzden kendi tecrübelerine güvenmeyi -özellikle geleceğin net bir biçimde görünmediği zamanlarda- tercih etmektedir. Kendi yaşantısına güven duymak psikolojik bir birikimin sosyal hayatının kendisine kazandırdıklarının bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Bu sonuç insanı sahip olduklarıyla alakalı karar verirken etkilemektedir.

---

<sup>110</sup> Poterba French, B. James ve R. Kenneth, “Investor Diversification and International Equity Markets”, **American Economic Review**, Vol.81, No.2, (Mayıs 1991), s.222-226.

<sup>111</sup> C. Heath ve A. Tversky, “Preference and Belief: Ambiguity and Competence in Choice Under Uncertainty”, **Journal of Risk and Uncertainty**, Vol.4, (1991), s.15.

#### 1.5.2.4. Tutuculuk

Kelime anlamı ile koruma saklama anlamına gelen muhafaza kelimesinden türeyen muhafazakarlık muhafaza edilmek istenen şeyi muhafaza eden anlamına gelmektedir<sup>112</sup>. Edwards ise muhafazakarlığı değişimin karşısında yavaş davranma olarak ifade etmektedir<sup>113</sup>.

Finansal piyasalarda tutuculuk yatırımcının yeni bir bilgi elde etmesi durumunda bu bilgiye karşı düşük tepki vermesine sebep olmaktadır, çünkü tutuculuk yeni bir bilgi elde eden yatırımcının bu bilgiye rağmen kendi görüş ve düşüncelerine sıkı sıkıya bağlılık duymasına sebep olmaktadır. Bu bağlılık onun tepki vermesini geciktirmekte ya da gereği gibi tepki vermesine engel olmaktadır<sup>114</sup>.

Muhafazakar yanlılığa sahip olan insanlar borsa da yatırım kararı verirken kendi tahminlerine göre hareket etmektedirler. Bu kişiler tahminlerini ancak çok büyük kanıtların olması durumunda değiştirmektedirler<sup>115</sup>.

Özetle davranışsal finansa göre tutuculuk eğilimi de piyasada karar veren yatırımcının kararlarını etkilemektedir. Sadece ekonomide değil gerçek yaşamda da insanlar mevcut bilgileri ile kurdukları yaşam biçimini korumayı yeni bilgilere göre baştan bir yaşayış biçimine dönüştürmeye tercih etmektedirler. İnsanlar yeni bilgi kendisini yalnızlıyor olsa bile hayatını değiştirmektense kendi bilgisini korumak istemektedir. Bu onun hayatını yeniden şekillendirmenin duygusal ya da ekonomik maliyetinden kaçmaya çalışmasından kaynaklanmaktadır. Bütün bir hayatını yalan üzerine kurduğunu düşünen biri bir süre sonra bu yalanı kabullenmek ve onu doğru saymayı tercih edebilmektedir, çünkü insanlar o yalanın ortaya çıkardığı konjonktürü ve alışkanlıkları değiştirmek yerine o yalanı sürdürmeyi tercih edebilmektedir. Doğruyu öğrenmek ya da yeni bir bilgiye sahip olmak o alışkanlıkları değiştirmeyi gerektirebilmektedir. Tutuculuk bu anlamda statükoculuk tuzağı diye de ifade

<sup>112</sup> Şükrü Haluk Akalın (Hızl.), **Türkçe Sözlük**, 10. Baskı, TDK, 2009, s.1414.

<sup>113</sup> Ayhan Küçük, "Bireysel Yatırımcıları Finansal Yatırım Kararına Yönlendiren Faktörlerin Davranışsal Finans Açısından Ele Alınması: Osmaniyeye Örneği", **Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Sayı.11, (Kasım 2014), s.110.

<sup>114</sup> Gazel, s.33.

<sup>115</sup> Jale Sözer Oran, "Davranışçı Finans: Fildişi Kuleler Sarsılıyor", **Marmara Üniversitesi Öneri Dergisi**, Cilt.8, Sayı.29, (2008), s.38.

edilmektedir<sup>116</sup>. Bu şekilde ifade edilmesinin nedeni olarak kişinin yeni öğrendiği bir bilgi karşısında bütün hayatını değiştirecek bir kararı almakta tereddüt etmesi sayılmaktadır.

#### **1.5.2.5. Başa Baş Etkisi**

Kaybetmek insanlarda her zaman için pişmanlıktan kaçınma etkisi yaratmamaktadır. Bazen insanlar kaybettikleri yere geri dönebilmek için daha fazla risk alma yolunu seçmektedirler, çünkü o anda insanların istedikleri şey hiç bir şey kaybetmemiş olmaktır. Başa baş etkisi de işte bu noktadan ortaya çıkmaktadır. Başa baş etkisi insanların hiçbir şey kaybetmemeyi arzulamalarından kaynaklanmaktadır.

İnsanlar kumar oynadıkları zaman kaybederlerse eğer kaybettikleri şeyleri geri almak adına bir kumar daha oynamaktadır. İnsanlar masadan kalkmadan önce hiç değilse o masaya hiç oturmadan önceki varlık pozisyonunuzda olmayı istemektedir.

Nofsinger kumar üzerine bir araştırma yapmıştır. Araştırmada deneklerle bir yazı tura oyunu oynanmıştır. Oyunu kaybeden deneklere bir daha oyun teklif edildiğinde bir önceki kaybını telafi edecek bir bahisten oyunu kabul etmek istemişlerdir<sup>117</sup>. Kaybettikleri oyunun ardından riskten kaçınma eğilimi gösterebilecek olan denekler hiç olmazsa sahip olduklarını yeniden kazanmak istemiştir. Başa baş noktasına gelene kadar bu oyunu sürdürmeyi istemek kayıptan kaçınma ya da pişmanlık etkisi ile de açıklanabilmektedir. Kişi pişman olmaktan kaçmaktadır.

İlk oyunu kaybeden insanlar riskten kaçınma davranışı göstermek istese bile başa baş noktasına yani başladığı noktaya geri dönebilmek adına oyuna devam etmektedir. Bu devam ediş onlara yeni fırsatlar sunabileceği gibi yeni kayıplarda yaşatabilmektedir<sup>118</sup>.

Özete başa baş noktasına gelme isteği kişinin kaybettiği oyunu kazanarak daha sonra duyacağı pişmanlıktan kaçmaya çalışmasını ifade etmektedir. Bu yüzden insanlar

---

<sup>116</sup> Çitilci, s.57.

<sup>117</sup> Nofsinger, s.37.

<sup>118</sup> Thaler ve Johnson, s.658.



başa baş noktasına gelene kadar rasyonel olmayacak bir şekilde kumar oynamaya devam etmektedir. İnsanların pişmanlıktan kaçmasının tek yolu aldığı kararın etkisini sıfırlamaktan geçmektedir. Bu yüzden o kararı hiç almamış gibi başa baş noktasına gelmek istemektedir.

#### **1.5.2.6. Bilişsel Çelişki**

İnsanlar kendi düşüncelerine göre bir karar vermektedir. İnsanların bu düşünceleri sonucunda almış oldukları kararın aksine olan bilgileri görmezden gelmesine bilişsel çelişki denilmektedir<sup>119</sup>.

Akerlof ve Dickens ise bilişsel çelişkiyi insanların doğru olanın dışında başka bir şeye inanması ve bu inandığı şeyi kendi düşüncesine uygun kullanması olarak tanımlamaktadır<sup>120</sup>. Yani insanların kendi düşüncelerini doğru kabul edip diğer doğru düşünceyi görmezden gelmesi durumu olarak ifade edilmektedir. Bunun dışında bilişsel çelişki hatalı inançların sebep olduğu pişmanlık duygusu olarak da tanımlanabilmektedir<sup>121</sup>.

Bilişsel çelişki 1957 yılında LeonFestinger tarafından önerilmiş bir kuram olup kendisinin ifadesiyle bilişsel çelişki duygu, düşünce ve davranış arasında olması gereken uyumun yokluğunda kişinin duyduğu rahatsızlık olarak tanımlamıştır<sup>122</sup>.

Bu tanımlardan yola çıkarak bilişsel çelişkiye ortak bir tanımlama yapacak olursak bilişsel çelişki ortaya çıkan iki farklı ve zıt durumdan birinin görmezden gelinerek uyumlu tek bir durumun yaratılmasını tanımlamaktadır.

Bilişsel çelişki yatırım kararlarını etkilemektedir. Yatırımcılar kar eden hissenin hemen satmasına karşın zarar eden hissenin hemen satmayarak başa baş noktasına kadar bekleyip pişmanlıktan kaçınmaya çalışmaktadır. Bu durum bilişsel

---

<sup>119</sup> Kent H. Baker ve John R. Nofsinger, "Psychological Biases of Investors", **Financial Services Review II**, 2002, s.101.

<sup>120</sup> George A. Akerlof ve William T. Dickens, "The Economic Consequences of Cognitive Dissonance", **The American Economic Review**, Vol.72, No.3, (1982), s.318.

<sup>121</sup> Robert J. Shiller, "Human Behaviour and The Efficiency of The Financial System", **Yale University Working Paper**, 1977, s.6.

<sup>122</sup> Çitilci, s.56.

çelişki için örnek teşkil etmektedir. Ayrıca yatırımcılar alım satım kararı vereceği bir hisse senedi ile ilgili analiz ve raporları değerlendirerek bir karar alabilmektedir, ancak yatırımcı değerlendirme sonucu ortaya çıkan karardan zıt bir kararda alabilmektedir. Bu durumda bir çelişki ortaya çıkmış olmaktadır. Bilişsel çelişki çoğunlukla yatırımcının hata yaptığını kabul etmemesi sonucunda ortaya çıkmaktadır<sup>123</sup>.

#### **1.5.2.7. Statüko Yanlılığı**

Çoğu insan elinde bulunan bir varlığı satmak istediği zaman bu satış işlemi için varlığın fiyatından daha yüksek bir fiyat istemektedir. İnsanlar kendi elinde bulunan varlıkları kendisine daha çok getiri sağlayacak olsalar bile diğer bir varlıkla değiştirmek istememektedirler<sup>124</sup>. İnsanların kendi malvarlıklarını oldukları gibi sürdürüp onları yeni varlıklarla değiştirmek istememesi ya da onları daha zor elden çıkarmasına statüko yanlılığı denilmektedir.

Bir grup ekonomist statüko yanlılığını ortaya koymak için bir araştırma yapmışlardır. Sınıftaki öğrencilere kalem hediye edilerek öğrenciler üzerinden bir deney yapılmıştır. Öğrencilere daha sonra kalem ve çikolata arasında bir tercih yapmaları söylenmiştir. Öğrencilerin sadece %24 kalem tercih etmişken %76'sı çikolatayı tercih etmiştir. Bunun ardından öğrencilere istedikleri takdirde kendilerine hediye edilmiş olan kalemlerle çikolatayı değiştirebilme fırsatı tanınmıştır. Öğrencilerin %76'sı çikolatayı kaleme göre önceden tercih etmiş olmalarına rağmen %56'sı değişiklik teklifini reddetmiştir. Elinde olana sahip olmayı sürdürmeyi tercih eden öğrencilerin bu davranışı statüko yanlılığının göstergelerinden biri olarak kabul edilmiştir<sup>125</sup>.

Statüko yanlılığının kayıptan kaçınma duygusundan kaynaklandığı ifade edilmektedir. Rutin bir ekonomik düzende gerçekleştirdiğimiz alışverişler de kayıptan kaçınma dürtüsü oluşmamaktadır. 5 doları 5 tane 1 dolara bozduğunuzda kayıp

---

<sup>123</sup> Çitilci, s.57.

<sup>124</sup> Nofsinger, s.39.

<sup>125</sup> Gazel, s.32.

verdiğinizi düşünmemektesiniz. Bir ayakkabıcı parası karşılığında verdiği ayakkabı için kayıp yaşadığını düşünmemektedir<sup>126</sup>.

Yatırım yapıp yapmama arasında kararsız kalan bir yatırımcı mevcut malvarlığını korumak için yatırım kararı almamayı tercih edebilmektedir. Statükoyu korumak yatırımcı için riske girmekten daha önemli olabilmektedir<sup>127</sup>.

Statüko yanlılığı yatırımcının yatırım kararı almadan önce bu karara etki etmektedir, çünkü insanlar elindekini tutmayı yeni bir durum yaratmaya tercih edebilmektedir. Yeni bir durum yaratmak elindekini kaybetme riski ile karşı karşıya gelmek anlamına geldiğinden kişi bu riskten kaçmayı tercih edebilmektedir. Bazen elindekini tutmak yeni bir şey kazanmaya çalışmaktan daha önemli hale gelmektedir. İnsanın elinde bulunan şeyler onun yaşamı boyunca biriktirdiği varlığını ifade etmektedir. Bu varlığa sahip olmayı sürdürmek yeni bir varlık için mevcut varlığı riske atmaktan daha önemli olabilmektedir. Özetle hakimiyeti sürdürmek yeni bir hakimiyet kurmaktan daha iyi olabilir düşüncesi statüko yanlılığının temelini teşkil etmektedir.

### **1.5.3. Duygusal Önyargılar**

Yatırımcı yatırım kararı alırken mevcut verilerden faydalandığı gibi duygusal olarak sahip olduğu önyargıları da yatırım kararını etkilemektedir. Kayıptan kaçınma, pişmanlıktan kaçınma gibi etkiler yatırımcının karar alırken kararını şekillendiren etkiler arasında yer almaktadır. Yatırımcı geçmişini de geleceğine yönelik vereceği kararda göz önüne almakta ve bütün kararlarını ona göre vermektedir. Bu yatırımcı için rasyonel davranış sergilememek demektir. Bu yüzden yatırımcı kararlarını etkileyen duygusal ön yargıları ayrıca incelemek gerekmektedir.

#### ***1.5.3.1. Kayıptan Kaçınma***

Kayıptan kaçınma yaşanan bir kazancın karşılığında alınan zihinsel ödülün yaşanılan bir kayıpta verilen zihinsel cezadan daha küçük olduğu fikrine dayanmaktadır.

---

<sup>126</sup> Kahneman, s.340.

<sup>127</sup> Gazel, s.33

Daha açık bir ifadeyle insanların kendilerine başarılarından dolayı duydukları güven kayıplarından dolayı kırılan güvenlerinden daha az gerçekleşmektedir. Bu durum kişinin yatırım kararı alırken yaşanacak olası kayıptan kaçınmak için daha az risk alması sonucuna yol açmaktadır, çünkü insanlar mal varlıklarındaki azalışlara malvarlıklarındaki artışlardan daha fazla duyarlı yaklaşmaktadır.

Kayıptan kaçınma davranışı şirketlerin sermaye yapılarını da ciddi ölçüde etkilemektedir. Şirket sahipleri kayıptan kaçınma davranışı ile şirket üzerindeki kontrollerini kaybetmek istememektedirler. Bu durum şirketlerin büyümelerine engel olmaktadır<sup>128</sup>.

Kayıptan kaçınma yatırımcılar için kazanma ihtimalinin kaybetme ihtimalinden daha fazla motive ettiğini ifade eden değer fonksiyonunun bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır<sup>129</sup>.

### ***1.5.3.2. Pişmanlıktan Kaçınma***

Pişmanlık, yatırımcı açısından karar verdiği anda öteki seçeneklerin daha iyi olduğunu fark etmeyerek tercih ettiği seçeneğin olumsuz sonuç yarattığını görmektir. Yani pişmanlık karar verdiği anda değil karar verildikten sonra diğer seçeneklerin daha iyi olduğunun öğrenilmesiyle ortaya çıkmaktadır. Pişmanlık verilen kararın olumsuz sonucunun olduğunun fark edilmesi üzerine yatırımcının psikolojik olarak kendini kötü hissetmesi hali olarak tanımlanabilmektedir. Pişmanlıktan kaçınma da yatırımcının verdiği yanlış karar sonucu duyduğu üzüntünün vereceği kararlar üzerindeki etkisini ifade etmektedir<sup>130</sup>.

Finans piyasası açısından pişmanlıktan kaçınma davranışının en önemli sonucu hisse senetlerinin elden çıkarılma zamanıyla ilgili olarak ortaya çıkmaktadır. Yatırımcılar çoğunlukla hisse senetlerini elden çıkartırken kazanan hisse senedini hemen kaybeden hisse senedini ise uzun süre sonra elden çıkartmaktadır.

<sup>128</sup> Bilgehan Tekin, "Firmaların Finansman Kararları: Davranışsal Perspektif", **Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Cilt.8, Sayı.15, (2016), s.176.

<sup>129</sup> Gazel, s.36.

<sup>130</sup> Faruk Bostancı, **Davranışçı Finans Yeterlilik Etüdü**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 57, Ankara, 2003, s.20.

Öğrencilerle yapılan çalışmaya göre öğrencilere 6 hisse senedi verilmiştir. Öğrenciler bu senetlerin trendlerini takip ederek hangisini elden çıkartıp hangisini elde tutacakları gözlemlenmiştir. Öğrenciler bu hisse senetlerinde fiyatı yükselen hisse senetlerini satarken fiyatı düşen hisse senedini ise elde tutarak bekleme yolunu seçmiştir<sup>131</sup>. Öğrenciler bu davranışı pişmanlıktan kaçınmak için sergilemiştir.

Yatırımcılar hisse senetlerine yönelik sergilediği kaybeden hisselerin elden çıkarılmak için beklenmesi davranışı pişmanlıktan kaçınmak için sergilenmektedir. Yatırımcı değeri düşen hisse senedini elinde tutarak o hisse senedinin yeniden değerini bulmasını beklemeyi onu elden çıkartarak pişman olmaya tercih etmektedir. Bu tercihin sebebi ise pişmanlığın yaratacağı olumsuz sonuca katlanmaktan kaçmaya çalışmaktır. Yatırımcı beklediği süre içerisinde hisselerin eski değerine dönmesini beklemekte ve aldığı karardan pişman olmamaya çalışmaktadır. Bu durum aynı zamanda başa baş etkisinin de örneğini oluşturmaktadır.

Pişmanlıktan kaçınma davranışı yatırımcıların kendi kararlarının sonucuna katlanmasından kaynaklanmaktadır. Yatırımcı bir karar verirken bütün kararlar arasından bir seçim yapmaktadır. Diğer tercihleri eleyerek kendi istediğini tercih etmektedir. İşte bu tercih yatırımcının kendi kararını içerdiği için sonucunun olumsuz olma ihtimalinden kaçmaktadır. Bu kaçış kısaca pişmanlık teorisi olarak ifade edilmektedir.

### ***1.5.3.3. Yatkinlik Etkisi***

Pişmanlık etkisini açıklarken ifade ettiğimiz kaybeden hisseleri yatırımcının uzun süre elinde tutması durumuna yatkinlik etkisi denmektedir. Yani yatırımcının kaybeden yatırımını uzun süre elinde tutması onu bekletmesini ifade eden etki yatkinlik etkisi olarak ifade edilmektedir<sup>132</sup>.

Yatkinlik etkisi pişmanlık etkisinin bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Yatkinlik etkisinde yatırımcı pişman olmamak adına hisselerini elinden çıkarmamaya

---

<sup>131</sup> Martin Weber ve Colin F. Camerer, "The Disposition Effect in Securities Trading: An Experimental Analysis", **Journal of Banking and Finance**, Vol.25, (2001), s.1345.

<sup>132</sup> Hayta, s.344.

çalışmaktadır. Yatırımcı sadece yaşanan kaybın kendinden kaynaklanmadığını düşündüğünde pişmanlık hissinden kurtulabilmektedir<sup>133</sup>.

Öte yandan yatırımcı ekonomiyle alakalı haberlerden etkilenecek işlem yapmayı çoğu zaman reddetmektedir. Ekonomiyle alakalı çıkan iyi haberler hisse senetlerin fiyatını arttırmaktayken kötü haberler hisselerin fiyatını düşürmektedir. Yatırımcı bu haberlerden etkilenecek yatırım kararını değiştirmemektedir<sup>134</sup>.

Yatkınlık etkisi pişmanlık duyma ve gurur duyma ile tutarlı bir duygu olarak ortaya çıkmaktadır.<sup>135</sup> Hatta bu kavramların sonucu olduğunu bile söylenmektedir, çünkü tıpkı pişmanlık etkisinde olduğu gibi kişi verdiği kararın pişmanlığını duymak istemediği için aldığı ancak zarar ettiği hisseyi en kötü ihtimalle kendi aldığı fiyata satmak istemektedir. Yatırımcı bu satıştan kar elde etmemiş olsa bile kendisinin verdiği karardan pişman olmamayı istemektedir. Bu açıdan yatkınlık etkisi diğer duygusal önyargılarla aynı sonuçtan kaçmaya çalışmak anlamına gelmektedir. Yatırımcı duyduğu haberler karşısında portföyünü korumayı ve onu değiştirmeyerek sonucunu almayı beklemektedir. Yatırımcı özellikle değeri düşen hisselerini diğer hisselerine karşı daha geç elden çıkartmayı seçmektedir.

#### 1.5.4. Hüristikler

Hüristik yatırımcıların hızlı akan piyasa içerisinde gelen bilgileri değerlendirirken pratik kısa yollar bulmasına denmektedir. Hüristikler karmaşık problemlerin çözümü için yardımcı olsa bile bazen yatırımcının hata yapmasına yol açabilmektedir<sup>136</sup>.

---

<sup>133</sup> Nofsinger, s.30.

<sup>134</sup> Nofsinger, s.29.

<sup>135</sup> Nofsinger, s.29.

<sup>136</sup> V. A. Ansari, "Behavioral Finance: A Review", *SCMS Journal of Indian Management*, (October- December, 2006), s.21.

#### 1.5.4.1. Temsililik Hüristiği

Temsililik hristiği bir Şeyin olabilme ihtimalinin o Şeyin belirgin olan diğer kliŐeye ne kadar benzediği üzerinden değerlendirerek diğer bütün olasılıkların görmezden gelinmesini ifade etmektedir<sup>137</sup>.

Nofsinger'ın yaptığı araştırmaya göre temsililik hristliği beynin aynı nitelikler taşıyan olguların aynı olduğunu varsayması olarak ifade edilmektedir<sup>138</sup>.

Nofsinger niversite öğrencileri üzerinden temsililik hristliğini inceleyen bir araŐtırması bulunmaktadır. Öğrencilere Mary hakkında bilgiler verilerek yapılan bir anket çalıŐmasında öğrencilerin verdikleri cevaplar değerlendirilerek temsililik hristliğinin daha anlaşılır bir hale getirilmesi istenmektedir<sup>139</sup>.

- Mary karakter olarak sakin ve sosyal meselelerle ilgili bir kiŐiliđe sahiptir. Verilen bu bilgilere göre Mary için hangi seçeneğin olma ihtimali daha yüksektir?
  - a) Mary bir ktphanecidir
  - b) Mary bir kütüphaneci olmakla birlikte Sierra Kulübünün de üyesidir.
  - c) Mary banka sektöründe çalışmaktadır.

Öğrencilerden bu üç olasılık arasında karar vermeleri istenmiştir. Öğrencilerin yarısından fazlası B seçeneğine karar vermiştir. Öğrencilere göre B seçeneği Mary'nin karakterini temsil etmektedir. Görmezden gelinen nokta ise Şudur ki C seçeneği diğer üç seçenekten de daha olası bir durumu temsil etmektedir. Çünkü bankacılık daha yaygın ve daha çok kişinin istihdam edildiği bir alanı ifade etmektedir. <sup>140</sup> ğrenciler ise verilen karakter özelliğine sahip bir insanın temsil etmesi gereken yönü üzerinde odaklanmıŐtır. Bu yüzden öğrenciler kendilerini diğer bütün olasılıklara kapayarak cevap vermiştir.

---

<sup>137</sup> Kıyılar ve Akkaya, s.257.

<sup>138</sup> Nofsinger, s.83.

<sup>139</sup> Nofsinger, s.83.

<sup>140</sup> Nofsinger, s.84.

Temsililik h ristiği finansal piyasalarda karar veren yatırımcıların hata yapmasına yol açabilmektedir. Yatırımcı çoğu zaman iyi bir Şirketin iyi bir yatırım olduğunu d Őunmektedir. Bu yüzden aldığı yatırım kararında hata yapabilmektedir.<sup>141</sup>

Temsililik h ristiği içerisinde bulunan bir yatırımcı yatırım kararı vermek için firmaları değerlendirdiği zaman geçmişte kazandırmıŐ olan hisselerin yeniden kazandıracadığını d Őunmekte ve bu hisselerle karşı aŐını tepki göstermektedir<sup>142</sup>.

Netice itibariyle yatırımcı yatırım kararını alırken uyguladığı kısa yollardan birisi olan temsililik h ristliği yatırımcının diğer olasılıkları görmezden gelmesi sonucu meydana gelmektedir.

#### ***1.5.4.2. AŞına Olma Hüristiği***

Yatırımcının karar vermek durumunda kaldığı zaman iki seçenek arasında daha fazla bilgi sahibi olduğu seçeneği tercih etmesine aşına olma h ristliği denilmektedir. İnsanların yerel futbol takımlarını tutması ya da çalışanların hisse senedi yatırımı yapacakları zaman kendi çalıŐtıkları Şirketin hisselerini alması aşına olma h ristliğine örnek olarak verilmektedir<sup>143</sup>.

Yatırımcıların alternatifler arasında bir tercih yapacığı zaman mevcut olan durumu korumak istemesi(statüko önyargısı) aşına olma h ristliği ile bağlantılı sayılmaktadır<sup>144</sup>. Yatırımcı sahip olduğu varlığa aşına olduğu için onu tercih etmeyi tercih etmektedir.

AŞına olma h ristliği olumsuz sonuçlar meydana getirmektedir. Bunlardan birisi aşına olma önyargısına sahip yatırımcı portföyünü çeŐitlendirme konusunda tutucu davranabilmektedir. Portföyü diğer hisselerle eŐitlendirmeyen yatırımcıların riski daha fazla olmaktadır<sup>145</sup>.

---

<sup>141</sup> Nofsinger, s.84.

<sup>142</sup> Gazel, s.41.

<sup>143</sup> Nofsinger, s.87.

<sup>144</sup> Kıyılar ve Akkaya, s.281.

<sup>145</sup> D m, s.83.



Aşına olma önyargısı yatırımcıların ya da bireylerin aşına olduğu şeylere karşı daha fazla güven duymasından kaynaklanmaktadır. Çalışanların kendi şirketlerinin hisselerini alması çalışanların aşına olduğu yani içerisinde olduğu işlere daha fazla güven duyduğunu göstermektedir.

Kısaca insanlar bildikleri durumları daha kolay kavrayabileceklerini düşünmekte ve sürecin içerisinde oldukları zaman süreci etkileyeceklerini düşünmektedir. Bu düşünce insanların yatırım kararlarını etkilemektedir.

#### ***1.5.4.3. Düzeltme ve Dayanak Noktası Hüristiği***

Dayanak noktası yatırımcıların yatırım yaptıkları ya da ölçü olarak aldıkları ilk değerden başlayarak gerektiğinde düzenlemelerde yaparak son kararını verdiği durumu ifade etmektedir<sup>146</sup>.

Pompian'ın dayanak noktası ile alakalı Kanada nüfusu üzerinden bir çalışması bulunmaktadır. Kanada nüfusunun 20 milyondan çok ya da az olduğunun sorulduğu varsayılmaktadır. İnsanlar bu durumda 20 milyondan az ya da çok olduğu yanıtını verebilmektedir. Bu sorunun ardından insanlardan Kanada'nın nüfusu hakkında bir tahminde bulunmaları istenmektedir. Verilen cevaplar 20 milyonun etrafında dolaşmaktadır. Çünkü sorunun sorulduğu insanlar 20 milyonu dayanak noktası olarak almaktadır<sup>147</sup>.

Düzeltme ve dayanak noktası yatırımcıların kararlarında da etkili olabilmektedir. Pompian'ın örneğinden de anlaşılacağı gibi yatırımcı kendisine bir dayanak noktası belirlemektedir. Hisse senedi alıp satma işi ile uğraşan bir yatırımcı bu işlemlerinde hisse senedinin fiyatları ile ilgili bir dayanak noktası belirleyebilmektedir. İşlemlerini bu dayanak noktasına göre yapabilmektedir. Genel olarak yatırımcılar varlığın aldıkları fiyatını dayanak noktası olarak kabul etmekte ve işlemlerini bu noktaya göre yapmaktadır<sup>148</sup>.

---

<sup>146</sup> W. Pech ve M. Milan, "Behavioral Economics and The Economics of Keynes", **Journal of Economics**, Vol.38, 2009, s.895.

<sup>147</sup> Pompian, s.75.

<sup>148</sup> Hayta, s.334.

#### 1.5.4.4. *Mevcudiyet Hüristiği*

Karar vermek durumunda bulunan yatırımcıların gelecekle alakalı olarak vereceği kararda tercihler arasında bulunan bir olasılığın gerçekleşme ihtimalini geçmişte yaşınmış olmasına ya da hafızada edindiği yere bağlı olduğuna bağladığı kestirme yola mevcudiyet hristiği denilmektedir. Mevcudiyet hristliğin de kişi hafızasında yer alan bilgiler arasında seçici davranmakta, karar verirken istediği bilgiyi tercih etmektedir<sup>149</sup>.

Mevcudiyet hristliği yatırımcının karar verirken bazı bilgileri daha çabuk hatırlaması bazılarını dikkate almadan karar vermesinden kaynaklanmaktadır<sup>150</sup>.

Mevcudiyet hristiği ile ilgili Tversky ve Kahneman'ın bir araştırması bulunmaktadır. Araştırmada bir grup deneğe r harfinin İngilizce kelimeler arasında ilk harf olarak mı 3.harf olarak mı daha çok kullanıldığı sorulmaktadır. Deneklerin çoğu ilk harfin r olduğunu ifade etmiş bulunmaktadır. Oysa İngilizce kelimelerde r harfi sıklıkla 3.harf olarak kullanılmaktadır<sup>151</sup>.

Mevcudiyet hristiği elde edilebilirlik, sınıflandırma, deneyimler, yankılama gibi kategorilere ayrılmaktadır<sup>152</sup>.

- Elde edilebilirlik: yatırımcıların yatırım kararı verirken daha çok bilgi edinebildiği yatırımları tercih ettiği durumu ifade etmektedir.
- Sınıflandırma: yatırımcıların kendi bilinçlerinde bilgileri kategorize ederek yatırım kararlarını verdiği durumları ifade etmektedir.
- Deneyimleri dar aralıklandırma: yatırımcının yatırım kararı verirken kendi hayat tecrübeleri içerisinde yani kendi deneyimlerine dayanarak karar verdiği durum olarak ifade edilebilmektedir.
- Yankılama: yatırımcıların kendilerine çok kazanç sağlayacak bile olsa yatırım yapacakları alanın kendi karakterini yansıtmaması nedeniyle o alana yatırım yapmaması durumunu ifade etmektedir.

<sup>149</sup> Hayta, s.333.

<sup>150</sup> Sümer ve Aybar, s.81.

<sup>151</sup> A. Tversky ve D. Kahneman, "Availability: A Heuristic For Judging Frequency and Probability", **Cognitive Psychology**, Vol.5, (1973), s.207.

<sup>152</sup> Pompian, s.94-97.

Mevcudiyet hõristiđi kişinin kendi çalıştığı iş yerinden, deneyimlediği alanlardan ya da kendi tecrõbesine dayanabileceği noktalardan yatırım yapmak istemesi durumundan kaynaklanmaktadır. Bu yatırım alanlarını daraltmakta ve yatırım yapılabilir alanlarda sermaye sorununun ortaya çıkmasına neden olabilmektedir.

### **1.5.5. Zihinsel Muhasebe**

#### ***1.5.5.1. Satın alma ve İşlem Maliyeti***

Tüketiciler bir satın alma işlemini gerçekleştirdikleri zaman satın alma faydası ve işlem faydası olmak üzere iki fayda elde etmektedir. Bu iki faydanın toplamı da toplam faydayı ortaya çıkarmaktadır. Satın alma faydası ekonomik kazanç ya da kaybı ifade ederken bu fayda satın alınan varlıktan elde edilen faydaların sahip olmak için verilen tutardan çıkarılması sonucu elde edilmektedir<sup>153</sup>.

İçsel referans fiyatı varlığı satın alan yatırımcının ödediği fiyat değil aklından geçen fiyatı ifade etmektedir. İşlem maliyeti satın alma fiyatından bu referans fiyatın çıkarılması ile elde edilmektedir<sup>154</sup>.

Satın alma ve işlem maliyetinin temelini referans fiyatı oluşturmaktadır. Bu referans fiyatına göre yatırımcılar alım satım işlemini gerçekleştirmektedir. Yatırımcının bu yaptığı işlem bir zihinsel muhasebe işlemini ifade etmektedir. Çünkü kararlar zihninde belirlenmekte ve sonuç bu düşünce sürecinin sonunda ortaya çıkmaktadır.

#### ***1.5.5.2. Zihinsel Bütçeleme***

İnsanlar doğal düzen içerisinde yaptıkları harcamaları kontrol altına almak ve bu harcamaları izlemek için zihinsel bütçeleme yöntemini kullanmaktadır. Bir mal almak ya da hizmet almak için yaşanan kayıptan duyulan acı ile finansal kayıptan duyulan acı ya da bunlardan duyulan sevinç birbirlerine benzemektedir. Bu acı ve

---

<sup>153</sup> Gazel, s.50.

<sup>154</sup> Gazel, s.51.

sevincin eşleşmesine zihinsel bütçeleme adı verilmektedir<sup>155</sup>. Bu açıdan zihinsel bütçeleme yatırımcının verdiği kararı değil bu kararın sonucunu nasıl değerlendirdiğini anlamaya çalışmaktadır<sup>156</sup>.

Zihinsel bütçeleme ile alakalı temel bir araştırma bulunmaktadır. Araştırma maliyeti 1200 dolar olan bir çamaşır makinesine ile kurutma makinesine 6 aylık bir ödeme planı yaparak sahip olacağınızı varsaymaktadır<sup>157</sup>.

- a) Çamaşır makinesi ile kurutma makinesine sahip olmadan önce 6 ay ödemek.
- b) Çamaşır makinesi ve kurutma makinesine sahip olduktan sonra 6 içinde ödemek

Katılımcılara bu iki seçenekten hangisini tercih edeceği sorulmaktadır. Katılımcıların %84'ü b seçeneğini kabul etmiştir. İnsanlar uzun süre kullanacakları bir ürünün ödemesini ürüne sahip olduktan sonra yapmayı tercih etmektedir.

Uzun süre kullanacakları makineler için tüketici ödemeyi sahip olduktan sonra yapmayı tercih etmektedir. Çünkü tüketici makineyi kullanırken duyduğu haz ile makineye ödediği zaman duyacağı acıyı bu şekilde eşitlemek istemektedir.

Faydaları makine kadar uzun sürmeyen tüketim harcamalarında ise tüketiciler ödeme planını farklılaştırmaktadır. Buna örnek olarak literatürde tatil örneği bulunmaktadır. Örneğimizde tüketiciye 6 ay sonra 1200 dolar maliyeti olan bir tatile gideceği ve bu tatil için iki ödeme planı olduğu söylenmektedir.<sup>158</sup>

- a) Tatile gitmeden önceki 6 ay içerisinde ayda 200 dolar vererek ödemek
- b) Tatile gittikten sonraki 6 ay içerisinde ayda 200 dolar vererek ödemek

Tüketicilerin çoğunluğu bu nokta da a seçeneğini tercih etmiştir. Çünkü tatil kısa süreli fayda sağlamaktadır. Tüketici tatilden döndükten sonra tüketici tatil sevinci

---

<sup>155</sup> Nofsinger, s.60.

<sup>156</sup> Sonya Seingyeon Lim, "Do Investor Integrate Losses and Segregate Gains?" **Mental Accounting and Investor Trading Decision**, (2003), s.1.

<sup>157</sup> D. Prelec ve G. Loewenstein, "The Red and The Black: Mental Accounting of Savings and Debt", **Marketing Science**, Vol.17, No.1, (1998), s.4-28.

<sup>158</sup> Nofsinger, s.61.

ile ödeme yaptığı acıyı eşitleyememektedir. Bu tüketicinin tatilden duyduğu hazzı etkilemektedir.

Son olarak Thaler akli muhasebe kavramının üç bileşeni olduğunu dile getirmektedir<sup>159</sup>.

- 1) İlk bileşenimiz sonuçların bireyde yarattığı algı ve tecrübelerle bu sonuçlara yol açan kararların nasıl değerlendirdiği ile ilgilenmektedir.
- 2) İkinci bileşenimiz kişinin yaptığı harcamaları belirli hesaplara aktarması ya da onu sınıflandırmasını ifade etmektedir.
- 3) Üçüncü bileşenimiz kişinin belli hesaplara aktardığı harcamaların hangi zaman dilimleri arasında değerlendirildiğini ifade etmektedir.

Akli muhasebe kavramı insanların acı ve sevinci eşitleme isteğinden kaynaklanmaktadır. Bu yüzden insanlar yatırım kararı alırken hatalı kararlar verebilmektedir. Akli muhasebe kavramı rasyonel olmayan insan davranışları arasında yer almaktadır.

### **1.5.5.3. Batık Maliyet**

Geleneksel iktisadi yaklaşımlar yatırımcının bir karar vermek durumunda kaldığında içerisinde bulunduğu durumu ve gelecekte sağlayacağı faydayı düşündüğünü varsaymaktadır. Davranışsal iktisat ise yatırımcının geçmişte telafisi mümkün olmayan olaylarında kararda etkili olduğunu söylemektedir. İnsanların geçmişteki telafisi mümkün olmayan olayları da göz önüne alarak karar vermesi batık maliyet etkisi şeklinde adlandırılmaktadır<sup>160</sup>.

Arkes ve Blumer'in yaptığı deney batık maliyet etkisini daha anlaşılır hale getirmektedir. Deneyde deneklere önce bir olay anlatılmaktadır. Olaya göre eve gelirken indirimde olan bir konserve yemek aldınız ve eve gelirken arkadaşınızı da arayıp yemeğe davet ettiniz. İndirimli olan yemekten almak için evden çıktınız ve markete vardığınızda indirimin bittiğini gördünüz. İndirimsiz olarak konserveden aldınız ve eve

<sup>159</sup> R. Thaler, "Mental Accounting Matters", **Journal of Behavioral Decision Making**, Sayı.12, (1985), s.184.

<sup>160</sup> Nofsinger, s.62.

geri döndünüz. Arkadaşınız size telefon ederek yemeğe gelemeyeceğini söyledi. Şimdi hangi yiyeceği tercih edersiniz? İndirimli aldığımız konserveyi mi tüketeceksiniz indirimsiz olarak aldığımız konserveyi mi tüketeceksiniz? Katılımcıların büyük çoğunluğu indirimsiz aldığı konserveyi tüketmeyi tercih etmiştir<sup>161</sup>.

Batık maliyet yatırımcının yatırım kararı alırken sadece içinde bulunduğu durumu değil geçmişte yaşadığı kaybı da göz aldığını ifade etmektedir. Örnekten de anlaşılacağı gibi insanlar kararlarında yaşadığı kayıplardan etkilenmektedir. İnsanlar batık maliyetlerini kurtarmaya çalışmaktadırlar. Batık maliyet ne kadar büyükse o maliyeti kurtarmak için harcanan çaba da o kadar büyük olmaktadır<sup>162</sup>. Bunun pişmanlıktan kaçınma ile bağlantısı bulunmaktadır. Kişi büyük bir kayıp yaşayarak pişman olmak istememekte bu yüzden batık maliyetini kurtarmaya yönelmektedir.

### 1.5.6. Sosyal Etkileşim ve Yatırım

İnsanlar doğal düzen içerisinde tecrübe edinen ve bu tecrübeyi diğerleri ile paylaşan bir canlı türüdür. Toplumlar da bu ortak tecrübe ve paylaşımın sonucunda oluşmaktadır. Pek çok konuda insanlar birbirleri ile alışveriş yapmakta, birbirlerinden faydalanmaktadır. Bu yüzden yatırım kararları da diğer insanlarla aralarında doğal iletişim sonucu değişmekte, verilen kararlar yeniden gözden geçirilmektedir. Bu doğal düzenin ve etkileşimin insanların yatırım kararlarını etkilemektedir.

1992 yılında ABD’de hane halklarının sadece %31.6 belirlenmiş katkı planına sahipti. Bu rakam 2004 yılında %73.5’e ulaşmıştır. 2004-1992 yılları arasında geçen sürede yatırımın artmış olması kişilerin aralarındaki ilişkiye ve birbirini etkileme gücüne bağlanmaktadır<sup>163</sup>.

---

<sup>161</sup> H. R. Arkes ve C. Blumer, “The Psychology of Sunk Cost”, **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, Vol.35, (1985), s.124-140.

<sup>162</sup> R. P. McAfee, H. M. Mialon ve S. H. Mialon, “Do Sunk Costs Matter”, **Economic Inquiry**, Vol.48, Issue.2, (2007), s.1.

<sup>163</sup> Nofsinger, s.96-97.

Sosyal etkileşimin hisse senedi piyasasına olan etkilerinin incelendiği bir araştırmaya göre hisse senedi piyasasının yükselmesi sosyal etkileşimdeki değişikliklerden etkilenmektedir<sup>164</sup>.

Sosyal etkileşimin finansal piyasalar açısından sosyal bulaşma ve taklit olmak üzere iki sonucu bulunmaktadır<sup>165</sup>.

Sosyal bulaşma sosyal etkileşim içerisinde bulunan insanların yatırım kararlarını verirken birbirlerinin verdiği kararlardan etkilenmesi olarak tanımlanmaktadır<sup>166</sup>. Bir grubun içerisinde bulunan insanlar grup kararları yanlış bile olsa bu kararlara uymaktadır<sup>167</sup>. Sosyal bulaşma bireylerin yaşamlarında her alanda olduğu gibi finansal kararlarını verirken de onları etkilemektedir.

Taklit bireyin başarılı olarak varsaydığı kişinin kararlarını kendi karar verdiğinde taklit etmesi olarak tanımlanmaktadır<sup>168</sup>. Yatırım kararı vermek durumunda olan kişi bu kararı vermeden önce başarılı olarak gördüğü kişinin verdiği kararı dikkate almaktadır.

- Sosyal çevre: Sosyal etkileşim alanları farklı ortam ve mekanlara sahiptir. Bireyin içerisinde bulunduğu sosyal çevresi onun kararlarını etkileyen sosyal etkileşimi oluşturabilmektedir. İnsan akrabaları, arkadaşları, işi, meslektaşları gibi pek çok farklı alanların ortak noktasında bulunmaktadır. Bütün bu farklı alanlardan bir insan meydana gelmektedir. Kişi bütün bunlardan bağımsız ya da bütün bunların dışında olan bir canlı türü olarak tanımlanamamaktadır. Bu yüzden bir insanın yatırım kararı vermesi bütün bunların etkisi altında gerçekleşmektedir.
- Medya: Medya sosyal etkileşim alanı içerisinde rekabet için en kapsamlı bir alanı ifade etmektedir. Yatırımcı, iş adamı ya da satıcılar radyo, televizyon ya da gazete de yayımlanacak reklamlar üzerinden insanların kararlarını etkilemeye çalışmaktadır. Dolayısıyla finansal piyasalar da

<sup>164</sup> Harrison Hong, D. Jeffrey ve C. Stein Kubik, "Social Interaction and Stock Market Participation", **The Journal of Finance**, Vol.59, S.1, (2004), s.161.

<sup>165</sup> Jale Sözer Oran, "Davranışçı Finans: Fildişi Kuleleri Sarsılıyor", **Öneri**, Sayı.29, Cilt.8, (Ocak 2008), s.39.

<sup>166</sup> Kıyılar ve Akkaya, s.301.

<sup>167</sup> Cüceloğlu, s.536.

<sup>168</sup> Çitilci, s.72.

medya üzerinden verilen ya da yapılan yayımlar sayesinde etki altında kalan yatırımcının vereceği karardan etkilenmektedir.

- İnternet: İnternet insanların sosyal alanlarını etkilediği kadar finansal piyasaları da etkilemektedir. Yatırımcının bilgiye ulaşmasını kolaylaştıran internet işlem maliyeti, bilgi maliyeti gibi engelleri de ortadan kaldırmaktadır<sup>169</sup>. İnternet çağında yatırımlar hızlı karar alabilmekte ve işlemlerini hızlı bir biçimde de gerçekleştirebilmektedir.
- Sürü davranışı: Yatırımcı karar verirken bir diğer yatırımcının kararından etkilenmesi ve insanların çoğunluğun arkasından gitmesi olarak tanımlanmaktadır<sup>170</sup>. İnsanların kazanan hisseleri hemen elden çıkarması kaybeden hisseleri ise ellerinde tutması sürü davranışına örnek verilmektedir<sup>171</sup>. Sürü davranışı rasyonel sürü davranışı ve irrasyonel sürü davranışı olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Rasyonel sürü davranışı yatırımcıların karar verirken piyasada yapılan analizlerden faydalanarak diğer yatırımcıları gözetmesi olarak tanımlanmaktadır<sup>172</sup>. Rasyonel sürü davranışı bireylerin aynı bilgiye sahip olmalarından dolayı aynı kararı verdiğini iddia eden bilgiye dayalı sürü davranışı, yatırımcının karar verirken saygın kabul ettiği diğer yatırımcının bilgilerine saygı duymasından dolayı ortaya çıkabileceğini iddia eden saygınlığa dayalı sürü davranışı ve yatırımcının kendini diğer yatırımcının ücreti ile kıyaslamasından ortaya çıktığını iddia eden ücrete dayalı sürü davranışı olmak üzere üçe ayrılmaktadır<sup>173</sup>. İrrasyonel sürü davranışı ise yatırımcının yatırım kararı verirken herhangi bir rasyonel veriyi göz önüne almayarak sadece moda uyma ya da diğerleri gibi davranmaya çalışmasından kaynaklanmaktadır. Sürü davranışı insanların yatırım kararlarını etkilemekte piyasaların yönelimini de değiştirmektedir.

---

<sup>169</sup> Gazel, s.63.

<sup>170</sup> Gazel, s.67.

<sup>171</sup> Altınöz ve Altınöz, s.26.

<sup>172</sup> Gazel, s.69.

<sup>173</sup> Kıyılar ve Akkaya, s.209-215-216.



## 1.6. Davranışsal Finans Modelleri

Davranışsal finans piyasalarda yaşanan sapmaları insanların rasyonel davranışlardan uzaklaşarak karar vermesine bağlamaktadır. Bu anlamda davranışsal finans teorisinin farklı finansal modelleri bulunmaktadır. Davranışsal finans modellerinin nasıl olması gerektiğini Hong ve Stein tarafından açıklanmaktadır<sup>174</sup>.

- Varsayımlar üzerine kurulmuş olsa bile bu varsayımlar yatırımcı davranışları üzerine yapılmış ampirik bulgularla desteklenmelidir.
- Var olan anomaliyi tek bir modelle geniş kapsamlı olacak şekilde açıklayabilmelidir.
- Verdiği örneğin dışında da doğrulanabilecek ve test edilebilecek farklı öngörülere de sahip olmalıdır.

Bu kapsamda davranışsal finansta 3 finansal model bulunmaktadır.

### 1.6.1. Temsili Yatırımcı Modeli

Bu model piyasalarda meydana gelen sapmaları tutuculuk ve temsil edilebilirlik kavramları üzerinden açıklamaktadır. Daha önce açıkladığımız gibi tutuculuk yatırımcının yeni bir bilgi elde ettiğinde kendi karar ve inançlarında ısrarcı olmasını ifade etmektedir. Temsil edilebilirlik ise yatırımcının yatırım yapma kararı almadan önce göze çarpan olağanüstü durumlara nesnel analizlerden, istatistik bilgilerden daha fazla önem vermesidir<sup>175</sup>.

Tutuculuk davranışı bireyin elindeki bilgiye sahip çıkmak istemesinden dolayı düşük tepkiye yol açmaktadır. Temsil edilebilirlik ise kişinin olağanüstü durumu göz önüne alıp diğer akılcı bütün sapmaları göz ardı etmesinden dolayı aşırı tepkiye yol

<sup>174</sup> Osman Barak, "İMKB de Aşırı Reaksiyon Anomalisi ve Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi", **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, No.10/1, (2008), s.211-212.

<sup>175</sup> Numan Ülkü, "Finansta Davranış Teorileri ve İMKB'nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı", **İMKB Dergisi**, Cilt.5, Sayı.17, (2001), s.106.

açmaktadır. Bu yüzden temsili yatırımcı modeli tutuculuğu düşük tepki ile açıklarken temsil edilebilirliği aşırı tepki ile açıklamaktadır<sup>176</sup>.

Modele göre yatırımcılar yatırım yapma kararını değişken almakta şirket karları ise rassal yürüyüş hipotezine uygun olan bir zaman serisi karakteri taşımaktadır. Şirketlerin elde ettiği karların olağan sayılacak karlardan yüksek olması yatırımcının bu karların önce ortalamaya sonra da trend haline döneceğini düşünmesine neden olmaktadır. Yatırımcıların bu bilgileri algılayış biçimi Markov süreci olarak modellenmektedir. Burada üst üste kar açıklayan şirketlerin bu karlarını daha fazla sürdürmeyeceğini düşünen yatırımcı muhafazakarlık etkisi ile düşük tepki göstermektedir. Yatırımcı bu karların artacağını ve bunun bir trend haline geleceğini düşünüyorsa yatırım kararı alırken aşırı tepki göstereceği düşünülmektedir<sup>177</sup>.

### **1.6.2. Daniel-Hirshleifer-Subrahmanyam Modeli**

Aşırı güven ve kendine atfetme yanlılığı piyasayı rasyonellikten olmaktan uzaklaştırmaktadır. Piyasalarda yaşanan sapmaların psikolojik nedenleri arasında yer alan aşırı güven ve kendine atfetme yanlılığı Daniel-Hirshleifer-Subrahmanyam modelinin temelini oluşturmaktadır. Aşırı güven kişinin kendi elindeki bilgiyi rasyonel değerlendirmeden uzaklaştıracak kadar güven duymasından kaynaklanmaktadır. Kendine atfetme yanlılığında ise kişi verdiği yatırım kararı sonucunda elde ettiği başarıyı kendisine mal ederken, başarısızlığı dış faktörlere bağlamaktadır<sup>178</sup>.

Yatırımcının aşırı özgüven göstermesi ve olayları kendine atfetmesi piyasayı rasyonellikten uzaklaştırmaktadır. Model rasyonellikten uzaklaşarak piyasada meydana gelen sapmaları aşırı güven ve kendine atfetme yanlılığı üzerinden incelemektedir.

### **1.6.3. Hong- Stein Modeli**

Bu model bilişsel önyargılara sahip olan yatırımcılarla homojen olmayan yatırımcılar arasında yaşanan ilişkiyi temel almaktadır. Modelin en temel varsayımları

---

<sup>176</sup> Barak, s.212.

<sup>177</sup> Barak, s.212.

<sup>178</sup> Ülkü, s.107.

arasında haber avcılarını ve momentum yatırımcılarını şeklinde tanımladığı iki tip yatırımcının varlığı yer almaktadır. Modele göre iki tip yatırımcı da rasyonel değildirler ve yatırımcıların iki tipi de sınırlı rasyonellik altında karar vermektedir. Yatırımcıların hiç biri yatırım ile alakalı bir alanda bütün bilgilere ulaşmamaktadır. Bu da yatırımcıların sınırlı rasyonel yapmaktadır. Bu yüzden yatırımcılar sadece ulaşabildikleri bilgilerle yatırım yapmaya karar vermektedirler. Kısıtlı bilgi tamamen rasyonel davranmaya engel olmakta bu durum da piyasanın rasyonel yapısından sapmalar meydana getirmektedir<sup>179</sup>.

Modele göre yatırımcılar basından takip ettikleri bilgiler üzerinden yatırım yapmaya karar vermektedir. Yatırım yapacağı şirketin geçmiş başarılarının yer aldığı haberler ya da son dakika haberleri yatırımcı açısından karar verirken göz önüne alınmaktadır. Yatırımcı göz önüne aldığı bu bilgi nesnel olmaktan daha çok günlük haberlere dayanmaktadır. Bu durum yatırımcıyı asparagas haberlere ve telkine de açık hale getirmektedir.

Hisse senedi alım satımı ile uğraşan bir yatırımcı basından gördüğü habere göre hareket etmektedir. Medya da yer alan haber hisselerin değerinin artacağı yönünde ise yatırımcı bu hisseyi almakta azalacağı yönünde ise bu hisseyi almamakta hatta varsa elinde bu hisseden onları da satmaktadır. Dolayısıyla yatırımcının yapacağı harekete göre piyasalar değişmekte ve şekil değiştirmektedir.

---

<sup>179</sup> Harrison Hong ve Jeremy C. Stein, "A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction In Asset Markets", **Journal of Finance**, Vol.54, (1999), s.2144.

## İKİNCİ BÖLÜM

### KREDİ DERECELENDİRME SİSTEMİ

#### 2.1. Kredi Derecelendirme Kavramı

Finansal piyasalar fon arz eden ve fon talep edenlerin bulunduğu ortamlardan oluşmaktadır. Fon arz edenler fon talep edenlerin borç ödeme yükümlülüğünü ne ölçüde yerine getirdiklerini merak etmektedir. Borç ödeme konusunda elde bulunan her veri riskin artıp ya da azalmasına bu da borcun faiz oranının riske göre değişmesine yol açmaktadır. Fon talep edenin borç ödeme yapısı onların borçlanma isteğine verilecek olan cevabı belirlemektedir.

Kredi derecelendirme, borçlanmak arzusunda bulunan devletin, kurumun ya da şirket gibi fon talep edenlerin finansal yükümlülüklerini ne ölçüde yerine getirdiği, borç ve faiz ödemesini ne kadar başarılı gerçekleştirdiğinin profesyonel olarak ölçülmesi şeklinde ifade edilmektedir<sup>180</sup>.

Ülkeler, kurumlar ya da bireyler borçlanmak istediği zaman sahip oldukları kredi notu önem kazanmaktadır. Kredi notunu derecelendirme kuruluşlarının yaptığı analiz süreci belirlemektedir. Yapılan analiz sonucunda verilen not, fon talep edenlerin yani borçlanmak isteyenlerin kredi değerliliğini ifade etmektedir. Derecelendirme süreci borç vermek isteyen yatırımcıya borç almak isteyen kişi ya da kurumun borcunu ödeme gücünü göstermektedir. Bu açıdan kredi derecelendirme süreci kişinin, devletin ya da kurumların risk kavramını ölçmektedir. Derecelendirme kuruluşları açısından risk ve kredi değerliliği arasında ters yönde bir ilişki bulunmaktadır. Buna göre borçlanmak isteyenlerin kredi değerliliği yüksekse bu durum borç veren kişi için riskin düşük olduğunu göstermektedir.

Finansal piyasalarda bazı durumlarda asimetrik bilgi sorunu ortaya çıkmaktadır. Geleneksel iktisat teorilerine göre piyasada ekonomik birimler tam bilgiye

---

<sup>180</sup> Cengiz Toraman ve Muhammed Fatih Yürük, "Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Finansal Krizlere Etkileri", *Bitlis Eren Üniversitesi, SBE Dergisi*, Cilt.3, Sayı.1, (Haziran 2014), s.129.

sahip olmakta bu yüzden tam rekabet piyasasında bir aksaklık ortaya çıkmamaktadır. Ancak bu varsayım gerçek hayatta karşılaşılan alıcı ve satıcı arasındaki sorunları yok saymaktadır. Gerçek hayatta alıcı ve satıcı arasında bilgi farklılığı ortaya çıkmaktadır. Bazı durumlarda alıcı bazı durumlarda satıcı diğerine göre daha fazla bilgiye sahip olmakta ve bu durumda piyasanın tam rekabetten uzaklaşmasına yol açmaktadır<sup>181</sup>.

Kredi derecelendirme sistemi piyasada yaşanan asimetrik bilgi sorununun ortadan kalkmasına yardımcı olmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları fon arz edenler ile fon talep edenlerin arasındaki bilgi sorununun ortadan kaldırılmasını sağlamaktadır. Bu yüzden kredi derecelendirme kuruluşlarının bağımsız, objektif ve güvenilir olması gerekmektedir. Çünkü asimetrik bilgi sorununu ortadan kaldırarak piyasayı tam rekabet koşullarına yaklaştırmak için mevcut verilerin analiz edilirken objektif kriterlere dayanması ve hiçbir kişi ya da kurumun kayırılmaması gerekmektedir. Objektif kriterlere dayanmayan kredi derecelendirme kuruluşları asimetrik bilgi sorununu çözmeye yardımcı olmamakta yeni ve hatalı bilgi üreterek piyasa karmaşıklığını derinleştirmektedir<sup>182</sup>.

Kısaca kredi derecelendirme kuruluşları finansal piyasa aktörlerinin fon talebinde buldukları durumda borçlarını ödeyebilme güçleri hakkında bilgi vermekte ve bu şekilde piyasa etkinliğinin sağlanmasına yardımcı olmaktadır.<sup>183</sup>

## 2.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Amaçları

Kredi derecelendirme kuruluşlarının en temel görevi fon arz edenlerle fon talep edenlerin arasındaki bilgi akışını sağlamaktır. Bu yüzden kredi derecelendirme kuruluşlarının amaçları da bu temel görevin yerine getirebilmesi çerçevesinde şekillenmektedir. KDK'nın amaçları<sup>184</sup>;

- Piyasa işleyişinde şeffaflığın arttırılmasını sağlamak,

<sup>181</sup> Murat Sarıkaya, "Asimetrik Bilgi Çerçevesinde Müzayedeler", **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt.3, Sayı.2, (2002), s.99.

<sup>182</sup> Harun Kılıçaslan ve Mücahit Sefer Giter, "Kredi Derecelendirme ve Ortaya Çıkan Sorunlar",**Maliye Araştırmaları Dergisi**, Cilt.2, Sayı.1, (2016), s.62.

<sup>183</sup> Toraman ve Yürük, s.129.

<sup>184</sup> Yusuf Çolak, "Türkiye'nin Makroekonomik Değişkenleri ile Kredi Notları Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Moody's Örneği, Uluslararası Ekonomi", **İşletme ve Politika Dergisi**, Cilt.1, Sayı.1, (2017), s.63.

- Firma, devlet ya da kişi ve kurumların güçlü ve zayıf yönlerini saptamak,
- Kredibilitiyeyi değerlendirmek
- Yatırım ve karar alma sürecinin kolaylaştırarak daha etkin bir süreç sağlamak,
- Yeni pazarlara erişimi bilgiyi arttırarak geliştirmek,
- Sermayenin maliyeti hakkında bilgi sahibi olunmasını sağlamak

şeklinde özetlenmektedir.

### **2.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi**

Kredi derecelendirme kuruluşları gerek ülkemizde gerekse de dünyada önemli bir yere sahip olmuştur. Piyasaların derecelendirilmesi ve bilginin hızlı elde edilmesi gibi sebeplerle KDK sistemin önemli parçası haline gelmiştir. KDK'ı dünya sistemine entegre olarak sistem içerisinde belirleyici bir güce sahip olmuşlardır. Bu açıdan KDK'ı piyasalar ve piyasada etkin olan (devlet, şirket, vs.) her aktör açısından giderek daha önemli bir hale gelmişlerdir.

Yatırımcılar yatırım kararı vermeden önce asimetrik bilgi sorununu çözmeye odaklanmaktadırlar. Yatırımcının yaptığı yatırımla alakalı risk kavramıyla karşı karşıya kalmaktadır. Yatırımcıların tamamı karşı karşıya kaldıkları riski ve bu riskin düzeyinin ne olduğunu tam olarak kavramak istemektedir. Bu riski tam olarak kavramak da o ülkenin idari, siyasi ve ekonomik olarak içerisinde bulunduğu bütün durumunu analiz etmeyi gerektirmektedir<sup>185</sup>. Yatırımcı bu detaylı analizi her zaman yapamamakta, yatırım kararı vereceği her ülke, şirket ya da kişiyle alakalı yeterli bilgiye sahip olamamaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları da bu ihtiyacın giderilmesini sağlamaktadır.

Derecelendirme kurumlara, kredi arz ve talep eden şirketlere, insanlara ya da devletlere, aracı kuruluşlara, denetleyici ve düzenleyici kuruluşlara kredi talep edenler hakkında yeterli bilgiyi veren sembollerden oluşmaktadır. Semboller kredi

---

<sup>185</sup> Kılıçaslan ve Giter, s.63.

derecelendirmesinin kolay ve açık anlaşılmasını sağlamak üzere geliştirilmiş olup evrensel işaretlerden oluşmaktadır<sup>186</sup>.

Derecelendirme kuruluşları asıl önemine ülkeler arasındaki sermaye hareketlerinin önemli boyutlara ulaşmasıyla kavuşmuştur. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin uluslararası sermaye piyasalarına entegrasyon sürecinde kredi derecelendirme kuruluşlarına ihtiyaç duyulmuştur<sup>187</sup>.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının diğer bir önemi de bilgiye olan erişimi kısa sürede sağlamaktır. Yatırımcılar bazı zamanlarda hızlı karar vermek zorunda kalmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları yatırımcıların hızlı karar vermek zorunda kaldığı anlarda ulaşması gereken bilgiyi sağlamaktadır. Bu da kredi derecelendirme kuruluşlarının önemini vurgulamaktadır<sup>188</sup>.

O halde kredi derecelendirme kuruluşlarının önemini özetleyelim<sup>189</sup>;

- Ekonomiye olan güveni arttırmakta, istikrarlı gelişen piyasaların getirilerini arttırmaktadır.
- Ekonomilerin dış kaynak ihtiyaçlarını karşılamasını kolaylaştırarak piyasalar arasında bütünleşmeyi sağlamaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının yatırımcılar ve fon talep ediciler için de önemi bulunmaktadır;

- Yatırımcılar için risk düzeyini azaltmaktadır.
- Yatırımcıların hızlı bilgiye ulaşmasını sağlamaktadır.
- Yatırımcılar için piyasanın şeffaflaşması sağlamaktadır.
- Borç isteyen fon talep edicilerin iyi bir kredi notuna sahip olması borçları faiz oranı ve vadesini belirlemektedir.

---

<sup>186</sup> Ege İlhan, “Kredi Derecelendirme Sistemleri ve KOBİ’ler”, **3. KOBİ’ler ve Verimlilik Kongresi**, İstanbul Kültür Üniversitesi, 17-18 Kasım 2006 Kongre Kitabı, s.138.

<sup>187</sup> Çolak, s.63.

<sup>188</sup> Kılıçaslan ve Giter, s.63.

<sup>189</sup> Mehmet Yazıcı, “Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi”, **Maliye ve Finans Yazıları Hakemli Dergisi**, Sayı.82, (2009), s.3.

Derecelendirme kuruluşları, şirketleri faiz ödemeleri, borç çevirebilmeleri, yükümlülüklerini yerine getirebilmeleri yönünden değerlendirmektedir. Bu açıdan KDK sermayenin nereden nereye akacağını belirlemede etkin bir rol oynamaktadır. Özellikle yatırımcı KDK'ın kredi notlarını takip etmektedir. Bu açıdan KDK'ın açıkladıkları raporlar ve verdikleri notlar ekonomiyle alakalı herkes açısından giderek daha fazla önem kazanmaktadır.

Derecelendirmenin artması ülkeler de yolsuzlukların azalmasına, kara para ekonomisinin azalmasına ve piyasa disiplininin sağlanmasına katkı sağlamaktadır. Bu durum derecelendirme kuruluşlarının piyasaları analiz ederek verdiği notlarla piyasayı etkilemesinden kaynaklanmaktadır.<sup>190</sup>

Özetle KDK günümüz dünyasında piyasaya etki eden en güçlü kurumlar arasında yerini almışlardır. Çünkü KDK'ın verdiği notlar ekonomideki her aktörü etkileme gücüne ulaşmıştır. Devletler, şirketler, fon arz edenler ve fon talep edenler yani karar vericiler karar vermeden önce mutlaka KDK'ın verdiği raporları incelemişler ve karar verirken KDK'ın verdiği notlardan etkilenmişlerdir.

#### **2.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihsel Gelişimi**

Dünya üzerinde tahvil ve sermaye piyasaları üç yüz yıldan bu yana faaliyetlerini sürdürmektedir. Yerel ölçekte başlayan faaliyetlerin dünya çapında gerçekleşmesi ise yaklaşık iki yüz yıldır sürmektedir. Tahvil piyasası bu kadar köklüyen piyasada faaliyet gösteren şirketlerin bağımsız olarak kredi değerlendirilmeleri ancak 20. yüzyılda mümkün olmuştur.

KDK'ın tarihsel olarak ortaya çıkışı, çoğu kaynakta 1837 yılına dayandırılmaktadır. Ancak kredi derecelendirmenin ilk adımı 1829 yılında “Baring Brothers&Company” şirketi, Thomas WrenWard'ı kredi riski ile ilgili gezici muhabir olarak işe alması kredi riski değerlendirmesinde başlangıcı sayılmaktadır<sup>191</sup>.

<sup>190</sup> Yavuz Akbulak, “Kredi Derecelendirmesi veya Rating: Kavram ve Ölçütler”, **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı.111, (Mayıs-Haziran 2012), s.174.

<sup>191</sup> Stéphane Destraz ve Raphaël Lahaye, “Are Credit Ratings Trustworthy? Empirical Study On The Dependence of Corporate Defaultsto Market Risk Within Investment Grade & Speculative Graderange.” **SSRN**, (2012), s.2,



Kredi derecelendirme kavramı dünyada ilk olarak ABD'de fon talebinde bulunanlar ile bu kişilere fon sağlayanlar arasındaki ilişkilerin resmi düzeyde gelişmesini sağlamak amacıyla ortaya çıkmıştır<sup>192</sup>.

Kredi derecelendirme kavramının ortaya çıkışı özellikle 1837 yılında ABD'de yaşanan büyük mali krizin ardından tüccarların borçlarını ödeyemez hale gelmesinden kaynaklanmıştır. 19.yy' da kriz ortamında gelişen derecelendirme kavramı ilk olarak ABD'de yayınevlerinin ticari firmaların içinde bulunduğu ekonomik durum hakkında yatırımcılara, bilgi vermeye başlamaları ile ortaya çıkmıştır<sup>193</sup>.

Kredi derecelendirme kavramının ortaya çıkışını daha fazla detaylandırmak gerekmektedir. 1837 yılında ABD ekonomisinde yaşanan büyük çöküş arkasında taahhütlerini yerine getiremeyen şirketler ve buna bağlı olarak yaşanan krizde mağdur olmuş yatırımcılar bırakmıştır. Kredi derecelendirme kavramının kökeni New Yorklu bir manifaturacı olan LewisTappan'ın 1837'de ortaya çıkan büyük ekonomik krizde kendi müşterilerinin içerisinde bulunduğu durumunu belirleye bilmek amacıyla geliştirdiği bazı değerlendirme yöntemlerine dayanmaktadır.<sup>194</sup>LewisTappan 1841'de yaşanan ekonomik çöküşten zarar gören yatırımcılardan biri olarak birçok yatırımcı için, özellikle fon talep eden şirketleri izleyebilmek ve değerlendirebilmek amacıyla "MercantileAgency" şirketini kurmuştur. MercantileAgency şirketi, derecelendirme simgeleri kullanmadan ve sadece kendi üyelerini bilgilendirerek faaliyet göstermiştir. Tappan, müşterilerini değerlendirebilmek amacıyla 180 muhabirden oluşan geniş bir ağ kurmuş ve müşteriler hakkında bilgi toplayarak bu bilgileri sözlü şekilde kendi üyeleriyle paylaşmıştır<sup>195</sup>.

Günümüzde kredi derecelendirme kuruluşlarının etkinliği ulusal ya da uluslararası düzeyde olması belirlemektedir. Dünya ekonomisinde Moody's (1909), Fitch (1913), Standard & Poor's (1923), Duff&Phelp's'(1932), Japan

---

<sup>192</sup> Gülhan Suadiye, "Kredi Derecelendirme ve Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri", **Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt.3, Sayı.6, (2006), s.98.

<sup>193</sup> Ahmet Gülmez ve Hilal Gündoğan, "Siyaset", **Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi**, Cilt.2, Sayı.4, (2014), s.67-68.

<sup>194</sup> Yazıcı, s.10.

<sup>195</sup> Destraz ve Lahaye, s.2.

CreditRatingAgency (JCR) (1985) ve Dagong Global CreditRating (1994) olmak üzere altı tane etkin uluslararası derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır<sup>196</sup>.

## 2.5. Derecelendirme Türleri

Derecelendirme başlıca döviz cinsine, vadesine, derecelendirilen kurum ve derecelendiren kuruma göre 4 şekilde tasnif edilebilmektedir. Bu şekiller dışında da birçok yönden derecelendirme işlemi tasnif edilebilmektedir.

### 2.5.1. Vadesine Göre Derecelendirme

Vadesine göre derecelendirmede kısa ve uzun vadeli olarak derecelendirme işlemi yapılmaktadır. Burada derecelendirilen kurum ülke ya da şirketin kısa vadeli risklerini ya da uzun vadeli risklerini belirleyip iki zaman dilimi için de ayrı olarak değerlendirilmektedir<sup>197</sup>.

Kısa vadeli derecelendirmede borcun vadesi dikkate alınarak on üç aydan kısa süreli borçlar değerlendirmeye alınmaktadır. Eğer borcun vadesi on üç aydan uzunsa uzun vadeli derecelendirme kapsamına alınmaktadır. Uzun vadeli derecelendirmede derecelendiren kurum değerlendirilen ülke ya da kurumun içinde bulunduğu mali duruma, ekonomik konjoktüre, rekabet edilebilirliğe, teknolojik değişikliklere ve yönetim kalitesi gibi makro düzeyde koşullara bakmaktadır. Kısa vadeli değerlendirmede ise derecelendiren kurum borçlunun likidite ve sermaye kaynaklarına erişebilme gücünü değerlendirmektedir<sup>198</sup>.

---

<sup>196</sup> Gündoğan, s.67-68.

<sup>197</sup> Akbulak, s.175.

<sup>198</sup> Gülmez ve Gündoğan, s.68-69.

### 2.5.2. Para Cinsine Göre Derecelendirme

Para cinsine göre derecelendirme sisteminde borç bulma kabiliyetini yerel ya da yabancı para üzerinden ölçmektedir. Derecelendirme para cinsine göre üçe ayrılmaktadır.<sup>199</sup>

- Uluslararası Döviz Cinsinden Derecelendirme: Her ülke ve kurumun yerel para cinsinden olmayan borçları bulunmaktadır. Derecelendirme işlemi yapılan ülke ya da kurumun yabancı para cinsinden olan borcunu ödeyebilme gücünü döviz temin edebilme yeteneği üzerinden ölçülmesine döviz cinsinden derecelendirme denilmektedir. Döviz bulma yeteneği sadece derecelendirilen kurumu değil o ülkenin içinde bulunduğu ekonomik durumu da kapsamaktadır. Bu yüzden bu derecelendirme türünde derecelendirme daha geniş kapsamlı yapılmaktadır.
- Uluslararası Yerel Para Cinsinden Derecelendirme: bu derecelendirme türü derecelendirilen kurumun yabancı para cinsinden olmayan borç ve borç faizlerini ödeyebilmek için yerel para bulabilme yeteneğini ölçmeyi amaçlamaktadır. Bu derecelendirme türünde yapılan derecelendirme işlemi uluslararası kriterlere uygun olarak yapılmaktadır.
- Ulusal Yerel Para Cinsinden Derecelendirme: Diğer para cinsine göre yapılan derecelendirme türlerinin aksine ülke riskini içermemektedir. Burada yapılan derecelendirme derecelendirilen kurumun yerel para cinsinden borç ödeyebilme kabiliyetini göstermektedir.

### 2.5.3. Kuruma Göre Derecelendirme

Derecelendirme derecelendiren kuruma göre içsel ve dışsal derecelendirme olmak üzere ikiye ayrılmaktadır<sup>200</sup>.

- Dışsal Derecelendirme: Derecelendirilecek kurumun derecelendirilmesinin KDK tarafından yapılmasına dışsal derecelendirme denilmektedir. Bu

---

<sup>199</sup> Melek Acar Boyacıoğlu, “Bankalarda Derecelendirme (Rating) ve Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Ampirik Bir Çalışma”, İstanbul İktisadi Araştırmalar Vakfı, İstanbul, 2005, s.56.

<sup>200</sup> Yazıcı, s.4.

derecelendirme kurumların sermaye piyasalarında borçlanabilmelerinin kolay ya da zor olmasını değerlendirmektedir.

- İçsel Derecelendirme: Bankaların kendilerinden fon talep eden müşterilerine resmi bilgi ve belgelerle ve yine bankaların kendi oluşturdukları kriterler çerçevesinde kredi vereceği kişi ve kurumları değerlendirmesine içsel değerlendirme denmektedir.

## 2.6. Ülke Kredi Notu Değerlendirmesi

Ülke kredi notu, değerlendirilen ülkenin kamu borcunu ödeyebilme yeterliliğinin ölçülmesi olarak tanımlanabilmektedir. Bu açıdan bakıldığında bir ülkenin kredi notu ülkenin uluslararası alanda borç alabilme, yatırım çekebilme gibi çok önemli alanlarda işlemler yapabilmesini etkilemektedir. Bir ülkenin kredi notu o ülkenin içerisinde bulunduğu risk durumunu ifade etmektedir<sup>201</sup>.

Ülkelere verilen kredi notları değerlendirme türlerine göre de değişmektedir. Ülkenin içerisinde bulunduğu durum kısa vadeli bir durumsa olumlu ya da olumsuz olarak kısa vadeli notuna etki etmektedir. Ülkenin iç dinamiklerinin sağlam olduğunu varsayarsak o ülkenin yerel para cinsinden yapılan kredi derecelendirmesi yabancı para türünden yapılan derecelendirmeye göre daha yüksek olabilmektedir<sup>202</sup>.

Ülkelere verilen kredi notları ülkeler için çok önemli bir rol oynamaktadır. Bir ülkenin yatırım çekme becerisi verilen notlara göre değişmektedir. Bir ülkenin riski ölçülürken dikkate alınan faktörler aşağıda tablo şeklinde gösterilmektedir:

---

<sup>201</sup> İbrahim Burak Kanlı ve Yasemin Barlas, **Eşiği Aşınca: Kredi Notunun ‘Yatırım Yapılabilir’ Seviyeye Yükselmesinin Etkileri**. Ankara: TCMB 2011, 1.

<sup>202</sup> Çevik, [http://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/ar\\_03\\_2011.pdf](http://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/ar_03_2011.pdf) 2011: 3, (31.08.2018).

**Tablo 1**  
**lke Risk Faktörleri**

<b>A- Politik ve evresel Etmenler</b>	<b>B- Dış Ticaret Durumu: Dışatım ve Dışalım</b>	<b>C- Cari İşlemler Dengesinde Hizmetler Hesabı</b>	<b>D- Tek Yönlü veya Karşılıksız Transfer</b>
1) Politik Durum 2) Kurumsal İlişkiler 3) lkenin Endüstriyel Özellikler 4) Ekonomik Durum 5) Hükümetin verdiği öncelikler 6) Amaçlara ulaşmak için hükümetin izlediği politikalar, kullandığı araçlar	1) Mal grupları itibariyle dışatım ve dışalımın kompozisyonu 2) İhraç ve ithal mallarının fiyat ve gelir esnekliği 3) Başlıca ticaret yapılan lkeler 4) Nisbi Fiyatlar 5) Nisbi Gelirler - Gelir Dağılımı	1) Varsa önemli hizmet gelirleri 2) Önemin nedeni 3) Hizmet gelirlerinin sürekliliği	1) lke açısında önemli olup olmadığı 2) Karşılıksız veya tek yönlü transferlerin sürekliliği
<b>E- Uzun Süreli Sermaye Hareketleri</b>	<b>F- Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri</b>	<b>G- Altın - Döviz Rezervi ve Rezerv Hareketleri</b>	
1) Sermaye girişinin hangi ülkelerden yapılacağı 2) Dolaysız yabancı sermaye yatırımları 3) Portföy yatırımları	1) İlgili lkeler 2) Dış ticaretin finansmanına yönelik kısa süreli dış krediler 3) Para politikası, para arzı ve faiz hadleri 4) Kamu ve özel kesimin kısa süreli fon talebi 5) Spekülasyon amaçlı sermaye girişleri 6) Birikimlerin dağılımı 7) Kısa süreli sermaye hareketleri üzerinde kontroller	1) demeler dengesi sonucuna göre rezervlerde değişmeler 2) Döviz kurunu korumak için hükümetin kambiyo piyasalarına müdahaleleri sonucu rezervlerdeki değişmeler. 3) Hükümetlerin hangi sık aralıklarla döviz piyasalarına müdahale ettikleri	

**Kaynak:** <http://eski.ankaratb.tobb.org.tr/pages.aspx?pageId=07a81eeb-c843-4244-8fe2-2ab1c339bf9e>  
(29.08.2018)

## 2.7. Risk

Yatırımcının yapacağı bir yatırımdan elde etmeyi umduğu gelir risk ile orantılı gerçekleşmektedir. Yatırımcı yatırım yaparken o ülkenin risk durumuna bakmaktadır. KDK'lar belirli bir model çerçevesinde derecelendireceği kuruluşların içinde bulunduğu

durum ve geçmiş dönemdeki durumlarını da göz önüne alarak derecelendirme yapmaktadır<sup>203</sup>. Bu yüzden risk, derecelendirme için en önemli kriter haline gelmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşları risk faktörünü 3 ana başlıkta incelemektedir. Bunlar ülke riski, sektör ve firma riskinden oluşmaktadır.

### 2.7.1. Ülke Riski

Ülke riski borçlanan kurum veya ülkelerin, ülkenin içerisinde bulunduğu ekonomik, mali ya da sosyal ve siyasi durumunu göz önüne alarak borçlanan kişi veya kurumun bundan doğan yükümlülüklerini yerine getirip getirmeyeceğinin değerlendirilmesi olarak tanımlanabilmektedir<sup>204</sup>. Kısaca ülke riski, ülkenin dış borçlarını ödeyebilme ihtimal ve yeterliliğinin değerlendirilmesi olarak tanımlanmaktadır.

Ülke riski ölçülürken göz önüne alınan bazı riskler vardır;<sup>205</sup>

- Ülkenin kurum ve kuruluşlarının kredi yükümlülüklerini yerine getirebilme istek ve yetenekleri
- Ülkenin borçların ödenebilmesi için uygun ortam yaratması
- Ülkenin sosyal, siyasi ya da ekonomik koşullarının dış kaynaklara olan duyarlılığı ülke riski kredi derecelendirme kuruluşları için önemli bir yerde bulunmaktadır. Bu yüzden ülke riski politik risk, ekonomik risk ve finansal risk olmak üzere 3 başlığa ayrılmaktadır.

### 2.7.2. Politik Risk

Politik risk ülkenin içerisinde bulunduğu siyasi koşulların değişmesine durumunda sermaye piyasasında ortaya çıkan getiri değişiklikleri olarak tanımlanmaktadır.

<sup>203</sup> Beyhan Yashıdağ, **Kredi Derecelendirme Sistemi**, İstanbul: Literatür Yayınları, 2007, s.129.

<sup>204</sup> Şenol Babuşçu, **Basel II Düzenlemeleri Çerçevesinde Bankalarda Risk Yönetimi**, Ankara: Akademi Araştırma Planlama Danışmanlık Eğitim Yayıncılık 2005, s.25.

<sup>205</sup> Babuşçu, s.125-126.

Politik risk yatırımcılar açısından büyük önem taşımaktadır. Çünkü yatırımcı yatırım yapma kararı aldığı anda ya da bir kişi ve kuruma borç vermek istediğinde o kişi ve kurumun içerisinde bulunduğu siyasal durum borcun geri ödenebilme kabiliyetine etki etmektedir. Politik risk borcun geri dönüşüne etki etmekle beraber yatırımcının yatırımındaki karlılık oranını da etkilemektedir.

Politik risk ülkenin komşu ülkelerle gerilimleri, ülkeye yönelik yatırım kararları, içsel çatışmalar gibi durumlardan etkilenmektedir.

Politik risk unsurları şunlardır<sup>206</sup>;

- a) Hükümetin İstikrarı: Ülkede seçimlerin vaktinde yapılıp yapılmaması, tek parti tarafından yönetilmesi ya da uyumlu bir koalisyon tarafından yönetilmesi gibi durumları kapsamaktadır.
- b) Sosyoekonomik ve Demografik Durum
- c) İç Karışıklıklar
- d) Dış Karışıklıklar
- e) Yozlaşma
- f) Askeri Otoritenin Politikaya Etkisi: Ülkede askeri kurumların ülke yönetiminde etkin olması, ülkede darbe yönetimlerinin etkin olması gibi durumları kapsamaktadır.
- g) Dinsel Gerilimler: Ülke içerisinde mezhep ya da farklı dinlere ait insanlar arasında yaşanan gerginlikten oluşmaktadır.
- h) Kanun Ve Düzenlemeler
- i) Etnik Gerilim: Bir ülke içerisinde farklı ırklara sahip olan insanlar arasında yaşanan gerilimleri ifade etmektedir.
- j) Bürokrasi Etkisi: Bürokrasinin ya da kurumsallaşmanın varlığı politik risk açısından önem kazanmaktadır
- k) Demokratik Sorumluluk
- l) Hükümetin Hukuksal Yapısı
- m) Ekonominin Yönetimi

---

<sup>206</sup> Hasan Ayaydın, Fahrettin Pala, Abdulkadir Barut, **Ülke Riskinin Hisse Senedi Getirisine Etkisi: Ampirik Bir Analiz**, Küresel İktisat ve İşletme Çalışmaları Dergisi, ISSN:2147-415X, Cilt.5, Sayı.10, s.67

Bütün bunlar belli bir sistem çerçevesinde incelenerek ülkenin kredi notlarının belirlenmesinde etki etmektedir.

**Tablo 2**  
**Politik Risk Unsurlarının Puanlaması**

<b>Politik Risk Bileşeni</b>	<b>Risk Ağırlığı (Maksimum Değeri)</b>
Hükümet İstikrarı	12
Sosyo-Ekonomik Koşullar	12
Yatırım Profili	12
İçsel Çatışmalar	12
Dışsal Çatışmalar	12
Yolsuzluk	6
Askeriyenin Siyasi Etkinliği	6
Dinsel Gerilimler	6
Kanunlara uyum ve kamusal düzen	6
Etnik Gerilimler	6
Hesap Verilebilirlik	6
Bürokratik Kalite	4
<b>Toplam</b>	<b>100</b>

**Kaynak:** Serap Ovalı, “Ülke Kredi Notu Değerlendirme Kriterleri Açısından Türkiye: AB ile Karşılaştırmalı Analiz”, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, Cilt.10, Sayı.23, (2014), s.66.

Politik risk unsurlarının derecelendirme sistemi içerisinde ağırlıkları da değişmektedir. Hükümetin istikrarı, sosyo-ekonomik koşullar ve çatışmalar gibi önemli konuların ağırlığı 12 puan ile ölçülürken gerilimler, bürokratik kalite gibi diğerlerine göre daha yumuşak risk unsurları 6 puanla değerlendirilmektedir.

### **2.7.3. Ekonomik Risk**

Bir ülkenin kredi notu verilirken o ülkenin ekonomik olarak içerisinde bulunduğu duruma bakılmaktadır. Bir ülkenin borç ödeme yeteneği ve borç ödeyebilme kapasitesi içerisinde bulunduğu ekonomik durumdan etkilenmektedir. Bu yüzden ülkelere not verilirken içerisinde bulunduğu ekonomik duruma bakılmaktadır.



Bir ülkenin içerisinde bulunduğu mali durum o ülkenin borç yükümlülüklerini yerine getirip getirememesi konusunda önem kazanmaktadır. KDK ülke kredi derecelerini değerlendirirken pek çok unsuru göz önüne almaktadır.

Ekonomik risk unsurları<sup>207</sup>

- a) Transfer Riski: Ülkenin kamu özel ayırımı olmadan bütün borçlarını ödeyebilme kapasitesini ifade etmektedir.
- b) Enflasyon Riski: Enflasyon oranlarındaki değişme finansal piyasaları etkilemektedir.
- c) Faiz Oranları Riski: Faiz oranlarındaki değişiklikler yatırımları ve yatırımların yönünü etkilemektedir.
- d) Döviz Rezervleri: Dış borçların ödenebilmesi için bir ülkenin döviz miktarının yeterli olması gerekmektedir.
- e) Kisi Basına Düsen GSMH: Bir ülkede kişilerin ekonomik güçlerinin artması ya da azalması ekonomiyi ve borç ödeyebilme durumunu etkilemektedir.
- f) Yıllık Enflasyon Artış Oranı: Enflasyon paranın değerini değiştirerek borç ödemede önemli hale gelmektedir.
- g) GSMH' nın Yüzdesi Olarak Bütçe Dengesi: Bütçe dengesi ekonomik olarak devletin borçlarını çevire bilme potansiyeli ve kabiliyeti hakkında bilgi vermektedir.
- h) ğ) GSMH' nın Yüzdesi Olarak Cari Hesap: Ülkenin dışa bağımlılık oranı olarak da ifade edilebilecek bu kavram ekonomik durumu etkilemektedir. İthalatı fazla olan ülkeler cari açık vermektedir.

Ekonomik risk incelenirken dikkate alınan göstergelere bakmak gerekmektedir.

---

<sup>207</sup> Ozan Acar, s.13, [http://www.tepav.org.tr/upload/files/1294562167-4.Yapisal\\_Reformsuz\\_Kredi\\_Notu\\_Artisi\\_Olmaz.pdf](http://www.tepav.org.tr/upload/files/1294562167-4.Yapisal_Reformsuz_Kredi_Notu_Artisi_Olmaz.pdf) (29.08.2018).

**Tablo 3**  
**Ekonomik Risk Göstergeleri**

Ülke Ekonomisinin Gelir Yaratma Kapasitesi	Borç Oranları
GSMH	Ödemeler Dengesi ve Cari İşlemler
Dış Borçlar	Sermaye Akışları
Likidite Göstergeleri	Rezervler, Gelişme ve Büyüme Hızları
Ekonomik Riskler	Toplam Tasarruflar
Döviz Cinsinden Nakit Akımları	Kamu Sektörünün Mali Açıkları
İhracat	Yatırımlar
Enflasyon Verileri	Borç Oranları

**Kaynak:** Yashıdağ, s.154.

Bütün bu risk tablodaki unsurları ve göz önüne alınan göstergeler ile birlikte KDK ülkelerin kredi derecelendirmelerini yapmaktadırlar.

#### **2.7.4. Firma Riski**

Yatırımcılar açısından firma riski önem kazanmıştır. Firma riski 4'e ayrılmaktadır<sup>208</sup>.

- İşletme Faaliyetlerinin Değerlendirilmesi: Yatırım yapılmak istenen firmanın pazar payları, büyüme oranları gibi alanlar açısından incelemesini kapsamaktadır.
- Yönetim Riski: Firmaların yönetim kadrosunun değerlendirilmesinden oluşmaktadır. Yönetimin yeterliliği, yönetici kadrosunun liyakati gibi konular yönetim riski açısından değerlendirilmektedir.
- Muhasebe Uygulamaları: Uluslararası Standartlara uygun ve karşılaştırılabilir bir muhasebe sisteminin olup olmaması firma riski kapsamında incelenmektedir.
- Firmanın Finansman Durumu: Firmaların borç bulabilme, borç yükümlülüklerini yerine getirebilme durumlarının değerlendirilmesinden oluşmaktadır.

<sup>208</sup> Akbulak, s.176.

### **2.7.5. Sektör Riski**

KDK'lar firmaların derecelendirmelerini yaparken derecelendirilecek firmaların içerisinde bulunduğu sektörü de göz önüne almaktadır. Sektörün ülke ekonomisindeki yeri, sektörün rekabet gücü gibi alanlar kredi derecelendirmesinde önem kazanmaktadır.

## **2.8. Derecelendirme Sürecinin Aşamaları**

Derecelendirme süreci derecelendirilecek ülke ya da kurumun derecelendirilmesi için karar alınmasından itibaren başlayarak kredi notunun açıklanmasına kadar devam eden bir süreci ifade etmektedir. Derecelendirme kuruluşları farklılık arz etse bile derecelendirme süreci benzerlik göstermektedir.

### **2.8.1. Tanıtım Toplantısı**

Derecelendirme sürecini başlatan aşama olarak adlandırılmaktadır. Borçlanacak olan kurum derecelendirme kuruluşu ile irtibat kurarak kendilerinin puanlanmasını istemektedir. Derecelendirme süreci bu başvuru ile başlamaktadır.

Derecelendirme talebi ile başlayan süreç kapsamında derecelendirme kuruluşu derecelendirilecek kurumu değerlendirebilmek için yöneticileri ile bir tanıtım toplantısı düzenlemektedir. Bu tanıtım toplantısında asıl amaç derecelendirilecek kurum hakkında yeterli bilgi ve belgeye ulaşmaktır.

Tanıtım toplantısında asıl amaç derecelendirilecek kuruluşun alacağı derecenin ne olacağına yönelik tahminler de bulunmak ve halka arz edilmesi takdirde verilecek notun bu ihraca etkisinin ne olacağını tahmin etmektir.

### **2.8.2. Şirket Yöneticileri ile Görüşme**

Tanıtım toplantısıyla şirket hakkında genel bilgiler toplayan derecelendirme kuruluşu bu aşamanın ardından derecelendireceği şirketin yöneticileri ile bir toplantı

yapmaktadır. Şirket yöneticileri derecelendirme kuruluşlarının istediği bilgileri toplantı öncesinde hazırlamaktadırlar.

Yöneticilerle toplantı sırasında istenen bilgiler şunlardır;<sup>209</sup>

- Şirketin öz geçmişi
- Şirketin üst düzey yönetici ya da genel müdürü tarafından hazırlanan stratejisi
- Şirket faaliyetine yönelik bilgi
- Geleceğe ilişkin potansiyel kazançlar

### **2.8.3. Derecelendirme Kararı**

Yöneticilerle yapılan toplantının ardından derecelendirme kuruluşu 3-5 haftalık bir süreye ihtiyaç duymaktadır. Bu süre içerisinde derecelendirme kuruluşunun uzmanları komiteye kendi fikirlerini de içeren bir rapor hazırlamaktadır. Komiteye sunulan raporda uzmanlar komiteyi bilgilendirerek kendileri de bir derece önermektedir. Derecelendirme komitesinin kabulü ile derecelendirme notu kesinleşmektedir<sup>210</sup>.

### **2.8.4. Derecelendirme Kararının Açıklanması**

Komite derecelendirme işlemini yaptıktan sonra derecelendirdiği kuruma bilgi vermektedir. Derecelendirilen kurum gerekli bilgilendirmeyi almadan kamuoyuna kredi notu açıklanamamaktadır. Kuruma verilen bilginin ardından derecelendirme notu kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

### **2.8.5. Derecelendirmenin İzlenmesi**

Derecelendirmenin son aşamasında derecelendirme kuruluşunun derecelendirdiği firma ya da ülkeyi izlemeye almaktadır. Derecelendirme kuruluşu

<sup>209</sup> <http://www.jcrer.com.tr/Pages.aspx?Page=kredi-derecelendirme-surec-ve-asamalari> (30.08.2018).

<sup>210</sup> <http://www.jcrer.com.tr/Pages.aspx?Page=kredi-derecelendirme-surec-ve-asamalari> (31.08.2018).

derecelendirme notunu kamuoyuna açıkladıktan sonra, derecelendirilen şirketin not durumundan sonra faaliyetinin iyi ya da kötü yöndeki hareketini izlemektedir.

## 2.9. Derecelendirmenin Yasal Dayanağı

Türkiye’de kredi derecelendirme kuruluşlarını listeye alma gözetim ve denetim alanlarını düzenleme gibi yetkileri Sermaye Piyasası Kurulu kullanmaktadır. SPK 06.03.1997 tarihinde yayımladığı tebliği ile Türkiye’de faaliyet gösterecek derecelendirme kuruluşlarını belirlemiştir<sup>211</sup>. Bunlar;

- Moody’s Investors Service Inc
- Standard & Poor’s Rating Services Corp
- Fitch Ratings Ltd

şeklinde belirlenmiştir.

## 2.10. Kredi Derecelendirme Kuruluşları

KDK’ı borçlunun kredilerini ödeme durumunu, yetenek ve kabiliyetini, borcu düzenli olarak ödeyip ödeyemediği ve borçlunun para ve sermaye piyasalarındaki rolünü ölçmeye çalışan objektif ve belli standartları olan kuruluşlardır<sup>212</sup>.

Derecelendirme faaliyeti borçlanacak kurumların mali yükümlülüklerini karşılama güçlerini, karlılık durumlarını, mali yapısını, içerisinde bulunduğu sektör ve ülke koşullarını ölçme faaliyeti olarak adlandırılmaktadır<sup>213</sup>.

Fitch ise kurumların mali yükümlülüklerinin yerine getirilip getirilemeyeceğine yönelik tahmin olarak tanımlamaktadır. Moody’s ise derecelendirme işlemi menkul

<sup>211</sup> Yusuf Çolak, “Uluslararası Ekonomi”, **İşletme ve Politika Dergisi**, Cilt.1, No.1, 2017, s.65.

<sup>212</sup> Gülmez ve Gündoğan, s.71.

<sup>213</sup> Erdiñç Tutar, Filiz Tutar ve Mehmet Vahit Eren, “Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenirlilik Açısından Sorgulanması ve Türkiye”, **Akademik Bakış Dergisi**, Sayı.25, (Temmuz-Ağustos 2011), s.4.

kıymet ihraç eden firmaların ihraç ettiği menkul kıymetlerin itfa ve anapara faizini ödeyebilme kapasitesinin ölçülmesi olarak tanımlamaktadır<sup>214</sup>.

Dünya genelinde 150'ye yakın KDK bulunmaktadır. KDK'lar içerisinde piyasanın %97'si Moody's, Fitch ve S&P'ye kontrol altında almıştır. Fitch'in piyasa payı %14'ler civarındayken Moody's ve S&P piyasanın %80'ine sahip olmuştur.<sup>215</sup>

Bugün ki anlamda derecelendirme kuruluşunun ilk temelleri 1900'lü yıllarda John Moody tarafından atılmıştır. Moody demiryolu şirketlerinin tahvillerini ölçen değerlendirme kılavuzu yayınlamıştır. Moody'nin ardından S&P ve Fitch kurulmuştur<sup>216</sup>.

Moody's John Moody tarafından yayınlanan demiryolu şirketlerinin menkul kıymet değerleri ile ilgili bir istatistik bilgi kitabı yayınlamıştır. Ardından Moody's Manual of Industrial and Corporation Securities isimli bir el kitabı yayınlamak ilk defa derecelendirme sisteminde harfleri kullanmıştır. Bu harfler günümüz anlamında derecelendirme sistemi kadar karmaşık olmamakla birlikte A, B ve C harflerinden oluşmaktadır. Bugün Moody's'in binlerce üyesi ve milyar dolarlık geliri bulunmaktadır<sup>217</sup>.

S&P Moody's gibi ABD kökenli bir kredi derecelendirme kuruluşu olup 1860 yılın Henry Varnum Poor tarafından kurulmuştur. S&P kredi derecelendirmeyi borçlunun güvenilirliği ve sahip olduğu borç yükümlülüğünü risk faktörü içerisinde ölçmek olarak tanımlamıştır<sup>218</sup>.

Fitch Ratings Moody's ve S&P ile birlikte dünyanın en büyük 3 derecelendirme kuruluşu içerisinde sayılmaktadır. Fitch Ratings John Knowles Fitch tarafından kurulmuştur<sup>219</sup>.

---

<sup>214</sup> İlknur Çevik Tekin, "Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Öngöremedikleri Krizler ve İflaslar", **Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi**, Cilt.19, 41. Yıl Özel Sayısı, (2016), s.184.

<sup>215</sup> Çevik Tekin, s.185.

<sup>216</sup> Ahmet Ulusoy ve Hikmet Yılmaz, "Kredi Notu Eleştirilerini Test Eden Mekanizma: Cds Primleri" **Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Cilt.13, Sayı.1, (2017), s.64.

<sup>217</sup> Ulusoy ve Yılmaz, s.64.

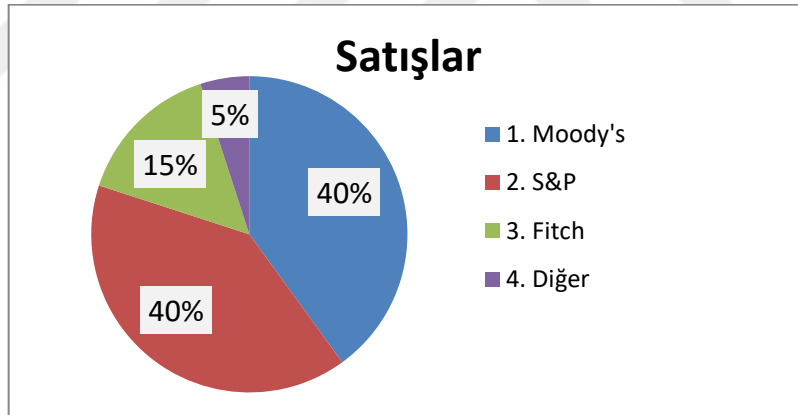
<sup>218</sup> Ulusoy ve Yılmaz, s.64.

<sup>219</sup> Ulusoy ve Yılmaz, s.65.

Yerli kredi derecelendirme kuruluğu Kobirate ise Haziran 2008 yılında 5 Türk ortakla tamamı ödenmiş sermaye ile kurulmuştur. Şirket Nisan 2009 yılında SPK tarafından kredi derecelendirme konusunda yetkilendirilmiştir<sup>220</sup>.

Kredi derecelendirme kuruluşları kendi ilke ve yöntemlerine göre şirketleri, ülkeleri ya da kurumları derecelendirmektedir. Bu derecelendirme şirketin borçlanabilmesi ya da ülkeye paranın gelmesi için önem taşımaktadır. Kredi derecelendirmesi özellikle ülkelere para girişı ve borç verilmesi açısından önemli hale gelmiştir.

Derecelendirme kuruluşları geleceğe yönelik tahmin ve öngörülerde bulunmamaktadır. Derecelendirme kuruluşları belli metotları kullanarak derecelendirecekleri kuruluşların yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceğini ölçmektedirler<sup>221</sup>. KDK'lar bunun için nesnel ve objektif ölçütlere ihtiyaç duymaktadırlar.



**Grafik 1: Derecelendirme Kuruluşları Piyasa Payları**

**Kaynak:** Harun Kılıçaslan ve Mücahit Giter, “Kredi Derecelendirmede Ortaya Çıkan Sorunlar”, **Maliye Araştırmaları Dergisi**, Cilt.2, Sayı.1, (2016), s.67.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasa paylarını gösteren grafiğe bakıldığında piyasa hakimiyeti %80 oranında Moody's ve S&P'ye ait olduğu görülmektedir. Moody's ve S&P'yi %15 ile Fitch takip etmekte iken diğerlerinin piyasaya olan etkisi %5'de kalmaktadır.

<sup>220</sup> <http://www.kobirate.com.tr/Hakkimizda> (31.08.2018).

<sup>221</sup> <http://dergiipark.gov.tr/download/article-file/183235> (31.08.2018).

**Tablo 4**  
**Derecelendirme Kuruluşlarının Bulunduğu Ülkeler**

Kredi Derecelendirme Kuruluşları	Ülke	Gelir
Moody's	35	3.3 milyar \$
S&P	26	2 milyar \$
Fitch	50+	730 milyon \$

**Kaynak:** Kılıçaslan ve Giter, s.67.

3 büyük uluslar arası KDK'nın kaç ülke de bulunduğu ve ne kadar kazandığını belirttiğimiz tabloda da Moody's'in ülke sayısı olarak az olsa bile gelir olarak en yüksek gelire sahip olduğu görülmektedir.

### 2.10.1. Kredi Derecelendirme Sürecinde Uyulması Gereken Etik Kurallar

Kredi derecelendirme kuruluşları not verme işlemini yaparken bazı etik ilkelere uymaktadır. Bu etik ilkelere uyulmadığı durumlarda kredi derecelendirme kuruluşlarının güvenilirliği zedelenmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının uyması gereken etik kuralları şu şekilde sıralanmaktadır<sup>222</sup>;

- Tarafsızlık: Derecelendirme kuruluşunun derecelendirme sürecinde yapacağı değerlendirmede kendi ile derecelendirilecek kuruluş arasında ortaya çıkacak çıkar çatışmalarında tarafsız kalmasını ifade etmektedir.
- Açıklama yükümlülüğü: Kamuoyunun derecelendirme süreç ve yöntemleri açısından bilgilendirilmesi gerekmektedir. Bu kural kredi derecelendirme kuruluşunun derecelendirme sürecini ve bu süreçte kullandığı metotların açıklanmasını ifade etmektedir.
- Uluslararası erişilebilirlik/şeffaflık: Derecelendirme kuruluşunun yerli ve yabancı bütün kuruluşlara derecelendirme notlarına erişim hakkı sağlaması gerekmektedir.
- İtibar: Derecelendirme kuruluşunun etik ilkelere uyması, kuruluşların gizli bilgilerini açıklamaması, tarafsız karar vermesi verdiği notlara karşı güven

<sup>222</sup> Ahmet Gülmez, "Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Uygulaması: Derecelendirme kuruluşları ne kadar objektif?", **PESA Rapor**, Sakarya: Politik Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Merkezi Yayınları, s.11.



duyulmasını sağlamaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasalara olan etkileri göz önüne alındığında bu kuruluşların itibarı önem kazanmaktadır.

- Kaynak yeterliliği: Bu kural derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme sürecini titiz, detaylı ve tam yapabilmesi için yeterli kaynaklara sahip olması gerektiğini ifade etmektedir.

## 2.11. Başlıca Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not Sistemleri

### 2.11.1. Moody's

Demiryolu şirketiyle alakalı bülten yayınlayarak kredi derecelendirme faaliyetini ilk yapan şirketin Moody's olduğunu belirtmiştik. Moody's demiryolu şirketlerinin yanı sıra sanayi şirketlerini de derecelendirmeye 1913 yılında başlamıştır. Moody's 1914 yılında faaliyet alanını daha da genişleterek tahvil piyasasının neredeyse tamamını analiz eder hale gelmiştir<sup>223</sup>.

Moody's, küresel sermaye piyasasının önemli bir bileşeni olup, şeffaf ve entegre finansal piyasalara yönelik kredi notları, araştırma, araçlar ve analizler sunmayı amaçlamaktadır. Moody's 2017 yılında 4.2 milyar dolar gelir bildirmiş ayrıca 12.300 kişiye de istihdam sağlamış 42 ülkede varlık gösteren uluslararası sermaye piyasası aktörü olarak tanımlanmaktadır<sup>224</sup>.

Moody's amacını yatırımcılara menkul kıymetlerin gelecekteki değerinin ölçülebileceği basit bir puanlama sistemi sunmak olarak tanımlamaktadır. Bu kapsamda Moody's kredi derecelendirmede dokuz sembol kullanmaktadır<sup>225</sup>.

Moody's tarafından verilen kredi derecelerinin mantığı dört temel grupta toplanmıştır<sup>226</sup>:

<sup>223</sup> Gülmez ve Gündoğan, s.71.

<sup>224</sup> <https://www.moodys.com/Pages/atc.aspx> (01.09.2018).

<sup>225</sup> <https://www.moodys.com/Pages/amr002002.aspx> (01.09.2018).

<sup>226</sup> <http://eski.ankaratb.tobb.org.tr/pages.aspx?pageId=07a81eeb-c843-4244-8fe2-2ab1c339bf9e> (01.09.2018).

- Yatırımcının yatırım sahasını genişletmek amacıyla yapılan baskı önemli miktarlarda yatırım yapan yatırımcının rating sahasını genişletmek için yapılan baskı,
- Yeni piyasalardaki derecelendirme için piyasa bilinci oluşturmak
- Bono, banka sertifikası gibi borç kâğıtlarının kredi kalitesinin yanlış anlaşılmasını düzeltmek,
- Karşılaştırılabilir geniş kapsamlı örnekler oluşturmak.

Moody's'in derecelendirme yapmadığı yada derecelendirme puanı vermediği durumlarda bulunmaktadır. Bunlar<sup>227</sup>:

- Derecelendirme talebinde bulunulmamış ya da derecelendirme talebi reddedilmişse
- Sorun veya ihraççı, politika konusu olmayan bir grup menkul kıymet veya kuruma aittir.
- Konuya veya menkul kıymet ihraç eden kuruma ait önemli bilgi eksikliği varsa
- Konu özel olarak yerleştirilmişse Moody's derecelendirmeyi yayınlamamaktadır.

Bu durumlarda derecelendirme yapılmamakta ya da yapılan derecelendirme yayınlanmamaktadır.

### ***2.11.1.1. Moody's'in Uzun Dönemli Şirket ve Ülkelerin Kamu Tahvillerine Ait Kredi Notları***

Moody's'in ihraççılar için 1 yıldan uzun vadeli kredi değerliliğine ait düşüncelerini yansıtmaktadır. Moody's'in kullandığı semboller ve anlamları şu şekildedir<sup>228</sup>;

**Aaa:** Bu puanlama en güvenilir ülkeleri yansıtmaktadır. Yatırım yapmak isteyen yabancılar için en az risk düzeyini ifade etmektedir. Bu derece grupta yer alan

<sup>227</sup> <https://www.moodys.com/Pages/amr002002.aspx> (01.09.2018).

<sup>228</sup> <http://eski.ankaratb.tobb.org.tr/pages.aspx?pageId=07a81eeb-c843-4244-8fe2-2ab1c339bf9e> (03.09.2018).

ülkelerin borç anapara ve faiz ödemelerini çok güçlü bir şekilde yapabilecek kapasiteye sahip olduğunu göstermektedir. Bu gruptaki ülkeler ekonomik yapıları değişmiş olsa bile anapara ve faiz yükümlülüklerini yerine getirebilmektedir. Moody's'in derecelendirme sistemi içerisinde verilebilecek en yüksek not oranı olarak nitelendirilmektedir.

**Aa:** Bu derece Aaa grubundaki ülkeler gibi Aa grubunda yer alan ülkelerin de yüksek güvenilirliğe sahip olduğunu göstermektedir. Aa notu bu nota sahip ülkelerin borç ve faiz ödemelerinde yeterli kapasiteye sahip olduğunu göstermektedir. Aaa grubunda yer alan ülkeler gibi güvenilir ülkeler olmalarına rağmen uzun vadeli riskler, dalgalanmalardan etkilenmeye açıklık gibi unsurlar yönünden Aaa grubundaki ülkelere ayrıştırılmaktadır.

**A:** Bu grupta yer alan ülkeler için ortalamanın üstünde güvenilirlik derecesine sahip olmakla birlikte güvenilirliğin bozulması durumunda borç anapara ve faiz ödemelerinin geri aksama ihtimali olduğu düşünülmektedir. Bu gruptaki ülkeler yatırım yapılması açısından güven vermekle birlikte genel anlamda bu ülkelere karşı yatırım yapılması konusunda temkinli davranılması gerekmektedir. Bu derece ülkeler için temel olarak mevcut konjonktürün iyi olduğunu ancak olası değişikliklerin kredi güvenilirliğini tersine çevirebilme ihtimali olduğunu vurgulamaktadır.

**Baa:** Bu grupta yer alan ülkelere borç anapara ve faiz ödemelerinin yeterli kapasiteye sahip olduğu düşünülmeyle birlikte bu ülkelerin ödemelerde gecikme yaşaması gibi ihtimaller taşıdığı ifade edilmektedir. Bu ülkeler yüksek derecede güvenilir olmamakla birlikte diğer ülkeler gibi büyük risklerde taşımamaktadır. Bu ülkelerin yatırımcı açısından spekülasyon bir karaktere sahip olduğu ifade edilmektedir.

**Ba:** Bu grupta yer alan ülkelerin ekonomik gelecekleri hakkında tahminlerde bulunulmamaktadır. Orta düzeyde güvenilirlikle bulunmakta, ancak gelecekte nasıl bir seyir izleyeceği tahmin edilememektedir.

**B:** Bu gruptaki ülkelere yatırımcılar çok fazla gelecek riski taşımaktadır. Bu ülkelerin borç anapara ve faiz ödeme kapasitelerinin çok düşük olduğu bilinmektedir.

Bu ülkelerin gelecekte borç anapara ve faiz ödemelerini yapma ihtimalleri çok düşük düzeyde kalmaktadır.

**Caa:** Bu gruptaki ülkelerin anapara ve faiz ödeme yeteneğinin son derece zayıf olduğu kabul edilmektedir. Bu ülkelerde borç anapara ve faizinin geri ödenmeme ihtimalinin çok yüksek olduğu kabul edilmektedir.

**Ca:** Bu grupta yer alan ülkelerin spekülâtif karakterli ülkeler olduğu kabul edilmektedir. Bu grupta yer alan ülkeler genel olarak yükümlülüklerini yerine getirmemektedir.

**C:** Bu grupta yer alan ülkelerin yükümlülüklerini yerine getirme ihtimalinin olmadığı kabul edilmektedir. Bu gruptaki ülkelere yatırım yapılmaması tavsiye edilmektedir.

1,2,3:Moody's ülkelere kredi notu verirken Aa'dan B'ye kadar olan her derecelendirme grubunda 1, 2, 3 gibi sayısal semboller kullanılmaktadır.

1 sembolü; derecelendirme grubundaki en iyi ülke olduğunu ifade etmektedir.

2 sembolü; derecelendireme grubundaki orta derece ülke olduğunu ifade etmektedir.

3 sembolü; not grubundaki borç ödeme kapasitesi en zayıf ülkeler olduğunu ifade etmektedir.

### ***2.11.1.2. Moody's'in Kısa Vadeli Ticari Senetleri Derecelendirmesinde Kullandığı Semboller***

Bu derecelendirme sembolleri yatırımcılara 1 yıldan daha kısa süreli yatırım yapmak istedikleri ülkelerin kısa vadede borç anapara ve faiz ödemeleri hakkında bilgi vermek amacıyla kullanılmaktadır. Bu derecelendirme türünde kullanılan semboller ve anlamları şu şekildedir<sup>229</sup>;

<sup>229</sup> [https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC\\_79004](https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004) (01.09.2018).

**P1:** Bu sembol yatırımcılara yatırım yapacağı ülkeler için kısa vadede en düşük risk durumunun olduğunu söylemektedir.

**P2:** Bu grupta yer alan ülkelerde kısa vadede düşük olsa bile risk durumu bulunmaktadır.

**P3:** Bu grupta yer alan ülkeler için borçlarını ödeyebilecek durumları olmakla birlikte olası durumlardan etkilenme düzeyinin yüksek olduğu kabul edilmektedir.

### **2.11.1.3. Moody's'in Kısa Dönem Hükümet Senetlerini Değerlendirmek İçin Kullandığı Semboller**

Moody's'in kısa dönemli hükümet derecelendirmesi Moody's Investment Grade anlamına gelen "MIG" sembolü ile gösterilmektedir. Bu semboller ve anlamları şu şekildedir<sup>230</sup>;

**MIG1:** Bu derece en düşük risk düzeyine sahip, yatırım kalitesi en yüksek olan gelişmiş ülkeleri ifade etmektedir.

**MIG2:** Yüksek derecede güven ifade etmekle birlikte MIG1 kadar güvenilir olmayan ülkeleri nitelendirmek için kullanılmaktadır.

**MIG3:** Bu gruptaki ülkeler güven teşkil etmekle birlikte diğer ülkelere göre daha yüksek risk taşımaktadır.

**MIG4:** Bu derece yüksek risk taşıyan ve minimum düzeyde güvenilirliği olan ülkeleri nitelemektedir. En alt düzeyi ifade etmektedir.

### **2.11.1.4. Moody's'in Banka Derecelendirmesi İçin Kullandığı Semboller**

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Moody's ülke bankalarını değerlendirirken 5 sembol kullanmaktadır. Bu semboller ve anlamları şu şekildedir<sup>231</sup>;

<sup>230</sup> [https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC\\_79004](https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004) (01.09.2018).

<sup>231</sup> [https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC\\_79004](https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004) (01.09.2018).

**A:** En yüksek güvenilirliği ifade etmek için kullanılmaktadır. Bu gruptaki bankalar yükümlülüklerini yerine getirme konusunda güçlü olmakla beraber olası durumlarda kırılabilirlik yaşamamaktadır.

**B:** Bu sembol bankanın A grubundaki bankalar gibi güvenilir olduğunu ancak yine A grubundaki bankalara göre daha fazla risk taşıdığını ifade etmektedir.

**C:** Bu sembol grubunda yer alan bankalar yüksek risk taşımamakta, finansal yapısının da iyi durumda olduğu kabul edilmektedir. Bu grupta bulunan bankalar A ve B grubundaki gibi yüksek güven ifade etmemektedir. Ancak bu bankalar kabul edilebilir düzeyde risk taşımaktadır.

**D:** Bu sembol ekonomide ortaya çıkacak olumsuzluklardan etkilenebilecek düzeyde olan güçsüz yapıdaki bankaları ifade ederken kullanılmaktadır.

**E:** En yüksek risk durumunu ifade etmektedir. Bu bankaların yükümlülüklerini yerine getirme ihtimali düşük olarak kabul edilmektedir.

#### **2.11.1.5. Ulusal Uzun Dönem Derecelendirme Puanı**

Moody's'in uzun dönem derecelendirme puanı belli bir ülkenin finansal yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceği konusunda güçlü tahminlerde bulunmayı amaçlamaktadır. Moody's'in uzun dönem derecelendirme puanı ülkeler arasında kıyas yapmaya izin vermemekle birlikte derecelendirdiği ülkenin risk durumunu ifade etmektedir. Moody's'in uzun dönem derecelendirme sembolleri ve anlamları şu şekildedir<sup>232</sup>;

**Aaa.n:** Bu derece içerdeki borç senedi ihraççısına bakarak yatırım yapılması gereken en güçlü puanı ifade etmektedir.

**Aa.n:** Bu derece içerdeki borç senedi ihraççısına bakarak yatırım yapılması gereken çok güçlü puanı ifade etmektedir.

<sup>232</sup> [https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC\\_79004](https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004) (01.09.2018).

**A.n:** Bu derece borçlanma senedi ihraç edecek kurumun diğer yerel ihraççılara kıyasla ortalamanın üzerinde olduğunu ifade etmektedir.

**Baa.n:** Bu kredi notu diğer yerel ihraççılara göre ortalama kredibilitiyi temsil etmektedir.

**Ba.n:** Bu kredi notu ihraççının ortalamanın altında yeterliliğe sahip olduğunu ifade etmektedir.

**B.n:** Bu kredi notuna diğer yerel ihraççılara göre ortalamanın altında güvenilirliğe sahip olduğunu ifade etmektedir.

**Caa.n:** Bu kredi notuna diğer yerel ihraççılara göre çok düşük kredi değerliliğine sahip olduğunu ifade etmektedir.

**Ca.n:** Bu kredi notuna diğer yerel ihraççılara göre aşırı düşük kredi değerliliğine sahip olduğunu ifade etmektedir.

**C.n:** Bu kredi notuna diğer yerel ihraççılara göre en düşük kredi değerliliğine sahip olduğunu ifade etmektedir.

Moody's, Aa'danCaa'ya kadar her bir jenerik sınıflandırma sınıflandırmasına 1, 2 ve 3 numaralı sayısal değıştiricileri eklemektedir.

**Değıştirici 1:** Yükümlülüğü göstermekte olup genel derecelendirme kategorisinin üst ucunda yer almaktadır.

**Değıştirici 2:** Bir orta sınıf sıralamasını belirtmektedir.

**Değıştirici 3:** Genel derecelendirmede alt ucunda bir sıralamayı göstermektedir.

### **2.11.2. Fitch**

1913 yılında John KnowlesFitctarafından 'Fitch Yayıncılık Şirketi' olarak New York'ta kurulmuştur. Fitch Avrupa kökenli bir kredi derecelendirme kuruluşu olma

özelliğine sahip ilk kuruştur. Fitch kurulduğu ilk zamanlarda sadece banka derecelendirmesi yapmıştır<sup>233</sup>.

Londra merkezli bir derecelendirme kuruluşu olan IBCA ile birleşen Fitch 2000'li yıllarda Duff&Phelps'i kendi bünyesine katarak büyümüştür.

### ***2.11.2.1. Fitch'in Uluslar Arası Uzun Vadeli Kredi Notları***

Fitch ülkelerin kendi talepleri üzerine ülkenin yükümlülüklerini yerine getirme gücünü ölçmektedir. Bu yüzden kullandığı semboller bulunmaktadır. Fitch'in uzun vadeli kredi notlarını ölçerken kullandığı semboller ve anlamları şu şekildedir;<sup>234</sup>

**AAA:** Bu grup yüksek kredi kalitesine sahip, yükümlülüklerini yerine getirme konusunda yeterliliğe ve isteğe sahip ülkelerden oluşmaktadır.

**AA:** Bu sembol AAA grubunda bulunan ülkeler kadar olmasa bile yüksek kredi kalitesine sahip olan ülkeleri ifade etmede kullanılmaktadır.

**A:** Bu grupta mali yapıları hassas ancak kredi kalitesi olan ülkeler yer almaktadır. Bu grupta yer alan ülkeler yükümlülüklerini yerine getirme konusunda yeterli kabiliyete sahip olmakla beraber olası kötü gelişmelerden kırılabilirlik yaşayabilmektedirler.

**BBB:** Bu grupta bulunan ülkelerde düşük bile olsa risk bulunmaktadır. Bu gruptaki ülkeler ekonomide yaşanacak bir sorun karşısında yükümlülüklerini yerine getirmekten kaçınabilmektedir.

**BB:** Bu grupta yer alan ülkelerde kredi imkanı mevcut olmakla birlikte bu ülkeler spekülasyon olarak en düşük risk grubunda yer almaktadırlar. Bu grupta yer alan ülkelerin yükümlülüklerini yerine getirmeleri ülkenin içerisinde bulunduğu durumdan etkilenmektedir.

---

<sup>233</sup> E. Tutar, F. Tutar ve V. Eren, "Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenirlilik Açısından Sorgulanması ve Türkiye", **Akademik Bakış Dergisi**, Sayı.25, (Temmuz-Ağustos, 2011), s.10.

<sup>234</sup> <https://www.fitchratings.com/site/definitions> (02.09.2018).



**B:** Bu gruptaki ülkelerin yükümlülüklerini yerine getirmeleri ülkenin içerisinde bulunduğu durumla doğrudan bağlı olup bu gruptaki ülkelerin kredi riski bulunmaktadır.

**CCC:** Bu grup bünyesinde yüksek derecede kredi riski bulunan ülkelere oluşmaktadır.

**CC:** Bu derece risk oranı çok yüksek olan ülkeler için verilmektedir.

**C:** Ülkenin geri ödeme gücünün bulunmadığı maksimum risk durumunu ifade etmektedir.

**D:** Bu derece geri ödeme gücü olmayan ülkeler için kullanılmaktadır.

#### **2.11.2.2. Fitch'in Uluslararası Kısa Vadeli Kredi Notları**

Fitch kısa vadeli kredi notları ile ülkelerin 1 yıldan daha kısa vadeli borçlarını ödeyebilme, yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitelerini ölçmektedir. Fitch'in kısa vadeli kredi notları için kullandığı semboller ve anlamları şu şekildedir;<sup>235</sup>

**F1:** Bu grupta yer alan ülkeler kısa dönemde yükümlülüklerini yerine getirebilecek en güvenli ülkeler arasında bulunmaktadır.

**F2:** Bu gruptaki ülkeler kısa vadede yükümlülüklerini yerine getirecek güvenli ülkeler arasında bulunmaktadır.

**F3:** Bu grup yükümlülüklerini yerine getirebilme konusunda orta derecede kredi kalitesine sahip ülkelere oluşmaktadır.

**B:** Bu grupta spekülasyonlara açık ve ödeme gücü mali yapıdan etkilenen ülkelere oluşmaktadır.

**C:** Bu grupta mevcut durumunu sürdürebilir olsa bile yüksek risk unsuru taşıyan ülkeler bulunmaktadır.

<sup>235</sup> <https://www.fitchratings.com/site/definitions> (02.09.2018).

**D:** Bu grupta kredi kalitesi en düşük, riski en fazla olan ülkeler bulunmaktadır.

Fitch bu sembollerin yanına artı (+) ya da eksi (-) işaretlerini de eklemektedir. Bu işaretler ülkenin şuan ki puan durumunun gelecekte ne yönde seyir edeceğini ifade etmek için kullanılır. Sembollerinin yanında artı olan ülkeler için gelecekte durumunu düzelteceği tahmin edilmektedir. Bu ülkelerin puanları da pozitif seyir izlemektedir. Sembollerin yanında eksi konulan ülkelerin ise ilerleyen süreçlerde puanlarının negatif seyredeceği ifade edilmektedir.

### **2.11.2.3. Fitch'in Banka Derecelendirmesi**

Fitch, banka notunu belirlerken başlıca bankanın faaliyet ortamına, bankanın ortaklık yapısına, bankanın yönetim yapısına ve bankanın risk yönetimi ve mali yapısını göz önüne almaktadır<sup>236</sup>.

Bankaların mali yapıları içerisinde likidite dereceleri ve karlılık oranları Fitch tarafından en önemli derecelendirme kriterlerinden sayılmaktadır. Fitch likidite derecesi yüksek olan bankaları yüksek yatırım yapılabilir seviyede kabul etmekte ve likiditesi yüksek olan bankaların risk düzeylerini de düşük kabul etmektedir.

Fitch, banka notu derecelendirmesi uzun vadeli ülke notu derecelendirmesi ile aynı semboller üzerinden yapılmaktadır.

### **2.11.3. Standard & Poors**

Dünyanın önde gelen kredi derecelendirme kuruluşları arasında yer alan S&P 150 yıldan fazla sürede ve 28 ülkede faaliyet göstermektedir. Büyüme arttırmak ve şeffaflığı sağlamak gibi misyonlar edinen S&P devlet, kurumsal firmalar gibi pek çok alanda derecelendirme işlemi yapmaktadır<sup>237</sup>.

<sup>236</sup> G. Altaş, "Kredi Derecelendirme Kurumları", *Sermaye Piyasası Gündem*, Sayı.84, (2009), s.28.

<sup>237</sup> [https://www.spratings.com/en\\_US/what-we-do](https://www.spratings.com/en_US/what-we-do) (04.09.2018).

### **2.11.3.1. Standard Poors'un Uzun Vadeli Kredi Derecelendirmeleri**

S&P derecelendirme notunu değerlendirirken temerrüt riskini değerlendirmektedir. S&P'de işletme ya da kurumların yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitesi ölçülmektedir. Bu kapsamda S&P'nin uzun vadeli kredi derecelendirme simgeleri ve anlamları şu şekildedir<sup>238</sup>;

**AAA:** Bu derece S&P tarafından kurumların yükümlülüklerini yerine getirebilme gücü maksimum olduğu zaman belirlenmektedir. Bu grupta yer alan ülke ya da kurumlar yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitesine sahiptir.

**AA:** Bu grupta yer alan ülkeler yüksek oranda yükümlülüklerini yerine getirebilmektedir.

**A:** Bu grupta yer alan borçluların yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitesi çok yüksek olmakla beraber olası ekonomik değişikliklere karşı AAA ve AA grubundaki ülkelere göre daha kırılgandırlar.

**BBB:** Bu gruptaki ülkeler yükümlülüklerini yerine getirme konusunda yeterli düzeyde sayılmaktadır. Ancak bu grupta yer alan ülkelerin değişen koşullar karşısında yükümlülüklerini yerine getirme yeterlilikleri zayıflamaktadır.

**BB:** 'BB' olarak derecelendirilen bir yükümlülük, diğer spekülasyon sorunlarından öte, ödemeye karşı daha duyarsız kalmaktadır. Ancak, borçlunun yükümlülüklerini ifa etmesi için mali taahhütlerini yerine getirmede yetersiz kalmasına yol açabilecek olumsuz iş, finans veya ekonomik koşullara karşı belirsizliklere maruz kalmaktadır.

**B:** Bu grupta yer alan borçlular BB'ye göre daha güçsüz olmakla beraber şuan için yükümlülüklerini yerine getirme gücüne sahip olduğu varsayılmaktadır. Bu grupta yer alan yükümlülükler ekonomik durumdan etkilenmektedir.

**CCC:** Bu grupta yer alan borçluların şuan için yükümlülüklerini yerine getirme yeterliliği bulunmamaktadır. Ancak bu grupta yer alan borçlular uygun ekonomik durumda yükümlülüklerini yerine getirebilmektedir.

<sup>238</sup> [https://www.standardandpoors.com/en\\_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352](https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352) (01.09.2018).

**CC:** Bu grupta yer alan ülkeler yükümlülüklerini yerine getirebilecek yeterliliğe sahip değildirler. Ayrıca bu grupta yer alan ülkelerin yükümlülüklerini yerine getirip getirmemesi konusunun belirsiz olduğu kabul edilmektedir.

**C:** Bu grupta yer alan borçlular şuan da yükümlülüklerini yerine getirememektedir. Ayrıca bu grupta yer alan ülkelerin yükümlülüklerini yerine getirebileceği belli bir zaman aralığı belirlenmemektedir.

**D:** D grubunda yer alan borçluların taahhütlerini ihlal ettikleri bilinmektedir. Ayrıca bu grupta yer alan ülkeler borç ödeyebilme yeteneklerini tamamen yitirmişlerdir.

BB, B, CCC, CC ve C olarak derecelendirilen yükümlülükler, önemli spekülasyon özelliklerine sahip olduğu kabul edilmektedir. 'BB' en az spekülasyon derecesini ve C ise en yüksek spekülasyon derecesini göstermektedir.

AA' dan 'CCC' ye kadar olan derecelendirmeler, derecelendirme kategorileri içinde göreceli bir konumu göstermek için bir artı (+) veya eksi (-) işareti eklenerek değiştirilebilmektedir.

### ***2.11.3.2. Standard Poors'un Kısa Vadeli Kredi Derecelendirme***

S&P'nin kısa vadeli derecelendirme simgeleri ve bu simgelerin ne anlama geldiği tabloda özetlenmiştir.

**Tablo 5**  
**S&P'nin Kısa Vadeli Derecelendirme Simgeleri**

<b>A-1</b>	S&P Global Ratings tarafından 'A-1' dereceli kısa vadeli bir yükümlülük en yüksek kategoride derecelendirilmiştir. Yüklenicinin yükümlülüğe ilişkin mali taahhütlerini yerine getirme kapasitesi güçlüdür. Bu kategoride, belirli yükümlülükler artı işaretiyle (+) belirtilir. Bu, borçlunun bu yükümlülüklerle ilişkin mali taahhütlerini yerine getirme kapasitesinin aşırı derecede güçlü olduğunu göstermektedir.	<b>B</b>	'B' olarak derecelendirilen kısa vadeli bir yükümlülük, savunmasız olarak kabul edilir ve önemli spekülasyon özelliklerine sahiptir. Yüklenici şu anda mali taahhütlerini yerine getirme kapasitesine sahiptir; Bununla birlikte, borçlunun mali taahhütlerini yerine getirme kapasitesinin yetersiz olmasına yol açabilecek önemli belirsizlikler ile karşı karşıyadır.
<b>A-2</b>	"A-2" olarak adlandırılan kısa vadeli bir yükümlülük, koşullardaki ve ekonomik koşullardaki değişikliklerin, yüksek derecelendirme kategorilerindeki yükümlülüklerden daha olumsuz etkilerine karşı daha hassastır. Ancak, borçlunun yükümlülüğe ilişkin mali taahhütlerini yerine getirme kapasitesi tatmin edicidir.	<b>C</b>	'C' olarak nitelendirilen kısa vadeli bir yükümlülük, şu anda ödemeye karşı savunmasızdır ve borçlunun yükümlülüğe ilişkin mali taahhütlerini yerine getirmesi için elverişli iş, finans ve ekonomik koşullara bağlıdır.
<b>A-3</b>	'A-3' olarak derecelendirilen kısa vadeli bir yükümlülük, yeterli koruma parametrelerini sergiler. Bununla birlikte, olumsuz ekonomik koşullar veya değişen koşulların bir borçlunun yükümlülüğe ilişkin mali taahhütlerini yerine getirme kapasitesini zayıflatması daha olasıdır.	<b>D</b>	'D' olarak adlandırılan kısa vadeli bir yükümlülük, varsayılan olarak veya bir taahhüt edilmiş sözün ihlali durumundadır. Hibrid olmayan sermaye araçları için, S & P Global Ratings'in söz konusu ödemelerin belirtilen herhangi bir ödemesiz süre içinde yapılacağına inanmadığı sürece, bir tarife ödemeleri vadesi geldiğinde yapılmayan 'D' derecelendirme kategorisi kullanılır. "D" notu, bir iflas dilekçesinin ibrazı veya benzer bir eylemin gerçekleştirilmesi sırasında ve bir yükümlülüğün temerrüde düşmesi durumunda, örneğin otomatik konaklama hükümleri nedeniyle, bir sanal kesinlik olarak kullanılacaktır. Sıkıntılı bir değişim teklifine tabi ise, bir yükümlülüğün değerlendirilmesi 'D' ye düşürülür.

**Kaynak:** [https://www.standardandpoors.com/en\\_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352](https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352) (09.09.2018).

#### 2.11.4. Japan Credit Rating Agency

JCR Japonya Maliye Bakanlığı tarafından yetkilendirilmiş Japonya'nın önde gelen kurumsal yatırımcı grupları tarafından Tokyo'da kurulmuş uluslararası geçerliliği olan kredi derecelendirme kuruluşları arasında yer almaktadır. JCR'in derecelendirme orta ve uzun vadeli tahviller, öncelikli borçlar ve finansman bonusu gibi çok geniş bir

alandaki çalışmaları bulunmaktadır. JCR Norinchukin Bank ve Bank of Tokyo Mitsubishi gibi önde gelen Japon şirketlerinin de bulunduğu 109 ortakta oluşmaktadır<sup>239</sup>.

#### **2.11.4.1. Ülke Derecelendirmesi**

JCR Eurasia Rating, ülkelerin yabancı para cinsinden borçlanmaları ve yabancı paraya dayalı ekonomik faaliyetleri nedeniyle ortaya çıkma ihtimali olan risk unsurlarını birincil öncelikli olarak dikkate almakta olup, o ülkenin yabancı para cinsinden borçlarını ve finansal yükümlülüklerini zamanında geri ödeyip ödeyemeyeceğini ve istekliliğini ölçmektedir. JCR'nin ülke derecelendirilmesinde amacı, ülke olarak ekonomik ve politik açılarından taşınan risklerin sermaye ve yatırım maliyetlerine ve kar oranlarına yansıtacak ilave risk primlerinin belirleyerek bu riskin ne oranda olduğunu ölçmeye çalışmaktır<sup>240</sup>.

#### **2.11.4.2. Banka Derecelendirmesi**

JCR EurasiaRating'in. banka derecelendirmesinde amacı, bankaların faaliyet alanlarını, bu alanlarla bağlantılı riskleri, banka yönetim ve ortaklarının beklenti ve amaçlarını, genel sosyo-ekonomik ortamda oluşması muhtemel değişiklik ve bilimum gelişmeleri kavramaya çalışmak ve bu sayede makro düzeyde uluslararası geçerliliği sahip bir bakış açısına ulaşarak bankanın içinde bulunduğu özel, sektörel, bölgesel, ulusal durumları önyargılardan uzak bir şekilde değerlendirmektir. JCR incelemeler esnasında analize yaramayan veya uygulanabilir olma ihtimali bulunmayan detaylı veri isteklerden kaçınılmaya çalışmaktadır<sup>241</sup>. Derecelendirme sürecinde konsolide edilmiş kayıt, tablo ve raporlar temel olmaktadır.

#### **2.11.5. Türkiye'nin Kredi Notu**

Kredi derecelendirme kuruluşları derecelendirme sürecinde birbirlerine yakın semboller kullanmaktadır. Aşağıda ki tablo da başlıca derecelendirme kuruluşlarının

<sup>239</sup> <http://www.jcra.com.tr/Pages.aspx?Page=kurulusumuz-hakkinda> (19.12.2018).

<sup>240</sup> <http://www.jcra.com.tr/Pages.aspx?Page=ulke-derecelendirme-metodolojisi> (19.12.2018).

<sup>241</sup> <http://www.jcra.com.tr/Pages.aspx?Page=banka-derecelendirme-metodolojisi> (19.12.2018).

Türkiye'ye verdiği notların sayısal karşılıklarına yer verilerek ilgili kuruluşlara ait notların yıllık bazda ortalamaları hesaplanmıştır.

**Tablo 6**  
**Türkiye'nin Sayısal Not Ortalaması**

Yıllar	MOODY'S	FİTCH	S&P	ORTALAMA
2000	36,92	40,24	35,26	37,47333
2001	33,6	28,62	25,3	29,17333
2002	33,6	30,28	25,3	29,72667
2003	35,26	31,94	35,26	34,15333
2004	35,26	36,92	40,24	37,47333
2005	40,24	41,9	40,24	40,79333
2006	40,24	40,24	40,24	40,24
2007	40,24	40,24	45,22	41,9
2008	40,24	40,24	38,58	39,68667
2009	41,9	50,2	40,24	44,11333
2010	46,88	51,86	46,88	48,54
2011	46,88	51,86	46,88	48,54
2012	51,86	55,18	45,22	50,75333
2013	55,18	55,18	50,2	53,52
2014	55,18	55,18	50,2	53,52
2015	55,18	55,18	50,2	53,52
2016	55,18	40,24	45,22	46,88
2017	50,2	50,2	45,22	48,54
2018	38,58	38,58	35,26	37,47333

**Kaynak:** Zafer Yıldız ve Ömer Akçayır, "Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslar Arası Standardizasyonu Ve Türkiye Analizi (1992-2013): Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi", **Akademik Bakış Dergisi**, Sayı.40, (Ocak-Şubat 2014), s.8 Moody's, S&P, Fitch verilerinden faydalanılarak hazırlanmıştır.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### DAVRANIŞSAL İKTİSAT YÖNÜNDEN KREDİ DERECELENDİRME NOTLARININ ETKİLERİ

Davranışsal ekonomi ekonomik aktörlerin psikolojik olarak nasıl karar verdiği ile ilgilenmektedir. Bireylerin ekonomi içerisinde psikolojik durumlarına göre de karar vermektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları ekonomik düzeni ekonomik aktörlerin psikolojik durumlarına tesir ederek etkilemektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının ekonomik aktörleri etkilemekten başka yaptırım gücü ya da bağlayıcı yönü bulunmamaktadır. Bu yüzden kredi derecelendirme kuruluşları çoğunlukla propaganda güçlerini kullanarak ekonomik aktörlerin algılarına etki etmektedir. Ekonomik aktörlerin değişen algıları ya da kesinleşen kararları ekonomik düzeni etkilemekte, ekonomik düzene yeniden yön vermektedir.

#### 3.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Davranışsal Yönü: Propaganda

Propaganda; bir görüş ve düşünceyi yayma, halkın desteğini sağlamak için yapılan sistematik çabaların tamamını kapsamaktadır. Başka bir tanıma göre ise propaganda insanların eylem ve görüşlerini etkileme çabası olarak ifade edilmektedir<sup>242</sup>.

Propaganda kasıtlı ve sistematik olarak algıları şekillendirme, düşünceleri manipüle etme ve propagandacının amacına erişmesi kolaylaştırma girişi olarak da tanımlanmaktadır<sup>243</sup>.

Leonard W. Doob yayınladığı makalesinde propagandanın açık ve net bir tanımını yapmanın imkânsız ya da istenmiyor olduğunu vurgulamıştır<sup>244</sup>. Propagandanın net bir tanımını yapmak çok zor olsa da propaganda için yapılan tanımlar üzerinde oluşan bazı ortak noktalar bulunmaktadır. Bu ortak noktaları ele alarak propagandayı tanımlamak gerekirse propaganda insan davranışlarını propaganda

<sup>242</sup> Ceren Yegen, *Siyasal İletişim, Propaganda ve Ulus Kimlik*, 1. Baskı, Ankara: Kriter Yayınevi, s.49-50.

<sup>243</sup> Garth S. Jowett ve Victoria O'Donnell, *Propaganda ve İkna*, 4. Baskı, İstanbul: Artes Yayınları, s.30.

<sup>244</sup> Jowett ve O'Donnell, s.27.



yapan kişi ya da kişiler lehine değiştirmek için ortaya konulan sistemli çabaların bütünü olarak ifade edilebilmektedir.

Propagandanın amacı kişilerin, grupların, devletlerin ya da çeşitli aktörlerin davranışlarını etkileyerek propagandacının kendi çıkarına uygun bir sonuç elde etmesini sağlamaktır.

Propaganda Jowett ve O'Donnell tarafından etkilerine göre sınıflandırılmıştır. İzleyicilerin eğilimleri, kaynağın inanırılıığı gibi ayrımları barındıran sınıflandırma sisteminde kredi derecelendirme kuruluşları 'İletişim kaynağının tekelleşmesi, Kaynağın inanırılıığı' tekniklerine uygun sayılmaktadır<sup>245</sup>. Kredi derecelendirme kuruluşları olan Moody's, S&P ve Fitch's ekonomik düzende tekel konumunda bulunmaktadır. Yatırımcılar açısından da güvenilir kaynaklar arasında bulunmaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşları propaganda yaparak ekonomik düzeni etkilemektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının propaganda yapmasında ki amaç ekonomik düzende yeterli bilgiyi sağlayarak ekonomik aktörlere fikir vermektir. Ekonominin psikolojik etkilerini ortaya koyan davranışsal finans ile kredi notları arasında psikolojik bağ propaganda yoluyla ekonomik aktörlerin algılarının değişmesiyle sağlanmaktadır. Propaganda insan davranışlarını yönlendirme ve insanları psikolojik olarak etkileyerek verdiği karara etki etme gücüne sahip bulunmakta olup propaganda insanın davranışsal yani psikolojik yönünü ortaya koymaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşları bir ülkenin ya da şirketin kredi güvenirliliğini ölçerek bu notu yatırım kararı verecek olan yatırımcılara duyurmaktadır. Bu not yatırımcının karar verme sürecine etki etmekte onları yönlendirmektedir. Bu açıdan kredi derecelendirme kuruluşları davranışsal olarak ekonomiyi etkilemektedir. Çünkü kredi derecelendirme kuruluşu piyasanın işleyişinde bilgi sağlayıcı konumunda bulunmaktadır. Yatırımcı yatırım kararını vermeden önce kredi derecelendirme kuruluşlarından gelen bilgileri de değerlendirmektedir.

---

<sup>245</sup> Beyzade Nadir Çetin, **Propaganda Olgusu ve Propagandanın Amerikanlaşması**, Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt:24, Sayı:2, S.251

Davranışsal finansın geçmişten etkileme bölümünde yer alan insan davranışını modelleyen riskten kaçınma ve belirsizlikten kaçınma kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlara göre şekillenmektedir. Davranışsal finansı ortaya çıkartan karar vericilerin göstergelere dayanma ve yüksek etkileşim dinamiği de kredi derecelendirme kuruluşlarının göstergelerinin yatırımcıyı karar verirken etkilemektedir. Yatırımcının karar vermek durumunda kaldığı an da iki seçenektan birisini seçerken daha fazla bilgi sahibi olduğu seçeneğe yönelmesine aşına hōristliđi denilmektedir. Yatırımcı kredi derecelendirme kuruluşlarının kendisine verdiği bilgiler ışığında davranışsal finansın çeşitli dinamik ve önyargılarından etkilenerak karar vermektedir.

İnsanlar tarih boyunca propagandanadan etkilenmiş olup karar ve davranışlarını da propaganda altında şekillendirmiştir. Propagandanın insan davranışlarını etkileme gücü her alanda olduğu gibi ekonomi alanında da bulunmaktadır.

Ekonomi ve politika iç içe geçmiş iki farklı alanlar olsa dahi iki alanda birbirini sürekli olarak etkilemektedir. Politika ve politikacı propagandayı bir bütün olarak kullanmaktadır. Ekonomi politikaları da politika içerisinde propagandanadan etkilenmektedir. Politik etki ekonominin gidişatını ve insanların davranışlarını etkilemektedir<sup>246</sup>.

### **3.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Davranışsal İktisat Üzerinden Ekonomiye Etkileri**

Kredi derecelendirme kuruluşları ekonomiyi algısal olarak etkilemektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notların yaptırım gücü bulunmamakta olup öneri niteliğinde ekonomik aktörlere fikir vermektedir. Ekonomik aktörler kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlardan etkilenmektedir. Bu açıdan kredi derecelendirme kuruluşları, ekonomik aktörlerin psikolojik tutumlarına propaganda yoluyla yön vermektedir.

---

<sup>246</sup> Yakup Köseoğlu, **Bir Siyasal Propaganda Aracı Olarak Sosyal Medya**, Akademik İncelemeler Dergisi, Sayı.3,(2013), S.107

Ekonomik aktörlerin psikolojik durumlarını ortaya koyan güven ve beklenti endeksleri davranışsal ekonomi göstergeleri arasında sayılabilmektedir. Çünkü davranışsal ekonomik model ekonomideki rasyonelliği değil insan psikolojisinin ekonomiye etki ettiğini iddia etmektedir.

Güven endeksleri ekonomik aktörlerin psikolojik durumlarını ölçmektedir. Ekonomik aktörlerin ekonomiye karşı duyduğu güven, ekonomik durumu etkilemektedir. Bu yüzden davranışsal finans açısından ekonomik değerlendirmelerin incelenmesinde güven endeksleri önem kazanmaktadır.

### **3.2.1. Tüketici Güven Endeksi**

Tüketici güven endeksi ekonomide bulunan tüketicilerin ekonomiye ilişkin beklentilerini ölçmektedir. Tüketicinin güveni psikolojik durumunu ortaya koymaktadır. Tüketicinin psikolojik durumu da ekonomiyi etkilemektedir.

Tüketici güven endeksi ekonomide bulunan tüketicilerin ekonomik duruma olan güvenini ölçmektedir<sup>247</sup>. Tüketicinin güveni psikolojik bir durum olduğu için tüketici güven endeksi tüketicinin davranışsal yönünü ortaya koymaktadır. Tüketici güveni aylık tüketici güven eğilimi anketi ile ölçülmektedir.

Aylık Tüketici Eğilim Anketi; tüketicilerin kişisel mali durumlarını ve genel ekonominin içerisinde bulunduğu mevcut duruma ilişkin değerlendirmeleri ve tüketicilerin gelecek dönem beklentileri ile yakın gelecekteki harcama ve tasarruf eğilimlerinin tahmin edilebilmesi için ölçülmesi amaçlanmaktadır<sup>248</sup>.

Tüketicilerin durum değerlendirmeleri, beklentiler ve eğilimler bazı konu başlıkları kapsamında ölçülmektedir<sup>249</sup>:

Kişisel mali durum: Tüketicinin geçen 12 aylık dönemdeki maddi durumundan yola çıkarak gelecek 12 ay için hanesi için beklediği maddi durum, bu maddi durumun

<sup>247</sup> Yusuf Volkan Topuz, "Tüketici Güveni ve Hisse Senedi Fiyatları Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği", *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, Cilt.7, Sayı.1, 53-65, (Bahar 2011), s.54.

<sup>248</sup> [http://tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt\\_id=1104](http://tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1104) (15.03.2019).

<sup>249</sup> [http://tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt\\_id=1104](http://tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1104) (15.03.2019).

değerlendirmesi ve tüketicinin geçmiş ve gelecek mali durumunu göz önüne alarak borç kullanma ihtimalinin ne olduğunu kapsamaktadır.

Genel ekonomi: Bu başlıkta tüketicinin ülkenin içerisinde bulunduğu genel ekonomik durum üzerine düşüncelerinin ne olduğu araştırılmaktadır. Bu başlıkta tüketicinin önceki 12 aylık dönemde Türkiye'nin genel ekonomik durumuna ilişkin düşüncesi, Türkiye'nin genel ekonomik durumuna ilişkin beklentisi ve işsiz sayısı beklentisi, mevcut dönemin dayanıklı tüketim malları satın almak için uygun olup olmadığına ve tasarruf etmek için doğru bir dönem olup olmadığına ilişkin düşüncesi, tüketici fiyatlarının değişimine ilişkin ve aynı zamanda gelecek 12 aylık dönemde tüketici fiyatlarının değişimine ve ücretlerin değişimine ilişkin beklentisinin neler olduğu araştırılmaktadır.

Harcama ve tasarruf eğilimleri: Bu başlıkta tüketicinin harcama ve tasarruf eğilimlerinin ne olduğunu anlamak amacıyla tüketicinin harcama ve tasarruflarını ölçmek için sorular sorulmaktadır. Tüketicinin, gelecek 3 aylık dönemde yarı-dayanıklı ve dayanıklı tüketim mallarına yönelik harcama yapma fikri, gelecek 12 aylık dönemde otomobil satın alma, konut edinme veya yaptırma ,konut tamirâtı için para harcama ve tasarruf etme olasılığını kapsamaktadır.

### **3.2.2. Tüketici Güven Endeksi'nin Hesaplanması**

Tüketici Güven Endeksi<sup>250</sup> gelecek 12 aylık dönemde hanenin maddi durum ve genel ekonomik durum, işsiz sayısı beklentileri ve tasarruf etme ihtimali gibi alt endeksler üzerinden hesaplanmaktadır. Endekslerin hesaplanmasında Avrupa Birliği'nin kullandığı denge yöntemi temel alınmaktadır.

Denge yönetiminde denge katsayısı her bir eğilim sorusu için; pozitif cevap verenlerin yüzdesinden negatif cevap verenlerin yüzdesinin çıkartılması yoluyla hesaplanmaktadır. Bulunan denge katsayısına 100 eklenerek her bir soru için ayrı

---

<sup>250</sup> [http://tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt\\_id=1104](http://tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1104) (15.03.2019).

yayıma endeksi ortaya çıkarılmaktadır. Daha sonra seçilen soruların yayılma endekslerinin aritmetik ortalaması alınarak tüketici güven endeksi bulunmaktadır<sup>251</sup>.

Tüketici Güven Endeksi 0 ile 200 aralığında değer almaktadır. Endeksin 100'den büyük olması tüketici güveninde iyimser durum olarak yorumlanırken, Endeksin 100'den küçük olması tüketici güveninde kötümser durum olarak yorumlanmaktadır. Tüketici güven endeksinin veri kaynağını Türkiye genelinde aylık olarak uygulanan tüketici eğilim anketi oluşturmaktadır<sup>252</sup>.

Tüketici eğilim anketi tüketicilerin geleceğe ilişkin beklentileri ve tüketicilerin tüketim eğilimini ölçmek için tüketiciye belli sorular yönlendirmektedir. Tüketici güven endeksi beklentileri ölçmesi açısından öncü göstergeler arasında sayılmaktadır.

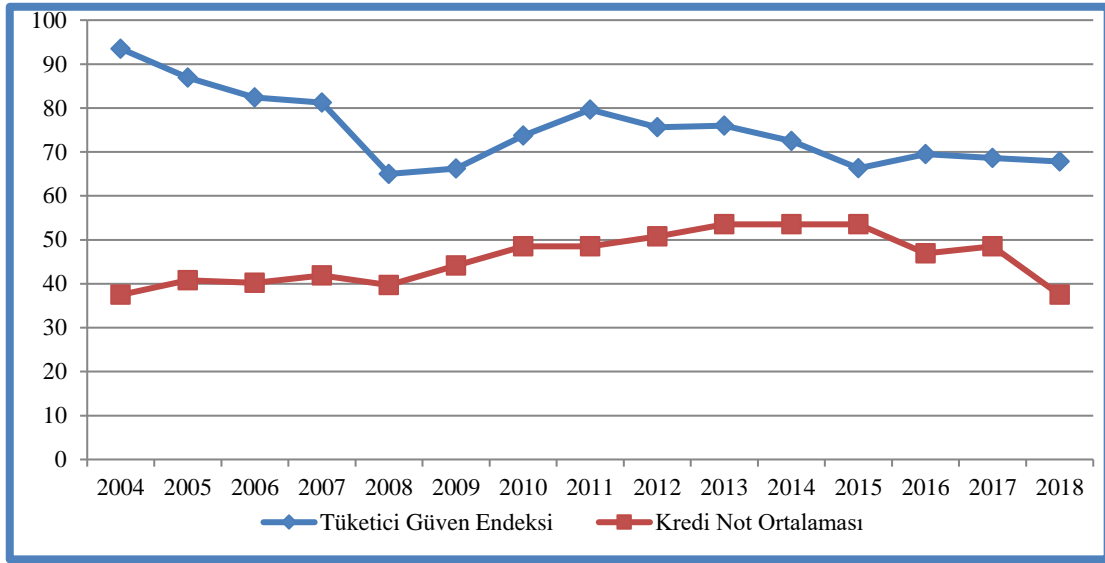
Tüketicinin gelecek algısı ve içerisinde bulunduğu psikolojik durum, tüketiciyi ve tüketici üzerinden ekonomiyi etkilemektedir. Tüketici Güven Endeksi tüketicinin beklentileri üzerinden bireyin davranışsal yönünü ortaya koymaktadır. Ekonomide geleceğe ilişkin iyimser ya da kötümser beklentiler tüketicinin harcama ve tasarruflarını belirlemektedir.

### **3.2.3. Tüketici Güven Endeksi, Kredi Derecelendirme Notları ve İlgili Ekonomik Göstergeler**

Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlar ile tüketicinin ekonomik duruma duyduğu güven arasında karşılıklı etkileşim bulunmaktadır. Tüketicinin güven duyması tüketicinin psikolojik durumunu göstermektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının açıkladığı notlar tüketicinin algılarını değiştirmekte ya da mevcut algıyı güçlendirerek ekonomik durum üzerinde bir etki yaratmaktadır. Bu açıdan tüketici güven endeksi ile kredi derecelendirme kuruluşları arasındaki ilişkinin incelenmesi önem kazanmaktadır.

<sup>251</sup> [http://tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt\\_id=1104](http://tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1104) (15.03.2019).

<sup>252</sup> Halil Tunalı ve İbrahim Enes Özkan, "Türkiye'de Tüketici Güven Endeksi ve Tüketici Fiyat Endeksi Arasındaki İlişkinin Ampirik Analizi", *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi*, Cilt.3, Sayı.2, 54-67, (2016), s.55.



**Grafik 2: Tüketici Güven Endeksi ve Kredi Derecelendirme Not Ortalamaları**

**Kaynak:** TÜİK verilerinden faydalanılarak hazırlanmıştır.

Grafik1,2004-2018 yılları dahil Tüketici Güven Endeksi ve Kredi Notunun değişimini göstermektedir. Grafikte kullanılan tüketici güven endeksi aylık bazda yayınlanan verilerin yıllık ortalaması alınarak elde edilmiş olup kredi not ortalamaları Tablo 7’de açıklandığı gibi alınmıştır. Grafik Tüketici Güven Endeksi ile Kredi notu ortalaması arasındaki paralel yönlü ilişkiyi ortaya koymaktadır. Grafiğe göre 2007 yılında kredi not ortalamasının artması ile tüketici güven endeksinin düşmesi de durmuştur. 2008 krizi ile beraber kredi not ortalaması ve tüketici güven endeksinde kідüşüş 2009-2015 yılları arasındaki toparlanmayla beraber tüketicinin ekonomiye olan güveni artarken, veriler arasındaki paralel seyrin 2015- 2018 yılları arası toplumsal olaylar ve siyasi faktörler nedeniyle nispeten devam etmediği, tüketicinin davranışsal yönünü ortaya koyan tüketici güven endeksi ile kredi derecelendirme kuruluşları arasında etkileşim bulunduğu görülmektedir.

**Tablo 7**  
**Tüketici Güven Endeksi ve Yıllık Tüketim Harcamaları**

Yıllar	Yıllık Ortalama Tüketici Güven Endeksi	Yerleşik hanehalkı ve hanehalkına hizmet eden kar amacı olmayan kuruluşların nihai tüketim harcaması(GSYİH’den	Yerleşik hanehalkı ve hanehalkına hizmet eden kar amacı olmayan kuruluşların nihai tüketim harcaması(Bir önceki yıla

		aldığı pay)	göre değişim oranı)
2004	93,5	65,0	9,6
2005	86,9	64,1	6,3
2006	82,4	62,3	3,7
2007	81,2	62,6	5,3
2008	65,0	61,6	0,3
2009	66,2	62,0	-3,7
2010	73,7	63,1	10,8
2011	79,6	63,2	12,3
2012	75,6	62,4	3,2
2013	76,0	61,9	7,9
2014	72,5	60,8	3,0
2015	66,3	60,4	5,4
2016	69,5	59,8	3,7
2017	68,6	59,0	6,1

**Kaynak:** TÜİK verilerinden faydalanılarak hazırlanmıştır.

Tüketici harcamaları ile tüketicinin ekonomiye duyduğu güven arasında bağlantı bulunmaktadır. Tüketici ekonomik duruma güvendiği zaman daha fazla harcama yapmayı tercih etmekte, ekonomiye güveni azaldığında daha az harcama yapmaktadır. 2005 yılında tüketici güveni 2004 yılına göre azalmıştır. Tüketici güvenindeki bu düşüş harcamaya da yansımış, tüketici harcamasının GSYİH'den aldığı pay düşmüştür. 2009 yılına kadar tüketicinin güveni azalmış ve bu azalışa paralel olarak da tüketici harcaması giderek düşmüştür. 2009 yılında tüketicinin ekonomik duruma karşı duyduğu güvende küçük bir artış gerçekleşmiştir. Tüketicinin artan güveni harcamasını da arttırmasına yol açmış olup tüketici harcamasının GSYİH'den aldığı pay artarak 62,0'a gelmiştir. 2010 ve 2011 yılında da tüketicinin ekonomiye yönelik güveni artarak devam etmiştir. Bu artışlar da tüketicinin harcamasını arttırmasına yol açmıştır. 2012 yılında tüketicinin ekonomiye yönelik güveninde küçük bir düşüş olmuş ve bu düşüş harcamasına da yansımıştır. 2013 yılında tüketicinin ekonomiye güveninde küçük bir artış yaşanmış olsa da harcamaların GSYİH'den aldığı pay azalmıştır. 2013 yılında tüketici harcamasının GSYİH'den aldığı pay azalmış olsa bile tüketici harcamalarındaki değişiklik tüketici güven endeksine paralel olarak artmıştır. Tüketici güven ve harcamaları arasındaki bu paralel ilişki 2016 ve 2018 yılı hariç devam etmiştir. 2016 yılında artan terör saldırıları ve yaşanan seçim süreçleri tüketicinin algısını ve harcama

tercihlerini etkilemiştir. 2016 yılında yaşanan terör saldırılarına rağmen tüketici ekonomik duruma 2015 yılına göre daha çok güvenmeyi tercih etmiştir. 2015 yılında 7 haziran seçimlerinin koalisyona işaret etmesi tüketicinin ekonomiye güveninin düşük olmasına yol açmıştır. 2016 yılı terör saldırıları devam etmiş olsa bile 2015 yılına göre tek siyasi iktidarın bulunması tüketicinin ekonomi algısını değiştirmiştir. Tüketici 2016 yılında tüketim harcamalarını arttırmış olsa bile GSYİH içerisinde harcamanın aldığı pay düşmüştür.

**Tablo 8**  
**Tüketici Güven Endeksi ve Konut Satış İstatistikleri**

Yıllar	Yıllık Ortalama Tüketici Güven Endeksi	Yıllık Konut Satışı	Yabancılara Yıllık Konut Satış Sayısı	Konut Satışı Artış Oranı (Yüzde)	MB'nin Bankalara Açtığı Kredilere Uyguladığı Faiz Oranları
2009	66,2	555 184	-	29,98	15,6
2010	73,7	607 098	-	9,35	11,03
2011	79,6	708 275	-	16,66	11,59
2012	75,6	701 621	-	-0,93	12,4
2013	76,0	1 157 190	12 181	64,93	9,69
2014	72,5	1 165 381	18 959	0,7	11,86
2015	66,3	1 289 320	22 830	10,63	12,31
2016	69,5	1 341 453	18 189	4,04	13,25
2017	68,6	1 409 314	22 234	5,05	12,14
2018	67,0	1 375 398	39 663	-2,4	19,3

**Kaynak:** TÜİK, MB verilerinden faydalanılarak hazırlanmıştır.

2009 yılında Ortalama Tüketici Güven Endeksi 66,2 olurken yıllık konut satışı 555.184 olarak gerçekleşmiştir. 2010 yılında tüketicinin güveni artmış buna paralel olarak konut satışında da artış yaşanmıştır. 2011 yılında tüketici güveninde 5,9'luk bir yükselme gerçekleşmiş ve bu yükselmeyi konut satışındaki artış takip etmiştir. 2012 yılına gelindiğinde tüketicinin güveni azalmış ve konut satışlarında da azalma meydana gelmiştir. 2013 yılında tüketicinin güvenindeki küçük bir artış MB'nin açtığı kredilere uyguladığı faizi de düşürmesi ile birlikte yabancılara yapılan konut satışı dışarıda



birakılsa bile büyük bir artış göstermiştir. 2014 yılında tüketicinin ekonomiye güveni azalmasına rağmen konut satışında artış yaşanmış ancak bu artışın büyük kısmı yabancılara yönelik konut satışından kaynaklandığı görülmektedir. Yabancılara yönelik konut satışındaki artış dışarıda tutulduğunda konut satışında yaşanan geriye kalan artışın bir önceki yıla göre konut satışında yaşanan artışlardan daha düşük olduğu gözlemlenmektedir. 2015 yılında tüketici güveni düşmüş olsa bile konut satışındaki bu artışın bir kısmı yabancılara yapılan konut satışındaki artıştan kaynaklanmaktadır. 2015 yılında konut satışında bir artış meydana gelse bile bu artış oranı 2013 yılını yakalayamamıştır. 2016 yılı tüketicinin yeniden güvenmeye meyil ettiği bir yıl olmuştur. Nitekim 2016 yılında ekonomiye olan güven artışı konut artışına da yansımıştır. 2016 yılında MB'nin bankalara açtığı kredi maliyetini arttırmasına rağmen tüketicinin güveni konut satışına yansımıştır. 2017 yılında tüketicinin güveninde 0,9 gibi küçük bir düşüş yaşanmış olup 2017 yılı yabancıların konut alımlarını arttırdığı bir yıl olmuştur. Yerli tüketicinin ise güveni düşmesine rağmen konut alımları artmıştır. MB bankalar için kredi maliyetini düşürmüştür. Bu da piyasadaki güven azalışını dengelemiştir. 2018 yılına gelindiğinde ise tüketicinin güveni yeni bir düşüş yaşamıştır. 2018 yılındaki bu düşüş konut satışına da yansımıştır. Yabancıların konut satın alımlarını arttırmasına rağmen toplam konut satışı düşmüştür. Aynı zamanda MB kredi maliyetlerini de arttırmıştır.

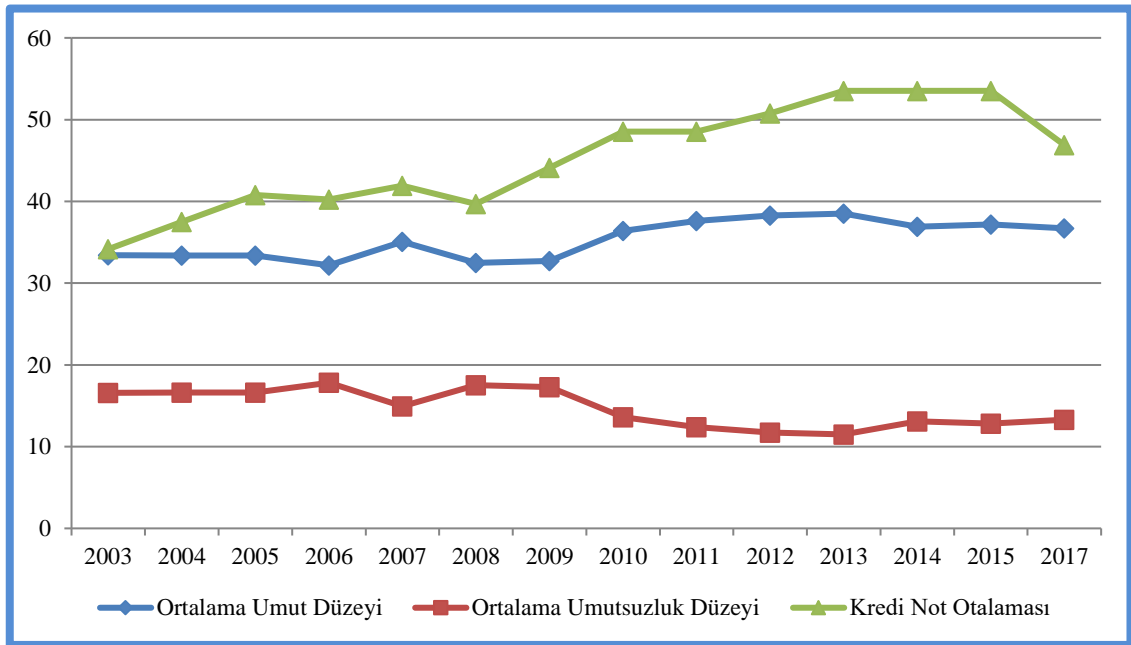
### 3.3. Beklentilerin Ölçülmesi

Davranışsal ekonomi modeli ekonomide bulunan tüketici, üretici ve diğer bütün aktörlerin kararlarını yalnızca rasyonel değil aynı zamanda psikolojik olarak da aldıklarını göstermektedir. Ekonomi de beklentiler ekonomik birimlerin içerisinde bulunduğu duruma ilişkin davranışsal finans açısından ekonomik gösterge olarak kabul edilebilmektedir. Ekonomide karar vericiler ekonomik kararlarını alırken o anki umutları, beklentileri, hayata bakış açıları ve dini inançları gibi pek çok alandan etkilenmektedir<sup>253</sup>.

---

<sup>253</sup> Serkan Yılmaz Kandır, Gözde Çerçi ve Önder Uzkaralar, "Yatırımcı Duyarlılığı Temsilcileri: Yatırım Ortaklıkları İskontosu ve Tüketici Güven Endeksi Örneği", **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar**, Cilt.7, Sayı.2, 55-75, (2013), s.55.

Kredi derecelendirme kuruluşları insanların psikolojik durumlarını etkilemektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasaya herhangi bir ekonomik araçla müdahale etme yetkisi bulunmamaktadır. Bu yüzden kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlar piyasaları ancak ekonomik aktörlere fikir vererek etkilemektedir. Bu açıdan kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlar ile ekonomik karar birimlerinin algıları değişmektedir. Bu yüzden kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlarla ekonomideki karar birimlerinin ekonomiye olan bakışları arasında paralel bir ilişki bulunmaktadır.



**Grafik 3: Kredi Not Ortalaması ve Bireylerin Umut Düzeyleri**<sup>254</sup>

**Kaynak:** Birunu TÜİK verilerinden hazırlanmıştır.

Grafiği oluşturan verilen BiruniTük verilerinden faydalanılmış olup çok umutsuz ve umutsuzlar ortalama umutsuzluk düzeyi, çok umutlu ve umutlular ortalama umut düzeyi olarak kabul edilerek hazırlanmıştır. Grafikteki puanlamalar 100 üzerinden değerlendirilmiştir. Grafiğimize göre 2003,2004 ve 2005 yılları arasında kredi not ortalaması 30 ile 40 birim arasında artış göstermektedir. Ancak umut ya da umutsuzluk düzeyinde bu dönemde anlamlı bir değişiklik olmadığı, ekonomik aktörler güven ve umut gibi uzun vadeli durumlarda içerisinde bulunduğu mevcut duruma hemen tepki

<sup>254</sup> <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=27886> (17.03.2019).

vermediği gözlemlenmiştir.2006 yılında ise kredi not ortalamasında yaşanan küçük bir düşüş umut düzeyini düşürürken umutsuzluk düzeyini arttırmıştır. Daha sonra kredi notunda yaşanan değişiklikler ile umut veya umutsuzluk düzeyinde yaşanan değişiklikler 2015 yılına kadar paralel seyretmiştir. Ancak 2015 yılından sonra kredi notlarında yaşanan düşüş ekonomideki umut düzeyini düşürmüş olsa bile aynı ya da yakın oranda düşürmediği görülmektedir. Bu paralelliğin bozulmasının sebebi kredi derecelendirme kuruluşlarının ekonomiye etki gücünü kırabilmek adına yapılan daha güçlü karşı bir propagandanın kurgulanmasıdır.

Grafik sonuç olarak bize bir ülkede bulunan insanların umut ya da umutsuzluk düzeylerinin kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlarla paralel olduğunu göstermektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlar insanlar üzerinde bir etki meydana getirmektedir. Ancak kredi derecelendirme kuruluşlarının algı yeteneği de sınırlıdır olmakla beraber değerlendirdiği ülkeler tarafından da tam tersi bir algı geliştirilebilmektedir. Bu durumda ise ekonomik aktörlerin psikolojik durumunu algıların büyüklüğü ve etkileme derecesi gibi değişkenler belirlemektedir. İnsan psikolojinin ekonomiye olan etkileri ölçülürken rasyonel iktisadın dile getirdiği gibi diğer değişkenler sabit tutulamamaktadır.

### **3.4. Yabancı Doğrudan Yatırım Güven Endeksi**

Yabancı doğrudan yatırım güven endeksi A.T.Kearney kuruluşu tarafından yayımlanmaktadır. Kuruluş endekste ülkelerin ekonomik, politik ve düzenleyici değişimlerden nasıl etkilendiklerini göstererek ülkeler arasında sıralama yapmaktadır. Endeksin amacı gelecek bir ve üç yıllık süreler içerisinde küresel dağılımda belirli pazarların ne kadar pay alacağını tahmin etmeyi amaçlamaktadır. Endeks dünyanın önemli şirketlerinin üst düzey yöneticilerine yapılan anketler sonucunda belirlenmekte olup 1998 yılından itibaren yıllık olarak yayımlanmaktadır<sup>255</sup>.

2018 yılı endeks çalışması 25 ülkedeki tüm sektörleri kapsayan önemli şirketlerden elde edilen bilgilerden oluşmaktadır. Yabancı doğrudan yatırımcı anketine katılan katılımcılar c-düzeyi bölgesel ve üst düzey yöneticilerden oluşmaktadır.

<sup>255</sup> [http://tuik.gov.tr/menu/ist\\_endeks\\_tem.jsp?metod=istendeks&d-5442-p=2](http://tuik.gov.tr/menu/ist_endeks_tem.jsp?metod=istendeks&d-5442-p=2) (17.03.2019).

YDYGE, okuyucularına yatırımcı duygusuyla geleceğe ilişkin bazı tahminler sunmaktadır. YDYGE okuyucularına özel sebeplerin sonuçlarını ortaya koymayı amaçlamaktadır.

### 3.4.1. YDYGE Hesaplama Yöntemi:

YDYG Endeksi, üst düzey yöneticilerin önümüzdeki üç yıl içinde bir pazarda doğrudan yatırım olasılığı ile ilgili sorulara verdikleri yüksek, orta ve düşük yanıtların sayısının ağırlıklı ortalaması alınarak hesaplanmaktadır. Endeksin yüksek değer alması ülkenin yatırım açısından daha cazip bir ülke olduğunu göstermektedir. Endeks verilen cevaplara göre 0 ile 3 arasında değerler almaktadır. Endekse göre 0 puan yatırım için en kötü ülke, 3 puan ise yatırımcı için en cazip ülkeyi ifade etmektedir. Ülkeler aldıkları endeks puanına göre sıralanmaktadır. En cazip 25 ülkenin puanı ve listesi açıklanmakta olup 25 ülkenin dışında kalan ülkelerin puanları açıklanmamaktadır.

### 3.4.2. YDYGE, Kredi Derecelendirme Notları ve İlgili Ekonomik Göstergeler

YDGYE yabancı yatırımcılarla yapılan anket sonucuna göre belirlenmektedir. Endeks bir ülkeye karşı duyulan güveni ifade etmesi açısından ekonomide üst düzey yöneticilerin kararlarının psikolojik yönünü göstermektedir.

**Tablo 9**  
**YDYGE ve Kredi Not Ortalaması**

Yıllar	Yabancı Doğrudan Yatırım Güven Endeksi	Kredi Not Ortalaması
2005	1,13	40,79333
2007	1,59	41,9
2010	-	48,54
2012	1,39	50,75333
2013	-	53,52
2014	1,6	53,52
2015	1,69	53,52
2016	-	46,88

2017	-	48,54
2018	-	37,47333

**Kaynak:** TÜİK verilerinden faydalanılarak hazırlanmıştır.

Türkiye 2005 yılında 1,13 puanla yabancı doğrudan yatırım güven endeksinde yer bulmuştur. 2005 yılında Türkiye'nin kredi notu 40,79333'dir. 2007 yılında Türkiye'nin kredi not ortalaması 41,9'a çıkmış yabancı doğrudan yatırım güveni ise 1,59 puana yükselmiştir. 2010 yılında Türkiye'nin kredi notu 48,54' e yükselmiştir. Ancak 2010 yılında Türkiye kredi notu yükselmiş olmasına rağmen endekste yer almamıştır. Bunun 2010 yılında Türkiye'nin yaşadığı siyasal ortam, uluslararası ilişkiler ve diğer ülkelerin daha güvenilir bir noktaya gelmesinin etkisi bulunmaktadır. 2013 yılında 53,52 kredi notuyla endekste yer almayan Türkiye 2014 ve 2015 yılında aynı puanla endekste yer almıştır. 2016,2017 ve 2018 yılında Türkiye'nin kredi notu düşmüş buna paralel olarak yabancı doğrudan yatırım güven endeksinde de ilk 25 ülke arasına girememiştir.

Yabancı doğrudan yatırım ve kredi notları çoğunlukla birbirine paralel hareket etmektedir. Yabancı yatırımcı bir ülkeye güveniyorsa kredi notları da yükselmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları bir ülkeye güvenmiyorsa o ülkeye yabancı yatırımcı içinde güvenilmez bir ülke haline gelmektedir.

**Tablo 10**  
**YDYG Endeksinin Yabancı Doğrudan Yatırımlara Etkisi**

Yıllar	Yabancı Doğrudan Yatırım Güven Endeksi	Güven Sırası	İçeriye Yapılan Yabancı Yatırımlar (Milyar Dolar)	OECD Ülkelerinde Yapılan Doğrudan Yatırımlar (İçeriye)
2007	1,59	20	22,0	1.325,2
2010	-	-	9,1	722,5
2012	1,39	13	13,3	735,0
2013	-	-	12,8	799,2
2014	1,6	24	12,4	656,6
2015	1,69	22	17,2	1.175,9
2016	-	-	12,0	1.120,8
2017	-	-	10,8	759,8

**Kaynak:** TÜİK, Dünya Bankası verilerinden faydalanılarak hazırlanmıştır.

Yabancı doğrudan yatırım güven endeksi ile yabancı yatırımlar arasında ilişki bulunmaktadır. 2007 yılında Türkiye yabancıların en çok güvendiği 25 ülke arasında yer almıştır. Bu güven karşılığında Türkiye 22,0 milyar dolarlık doğrudan yatırım çekmiştir. 2010 yılına gelindiğinde ise Türkiye en çok güvenilen 25 ülke arasında yer bulamazken yatırım çekme oranı da daha fazla düşüş göstermiştir. Bu düşüşün OECD ülkelerine yapılan doğrudan yatırımların düşüşüyle de ilişkili olsa dahi Türkiye'nin güven bulamayan bir ülke olması esas belirleyici olmuştur. 2012 yılında Türkiye yeniden en güvenilir ülkeler arasında yer edinirken 2012 yılında 2010 yılından daha fazla yatırım çekmeyi de başarmıştır. 2013 yılında Türkiye'nin yabancı yatırımcı için güven duyulan ülke olma özelliği azalmıştır. Bu azalış doğrudan yabancı yatırımlarında azalmasıyla sonuçlanmıştır. 2014 yılında yabancı yatırımcının güveni yeniden kazanılmıştır. Türkiye 2014 yılında 2013 yılına göre daha az doğrudan yabancı yatırım çekmesinin sebebi OECD ülkeleri arasında dahi yabancı yatırımların düşüş göstermesidir. Türkiye 2015 yılında da yabancı yatırımcının güvenini kazanan ülkelerden biri olmuştur. 2015 yılında Türkiye ve OECD ülkelerine yapılan yabancı yatırımlar artmıştır. 2015 yılından sonra Türkiye yabancı yatırımcının güvenini kazanamamıştır. Yabancı doğrudan yatırımlarda buna paralel olarak düşüş göstermiştir.

### **3.5. Ekonomi Güven Endeksi**

Ekonomik güven endeksi, tüketici ve üreticilerin genel ekonomik duruma ilişkin değerlendirmelerini, beklenti ve eğilimlerini özetleyen bir bileşik endeksten oluşmaktadır. Endeks, mevsim etkilerinden arındırılmış tüketici güven endeksi, reel kesim (imalat sanayi), hizmet, perakende ticaret ve inşaat sektörleri güven endekslerinin alt endekslerinin farklı ağırlıklar ile birleştirilmesinden oluşmaktadır.

Ekonomik güven endeksinde kapsanan alt endeksler:

**Tablo 11**  
**Ekonomik Güven Endeksinde Kapsanan Alt Endeksler**

<b>Tüketici Güven Endeksinin Alt Endeksleri</b>	<b>Reel kesim (imalatsanayi) güven endeksinin alt endeksleri</b>	<b>Hizmet sektörü güven endeksinin alt endeksleri</b>	<b>Perakende ticaret sektörü güven endeksinin alt endeksleri</b>	<b>İnşaat sektörü güven endeksinin alt endeksleri</b>
Hanenin maddi durum beklentisi (gelecek 12 aylık dönemde)	Toplam sipariş miktarı (mevcut durum)	İş durumu (son 3 aylık dönemde)	İş hacmi-satışlar (son 3 aylık dönemde)	Alınan kayıtlı siparişlerin mevcut düzeyi
Genel ekonomik durum beklentisi (gelecek 12 aylık dönemde)	Mamul mal stok miktarı (mevcut durum), sabit sermaye yatırım harcaması ve genel gidişat	Hizmetlere olan talep (son 3 aylık dönemde)	Mevcut mal stok seviyesi	Toplam çalışan sayısı beklentisi (gelecek 3 aylık dönemde)
İşsiz sayısı beklentisi (gelecek 12 aylık dönemde)	Üretim hacmi (gelecek 3 ay), ihracat sipariş miktarı (gelecek 3 ay)	Hizmetlere olan talep beklentisi (gelecek 3 aylık dönemde)	İş hacmi-satışlar beklentisi (gelecek 3 aylık dönemde)	
Tasarruf etme ihtimali (gelecek 12 aylık dönemde)	Toplam istihdam (gelecek 3 ay), toplam sipariş miktarı (son 3 ay)			

**Kaynak:** TÜİK metaverisinden haydalanılarak hazırlanmıştır.

Ağırlıkların kaynağı: Ekonomik güven endeksinin alt endeksleri birleştirilirken Avrupa Birliği Uyumlulaştırılmış İşyeri ve Tüketici Anketleri Ortak Programı tarafından kullanılan sektörel ağırlık katsayıları ölçü olarak alınmaktadır. Ağırlıklar sektörün temsil edilebilirliği ve referans değişken ile ilişkisi olmak üzere iki kriterle belirlenmektedir. Belirlenen ağırlıklar normleştirilmiş alt endeks serilerine uygulanmaktadır.

Alt endekslere dağıtılarak kullanılan beş sektörün ağırlıkları aşağıdaki gibidir;

**Tablo 12**  
**EGE Alt Endeksleri**

Alt Endeks	Endeks İçerisinde Ağırlığı
Tüketici	%20
Reel kesim (imalat sanayi)	%40
Hizmet	%30
Perakende ticaret	%5
İnşaat	%5

**Kaynak:** TÜİK metaverisinden faydalanılarak hazırlanmıştır.

Tabloda belirtilen ağırlıklar, sektöre ait güven endeksinin alt endekslerinin normalleştirilmiş denge değerlerine eşit dağıtılarak uygulanmaktadır. Belirtilen ağırlıklar beş sektörün güven endeksine doğrudan yansıtılmamaktadır.

### 3.5.1. Ekonomik Güven Endeksi Hesaplama Yöntemi

Ekonomik güven endeksi, Avrupa Birliği Uyumlaştırılmış İşyeri ve Tüketici Anketleri Ortak Programı kullanıcı kılavuzunda açıklanan hesaplama yöntemine uygun bir şekilde Türkiye İstatistik Kurumu tarafından hesaplanmaktadır<sup>256</sup>.

Ekonomik güven endeksi; mevsim etkilerinden arındırılmış tüketici, reel kesim (imalat sanayi), hizmet, perakende ticaret ve inşaat sektörlerine ait toplam 20 alt endeksin normalleştirilmiş denge değerlerinin ağırlıklı ortalamasından elde edilmektedir. Normalleştirme işlemi için kullanılan ortalama ve Standard sapma değerlerinin hesaplandığı dönem yıl boyunca sabit tutulmakta olup 2019 yılı için sabit dönem Ocak 2007- Aralık 2018 olarak uygulanmaktadır<sup>257</sup>.

Sabit dönem yılda bir defa önceki tamamlanan yılı kapsayacak şekilde genişletilmektedir. Genişletilmesinin sebebi Denge serilerinin uzun dönemli hareketleri istikrarlı olmasına rağmen ekonomideki en son gelişmeleri kapsamalarını sağlamaktır. Bu genişletme aynı zamanda yılda bir kez seriyi rutin bir şekilde revize ettirmektedir.

<sup>256</sup> [http://tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt\\_id=1102](http://tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1102) (20.03.2019).

<sup>257</sup> [http://tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt\\_id=1102](http://tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1102) (20.03.2019).



Ekonomi Güven Endeksi hesaplanırken öncelikle hazırlık aşamasında Hesaplama adımları öncesi hazırlık aşamasında 20 alt endekse ait veri matrisi oluşturulmaktadır. Veri matrisi oluşturulduktan sonra veri matrisinde yer alan her bir değerden 100 çıkarılarak denge matrisi elde edilmektedir. Endekste kapsanan beş sektöre ait 20 alt endeksin zaman serisi uzunluğu aşağıdaki tabloda verilmiştir;

**Tablo 13**  
**EGE Alt Endekslerin Zaman Serileri**

Alt Endeks	Zaman Serisi
Mevsim etkilerinden arındırılmış tüketici güven 4 alt endeksi	Ocak 2007- Aralık 2011 dönemi modele dayalı yaklaşımla geriye çekilmiş seri olmak üzere Ocak 2007'de başlayan seri
Mevsim etkilerinden arındırılmış reel kesim (imalat sanayi) güven 8 alt endeksi	Ocak 2007'de başlayan seri
Mevsim etkilerinden arındırılmış hizmet sektörü güven 3 alt endeksi	Ocak 2011'de başlayan seri
Mevsim etkilerinden arındırılmış perakende ticaret sektörü güven 3 alt endeksi	Ocak 2011'de başlayan seri
Mevsim etkilerinden arındırılmış inşaat sektörü güven 2 alt endeksi	Ocak 2011'de başlayan seri

**Kaynak:** TÜİK verilerinden faydalanılarak hazırlanmıştır.

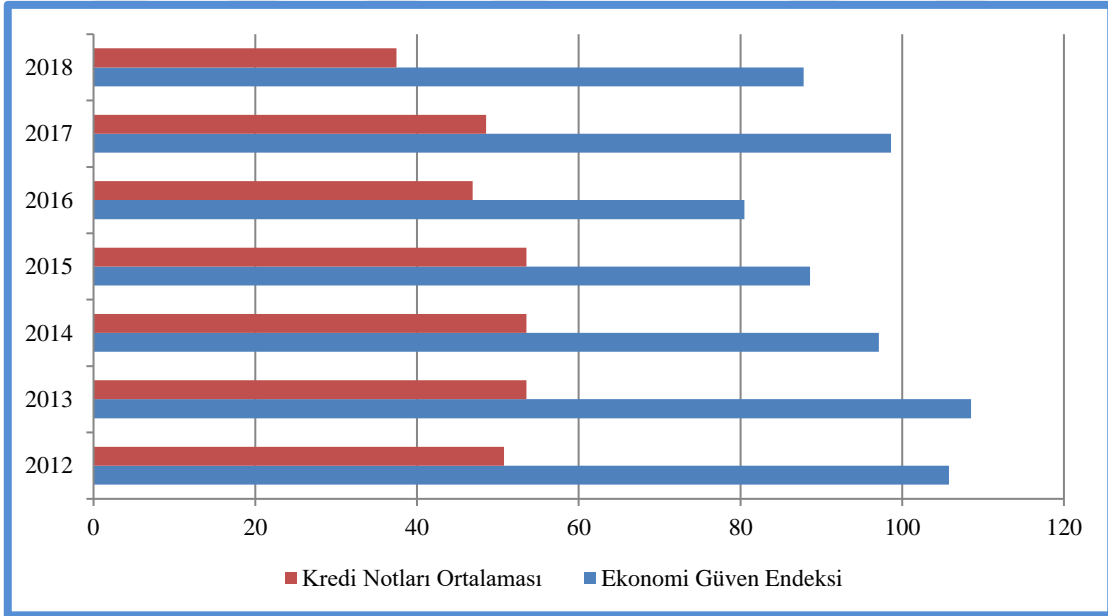
Ekonomik güven endeksi alt endekslerden elde edilen denge matrisi baz alınarak hesaplanmaktadır. Öncelikle denge matrisindeki her bir alt endeksin her dönem değeri, sabit dönem ortalama ve Standard sapması kullanılarak normalleştirilmekte, daha sonra normalleştirilmiş denge değerlerinin ağırlıklı ortalaması alınarak bir bileşik seri ortaya konulmaktadır. Bileşik seriyi normalleştirmek için ortalaması 0 ve Standard sapması 1 olarak kullanılmaktadır. Bu aşamaların ardından en son aşamada ise normalleştirilmiş bileşik serinin ortalaması 100'e ve Standard sapması 10'a getirilerek ekonomik güven endeksi elde edilmektedir. Ekonomik güven endeksi 100'den büyük ya da küçük olmasına göre yorumlanmaktadır. Ekonomi güven endeksi 100'den büyük bir değer alırsa ekonomiye güvenin olduğu, 100'den küçük bir değer alırsa da ekonomiye güvenin olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır<sup>258</sup>.

<sup>258</sup> Arif Özsağır, "Ekonomide Güven Faktörü", *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, www.e-sosder.com Cilt.6, Sayı.20, 46-62, (Bahar-2007), s.55.

Ekonomik güven endeksi ekonomi üzerine insanların psikolojik durumlarını ortaya koymaktadır. İnsanların geleceğe umutlu bakıyor olması endeksi yükseltmektedir. Endeks insan psikolojisinin ekonomi üzerine beklentileri ortaya koymasından davranışsal finans göstergesi olarak kabul edilebilmektedir.

### 3.5.2. Ekonomik Güven Endeksi, Kredi Notları ve İlgili Ekonomik Göstergeler

Ekonomik güven endeksi, tüketici ve üreticilerin genel ekonomik duruma ilişkin değerlendirme, beklenti ve eğilimlerini özetleyen bir bileşik endeks olarak kabul edilmektedir. Endeks, tüketici güven endeksi ve mevsim etkilerinden arındırılmış reel kesim (imalat sanayi), hizmet, perakende ticaret ve inşaat sektörleri güven endekslerinin alt endekslerinin farklı ağırlık oranları üzerinden birleştirilmesinden oluşmaktadır. Ekonomik güven endeksinin 100'den büyük olması genel ekonomik duruma ilişkin iyimserliği, 100'den küçük olması ise genel ekonomik duruma ilişkin kötümserliği ifade etmektedir<sup>259</sup>.



**Grafik 4: Ekonomik Güven Endeksi ve Kredi Not Ortalaması**

**Kaynak:** TÜİK, ([http://tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt\\_id=1102](http://tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1102)(19.03.2019)).

<sup>259</sup> Özsağır, s.55.

2013 yılında kredi not ortalaması 2012 yılına göre yükselmiş buna paralel olarak ekonomi güven endeksi de 105,5’den 108,5’e yükselmiştir. 2014 ve 2015 yılında kredi not ortalaması aynı kalmış olmasına rağmen diğer faktörlerinde etkisiyle ekonomiye güven azalmıştır. 2016 yılında kredi not ortalamasının düşmesi ekonomik güvene de yansımış ekonomik güven endeksinde de düşme gözlemlenmiştir. 2017 yılında kredi not ortalamasındaki küçük artış ekonomi güven endeksinde artışa yol açmıştır. 2018 yılına gelindiğinde ise kredi not ortalaması düşmüş ekonomiye güven endeksi de azalmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlar ile ekonomiye karşı duyulan güven arasında karşılıklı etkileşim bulunmaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının notlarını arttırması bu da ekonomiye duyulan güveni de arttırmaktadır. Kredi notları ekonomideki karar birimlerinin ekonomiye karşı duydukları güveni etkilemektedir.

### 3.5.3. Ekonomi Güven Endeksinin Bazı Ekonomik Göstergelerle Etkileşimi

**Tablo 14**  
**EGE,Büyüme, İşsizlik**

Yıllar	Ekonomi Güven Endeksi	Büyüme Oranı	İşsizlik Oranı
2012	105,8	4,79	8,43
2013	108,5	8,49	9,04
2014	97,1	5,17	9,92
2015	88,6	6,09	10,28
2016	80,5	3,18	10,91
2017	98,6	7,44	10,90
2018	87,8	3,48	10,97

**Kaynak:** TÜİK verilerinden faydalanılarak hazırlanmıştır.

Ekonomi Güven Endeksi diğer alt endeksleri ile birlikte kapsayıcı bir endeks özelliği taşımaktadır. Bu yüzden ekonomik göstergeler açısından ekonominin seyrini analiz etmek için kullanılan öncü veriler arasında yer almaktadır. Farklı sektörlerdeki piyasa aktörlerinin piyasaya bakışının iyimser ya da kötümser oluşu ekonomi güven endeksi aracılığıyla anlaşılmaktadır.

Ekonomi Güven Endeksi'nin yüz ve üstü olması ekonomiye ilişkin iyimser beklentileri göstermektedir. 2012 ve 2013 yılı ekonomide piyasa aktörlerinin iyimser olduğu görülmektedir. 2012 yılında endeks 105,8 değer alırken ülke ekonomisi 4,79 büyümüştür. 2012 yılındaki iyimser bakış 2013 yılında artış göstererek 108,5'e yükselmiştir. Bu yükseliş büyüme oranına da yansımıştır. Büyüme oranı 2013 yılında güven endeksiyle beraber artmış 8,49 olarak gerçekleşmiştir. 2014 yılında Türkiye'de 2 seçim yaşanmıştır. Seçimin yarattığı belirsizlik ekonomiye olan güveni düşürmüştür. Ekonomiye olan güvendedeki azalma büyüme oranlarına da yansımış ve 2014 yılında büyüme oranı 5,17 olarak gerçekleşmiştir. 2015 yılına gelindiğinde ekonomiye güven daha da azalarak 88,6'ya düşmüştür. Ekonomiye karşı yaşanan bu güvensizlik büyüme oranlarının düşmesine yol açmamış 2015 yılında ekonomi 2014 yılına göre artarak 6,09 olarak gerçekleşmiştir. 2015 yılında Türkiye 2 yeni seçim daha yapmıştır. Ekonomiye güven 2014 ve 2015 yılında yaşanan seçimlerin yarattığı belirsizlik durumundan etkilenerek azalmıştır. Ancak 2015 yılında azalan güvene rağmen ekonomik büyümenin 2014 yılından daha fazla gerçekleşmesi 2014 ve 2015 yılında yaşanan seçimlerden kaynaklanan seçim ekonomisi olarak değerlendirilebilmektedir. 2016 yılında ekonomiye olan güven 8 puan azalarak 80,5 olmuştur. 2016 yılında ekonomiye güvenin azalması ve seçimlerin tamamlanmış olmasından dolayı büyüme oranı yarı yarıya düşerek 3,18 olmuştur. 2016 yılında yaşanan darbe girişimi de ekonomiye güvenin azalmasına yol açmıştır. Ancak Türkiye'nin darbe girişimini bastırması ve ülke yönetiminde boşluk yaşanmaması 2017 yılında ekonomiye güvenin artmasına yol açmıştır. 2017 yılında ekonomiye güven 98,6 olurken büyüme oranı da ekonomiye güven endeksine paralel olarak artmış, 7,44 olmuştur. 2017 yılında Türkiye'de ülkede yaşanan sistem değişikliği ve seçimler 2018 yılı ekonomik güvenine yansımış ve bu yılda ekonomiye olan güven azalarak 87,8'e gelmiştir. 2017 yılında ekonomiye güven endeksine paralel olarak büyüme de düşmüş, 3,48 olarak gerçekleşmiştir. Ekonomik güven endeksinde yaşanan değişiklikler işsizliği de etkilemiştir. Ancak ekonomik güvendede yaşanan değişiklikler işsizliği ekonomik büyümeyle aynı oranda etkilememiştir. Bunun sebebi devletin istihdama yönelik ortaya koyduğu teşvikleri ve kamu alımlarını arttırmasıdır. Devlet derinleşen bir işsizliğin sosyal tehlikesini ve üst üste yapılan seçimlerin de etkisiyle kamu alımlarını arttırmıştır. Kamu alımlarında yaşanan artış ve artan istihdam teşvikleri işsizliğin, ekonomiye güven endeksi ile aynı

ya da yakın oranda ilerlemesini engellemiştir. Bu engellemeye rağmen ekonomi güven endeksi ile işsizlik arasında paralellik bulunmaktadır.



## SONUÇ

Bu çalışma kredi derecelendirme kuruluşları ve davranışsal ekonomi modeli arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla yapılmıştır. Davranışsal ekonomi ve kredi kuruluşları arasındaki ilişki verilerin incelenmesi şeklinde tartışılmıştır.

Davranışsal finans geleneksel iktisat yaklaşımlarının dışına çıkarak insanı önyargıları, davranışları, toplum içerisinde etkiye açık hali ile psikolojik bir varlık olarak kabul etmiş ve bu varlığın büsbütün akılcı şekilde her zaman rasyonel davranamayacağını ortaya koymuştur. Nitekim davranışsal finans yaptığı test ve anketlerde insanların karar verici durumdayken algılarından çok fazla etkilendiğini ortaya koymuştur. Davranışsal ekonominin iktisat alanına en önemli katkısı da insanı psikolojik olarak irdelemesi olmuştur. Davranışsal finanstan öncede insanların kararlarını verirken bazı ahlaksal normlardan etkilendiği söylenmiştir. Ancak davranışsal finans insanların önyargılardan etkilendiğini daha net ve kapsamlı çalışmalarla ortaya koymuştur.

Davranışsal ekonomi modeli mevcut ekonomik düzeni klasik ekonomi modellerine göre daha iyi anlamıştır. İnsanların algılarının ekonomiye etkisi sanıldığından daha fazla gerçekleşmektedir. Bu yüzden insanların algılarına hitap ederek onları değiştirmek ya da kuvvetlendirmek ekonomik düzen içerisinde önemli bir yer edinmiştir. Ekonomi ve psikolojinin birleşim alanı olan davranışsal finans ekonomistler açısından ekonomik eğilimlerin ne olduğunu anlamayı daha kolay hale getirmiştir. Klasik iktisadın ortaya koyduğu rasyonel ve sadece kendini düşünen insan modeli geçerliliğini tamamen yitirmemiş olsa dahi davranışsal iktisat modeli içerisinde algıların gücü devreye girmiş, insanlar karar verirken kendilerine fayda getireceğini düşündüğü durumlarda telkine açık hale gelmiştir.

Bu çalışma insanların duygu ve düşüncelerinin ekonomik kararlarda etkili olduğunu ortaya koymak amacıyla yapılmıştır. Bireyler dini, milli, siyasi, ideolojik tercihlerine göre yaşamayı seçtiklerinde her durumda rasyonel karar almamaktadır.

İnsanlar ekonomik olarak kendi çıkarını maksimize edeceği bir kararı önyargılarının, bağlılıklarının ya da aidiyetlerinin etkisi ile almamaktadır.

Davranışsal finans insanların algılarının ve önyargılarının kararlarına etki ettiğini ortaya koymak için tercihli sorulardan oluşan anketler yapmıştır. Bu anket sonuçlarına göre bir takım çıkarımlarda bulunarak insanların algılarından etkilendiğini ortaya koymuştur.

Bu çalışmaya ekonomi ve davranışsal iktisat arasındaki bağlantıyı incelemek için tüketicinin psikolojik durumlarını ortaya koyan eğilim anketleri eklenmiştir. Davranışsal finansın ekonomideki aktörlerin önyargılarıyla da hareket ettiği, her zaman rasyonel davranmadığı iddiasının piyasalarda karşılık bulduğu ekonomik veriler ve güven endeksleri arasındaki ilişkiye bakılarak incelenmiştir.

Yatırımcılar yatırım yapacakları alan, ülke ya da kuruluşlarla ilgili tam bilgiye sahip olmak istemektedir. Yatırımcı tanımadığı bir ülke de yatırım yapabilmek için o ülke ile ilgili bazı bilgilere ihtiyaç duymaktadır. Teknolojinin geliştiği, ekonominin küreselleştiği bir dünyada yatırımcının bilgi ihtiyacını karşılayacak birden fazla alternatif enstürüman bulunmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları yabancı yatırımcıların yatırım yapacakları ülkeler hakkında bilgi sahibi olmasını sağlamaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları piyasada bilgi boşluğu doğmasını önlemekte, yatırımcıları değerlendirmeleri ile etki altına almaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının asıl amacı yatırımcıya bilgi vermek olsa dahi ekonomideki bütün aktörlerin algılarını değiştirmekte ya da mevcut algılarını kuvvetlendirmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasalar üzerinde etkinliğinin yadsınamaz derecede büyük olduğu, özellikle ülke notları ile bir ülkenin ekonomik düzenini çok fazla etkileyecek güce sahip olduğu görülmüştür. Kredi derecelendirme kuruluşlarının sayısı çok olsa bile piyasada etkin olan belli başlı 3 kredi derecelendirme kuruluşu olduğu görülmüş olup bu çalışmada başlıca üç kredi derecelendirme kuruluşunun verdiği notların ortalaması alınarak veriler üzerinden inceleme yapılmıştır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlar ile davranışsal finans göstergeleri olarak kabul edilen güven endeksleri arasında etkileşim bulunduğu,

ekonomik aktörlerin her zaman rasyonel davranmadığı ve ekonomik aktörlerin ön yargılarla kararlar aldığı görülmüştür.

Propaganda insanların topluluk halinde yaşamaya başladığı ilk andan itibaren varlığını sürdürmektedir. Propaganda insanların algılarını değiştirmeyi ve bu değişiklikten propagandacı yararına bir menfaat sağlamayı amaçlamaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları ekonomik düzenin propagandacısı olma özelliği taşımaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlar piyasada ekonomik aktörlerin algıları üzerinde etki yaratmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları piyasayı propaganda yoluyla etki altına almaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının ekonomik sistemi etkilemek için ellerinde propagandadan başka bir enstrüman bulunmadığı ve piyasaları olumlu ya da olumsuz şekilde algı yoluyla etkilediği görülmüştür.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının açıkladığı notların güven endekslerini etkilediği ve güven endeksleri ile ekonomik göstergeler arasında da etkileşim olduğu görülmüştür. Bazı durumlarda kredi notları güven endeksini düşürse bile ekonomik veri de bir düşüş görülmediği gözlemlenmiş çalışmada detaylı şekilde incelendiği üzere bu farklılığın sebebinin piyasaya yönelik hükümet müdahaleleri gibi dış müdahalelerden kaynaklandığı görülmüştür. Piyasalara dış müdahalenin olmadığı durumlarda kredi notu düşüşü güven endekslerine, güven endekslerindeki düşüş de ekonomik verilere yansdığı görülmüştür.

Çalışmada incelenen göstergeler arasında bazı durumlarda olması beklenen paralelliklerin olmaması ya da olmaması gereken paralelliklerin olması ekonomik aktörlerin her durumda tutarlı davranmadığını göstererek davranışsal finansın ön yargılarla hareket eden ekonomik aktörler iddiasını doğrulamıştır.

Davranışsal finans için genel olarak anket yöntemi tercih edilmektedir. Ancak bu çalışma sadece davranışsal finansı incelemeye için anket yöntemi tercih edilmemiştir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının ekonomik etkileri borsa verileri üzerinden ekonometrik modellerle açıklanmaktayken çalışmamızda kredi notlarının



ekonomiyeye etkilerini davranışsal model çerçevesinde incelendiğinden ekonometrik model de tercih edilmemiştir.

Davranışsal finans ve kredi derecelendirme kuruluşları arasındaki ilişki temel ekonomi göstergeleri ve psikolojik göstergeler üzerinden incelenmiştir. Bu incelemede kredi notunun psikolojik göstergelere etkisi araştırılmış, bu psikolojik göstergelerin de ekonomik göstergeler üzerindeki etkisine değinilmiştir.

Bu çalışma kredi derecelendirme kuruluşlarının ekonomiyeye ekonomi içerisinde bulunan aktörlerin algılarını propaganda yoluyla değıştirerek ya da kuvvetlendirerek etkilediğii sonucuna ulaşılmıştır. Ekonomik aktörlerin ön yargılarının ekonomideki kararlarını ve bu kararlar üzerinden ekonomik durumu etkilediğii, kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiğii notlarında ekonomik aktörlerin ön yargılarını etkilediğii anlaşılmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiğii notların ekonomik durumu aynı oranda etkilememesi kredi derecelendirme kuruluşlarının kurguladığı algının karşısında da yeni bir algı kurulmasından kaynaklandığı sonucuna varılmıştır.

## KAYNAKÇA

### *Kitaplar*

- Akalın, Şükrü Haluk (Hızl.) **Türkçe Sözlük**, 10. Baskı, TDK, 2009.
- Altunöz, Utku ve Hasip Altunöz, **Davranışsal Ekonomi**, 1. Baskı, Ankara: Seçkin Yayınevi, 2016.
- Babuşcu, Şenol, **Basel II Düzenlemeleri Çerçevesinde Bankalarda Risk Yönetimi**, Ankara: Akademi Araştırma Planlama Danışmanlık Eğitim Yayıncılık 2005.
- Barak, Osman, **Davranışsal Finans Teori ve Uygulama**, Ankara: Gazi Kitabevi, 2008.
- Bernstein, William, **Yatırımın Dört Temel Taşı**, Nusret Avhan ve Neşenur Domaniç, (çev.). İstanbul: Scala Yayıncılık, 2005.
- Bostancı, Faruk, **Davranışçı Finans Yeterlilik Etüdü**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 57, Ankara, 2003.
- Bozkurt, Veysel, **Değişen Dünyada Sosyoloji**, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım, 2004.
- Chang, Ha-Joon, **Kapitalizm Hakkında Size Söylenmeyen 23 Şey**, Belgin Tupal (çev.), 3. Baskı, İstanbul: Say Yayınları, 2015.
- Cüceloğlu, Doğan, **İnsan ve Davranışı**, 22. Baskı, İstanbul: Remzi Kitabevi, 2011.
- Çitilci, Tuğberk, **Para&Psikoloji**, 2. Baskı, İstanbul: Beta Yayıncılık, 2015.
- Döm, Serpil, **Yatırımcı Psikolojisi**, İstanbul: Değişim Yayınları, 2003.
- Frank, Robert H., **Doğal İktisat**, Tuncel Öncel (çev.), 1. Baskı, Ankara: Efil Yayıncılık, 2010.
- Freedman, J.L., D.O.Sears ve J.M. Carlsmith, **Sosyal Psikoloji**, 4.Baskı, Ankara: İmge Kitabevi, 2003.
- Gazel, Sümeyra, **Davranışsal Finans**, 2. Baskı, Ankara: Detay Yayıncılık, 2016.
- Giddens, Anthony, **Modernite ve Bireysel Kimlik**, Ümit Tatlıcan (çev.), 1. Baskı, İstanbul: Say Yayınları, 2010.
- Giddens, Anthony, **Sosyoloji**, 1. Baskı, İstanbul: Kırmızı Yayınları, 2013.
- Güvenç, Bozkurt, **Kültürün Abc'si**, İstanbul: Yapı Kredi Yayınları, 2002.

- Jowett, Garth S. ve Victoria O'Donnell, **Propaganda ve İkna**, 4. Baskı, İstanbul: Artes Yayınları.
- Kahneman, Daniel, **Hızlı ve Yavaş Düşünme**, Osman çetin Deniztekin ve Filiz Nayır Deniztekin (çev.), 5. Basım, Varlık Yayınları, 2017.
- Kanlı, İbrahim Burak ve Yasemin Barlas, **Eşiği Aşınca: Kredi Notunun 'Yatırım Yapılabilir' Seviyeye Yükselmesinin Etkileri**. Ankara: TCMB 2011.
- Kıyılar, Murat ve Murat Akkaya, **Davranışsal Finans**, 1. Baskı, İstanbul: Literatür Yayınları, 2016.
- Koçel, Tamer, **İşletme Yöneticiliği**, 9. Baskı, İstanbul: Beta Yayıncılık, 2003.
- Korkmaz, Turhan ve Ali Ceylan, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Gözden Geçirilmiş 7. Baskı, İstanbul: Ekin Yayınevi, 2015.
- Montier, James, **Behavioral Finance: Insights into Irrational Minds and Markets**, West Sussex: John Wiley & Sons, Ltd. 2002.
- Nofsinger, John R., **Yatırım Psikolojisi**, Sümeyra Gazel (çev.), Ankara: Nobel Yayıncılık, 2014.
- Sartre, Jean Paul, **Varoluşçuluk**, İstanbul: Say Yayınları, Çeviren: Asım Bezirci, 22. Baskı, 2010.
- Swell, Martin, **Behavioural Finance**, University College London, 2000.
- Tufan, Ekrem, **Davranışsal Finans**, 1. Baskı, Ankara: İmaj Yayınları, 2008.
- Yaslıdağ, Beyhan, **Kredi Derecelendirme Sistemi**, İstanbul: Literatür Yayınları, 2007.
- Yegen, Ceren, **Siyasal İletişim, Propaganda ve Ulus Kimlik**, 1. Baskı, Ankar: Kriter Yayınevi, s.49-50.
- Zerenler, Muammer ve Rifat İraz, **Japon Yönetim Anlayışı ve Şirket Ağları Analizi**, Sayı.16.

### ***Sürekli Yayınlar***

- Akbulak, Yavuz, “Kredi Derecelendirmesi veya Rating: Kavram ve Ölçütler”, **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı.111, (Mayıs-Haziran 2012).
- Akerlof, George A. ve William T. Dickens, “The Economic Consequences of Cognitive Dissonance”, **The American Economic Review**, Vol.72, No.3, (1982).
- Akıncı, Merter, Gönül Yüce Akıncı ve Ömer Yılmaz, “Lale Çılgınlığından Mortgage Krizi’ne Spekülatif Balonlar”, **Tarih Okulu Dergisi**, Yıl.7, Sayı.XIX, (Eylül 2014).
- Altaş, G., “Kredi Derecelendirme Kurumları”, **Sermaye Piyasası Gündem**, Sayı.84, (2009).
- Altınırnak, Serpil ve Ayşesu Eyüboğlu, “Ekonomik Krizlerin Nöroekonomi Kavramı Çerçevesinde Değerlendirilmesi”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, (Ekim 2016).
- Ansari, V. A., “Behavioral Finance: A Review”, **SCMS Journal of Indian Management**, (October- December, 2006).
- Arkes, H. R. ve C. Blumer, “The Psychology of Sunk Cost”, **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, Vol.35, (1985).
- Ayaydın, Hasan, Fahrettin Pala ve Abdulkadir Barut, “Ülke Riskinin Hisse Senedi Getirisine Etkisi: Ampirik Bir Analiz”, **Küresel İktisat ve İşletme Çalışmaları Dergisi**, ISSN:2147-415X, Cilt.5, Sayı.10,(Kış 2016).
- Baker, Kent H. ve John R. Nofsinger, “Psychological Biases of Investors”, **Financial Services Review II**, 2002.
- Barak, Osman, “İMKB de Aşırı Reaksiyon Anomalisi ve Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi”, **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, No.10/1, (2008).
- Barberis, Nicholas, Andrei Shleifer ve Robert Vishny, “A Model of Investor Sentiment”, **Journal of Financial Economics**, Cilt.49, (1998).
- Bayar, Yılmaz, “Yatırımcı Davranışlarının Davranışçı Yaklaşımlar Çerçevesinde Değerlendirilmesi”, **Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi**, Cilt.6, Sayı.2, (2011).
- Bayazıt Hayta, Ateş, “Bireysel Yatırımcıların Finansal Risk Algısına Hizmet Eden Psikolojik Önyargılar”, **TSA**, Sayı.3, (Aralık 2014).
- Bulutay, Tuncer, “Bilim ve İktisat”, **İşletme-İktisat ve Finans Dergisi**, Sayı.211, (Ekim 2003).

- Boyacıoğlu, Melek Acar, “Bankalarda Derecelendirme (Rating) ve Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Ampirik Bir Çalışma”, **İstanbul İktisadi Araştırmalar Vakfı**, İstanbul, (2005).
- Çetin, Beyzade Nadir, “Propaganda Olgusu ve Propagandanın Amerikanlaşması”, **Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt.24, Sayı.2
- Çevik Tekin, İlknur, “Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Öngöremedikleri Krizler ve İflaslar”, **Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi**, Cilt.19, 41. Yıl Özel Sayısı, (2016).
- Çolak, Yusuf, “Türkiye’nin Makroekonomik Değişkenleri ile Kredi Notları Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Moody’s Örneği, Uluslararası Ekonomi”, **İşletme ve Politika Dergisi**, Cilt.1, Sayı.1, (2017).
- Çolak, Yusuf, “Uluslararası Ekonomi”, **İşletme ve Politika Dergisi**, Cilt.1, No.1, 2017.
- Deaux, Kay, “Sex: A Perspective on The Attribution Process”, In J. Harvey, W. J. Ickes & R. F. Kidd, **Newdirections in Attribution Research**, 1976, 1.
- Destraz, Stéphane ve Raphaël Lahaye, “Are Credit Ratings Trustworthy? Empirical Study On The Dependence of Corporate Defaultsto Market Risk Within Investment Grade & Speculative Graderange.” **SSRN**, (2012),
- Ellesberg, D., “Risk, Ambiguityand The Savage Axioms”, **Quarterly Journal of Economics**, Vol.75, 1961.
- Ensari Alpay, Elif, Murat Yavuz ve M. Burak Kahyaoğlu, “Gelir Durumunun Risk Algısına Etki Eden Diğer Sosyo-Ekonomik ve Demografik Faktörler Üzerinde Etkisi”, **C.Ü İ.İ.B.F Dergisi**, Cilt.16, Sayı.1, 2015.
- Eser, Rüya ve Devletkan Toigonbaeva, “Psikoloji ve İktisadın Birleşimi Olarak Davranışsal İktisat”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, (Nisan 2011).
- Flood, R. P. ve P. M. Andgarber, “Market Fundamentals Versusprice-Level Bubbles: The First Tests”, **Journal of Political Economy**, Vol.88, Issue.4, (1980), 745-770.
- French, Poterba, B. James ve R. Kenneth, “Investor Diversification and International Equity Markets”, **American Economic Review**, Vol.81, No.2, (Mayıs 1991).
- Gülhan Suadiye, “Kredi Derecelendirme ve Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri”, **Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt.3, Sayı.6, (2006), s.98.
- Gülmez, Ahmet ve Hilal Gündoğan, “Siyaset”, **Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi**, Cilt.2, Sayı.4, (2014).

- Gürünlü, Merve, “Finansal Piyasaların Etkinliği Teorisinden Davranışsal Finansa: Finans Teorisinin Evrimi”, **Maliye Finans Yazıları**, Sayı.92, Der Yayınevi, (Temmuz 2011).
- Hannuvaritainen, Peter Diamond, **Davranışsal İktisat ve Davranışsal İktisadın Uygulamaları**, Hatime Kamil Çelebi (çev.), 1.Basım, Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık Eğitim Danışmanlık Ltd. Şti, 2016.
- Heath, C. ve A. Tversky, “Preference and Belief: Ambiguity and Competence in Choice Under Uncertainty”, **Journal of Risk and Uncertainty**, Vol.4, (1991).
- Hong, Harrison ve Jeremy C. Stein, “A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction In Asset Markets”, **Journal of Finance**, Vol.54, (1999).
- Hong, Harrison, D. Jeffrey ve C. Stein Kubik, “Social Interaction and Stock Market Participation”, **The Journal of Finance**, Vol.59, S.1, (2004).
- Kandır, Serkan Yılmaz, Gözde Çerçi ve Önder Uzkaralar, “Yatırımcı Duyarlılığı Temsilcileri: Yatırım Ortaklıkları İskontosu ve Tüketici Güven Endeksi Örneği”, **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar**, Cilt.7, Sayı.2, 55-75, (2013).
- Kılıçaslan, Harun ve Mücahit Sefer Giter, “Kredi Derecelendirme ve Ortaya Çıkan Sorunlar”, **Maliye Araştırmaları Dergisi**, Cilt.2, Sayı.1, (2016).
- Küçük, Ayhan, “Bireysel Yatırımcıları Finansal Yatırım Kararına Yönlendiren Faktörlerin Davranışsal Finans Açısından Ele Alınması: Osmanlı Örneği”, **Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Sayı.11, (Kasım 2014).
- Köseoğlu, Yakup, “Bir Siyasal Propaganda Aracı Olarak Sosyal Medya”, **Akademik İncelemeler Dergisi**, Sayı.3,(2013)
- Mcafee, R. P., H. M. Mialon ve S. H Mialon, “Do Sunk Costs Matter”, **Economic Inquiry**, Vol.48, Issue.2, (2007).
- McKenna, Frank P., “It won’t happen to me: Unrealistic optimism or illusion of control”, **British Journal of Psychology**, Vol.84, No.1, (1993).
- Mehmet Yazıcı, “Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi”, **Maliye ve Finans Yazıları Hakemli Dergisi**, (2009).
- Miller, Edvard M., “Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion”, **The Journal of Finance**, Vol.32, No.4, 1977
- Öncü, Mehmet Akif, “Onur Özevin, Kadınların Yatırım Alışkanlıklarının Davranışsal Finans Çerçevesinde Değerlendirilmesi”, **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt.16, Sayı.61, (Bahar 2017).

- Özsağır, Arif, “Ekonomide Güven Faktörü”, **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, www.e-sosder.com Cilt.6, Sayı.20, 46-62, (Bahar-2007).
- Pech, W. ve M. Milan, “Behavioral Economics and The Economics of Keynes”, **Journal of Economics**, Vol.38, 2009.
- Prast, Henriette, “Investor Psychology, A Behavioral Explanation of Six Finance Puzzle”, **Research Series Supervision**, De Nederlandsche Bank, (Şubat 2004).
- Prelec, D. ve G. Loewenstein, “The Red and The Black: Mental Accounting of Savings and Debt”, **Marketing Science**, Vol.17, No.1, (1998).
- Sarıkaya, Murat, “Asimetrik Bilgi Çerçevesinde Müzayedeler”, **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt.3, Sayı.2, (2002).
- Seingyeon Lim, Sonya, “Do Investors Integrate Losses and Segregate Gains?” **Mental Accounting and Investor Trading Decision**, (2003).
- Shiller, Robert J., “Human Behaviour and The Efficiency of The Financial System”, **Yale University Working Paper**, 1977.
- Simonson, Itamar ve Amos Tversky, “Choice in Context: Trade-off Contrast and Extremeness Aversion”, **Journal of Marketing Research**, Vol.29, (1992).
- Sözer Oran, Jale, “Davranışçı Finans: Fildişi Kuleler Sarsılıyor”, **Marmara Üniversitesi Öneri Dergisi**, Cilt.8, Sayı.29, (2008).
- Sözer Oran, Jale, “Davranışçı Finans: Fildişi Kuleleri Sarsılıyor”, **Öneri**, Sayı.29, Cilt.8, (Ocak 2008).
- Sümer, Enver ve Şakir Aybar, “Etkin Piyasalar Hipotezinin Finansal Piyasaları Açıklamadaki Yetersizliği ve Davranışsal Finans”, **Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, IX-II, (2016).
- Tekin, Bilgehan, “Firmaların Finansman Kararları: Davranışsal Perspektif”, **Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Cilt.8, Sayı.15, (2016).
- Thaler, R., “Mental Accounting Matters”, **Journal of Behavioral Decision Making**, Sayı.12, (1985).
- Thaler, Richard H. ve E. J. Johnson, “Gambling With The House Money And Trying To Break Even: The Effects of Prior Outcome on Risky Choice”, **Management Science**, Vol.36, Issue.6, (1990).
- Topuz, Yusuf Volkan, “Tüketici Güveni ve Hisse Senedi Fiyatları Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği”, **Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Cilt.7, Sayı.1, 53-65, (Bahar 2011).

- Toraman, Cengiz ve Muhammed Fatih Yürük, “Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Finansal Krizlere Etkileri”, **Bitlis Eren Üniversitesi, SBE Dergisi**, Cilt.3, Sayı.1, (Haziran 2014).
- Tunalı, Halil ve İbrahim Enes Özkan, “Türkiye’de Tüketici Güven Endeksi ve Tüketici Fiyat Endeksi Arasındaki İlişkinin Ampirik Analizi”, **İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi**, Cilt.3, Sayı.2, 54-67, (2016).
- Tutar, E., F. Tutar ve V. Eren, “Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenirlilik Açısından Sorgulanması ve Türkiye”, **Akademik Bakış Dergisi**, Sayı.25, (Temmuz-Ağustos, 2011).
- Tutar, Erdiñç, Filiz Tutar ve Mehmet Vahit Eren, “Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenirlilik Açısından Sorgulanması ve Türkiye”, **Akademik Bakış Dergisi**, Sayı.25, (Temmuz-Ağustos 2011).
- Tversky A. ve D. Kahneman, “Availability: A Heuristic For Judging Frequency and Probability”, **Cognitive Psychology**, Vol.5, (1973).
- Tversky, Amos ve Daniel Kahneman, “The Framing of Decision and The Psychology of Choice”, **Science** **211**, (1981).
- Tversky, Amos, “The Psychology of Decision versus Standard Finance”. A.S. Wood (Ed.), **Behavioral Finance and Decision Theory in Investment Management: An Overview**, s.2-5, AIMR (CFA Institute), 1995.
- Ulusoy, Ahmet ve Hikmet Yılmaz, “Kredi Notu Eleştirilerini Test Eden Mekanizma: Cds Primleri” **Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Cilt.13, Sayı.1, (2017).
- Ülkü, Numan, “Finansta Davranış Teorileri ve İMKB’nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı”, **İMKB Dergisi**, Cilt.5, Sayı.17, (2001).
- Weber, Martin ve Colin F. Camerer, “The Disposition Effect in Securities Trading: An Experimental Analysis”, **Journal of Banking and Finance**, Vol.25, (2001).
- Weber, Mehmet Akif ve Onur Özevin, “Kadınların Yatırım Davranışlarının Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi”, **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt.16, Sayı.61, (Bahar-2017).
- Weinstein, Neil D., “Unrealistic optimism about susceptibility to health problems: Conclusion from a community-wide sample”, **Journal of Behavioral Medicine**, Vol.10, No.5, (1987).



### ***Diğer Yayınlar***

Acar, Ozan, [http://www.tepav.org.tr/upload/files/1294562167-4.Yapisal\\_Reformsuz\\_Kredi\\_Notu\\_Artisi\\_Olmaz.pdf](http://www.tepav.org.tr/upload/files/1294562167-4.Yapisal_Reformsuz_Kredi_Notu_Artisi_Olmaz.pdf) (29.08.2018).

Çevik, [http://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/ar\\_03\\_2011.pdf](http://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/ar_03_2011.pdf) 2011: 3, (31.08.2018).

Gülmez, Ahmet, “Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Uygulaması: Derecelendirme kuruluşları ne kadar objektif?”, **PESA Rapor**, Sakarya: Politik Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Merkezi Yayınları.

<http://dergipark.gov.tr/download/article-file/183235> (31.08.2018).

<http://eski.ankaratb.tobb.org.tr/pages.aspx?pageId=07a81eeb-c843-4244-8fe2-2ab1c339bf9e> (03.09.2018).

[http://tuik.gov.tr/menu/ist\\_endeks\\_tem.jsp?metod=istendeks&d-5442-p=2](http://tuik.gov.tr/menu/ist_endeks_tem.jsp?metod=istendeks&d-5442-p=2) (17.03.2019).

[http://tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt\\_id=1102](http://tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1102) (20.03.2019).

[http://tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt\\_id=1104](http://tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1104) (15.03.2019).

<http://www.jcrer.com.tr/Pages.aspx?Page=kredi-derecelendirme-surec-ve-asamalari> (31.08.2018).

<http://www.jcrer.com.tr/Pages.aspx?Page=kurulusumuz-hakkinda> (19.12.2018).

<http://www.jcrer.com.tr/Pages.aspx?Page=ulke-derecelendirme-metodolojisi> (19.12.2018).

<http://www.kobirate.com.tr/Hakkimizda> (31.08.2018).

<http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=27886> (17.03.2019).

<https://www.fitchratings.com/site/definitions> (02.09.2018).

<https://www.moody.com/Pages/amr002002.aspx> (01.09.2018).

<https://www.moody.com/Pages/atc.aspx> (01.09.2018).

[https://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC\\_79004](https://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004) (01.09.2018).

[https://www.spratings.com/en\\_US/what-we-do](https://www.spratings.com/en_US/what-we-do) (04.09.2018).

[https://www.standardandpoors.com/en\\_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352](https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352) (01.09.2018).

İlhan, Ege, “Kredi Derecelendirme Sistemleri ve KOBİ’ler”, **3. KOBİ’ler ve Verimlilik Kongresi**, İstanbul Kültür Üniversitesi, 17-18 Kasım 2006 Kongre Kitabı.

Öncü, Semra, Hüseyin Aktaş, Sibel Kargin, Rabia Aktaş ve Nilgün Kayalı, *Yatırımcıların Anormal Fiyat Değişimlerine Tepkisi: Gün İçi Verilerle İmkb Üzerine Bir İnceleme*, [https://www.researchgate.net/profile/Sibel\\_Kargin/publication/290394450\\_Yatirimcilarin\\_Anormal\\_Fiyat\\_Degisimlerine\\_Tepkisi\\_Gun\\_Ici\\_Verilerle\\_IMKB\\_Uzerine\\_Bir\\_Inceleme/links/5696b05d08ae1c427903dcbd/Yatirimcilarin-Anormal-Fiyat-Degisimlerine-Tepkisi-Guen-Ici-Verilerle-IMKB-Uezerine-Bir-Inceleme.Pdf](https://www.researchgate.net/profile/Sibel_Kargin/publication/290394450_Yatirimcilarin_Anormal_Fiyat_Degisimlerine_Tepkisi_Gun_Ici_Verilerle_IMKB_Uzerine_Bir_Inceleme/links/5696b05d08ae1c427903dcbd/Yatirimcilarin-Anormal-Fiyat-Degisimlerine-Tepkisi-Guen-Ici-Verilerle-IMKB-Uezerine-Bir-Inceleme.Pdf) , (23.12.2018).

