

T.C.
MUĞLA SITKI KOÇMAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

BİREYSEL YATIRIMCI DAVRANIŞLARI BAĞLAMINDA MUĞLA
KONUT PİYASASINDA OLUŞAN SPEKÜLATİF KÖPÜK ETKİSİNİN
İNCELENMESİ

DOKTORA TEZİ

HAZIRLAYAN
GÜLBAHAR ATASEVER

TEZ DANIŞMANI
PROF.DR. CEM MEHMET BAYDUR

NİSAN, 2016
MUĞLA

T.C.
MUĞLA SITKI KOÇMAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

BİREYSEL YATIRIMCI DAVRANIŞLARI BAĞLAMINDA MUĞLA
KONUT PİYASASINDA OLUŞAN SPEKÜLATİF KÖPÜK ETKİSİNİN
İNCELENMESİ

HAZIRLAYAN
GÜLBAHAR ATASEVER

Sosyal Bilimler Enstitüsünce
“Doktora”
Diploması Verilmesi İçin Kabul Edilen Tezdir.

Tezin Enstitüye Verildiği Tarih: 05.04.2016
Tezin Sözlü Savunma Tarihi: 29.03.2016

Tez Danışmanı : Prof.Dr. Cem Mehmet BAYDUR
Jüri Üyesi : Prof.Dr. Bora SÜSLÜ
Jüri Üyesi : Doç.Dr. Betül ALTUNTAŞ
Jüri Üyesi : Prof.Dr. Kaya ARDIÇ
Jüri Üyesi : Yrd.Doç.Dr. Özgür BALMUMCU

Enstitü Müdürü : Prof.Dr.Mehmet MARANGOZ

NİSAN, 2016
MUĞLA

TUTANAK

Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün 31./08./2015 tarih ve 695/..5. sayılı toplantısında oluşturulan jüri, Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 38. maddesine göre, İktisat Anabilim Dalı Doktora öğrencisi Gülbahar ATASEVER'in "Bireysel Yatırımcı Davranışları Bağlamında Muğla Konut Piyasasında Oluşan Spekülatif Köpük Etkisinin İncelenmesi" adlı tezini incelemiş ve aday 29./03./2016 tarihinde saat 14:00'da jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra 90. dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin **kabul** edildiğine ..aybır.. ile karar verildi.

Tez Danışmanı
Prof.Dr. Cem Mehmet BAYDUR

Jüri Üyesi : Prof.Dr. Bora SÜSLÜ

Jüri Üyesi : Doç.Dr. Betül ALTUNTAŞ

Jüri Üyesi : Prof.Dr. Kaya ARDIÇ

Jüri Üyesi : Yrd.Doç.Dr. Özgür BALMUMCU

YEMİN

Doktora tezi olarak sunduğum “Bireysel Yatırımcı Davranışları Bağlamında Muğla Konut Piyasasında Oluşan Spekúlatif Kúpük Etkisinin İncelenmesi” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı dúřecek bir yardıma başvurulmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin Kaynakça’da gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

05.04.2016

Gúlbahar ATASEVER

YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ
TEZ VERİ GİRİŞ FORMU

YAZARIN

MERKEZİMİZCE DOLDURULACAKTIR.

Soyadı : ATASEVER

Adı : Gülbahar

Kayıt No:

TEZİN ADI

**Türkçe : Bireysel Yatırımcı Davranışları Bağlamında Muğla Konut Piyasasında
Oluşan Spekülatif Köpük Etkisinin İncelenmesi**

**Y. Dil : Investigation of the Speculative Bubble Effect Context of the
Individual Investors in Real Estate Market of Mugla**

TEZİN TÜRÜ: Yüksek Lisans

Doktora

Sanatta Yeterlilik

TEZİN KABUL EDİLDİĞİ

Üniversite : Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi

Fakülte :

Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü

Diğer Kuruluşlar :

Tarih :

TEZ YAYINLANMIŞSA

Yayınlayan :

Basım Yeri :

Basım Tarihi :

ISBN :

TEZ YÖNETİCİSİNİN

Soyadı, Adı : BAYDUR, CEM MEHMET

Ünvanı : PROF.DR.

TEZİN KONUSU (KONULARI) :

1. Davranışsal iktisat teorileri ve gayrimenkul piyasasının teorik analizi
2. Muğla konut piyasasına ilişkin yatırımcı eğilimlerinin davranışsal iktisat teorileri çerçevesinde belirlenmesi
3. Davranışsal iktisat teorileri ve konut piyasasının bir araya getirilerek Muğla konut piyasasında köpük olup olmadığının ekonometrik analizle test edilmesi

TÜRKÇE ANAHTAR KELİMELER:

1. Davranışsal İktisat Teorileri
2. Gayrimenkul Piyasası
3. Köpük Oluşumu
4. Muğla İli Yatırımcı Davranışları

İNGİLİZCE ANAHTAR KELİMELER:

1. Theories of Behavioral Economics
2. Real Estate Market
3. Formation of Bubble
4. Investor Behavioral in Province of Mugla

- | | |
|---|----------------------------------|
| 1- Tezimden fotokopi yapılmasına izin vermiyorum | <input type="radio"/> |
| 2- Tezimden dipnot gösterilmek şartıyla bir bölümünün fotokopisi alınabilir | <input type="radio"/> |
| 3- Kaynak gösterilmek şartıyla tezimin tamamının fotokopisi alınabilir | <input checked="" type="radio"/> |

Yazarın İmzası :



Tarih : 05.06.2016

ÖZET

Bu çalışma temelde iki olguyu araştırmaktadır. Birincisi, Muğla konut piyasasında yatırımcıların yatırım kararı alırken hangi psikolojik eğilimlerle hareket ettikleri, ikincisi ise söz konusu piyasada köpük olup olmadığıdır. Yatırımcıların karar alma süreci pek çok önyargı/duygulara dayandığından piyasalarda genellikle sınırlı rasyonalitenin hakim olduğu görülmektedir. Finansal piyasalar gibi konut piyasasında da bu tür eğilimlerin varlığı yadsınamaz. Muhafazakarlık, optimizm, geri görüş, pişmanlıktan kaçınma, aşırı güven, sürü davranışı, aşinalık, kendine atfetme, aşırı/eksik duyarlılık bunlardan en göze çarpanlarıdır. Bu önyargı/duygular aynı anda pek çok yatırımcıyı etkisi altına alarak kartopu etkisi yaratmakta ve piyasalarda köpüklere yol açarak ani fiyat çöküşlerini getirebilmektedir. Bu çalışmada, Muğla konut piyasasında yatırımcıların hangi psikolojik eğilimlere sahip olduğu araştırılmıştır. Bunun için anket çalışmasına katılan yatırımcılardan rastgele seçilen 70 konut sahibiyle derinlemesine mülakat anketi gerçekleştirilerek konut piyasasına dair psikolojik eğilimleri ortaya konulmaya çalışılmıştır. Elde edilen bulgulara göre, Muğla konut piyasasında yatırım yapanlar muhafazakar, optimistik, aşinalık önyargısına sahip ve risk almaktan kaçınan yatırımcı tipine uygun hareket etmektedir.

Varlık fiyatlarındaki hareketin ekonomik temellerle açıklanamayan kısmı veya bir varlığın temel değerindeki sapmalar olarak tanımlanan köpük; finansal piyasalarla birlikte konut piyasasında da zaman zaman görülmektedir. Bu çalışmada konut piyasasında konutun fiyatı; reel kira getirisi, mortgage faizi ile birlikte ele alınarak belirli bir dönem için konut fiyatındaki artışların ekonomik temellere dayanıp dayanmadığı test edilmiştir. Konut fiyatlarında default durumunun ortaya çıkabilmesi için kiraların yıllık reel değerindeki değişimin mortgage faizinden daha düşük olması gerekir. Gayrimenkulün yıllık değer artışı mortgage ödemelerinden fazla ve gelir artışı pozitif yönde olduğu sürece piyasada köpükleri algılamak veya köpüklerin son bulması mümkün değildir. Muğla konut piyasasında 2000-2013 dönemi için yapılan hesaplamalara göre, konutun toplam yıllık reel getirisi mortgage faizine yakındır dolayısıyla bu piyasada köpük bulunmamaktadır, konut piyasası kendi ekonomik getirileriyle açıklanabilmektedir.

ABSTRACT

This study basically investigates two phenomenons. First, the psychological motivations of the investors when they make decisions to invest in the Mugla real estate markets and secondly if there is a bubble in this market. Because of the decision process involves many prejudgments/emotions, limited rationality in the markets perceived to dominate. Similar to the financial markets, real estate markets likely to experience such trends. Conservatism, optimism, hindsight bias, disposition effect, overconfidence, herding-behavior, familiarity bias, self attribution bias, investor sentiment are most remarkable among this trends. These prejudgments/emotions create the snowball effect by influencing many investors and able to cause price bubbles that eventually collapse. This study investigates the psychological tendencies of the real estate investors in Mugla. To investigate the psychological tendencies this study conducts in-depth interviews with randomly selected 70 homeowners. According to the findings, investors in the Mugla real estate markets conform the investor type that are conservative, optimistic, risk averse and with familiarity bias.

Bubbles which are often defined as asset price movements that cannot be explained by economic fundamentals or as asset price deviations from the real value of the assets are often observed in real estate markets. This study tests whether housing price increases conform economic fundamentals by investigation the housing prices in line with real rental income and mortgage interest rates. For default to occur in the housing markets, changes in the annual real rental values have to be smaller than the mortgage interest rates. As long as the annual increase in the real estate value exceeds the mortgage payments and incomes increase sufficiently it is impossible detect bubbles or their collapse. According to the calculations in Mugla real estate market in 2000-2013 period, the total real income from the housing close to the mortgage interest rates thereby there is no bubble in this market, real estate market can be explained by its own economical return.

ÖNSÖZ

Bu çalışma, Muğla konut piyasasına yatırım yapan ekonomik birimlerin davranışsal iktisat teorileri bağlamında ele alınmasına ve söz konusu piyasada köpük olgusunun araştırılmasına dayanmaktadır. Bu yönüyle, davranışsal iktisat teorileri çerçevesinde Muğla konut piyasasını ele alan özgün bir çalışma olarak düşünülebilir.

Bu çalışmanın her aşamasında desteğini esirgemeyen ve akademik birikimi hayranlık uyandıran değerli hocam Prof.Dr. Cem M. BAYDUR'a, özgün fikirleri ve bakış açısıyla tezim için büyük katkılar sağlayan hocalarım Prof.Dr.Bora SÜSLÜ, Doç.Dr.Betül ALTUNTAŞ, Prof.Dr. Kaya ARDIÇ ve Yrd.Doç.Dr.Özgür BALMUMCU'ya sonsuz teşekkürlerimi sunuyorum.

Tez dönemi boyunca asistanlığımı yaptığım değerli hocam, ağabeyim, kıymetlim Prof.Dr.Ozan BAHAR'a, kaliteli akademisyenliği ve duruşuyla takdir ettiğim, fikirleriyle her daim yol gösterici olan Prof.Dr.Kadir ESER'e teşekkürlerimi sunarım.

Rahat bir akademik çalışma ortamı sağlayan ve her zaman anlayışlı davranan o dönemin bölüm başkan ve yardımcısı Prof.Dr.Ali ÇİMAT ve Yrd.Doç.Dr. Mehmet AVCI'ya ve diğer meslektaşlarıma teşekkürlerimi sunarım.

Bana inanan ve daima yanımda olan canım aileme ve kardeşim kadar çok sevdiğim Çiğdem DEMİRCİ'ye minnettarım.

İÇİNDEKİLER	II
TABLolar LİSTESİ.....	IV
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	VI
KISALTMALAR	VII
GİRİŞ.	1

BİRİNCİ BÖLÜM

PİYASADA OLUŞAN KÖPÜKLER VE YATIRIMCI DAVRANIŞLARI

A. VARLIK FİYATLARI KÖPÜĞÜNÜN İNCELENMESİ.....	4
1. VARLIK FİYATLARI KÖPÜĞÜ: TANIM VE TEORİK ÇERÇEVE	5
a. Varlık Fiyatları Köpüğünün Matematiksel İfadesi	7
b. Köpüklerin Sınıflandırılması	8
i. Rasyonel Köpükler.....	8
ii. Rasyonel Olmayan (Spekülatif) Köpükler.....	10
c. Negatif Köpükler	15
d. Köpükler Ne Zaman Sonlanır?	16
2. KÖPÜKLERİN TEST EDİLMESİ.....	18
a. Fiyat Köpüğü Primi Testi (Bubble Premium Test).....	18
b. Aşırı Volatilité Testi (Excess Volatility Test)	18
c. Birim Kök ve Koentegrasyon Testi (Unit Root and Cointegration Test)	19
3. KÖPÜKLERİN KARMAŞA KURAMI YOLUYLA AÇIKLANMASI.....	20
B. RASYONALİTE VE SINIRLI RASYONALİTE BAĞLAMINDA YATIRIMCI KARARLARI	22
1. YATIRIMCI KARARLARINDA RASYONALİTE VE ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ	23
2. BEKLENEN FAYDA TEORİSİ.....	28
3. RİSK KARŞISINDA TUTUMLAR	29
4. YATIRIMCI KARARLARINDA SINIRLI RASYONALİTE VE PİYASALARDA BELİRSİZLİKLER.....	31
a. Hevristikler (Bilişsel Önyargılar)	34
b. Çerçeveleme.....	36
c. Duygular (Bilişsel Önyargılar)	36
i. Muhafazakarlık Önyargısı (Conservatism Bias)	37
ii. Aşırı Güven Önyargısı (Overconfidence Bias)	38
iii. Optimizm Önyargısı (Optimism Bias)	39
iv. Aşinalık Önyargısı (Familiarity Bias)	40
v. Kendine Atfetme Önyargısı (Self Attribution Bias).....	40
vi. Geri Görüş Önyargısı (Hindsight Bias).....	40
vii. Pişmanlıktan (Kayıptan) Kaçınma Önyargısı (Disposition Effect)	41
5. DAVRANIŞSAL İKTİSADIN TEMELLERİ: İRRASYONEL YATIRIMCI DAVRANIŞLARI	42
a. Zihinsel Muhasebe (Mental Accounting)	42

b. Yatırımcı Duyarlılığı (Investor Sentiment).....	43
c. Sürü Davranışı (Herd Behaviour).....	44
d. Beklenti Teorisi (Prospect Theory).....	45
6. DAVRANIŞSAL İKTİSAT YAKLAŞIMINDA SPEKÜLATİF KÖPÜKLER... 49	
a. Hollanda Lale Köpüğü (1636).....	49
b. Subprime Mortgage Krizi (2008).....	50
i. Finansal Krize Genel Bakış.....	50
ii. Finansal Krizin Davranışsal Anatomisi.....	53

İKİNCİ BÖLÜM

GAYRİMENKUL PİYASASI VE GAYRİMENKUL KÖPÜĞÜ

A. GAYRİMENKUL PİYASASININ YAPISI VE İŞLEYİŞİ..... 59	
1. GAYRİMENKUL PİYASASI: TANIM VE TEORİK ÇERÇEVE.....	62
2. GAYRİMENKUL PİYASASININ İŞLEYİŞİ.....	70
3. GAYRİMENKUL PİYASASINDA UZUN DÖNEM DENGESİNİN DEĞİŞMESİ.....	73
B. GAYRİMENKUL PİYASASINDA YATIRIMCI DAVRANIŞLARI VE KÖPÜK OLUŞUMU.....77	
1. GAYRİMENKUL PİYASASINDA NE ZAMAN KÖPÜK OLUŞMAZ?.....	82
2. MORTGAGE İPOTEKLİ KONUT FİNANSMAN SİSTEMİ.....	83

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GAYRİMENKUL PİYASASINDA YATIRIMCI DAVRANIŞLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ: MUĞLA İLİ ÖRNEĞİ

A. MUĞLA İLİ KONUT PİYASASI VE YATIRIMCI PSİKOLOJİSİNİN AMPİRİK ANALİZİ..... 87	
1. ARAŞTIRMANIN AMACI.....	88
2. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ.....	89
B. ANKET SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ..... 90	
1. KONUT YATIRIMINI DEĞERLENDİRME (1).....	90
2. KONUT YATIRIMINI DEĞERLENDİRME (2).....	95
3. YATIRIMCI PSİKOLOJİSİNİ DEĞERLENDİRME.....	101
SONUÇ..... 135	
KAYNAKÇA..... 140	
EKLER..... 152	

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1. Konut Sahipliği ve Konut Satın Alım Nedeninin Oransal Analizi.....	90
Tablo 2. Konutun Satın Alma Biçiminin Oransal Analizi.....	91
Tablo 3. Konut Satın Alma Biçimine Göre Öne Çıkan Yatırımcı Profiline Değerlendirilmesi.....	92
Tablo 4. Alternatif Yatırım Araçlarının İzlenmesine Göre Öne Çıkan Yatırımcı Profillerinin Değerlendirilmesi.....	93
Tablo 5. Satın Alınan Konutun Beklentileri Karşılama Durumunun Oransal Analizi.....	94
Tablo 6. Yatırımcıların Konut Piyasalarını Karşılaştırma Eğilimi.....	95
Tablo 7. Kira ile Konut Fiyatları Regresyonu.....	97
Tablo 8. Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Testi.....	98
Tablo 9. Oto-korelasyon Probleminin LRKF (-1) Değeriyle Ortadan Kaldırılması.....	98
Tablo 10. Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Testi.....	98
Tablo 11. Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey.....	99
Tablo 12. Kira Değişkeninin Anlamlılık Testi.....	100
Tablo 13. Konut Fiyatlarına İlişkin ADF Testi.....	100
Tablo 14. Yatırımcıların Yatırım Kavramına İlişkin Tanımlamaları.....	101
Tablo 15. Yatırımcıların Tasarrufları Değerlendirme Biçimi.....	102
Tablo 16. Tasarrufları Değerlendirme Biçimine Göre Öne Çıkan Yatırımcı Profiline Oransal Analizi.....	102
Tablo 17. Yatırımcı Davranışlarının Cinsiyete Göre Değerlendirilmesi.....	106
Tablo 18. Yatırımcı Davranışlarının Eğitim Düzeyine Göre Değerlendirilmesi.....	111
Tablo 19. Yatırımcı Davranışlarının Yaş Grubuna Göre Değerlendirilmesi.....	112
Tablo 20. Yatırımcının Risk Alabilirliği ve Beklenen Değer Algısı.....	113
Tablo 21. Konutun Değerini Belirleyen Faktörlerin Önem Sıralaması.....	114
Tablo 22. Yatırımcıların Yeni Duydukları Haberlere Gösterdikleri Tepki.....	116

Tablo 23. Yatırımcıların Yanlış Yatırım Yapma Durumu/Kaynağı	119
Tablo 24. Yatırımcıların Konut Piyasasına Ait Risk Faktörlerini Değerlendirmesi	121
Tablo 25. Konutun Bulunduğu Mahallede Gelecekte Konutun Değerini Etkileyebilecek Faktörler	126
Tablo 26. Gelecekte Konut Fiyatları ve Faiz Oranlarının Durumunun Değerlendirilmesi.....	127



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Çeşitli Risk Algıları	30
Şekil 2. Beklenen Fayda Teorisi	48
Şekil 3. Kahneman&Tversky Beklenti Teorisi.	48
Şekil 4. S&P/Case Shiller Konut Fiyat Endeksi	51
Şekil 5. Gayrimenkul Piyasasında Arz ve Talep.....	66
Şekil 6. Gayrimenkul Piyasasında Talepteki Değişmelerin Etkisi	66
Şekil 7. Arz Talep ve Kira Değerlerinin Zaman İçinde Değişimi.....	67
Şekil 8. Gayrimenkul Piyasa Sistemi: Emlak ve Varlık Piyasaları, İnşaat Sektörü... 69	
Şekil 9. Gayrimenkul ve Varlık Piyasaları.....	71
Şekil 10. Talepteki Artışın Emlak Piyasası Üzerindeki Etkisi.....	74
Şekil 11. Artan uzun dönem marjinal maliyet (LRMC Eğrisi).....	75
Şekil 12. Sabit uzun dönem marjinal maliyet (LRMC Eğrisi).....	75
Şekil 13. Gayrimenkul Piyasasında Talep Artışının Varlık Piyasası Üzerindeki Etkisi	76
Şekil 14. Risk Karşısında Yatırımcı Tutumları.....	79
Şekil 15. Gayrimenkul Piyasasında Psikolojik Faktörlerin Zaman İçindeki Değişimi	80

KISALTMALAR

REIT: Real Estate Investment Trust

EPH: Etkin Piyasalar Hipotezi

CAMP: Capital Asset Pricing Model

NINJA: No Income, No Job, No Asset

FED: Federal Reserve Bank

GSYİH: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla

LRMC: Artan Uzun Dönem Marjinal Maliyet

GİRİŞ

Bireysel yatırımcı davranışlarında sınırlı rasyonalitenin ve piyasalarda belirsizliklerin olduğu görüşüne dayanan ve II. Dünya Savaşı'nın ardından özellikle 1980'lerden itibaren yükselişe geçen davranışsal iktisat alanı, temelde yatırımcıların rasyonel olduğunu, piyasalarda bilginin tam olarak oluştuğunu ve fiyatlara anında yansıdığını kabul eden klasik teoriden ayrılır. Davranışsal iktisat, risk yerine belirsizlik altında karar alma davranışını inceler, sınırlı rasyonalite ve sınırlı arbitraj kavramlarını kullanarak rasyonel bireye ait davranışların nasıl ihlal edildiğini ortaya koymaya çalışır. Bu anlamda tüm yatırımcılar irrasyonel olmamakla birlikte bu yönde güçlü bir eğilimin olduğu söylenebilir. Etkin Piyasa Hipotezi'ne göre, piyasada irrasyonel yatırımcılar olsa bile onların davranışları rastlantısal olduğundan arbitrajcular tarafından nötrlenir. Beklenti Teorisi'ne göre ise, yatırımcıların rasyonalitesi aynı yönde sapma eğilimindedir.

Yatırımcıların irrasyonel olmalarının nedenleri karar alıcıların sorunu çözme konusunda optimal bir yol olduğunun farkında olmamaları ve kendilerine fayda sağlayabilecek kaynaklara sahip olmamaları, karar alıcıların optimal bir çözüm için gerekli tüm bilgiye sahip olmamaları veya tüm bilgiye sahip olsalar bile optimizasyon hesabının zamanında yapılamaması, çoklu hedeflerin olması durumunda tek ve optimal bir çözümün bulunamaması, aşırı bilginin karar alıcıları bunaltması ve bazı piyasa katılımcılarının sahip olduğu kazanç görüntüsünün, karar alıcıların tam anlamıyla hesap yapmaktan kaçınmalarına neden olmaları gibi faktörlerdir. Bu bağlamda, bireysel yatırımcıların sahip olduğu zihinsel kısayollar ve bilişsel önyargıları ile geleceğe ilişkin belirsizlikler, rasyonalitenin tam olarak gerçekleşmesini engelleyerek yatırımcıların yanlış kararlar almasına yol açmaktadır.

Hevristikler, aşırı güven, muhafazakarlık, geri görüş, pişmanlıktan kaçınma, optimizm, kendine atfetme, aşinalık önyargıları ile mental muhasebe, yatırımcı duyarlılığı, sürü davranışı, Beklenti Teorisi'nin araçları olan mülkiyet etkisi, statüko yanlılığı, çerçeveleme, kesinlik ve sözde kesinlik etkisi; yatırımcı psikolojisi ile karar verme davranışını bir arada inceleyen davranışsal iktisadın temellerini oluşturur. Bu bağlamda finansal değerlerin daima rasyonel olarak fiyatlandırılmadığı söylenebilir. Sınırlı rasyonalite, sınırlı arbitraj ve geleceğe ilişkin belirsizlikler nedeniyle

piyasalarda spekülâtif köpüklerin oluşması kaçınılmazdır. Tarihsel süreçte bunun pek çok örneği görülmüştür ki 1636 Hollanda Lale köpüğü bunlardan ilki ve en önemlisidir. Ardından Güney Denizi ve Mississippi Köpüğü (1720), ABD gayrimenkul piyasası ve hisse senedi köpüğü (1927-1929), Dot Com (1990'ların sonu) Subprime Mortgage Krizi (2008) sayılabilir. Bu köpüklerin ortaya çıkmasında varlık fiyatlarının (hisse senedi, gayrimenkul vb.) piyasa temellerinden koparak spekülâtif olarak yükselmesi etkilidir. Varlık fiyatları sonsuza dek artmayacağı için piyasalarda yaşanan güven kaybı kısa zamanda tüm yatırımcıları ve piyasaları etkisi altına alarak elde tutulan varlıklardan kaçışa ve fiyatlarda çöküşe yol açar. Bu durumda kriz, tüm ekonomiyi etkileyerek resesyon veya depresyonu beraberinde getirir. Finansal krizlerin açıklanmasında davranışsal iktisat teorileri oldukça yol göstericidir.

Davranışsal iktisat teorileri ve konut piyasasını bir araya getiren bu çalışmada, Muğla konut piyasasında köpük olup olmadığı ekonometrik bir analizle test edilmiş ve bu piyasaya ilişkin yatırımcı eğilimleri davranışsal iktisat teorileri çerçevesinde belirlenmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda, konut piyasasında konutun fiyatı; reel kira getirisi, mortgage faizi ile birlikte ele alınarak belirli bir dönem için konut fiyatlarındaki artışın ekonomik temellere dayanıp dayanmadığı test edilmiştir. Konut fiyatlarında default durumunun ortaya çıkabilmesi için kiraların yıllık reel değerindeki değişimin mortgage faizinden daha düşük olması gerekir. Gayrimenkulün yıllık değer artışı, mortgage ödemelerinden fazla ve gelir artışı pozitif yönde olduğu sürece piyasada köpükleri algılamak veya köpüklerin son bulması mümkün değildir. Muğla konut piyasasında 2000-2013 dönemi için yapılan hesaplamalara göre, konutun toplam yıllık reel getirisi mortgage faizine yakındır. Dolayısıyla bu piyasada köpük bulunmamaktadır, konut piyasası kendi ekonomik getirileriyle açıklanabilmektedir.

Bu çalışmada, Muğla konut piyasasında yatırımcıların hangi psikolojik eğilimlere sahip olduğu araştırılmıştır. Bunun için anket çalışmasına katılan 280 yatırımcıdan rastgele seçilen 70 yatırımcıyla derinlemesine mülakat anketi gerçekleştirilerek konut piyasasına dair psikolojik eğilimleri ortaya konulmaya çalışılmıştır. Elde edilen bulgulara göre, Muğla konut piyasasında yatırımcıların

kendilerine ait rasyonalite dahilinde karar aldıkları; muhafazakar, riskten kaçınan, aşinalık önyargısı, optimizm önyargısı, temsililik hevrstiki, çerçeveleme etkisi, mülkiyet etkisi ve statüko yanlılığı, aşırı reaksiyon eğilimleriyle hareket eden yatırımcı profiline uygun hareket ettikleri düşünülmektedir.

Çalışmanın birinci bölümü iki kısımdan oluşmaktadır. İlk kısımda, varlık fiyatları köpüğünün tanımı, sınıflandırılması ve test edilmesi; ikinci kısımda, rasyonalite ve sınırlı rasyonalite altında karar alma süreci, etkin piyasalar hipotezi, beklenen fayda teorisi ve davranışsal iktisat alanına ait teoriler ele alınmıştır. İkinci bölümde, gayrimenkul piyasasının yapısı ve işleyişi, bu piyasada uzun dönem dengesinin değişmesi, gayrimenkul piyasasında köpük oluşumu ele alınmıştır. Son bölümde ise, Muğla ili konut piyasasında büyümeye açık beş mahallede 2000-2013 döneminde konut sahibi olan dörder yatırımcı, her yıl için yirmi, toplamda ise iki yüz seksen konut sahibinin konut fiyatları konusunda verdiği bilgilere dayanarak Muğla ili konut piyasasında köpüğün var olup olmadığı ekonometrik bir analizle test edilmiştir. Davranışsal iktisat teorileri çerçevesinde yatırımcı profillerinin belirlenmesi için ise toplam yetmiş yatırımcıyla derinlemesine mülakat anketi gerçekleştirilmiştir.

Bu çalışma, davranışsal Türk iktisat temelli bir konut piyasası araştırması olarak nitelendirilebilir. Bu yönüyle, Türk literatüründe davranışsal iktisat ve konut piyasasını bir arada ele alan ilk çalışmalardan birisi olması açısından büyük bir boşluğu doldurabilir.

BİRİNCİ BÖLÜM

PİYASADA OLUŞAN KÖPÜKLER VE YATIRIMCI DAVRANIŞLARI

Varlık fiyatlarında temel değerden sapma olarak ifade edilen varlık fiyatları köpüğü, fiyatlardaki söz konusu hareketliliğin ekonomik temellerle açıklanamayan kısmı olarak da anlaşılmaktadır. Köpüğün oluşma nedeni, yatırımcıların gelecek dönemde varlığın fiyatına ilişkin beklentilerdir. Köpükler rasyonel ya da irrasyonel olarak gerçekleşebilir. Rasyonel yatırımcılar, gelecekte varlık fiyatlarının yükseleceği yönünde beklentiye sahipse, piyasada kalmayı sürdürerek prim elde etmeyi amaçlar. İrrasyonel yatırımcılar ise, psikolojik önyargılarla hareket ederek varlık fiyatlarının temel değerden sapmasına neden olur. Arbitraj işlemi yapan rasyonel yatırımcılar ile muhafazakarlık, optimizm, sürü davranışı, geri görüş, pişmanlıktan kaçınma, aşırı/düşük reaksiyon gösterme gibi eğilimlerin etkisiyle hareket eden irrasyonel yatırımcılar aynı piyasada yer alan oyunculardır.

Etkin piyasa hipotezine göre, arbitrajcıların davranışı irrasyonel eğilimleri nötrler ve varlıkların yeniden temel değere geri dönmesini sağlar. Ancak bu her zaman mümkün olmayabilir. Varlık fiyatları uzunca bir süre yükselmeyi sürdürür, zirve yapar ve ardından çökmeye başlar. Yüksek fiyatların sonsuza kadar sürmeyeceği çok açıktır. Bunun nedeni, yatırımcıların başlangıçta rasyonel hareket etmeye başlasalar bile bir süre sonra spekülasyon coşkusunun onlara hakim olmasıdır. Bu durumda fiyatlar aşırı yükselir, yatırımcılar eninde sonunda piyasadan aldıkları sinyallerle doğru bilgilere ulaşır ve varlık fiyatları temele değerine geri dönmeye başlar. Tarihsel süreçte bunun pek çok örneği görülmüştür. Hollanda Lale Köpüğü, İngiltere’de Güney Denizi Köpüğü, Fransa’da Missisipi Köpüğü, Dot Com, Subprime Mortgage Krizi bunlardan bazılarıdır.

A. VARLIK FİYATLARI KÖPÜĞÜNÜN İNCELENMESİ

Varlık fiyatları köpüğü, varlığın kendi iç dinamiklerinden bağımsız olarak fiyatında meydana gelen ani yükseliş ve çöküş eğilimi olarak tanımlanabilir. Köpüklerin rasyonel ve spekülatif olarak ikiye ayrılmasında yatırımcıların rasyonalitesi ve beklentileri etkilidir. Rasyonel yatırımcılar için piyasada varlığın

gelecekteki fiyatının artış yönünde değer kazanacağına dair beklentiler; irrasyonel yatırımcılar için duygusal süreçlerdeki kurallar ve değişimler, varlığı temel değerinden uzaklaştıran unsurlardır. Bu bağlamda, piyasalarda görülen köpüklerin ilk aşamalarında aşırı güven, aşırı iyimserlik, aşırı coşkunluk ve risk alabilirliğin oldukça yüksek olduğu görülür. Zaman içinde piyasada herhangi bir nedenle yaşanan güven kaybı nedeniyle gelen satışların etkisiyle varlık fiyatlarının düşme eğilimine girmesi ve toplumsal düzeyde artan satış baskısı, fiyatlarda ani çöküşe yol açar. Bunun nedeni, yüksek varlık fiyatlarının uzun dönemde sürdürülebilir olmayışıdır.

Köpüklerin varlığının nasıl test edileceğine dair temelde üç yaklaşım mevcuttur. Fiyat köpüğü primi testi, fiyat köpüğünün olduğu durumdaki ortalama üstü getiri oranı ile fiyat köpüğünün olmadığı durumdaki ortalama üstü getiri oranı arasındaki farkın karşılaştırılmasına dayanır. Aşırı volatilité testi, varlığın piyasa fiyatındaki değişim ile varlığın gerçek değerindeki değişim arasındaki farkın ölçülmesine dayanır. Birim kök ve ko-entegrasyon testi ise, zaman serilerinin ortalamadan nasıl saptığına ve ko-entegre olup olmadıklarının araştırılmasına dayanır.

1. VARLIK FİYATLARI KÖPÜĞÜ: TANIM VE TEORİK ÇERÇEVE

Literatürde pek çok köpük tanımı yer almaktadır. Blanchard ve Watson (1982)'a göre, piyasada oluşan köpük; varlık fiyatının, beklenen nakit akımlarının indirgenmiş değerlerinin toplamını ifade eden temel değerden sapması olarak tanımlanmaktadır. Kindleberger (1996)'e göre uzun süren yukarı doğru bir fiyat hareketi ve onu takip eden içe çöküştür. Brunnermeier (2008)'e göre; insanların gelecekte daha da yüksek fiyata satabilme beklentileri sebebiyle varlıkların temel değerlerini aşan fiyatlardır. Garber (1990)'a göre ise, varlık fiyatlarındaki hareketin ekonomik temeller ile açıklanamayan kısmıdır.

Köpüklerin ilk aşaması mantıklı ve ekonomik nedenlere dayanarak gerçekleşir. Örneğin, gayrimenkul fiyatları nüfus artışından dolayı yükselirse insanlar mevcut gayrimenkulden daha fazlasını talep eder. Gelirler arttığı için pek çok insan daha pahalı gayrimenkul satın almak ister ve sınırlı gayrimenkul arzı nedeniyle gayrimenkul fiyatları artar. Böylece sınırlı arz ve artan talep, fiyatları

yükseltir. Fiyatlardaki artış, ekonomik nedenlere dayandığı sürece gayrimenkul fiyatının ne kadar yüksek olduğunun önemi yoktur. Bu durumda köpük oluşmaz (Wiedemer vd., 2006: 4). Ekonomik temellerden kopuş başladığı andan itibaren fiyatlardaki yükselişin devam edeceği yönündeki beklentiler nedeniyle rasyonel/irrasyonel yatırımcılar piyasada kalmaya devam eder.

Köpükler rasyonel ekonomik beklentiler, irrasyonel yatırımcı davranışları ve güneş lekesi (sunspot) değişkeni ile açıklanmaya çalışılmıştır. Köpüklerin rasyonel beklentiler yoluyla oluşması, yatırımcıların piyasanın aşırı değerlendirildiğinin farkında olmasına rağmen prim elde edebilmek için piyasada kalmasını ifade eder. Piyasa fiyatları, yatırımcıların karlarını artırma olasılıkları yönündeki algısına yansır ve onlar bu nedenle rasyoneldir. İrrasyonel yatırımcılar, çeşitli psikolojik önyargılarla hareket ederek varlıkların temel değerinden uzaklaşmasına ve köpüklerin oluşmasına yol açar. Güneş lekesi değişkeni, ekonomik temellerle bir ilişkisi olmayan dışsal değişkendir (Harman, 2000: 47). Brunnermeier (2001)'e göre güneş lekesi (dışsal belirsizlikler) yatırımcıların tercihleri, bilgi kaynağı ya da kapasitesi üzerinde etkili olmamakla birlikte yatırımcıların diğer piyasa katılımcıları hakkındaki kişisel inançlarını ve ekonominin denge durumunu etkileyerek köpüklere neden olur (Komaromi, 2006: 8).

Bununla birlikte köpükler, uzun dönemde sürdürülebilir değildir. Fiyatlar sonsuza dek artmaz, fiyatlardaki artış sona erdiğinde fiyatlardaki artışın oluşturduğu talepteki yükselme de sona erer. Yukarı yönlü geri bildirim yerini aşağı yönlü geri bildirim almış olur (Shiller, 2001: 4). Tüm varlık köpükleri, aşırı değerlendirilmiş fiyat köpüğünün patlaması ve ardından ekonomik çöküşe neden olan değer düşüşleri olmak üzere iki aşamada gerçekleşmektedir (Wiedemer vd., 2006: 6).

Bu bağlamda, finansal piyasalar pek çok köpük ve çöküş periyodu deneyimlemiştir. Bu gelişmelerin ortaya çıkmasında yatırımcıların irrasyonel davranışları, asimetrik bilgi, küresel finansal mobilite gibi nedenlerle piyasaların istikrarsızlık kaynağı haline gelmesi etkili olmuştur. Dot com (1990'ların sonu) ve subprime mortgage (2008) krizi, finansal piyasalarda varlık fiyatlarının temel değerinden oldukça yüksek seviyelere ulaşabileceğini göstermiştir (Moinas, 2010: 1). Benzer şekilde Hollanda lale çılgınlığı (1634-1637), İngiltere'de Güney Denizi

balonu (1720), Fransa’da Mississippi balonu (1719-1720), ABD gayrimenkul piyasası ve hisse senedi köpüğü (1927-1929), Meksika’da başlayıp diğer gelişmekte olan ülkelere yayılan banka kredi köpüğü (1970), Japonya’da gayrimenkul piyasası ve hisse senedi köpüğü (1985-1989), Finlandiya, Norveç ve İsveç’te gayrimenkul ve hisse senedi köpüğü (1985-1989), Tayland, Malezya, Endonezya ve diğer Asya ülkelerinde gayrimenkul ve hisse senedi köpüğü (1992-1997) ve Meksika’da yabancı yatırımlarda dalgalanma (1990-1999), ABD’de hisse senedi köpüğü (1995-2000), ABD, Britanya, İspanya, İrlanda ve İzlanda’da gayrimenkul köpüğü (2002-2007), ABD’de 1929 ekonomik krizi aynı sürecin tarihteki örnekleridir.

a. Varlık Fiyatları Köpüğünün Matematiksel İfadesi

Köpükler hakkındaki temel sorunlardan birisi piyasa fiyatlarının neden temel değerinden saptığı, diğeri ise bir sapma olup olmadığını anlamak için temel değer doğru olarak nasıl hesaplanacağıdır. Finans teorisi bu sorunu Lucas (1978)’in “bugünkü değer modeli” ile açıklamıştır. Bugünkü değer modeline göre, varlığın bugünkü değeri, gelecekte beklenen varlık değeri toplamının iskonto edilmiş değeri ile bir sonraki dönemde sağlanacak kar payı toplamına eşittir.

$$P_t^* = E_t \left[\sum_{i=1}^k \beta^i D_{t+i} \right] + E_t [\beta^k P_{t+k}] \quad (1)$$

P_t^* varlığın t dönemindeki temel değeri, P_{t+k} varlığın $t+k$ dönemindeki piyasa fiyatı, D_{t+i} ; t ve $t+i$ dönemi arasında varlığa ödenen kar payı, β^i iskonto katsayısı ($1/1+r$), $E[.]$ t döneminde mevcut bilgi durumu beklentisidir.

t zaman sonsuza giderken varlığın beklenen bugünkü değeri sifıra yaklaşır.

$$\lim_{k \rightarrow \infty} E_t [\beta^k P_{t+k}] = 0 \quad (2)$$

Temel değer hesaplanmasında diğeri adım, iskonto oranından fiyatlardaki büyüme oranı ve kar payını elde etmektir. Yoksa varlık fiyatları sonsuz yatırım ufku söz konusu olduğunda sonsuza doğru gider. İskonto oranı yeterince düşükse (kar payındaki büyüme oranından daha düşük) temel değer için tek bir çözüm olarak şöyle yazılabilir:

$$P_t^* = \sum_{i=1}^{\infty} \beta^i E_t [D_{t+i}] \quad (3)$$

Denklem (1)'in sonsuz sayıda çözümü yapılabilir ve bu durum piyasa fiyatı ile temel fiyatı arasında farklılığa yol açar. Temel değer, bir varlığın gelecekte elde edeceği karların bugünkü değeridir. Köpük, bu temelden sapmadır. Bu farklılık veya varlık fiyat köpüğü şu şekilde gösterilebilir:

$$P_t = P_t^* + \beta_t \quad (4)$$

β_t , t dönemindeki fiyat köpüğüdür. Bu formül, varlık fiyatlarının iki bileşenini göstermektedir. Birincisi temel değer, ikincisi köpük değeridir. Köpük değeri şöyle ifade edilebilir:

$$\beta_t = \beta^i E_t[\beta_{t+i}] \quad (5)$$

Bu modelde köpüğün oluşma nedeni, yatırımcıların gelecek dönemde köpüğün varlığına ilişkin beklentileridir. Gelecekte varlığın temel fiyatı ile piyasa fiyatı arasında oluşacak farklılık beklentisi, bugün rasyonel yatırımcıları varlığın temel fiyatından daha yüksek bir fiyattan varlığı talep etmeye devam etme yönünde motive edecektir (Altay, 2008: 175-176; Campbell vd., 1997: 255-258).

b. Köpüklerin Sınıflandırılması

Köpükler, temelde rasyonel köpükler (rational bubbles) ve rasyonel olmayan köpükler (non rational bubbles) ya da spekülative köpükler olarak sınıflandırılmaktadır. Rasyonel köpükler, tüm yatırımcıların rasyonel beklentilere ve aynı bilgiye sahip olduğu tam bilgi modeli ile yatırımcıların asimetrik bilgiye sahip olduğu bilgi köpüğü modeline dayanmaktadır. Rasyonel olmayan ya da spekülative köpükler ise, rasyonel ve davranışsal yatırımcılar arasındaki etkileşime odaklanan iki yatırımcı modeli ile yatırımcıların psikolojik önyargılarına dayanan yatırımcı psikolojisi modeline dayanmaktadır.

i. Rasyonel Köpükler: Tarihte yaşanan önemli köpükler, irrasyonel davranışlar sonucu ortaya çıkmış olmakla birlikte pek çok piyasada köpükler ve rasyonel birlikteliği görülebilir. Rasyonel köpükler, irrasyonel yatırımcıların olmadığı varsayımı altında varlıkların temel değerinden uzaklaşmasıdır (Blanchard&Watson, 1982: 1). Rasyonel köpükler, varlık ticaretinden elde edilecek sermaye kazancı beklentisi içindeki yatırımcıların rasyonel davranışlarıyla ilgilidir. Rasyonel köpükler, yatırımcının varlığa temel değerinden daha yüksek bir ödeme

yapmaya istekli olması ve başka bir yatırımcıya yüksek fiyatla satabileceği beklentisinde olması durumunda ortaya çıkar (Altay, 2008: 173). Yani rasyonel köpükler, varlık fiyatlarının temel değerinden daha yüksek fiyattan belirlenmesi ve rasyonel beklentilere sahip piyasa aktörlerinin bu fiyat düzeyini doğrulaması durumunda ortaya çıkmaktadır (Komaromi, 2006: 3).

Davranış ve beklentilerde rasyonelite, piyasaların temizlendiği varsayımı ile birlikte; yatırımcıların varlıkları tutmakta istekli olduğunu, hiçbir piyasa aktörünün özel bir bilgiye sahip olmadığını ve bilginin anında fiyatlara yansıdığını ve portföyün yeniden tahsisinin beklenen karı artırdığını ima eder. Bu varsayımlar, etkin piyasayı veya arbitrajın olmadığı koşulları tanımlar.

$$R_t = \frac{P_{t+1} - P_t + x_t}{P_t}$$

$$E(R_t / \Omega_t) = r$$

$$E(P_{t+1} / \Omega_t) - P_t + x_t = rP_t \quad (1)$$

P_t , varlığın fiyatı x_t , kar payı (maddi-maddi olmayan) R_t , varlığın kar oranı (kar payı fiyat oranı ve sermaye kazancı toplamı), Ω_t , t dönemine ait bilgi setidir. Varlığın beklenen kar oranı faiz oranına eşittir. Faiz oranı sabittir. 1. denklem çözümlendiğinde P_t^* şu şekilde yazılır.

$$P_t^* = \sum_{i=1}^{\infty} \theta^{i+1} + E(x_{t+i} / \Omega_t) \quad \theta = (1+r)^{-1} < 1 \quad (2)$$

P_t^* , beklenen kar payının bugünkü değeri (varlığın temel değeri)

$$P_t = \sum_{i=1}^{\infty} \theta^{i+1} E(x_{t+i} / \Omega_t) + c_t = P_t^* + c_t \quad (3)$$

$$E(c_{t+1} / \Omega_t) = \theta^{-1} c_t$$

Böylece arbitraj koşulları ihlal edilmeden varlığın değeri, temel piyasa değerinden sapabilir. $\theta^{-1} > 1$ olduğunda sapma c_t , zamanla büyüyerek varlık fiyatlarının artmasına neden olur (Blanchard&Watson, 1982: 2-3).

Tam Bilgi Modeli: Rasyonel köpüklerin açıklanmasında kullanılan bu model, davranış ve beklentilerin rasyonel olduğu, piyasada kimsenin özel bilgiye sahip olmadığı ve fiyatların tüm bilgiyi yansıttığı varsayımlarını içerir. Bu varsayımlara dayanan etkin piyasa hipotezi (EPH), köpüklerin varlığını reddeder. Bu görüşü

savunanlardan biri olan Fama, varlık piyasasında davranışsal/sınırlı rasyonel yatırımcıların olduğunu kabul eder. Bununla birlikte tam bilgiye sahip çok sayıda arbitrajcı, sınırlı rasyonel yatırımcılar tarafından yanlış fiyatlanan varlıkların değerini düzeltmeyi taahhüt eder (Abreu& Brunnermeier, 2003: 173).

Bununla birlikte, rasyonel arbitrajcıların varlığına rağmen köpükler oluşabilir. Stiglitz (1990)'e göre, varlık fiyatlarının bugünkü artış nedeni yalnızca yatırımcıların yarın daha yüksek fiyattan satabilme düşüncesiyse, varlığın temel değeri bu fiyatı onaylamasa bile köpükler ortaya çıkabilir. Böylece köpük sürecinde eğer piyasa, diğer yatırımcıların yarın daha yüksek fiyat ödemeye istekli olduklarına inanırsa, varlığın fiyatı onun temel fiyatını yukarı doğru çeker (Stiglitz, 1990: 13). Yatırımcılar, varlık fiyatlarının temel değerini aştığının farkındadır ancak piyasada kalmayı sürdürürler. Çünkü köpüklerin büyük olasılıkla devam edeceğini ve büyük karlar sağlayacaklarına inanırlar. Bu karlardan köpüklerin çöküş olasılığını ve negatif kar dönemini tazmin etmeleri beklenir (Hardouvelis, 1988: 5). Eğer çöküş olmazsa piyasada kalan yatırımcılar, köpük primi (bubble premium) elde etmiş olur. Bu durum, spekülative köpüklerin rasyonel yatırımcılarla oluşabileceğini ve bu nedenle, rasyonel beklentilerin spekülative köpüklerle uyumlu olduğunu göstermektedir.

Bilgi Köpüğü Modeli: Yatırımcılar, farklı bilgilere sahipse varlık fiyatlarının temel değerinden sapması mümkündür. Bir varlığın içsel değeri, tüm yatırımcılar için mevcut bilgiyi yansıtır. Eğer fiyatlar, tüm bilgiyi yansıtmazsa varlık fiyatları temel değerinden sapar ve bilgi köpüğü oluşur. Bu modele göre, fiyatların tüm bilgiyi yansıtması paradoksaldır; örneğin gürültücüler, fiyatlardan yanlış bilgi çıkarsamasında bulunup diğer yatırımcıları kışkırtabilir ve böylece ticaret dengesizliği oluşur. Fiyatlardan bilgi aldığını zanneden diğer yatırımcılar da yanlış çıkarsamalar yapar ve süreç böylece sürüp gider (Camerer, 1989: 25-26).

ii. Rasyonel Olmayan (Spekülative) Köpükler: Spekülative köpükler, piyasanın rasyonel olmaması nedeniyle rasyonel hareket edemeyen yatırımcıların bulunduğu piyasalarda ortaya çıkar. Başka bir deyişle spekülative köpükler, irrasyonel yatırımcı davranışları nedeniyle varlık fiyatlarının temel değerinden saparak hızlı yükseliş ve düşüş göstermesi (Barron, 2007: 54) ve cari piyasa fiyatını destekleyecek gerçekçi bir kar payının olmamasıdır (Komaromi, 2006: 3). Spekülative köpükler,

yatırımcıların varlıklar hakkındaki gerçek fiyat tahminlerini içermek yerine yüksek fiyatların geçici olarak yatırımcıların iştahı tarafından desteklendiği bir durum olarak da tanımlanabilir.

Spekülatif köpüklerin doğası bir çeşit geri bildirim dayandır. Fiyat artışları, yatırımcı iştahının ve talebin artmasına böylece başka fiyat artışlarına yol açar. Bir varlığa ilişkin yüksek talep, geçmişte varlığın yüksek getiriye sahip olmasına ilişkin toplumsal hafıza ve aynı yüksek karın gelecekte de elde edileceğine dair iyimserlik tarafından oluşturulur (Shiller, 2001: 4). Köpükler, varlığın algılanan veya psikolojik değeri reel ekonomik değerini (varlığın ekonomik değeri nüfus, şirket karları veya kişisel gelirden artış ya da diğer temel ekonomik parametrelere dayanır) aştığında oluşur. Varlık ekonomik değerinden daha yüksek fiyata satılmaya başladıysa varlık fiyatı, öncelikle algılanan veya psikolojik değer tarafından, ekonomik değerini iki veya daha fazla katlayacak şekilde yükselir ve köpük oluşur. Spekülatif köpükler iki yatırımcı modeli ve yatırımcı psikolojisi açısından ele alınmaktadır.

İki Yatırımcı Modeli: Bu modele göre, ekonomik birimler homojen değildir; piyasada rasyonel yatırımcılar ve gürültücüler olarak iki yatırımcı tipi vardır. Rasyonel yatırımcıların yatırım kararları ekonomik temellere dayanır. Rasyonel yatırımcıların temel motivasyon kaynağı, göreceli risk düzeylerine bağlı olarak yanlış fiyatlanmış varlıklar üzerinden kar elde etmektir. Gürültücüler ise, varlık fiyatları konusunda sistematik olarak yanlış değerlendirmeler yapar ve yatırım kararları yanlış inanç ve sinyallere dayanır (Altay, 2008: 172). Literatürde gürültücüler üzerine yapılan çalışmalar onların varlık fiyatlarına aşırı reaksiyon gösterdiğini, kendi fiyat tahminlerinin devam edeceğine inandıklarını, aşırı güven önyargısına sahip olduklarını, varlığa ilişkin bilgileri yanlış yorumladıklarını ve sürü davranışına yol açtıklarını ortaya koymuştur (Redhead, 2008: 11).

Bu modelde, homojen yatırımcıların olmayışı piyasadaki varlıkların temel değerinden sapmasına neden olur (Altay, 2008: 172). Varlık fiyatlarının temel değerinde meydana gelen sapmalar, irrasyonel yatırımcı tarafından benimsenen geribildirim ticareti (feedback trading) stratejisinden kaynaklanır. Yatırımcı, varlığın temel değeriyle ilgilenmeyen; varlığın fiyatı yükseldiğinde başka artışlar beklediği için satın almak ve varlığın fiyatı düştüğünde başka düşüşler beklediği için varlığı

satmak şeklinde çok ilkel bir geri bildirim ticareti stratejisi izleyen bir yatırımcı olarak tanımlanır (O’Hara, 2001: 1080). Andressen ve Kraus (1988)’e göre, varlık fiyatlarında dönemden döneme göreceli bir değişiklik yoksa yatırımcılar ortalama fiyat düzeyini izler ve fiyatlar yükseldiğinde varlığı satarken fiyatlar düştüğünde satın alır. Bununla birlikte, fiyatlar dönemden döneme değişiklik gösteriyorsa yatırımcılar varlık fiyatları yükseldiğinde satın alır, düştüğünde satar (DeLong vd, 1990(b): 382).

Bu davranış biçimi, varlığın temel değeriyle ilgilenmeyen bazı bilgili yatırımcılar için de karlı olabilir. Fiyatlar yükseldiğinde diğer yatırımcılar varlıkları satın alırken, arbitrajcılar da bazı varlıkları optimal olarak satın alır. Fiyatlardaki yükseliş arttığı zaman diğer yatırımcılar satın almayı sürdürürken, arbitrajcılar varlıklarının önemli bir kısmını satar ve onların karını alır. Arbitraj etkisi, diğer yatırımcıları da harekete geçirir ve varlık fiyatlarının temel değerinden uzaklaşmasına yol açar. Böylece kısa dönemde arbitrajcılar, köpüklerin çözülmesini sağlayacak yerde onları besler (DeLong vd, 1990a: 704-707).

Barsky ve DeLong (1993), gürültücülerin rolünü belirleyen bir model geliştirmiştir.

$$\Delta p_t = \frac{\Delta d_t}{(r - \Delta g_t)} \quad \text{ise} \quad \Delta p_t = \frac{1}{(r - \Delta g_t)} \Delta d_t$$

g_t , karın artış oranı, (t döneminden itibaren karlardaki ortalama artış oranı), d_t , kar payı; d_t ve g_t arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. $\frac{1}{(r - \Delta g_t)}$, kar çarpanıdır. Yatırımcılar, kar payı değiştiğinde gelecekte karın büyüme oranının da aynı yönde değişeceğini tahmin eder. Böylece kardaki artış varlık fiyatları üzerinde d_t yoluyla doğrudan, g_t yoluyla dolaylı bir etkiye sahiptir. g_t verildiğinde d_t pozitif bir karşılık verir; varlık fiyatındaki artış, kardaki artıştan oransal olarak daha büyük gerçekleşir. Böylece model, varlık fiyatlarının karlara aşırı reaksiyon gösterdiğini açıklamaktadır (Bailey, 2005: 235-236).

Bu konuyla ilgili olarak, Merton (1948)’in “kendi kendini besleyen kehanet” fikrine de değinmek gerekir. Bu fikir, başlangıçta yanlış olsa bile doğru kabul edilen bir ifadenin, ifade davranışları yanlış önermeyi geçerli kılacak şekilde değiştirdiği

takdirde doğrulanabileceğini öne sürmektedir. Merton, bunu açıklamak için mevduat sigortası yürürlüğe girmeden önceki tarihlerde bir bankaya hücum örneğini kullanmıştır. Bu örnekte, bir banka güne bol miktarda sermayeyle sağlam bir temelde başlayabilir. Bankanın güçsüz olduğuna ilişkin asılsız bir söylentinin yaygınlaşması paralarını bir an önce çekmeye çalışan mevduat sahiplerinin izdihamına yol açabilir. En iyi bankalar bile nakdin %100'ünü elde tutmaz, dolayısıyla gerçek bir banka hücumu mevduat sahiplerinin talepleri karşısında bankayı, kapılarını kapatmaya zorlayabilir. Günün sonunda banka batar ve söylenti, başlangıçta asılsız olsa bile, doğrulanmış olur. Söylentinin yarattığı etkileşim, neden olduğu davranışlar ve sonunda bankanın batması; bilgi ile davranış arasındaki pozitif geri besleme döngüsünün örneğini oluşturmaktadır. (Rickards, 2013: 225).

Yatırımcı Psikolojisi: Aşırı iyimserlik/aşırı güven, bilginin hatalı ağırlıklandırılması, aşırı reaksiyon ve sürü davranışı gibi yatırımcı psikolojisi faktörleri köpük sürecini başlatabilir (Altay, 2008: 172). Bu nedenle, yatırımcıların karar verme sürecini etkileyen duyguları ve bilişsel hataları köpüklerin açıklanmasında kullanılabilir. Bu konuda Keynes'in görüşleri önemlidir. Keynes'e göre spekülasyon, piyasanın psikolojisini tahmin etmekten başka bir şey değildir. Spekülasyonun girişime göre üstün olması halinde bunun tehlike yaratacağını ve mali piyasalar organizasyonu ilerlediği ölçüde de büyüme eğiliminde olacağını belirtir. Spekülatörler, girişimin düzenli akışında hava kabarcıkları gibi zararsız olabilirler. Ne var ki, bir spekülasyon kasırgası içinde girişim, hava kabarcığı haline düşerse durum ciddileşir (Keynes, 2008: 133-146).

Keynes optimizm, güven ve duygular gibi davranışsal iktisat kavramlarını, varlık fiyatlarının rasyonel olarak belirlenmediği piyasalar ile köpük ve fiyat çöküşlerinin açıklanmasında kullanmıştır. Keynes, güzellik yarışması "beauty contest" analojisini kullanarak varlık piyasasında yatırımcı davranışlarını ve bu davranışların varlık piyasası üzerindeki etkilerini açıklar. Güzellik yarışması analojisinde Keynes, varlık fiyatlarının temel değerine eşit olmasının gerekmediğini, ortalama yatırımcıların söz konusu varlığa yükledikleri subjektif değere eşit olabileceğini ifade etmiştir. Yani fiyatlar, rasyonelliği garanti etmemektedir. Ayrıca yatırımcılar, varlığın temel değerini bulmak zorunda değildir. Bunun yerine, diğer

yatırımcıların iyi bulduğu varlıkları satın almak durumundadırlar (Shefrin&Statman, 2011: 24-25). Keynes'in bu yargıları, köpük oluşumunda yatırımcıların spekülasyon faaliyetleri ve sürü psikolojisine dair izler taşımaktadır.

Davranışsal iktisat alanına ait önyargılardan biri olan aşırı iyimserlik ve aşırı güven önyargısına ait mekanizmanın köpük oluşumuna nasıl yol açtığı şu şekilde özetlenebilir: İnsanlar, refah dönemlerinde gelecek konusunda aşırı iyimser olur. Refah döneminin hiç bitmeyeceğini düşünerek çok cesurca davranıp büyük risk alırlar. Yatırımcılar açısından da durum aynıdır; iyimser düşünceleri onları, yatırım yapmaya ve kar elde etmeye yöneltir. Aşırı iyimserlik ise aşırı güvene yol açar.

Aşırı güvenin birkaç şekli tanımlanabilir. Aşırı güven, yatırımcının sahip olduğu özel bilginin doğruluğunu yanlış ölçme ya da aşırı değerlendirme eğilimiyle sonuçlanabilir. Kendine aşırı güvenen kişiler, kendi yeteneklerinin diğerlerine göre ortalamadan üstünde olduğuna inanır. Aşırı güven, kişinin gelecekle ilgili optimist olması durumunda ortaya çıkabilir (Ackert vd, 2012: 280). Sahip olduğu bilginin diğer yatırımcılardan daha doğru olduğuna inanan ve piyasaya girmesi durumunda karlı ve az riskli bir yatırım gerçekleştireceğini düşünen aşırı güvenli yatırımcıların oluşturduğu piyasa spekülasyonu, varlık fiyatlarının temel değerinden uzaklaşmasına yol açacak ve rasyonel olmayan köpükleri harekete geçirecektir (Altay, 2008: 172).

Aşırı reaksiyon önyargısına sahip yatırımcılar ise, beklenmedik haberlere aşırı reaksiyon gösterir ve en son elde ettikleri bilgileri aşırı ağırlıklandırır (Altay, 2008: 173). Bu yatırımcılar, varlık fiyatının güncel hareketlerinin varlığın gelecekteki fiyat hareketlerinin bir göstergesi olduğunu düşünür. Diğer bir ifadeyle bu yatırımcılar, varlık fiyat hareketlerini tahmin eder ve varlığın fiyatı yükseldiğinde satın alırlar. Bunun sonucunda ise, varlığın değeri gerçekçi olmayan şekilde yükselir. Benzer şekilde, varlığın fiyatı düştüğünde sattıkları için varlığın değeri aşırı şekilde düşük seviyelere geriler. Bu tür irrasyonel yatırımcılar, varlık piyasasında köpük ve krizlerin oluşmasına yol açar (Redhead, 2008:7). Bu türden bir yatırımcı önyargısının bulunduğu piyasada, ileride daha da değerlendirileceği beklenen aşırı fiyatlı varlıklara olan talep artar ve köpükler oluşur.

Sürü davranışı da köpük sürecini başlatan önemli yatırımcı davranışlarından biridir. Yatırımcıların varlık fiyatlarıyla ilgili objektif değerlendirme hissini olmaması, onları başkalarının fikirlerine güvenmeye yöneltir. Yatırımcıların diğer yatırımcıları körü körüne izlemesi olarak tanımlanan sürü davranışı, diğer psikolojik önyargılarla birleşerek köpüklere yol açar (Altay, 2008: 173). Hollanda Lale Krizi, Güney Denizi Balonu, 1980'lerin sonlarındaki gayrimenkul fiyatlarındaki patlama, sürü davranışına örnek olarak verilebilir.

c. Negatif Köpükler

Teorik literatür, rasyonel köpüklerin ortaya çıkması durumunda varlık fiyatlarının temel değer düzeyinin yukarısına çıktığını yani pozitif olarak gerçekleştiğini kabul etmektedir. Negatif köpükler ise, varlık fiyatlarının temel değerinin aşağısında gerçekleşmesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Mortgage ve hybrid REIT piyasalarında, düşük fiyat seviyeleriyle birlikte gerçekleşen kar payları olarak tanımlanan negatif köpüklerin (negative bubble) ortaya çıktığı görülmüştür. Literatürde negatif köpüklere ilişkin tartışmalar vardır. Diba ve Grossman (1988), yatırımcıların gelecekteki varlık fiyatlarının negatif olabileceğine inanmayacakları için negatif rasyonel köpüklerin oluşmasının imkansız olduğunu belirtmiştir. Evans (1991) ise, Diba ve Grossman metodolojisinin periyodik olarak çöken köpükler (periodically collapsing bubble) olarak tanımlanan negatif köpükleri tanımlayamayacağını ifade etmiştir. Çünkü bu tür köpüklerde bileşen, doğrusal olmayan (non-linear) bir süreç izler.

$$P_t = \rho E_t(P_{t+1} + D_{t+1}) \quad (1)$$

P_t gelecek dönem fiyat beklentisine bağlı t dönemi varlık fiyatı, D_t kar payı, r faiz oranı, $\rho = (1+r)^{-1}$ sıfır ve bir arasında değer alan iskonto oranını ifade eder.

$$P_t = \sum_{j=1}^{\infty} \rho^j E_t D_{t+j} + B_t \quad (2)$$

$E_t B_{t+1} = (1+r)B_t$ kendi kendini doğrulayan beklentiler (self-fulfilling expectations) tarafından üretilen köpüğü temsil eder.¹ Varlık fiyatları ve kar payı

¹ Kendi kendini doğrulayan köpükler (self-fulfilling bubbles): Finansal teoriye göre, varlığın belli bir dönem sonundaki piyasa değerinin varlığın bir önceki dönem sonundaki getiri oranına göre düzeltilmiş piyasa değerine eşit olmasıdır.

arasındaki eşbütünleşmeyi tanımlamaz ve başlangıçtaki pozitif köpükler pozitif olarak kalır. $B_t = 0$ olmak durumundadır. P_t sadece gelecekte beklenen kar payı tarafından belirlenir.

Periyodik olarak çöken köpükler şu şekilde tanımlanır:

$$B_{t+1} = \rho^{-1} B_t v_{t+1} \quad |B_t| \leq \alpha \quad (3a)$$

$$B_{t+1} = [\delta + (\rho\pi)^{-1}\theta_{t+1} (B_t - \rho\delta)] v_{t+1} \quad |B_t| > \alpha \quad (3b)$$

θ π olasılığı ile 1 değerini, $1 - \pi$ olasılığı ile 0 değerini alır. (3a) denklemi, $1+r$ oranında köpüğün büyüme aşamasını temsil eder, (3b) eğer köpük, α eşik değerini geçerse $(1+r)\pi^{-1}$ oranında köpük patlar. Köpüğün pozitif ya da negatif olarak gerçekleşmesi, tamamen B_0 'ın başlangıç durumundaki işaretine bağlıdır. $B_0 < 0$ ise negatif köpük gerçekleşir (Payne&Waters, 2005: 2-5).

d. Köpükler Ne Zaman Sonlanır?

Yüksek fiyatlar uzun vadede sürdürülebilir değildir. Yatırımcılar başlangıçta rasyonel hareket ederken bir süre sonra spekülasyon coşkusu onlara hakim olur. Bu durum, fiyatların aşırı yükselmesine yol açar. Yatırımcılar er geç içeriden bilgi alarak veya varlıkların temel fiyatının farkına vararak varlıklarını satmaya başlar. Diğer yatırımcılar da varlık fiyatlarının daha fazla yükselemeyeceğinin farkına varır ve satış baskısı önemli ölçüde artar. Birbirini izleyen panik, köpüğün çöküşüne kadar keskin bir fiyat düşüşü getirir ve çöküş gerçekleşir (Harman, 2000: 25).

Spekülatörler, piyasada köpüğün çökebileceğinin farkındadır ancak kar getirisi yüksek olduğu sürece varlığa yatırım yapmayı sürdürecektir. Kar oranı (R_t) risksiz oran (r_f), risk primi (rp_t), köpük primi (bp_t) ve öngörülemeyen etkenler (e_t) toplamına eşit olduğu sürece fiyatların yükselme eğiliminde olduğu piyasada yatırım yapılmaya devam edilecektir.

$$R_t = r_f + rp_t + bp_t + e_t$$

Bu koşullar altında cari beklentiler (E_t) iken bir sonraki döneme ait köpük (b_{t+1}), $(1+r)b_t$ 'ye eşittir.

$$E_t (b_{t+1}) < (1+r)b_t$$

Eğer varlık fiyatlarındaki beklenen artış, faiz oranındaki artıştan daha küçükse piyasada çöküş gerçekleşir. Diğer bir ifadeyle köpük, faiz oranları çöküş olasılığı ve derinliğindeki artışı engelleyebildiği ve spekülâtorler, olası sermaye kayıplarını tazmin edebildiği sürece devam eder. Spekülâtorler bunu gerçekleştiremeyeceğini anladığında varlıklarını tasfiye eder ve piyasada çöküş olur (O’Hara, 2001: 1081). Bu süreci konut piyasasında görmek mümkündür. Konut fiyatlarındaki yükselmenin borç alıcıların zenginliği üzerinde pozitif bir etkisi olur. 2007 yılında ise konut fiyatlarındaki artış azalma eğilimine girmiş, artan konut fiyatları yüksek mortgage yükünün çok az bir kısmını tazmin edebilmiştir. Sonuçta, sub-prime mortgage kullanıcılarının iflas riski artmaya başlamıştır. Bu ise kredi sağlayıcılarının kayıplar yaşamasına ve ödünç verme standartlarının daraltılmasına yol açmıştır. Daralan bu standartlar artan mortgage yükü ile birleşerek pek çok kredi kullanıcısını konutunu satmaya zorlamış veya iflas etmesine yol açmıştır (Hott, 2011: 2429).

Canlılık (boom) dönemlerini çöküş döneminin izlemesi konusunda Keynes’in görüşleri belirleyici olmuştur. Keynes’e göre, borç alma ve ödünç verme işlemlerinden oluşan bir sistemden bahsediliyorsa, başka bir deyişle, gerçek veya kişisel bir güvene dayalı borç verme işlemleri varsa borç alanın riskinin (ümit ettiği getiriyi elde edebilme olasılığı) yanı sıra borç verenin riski de söz konusudur. Bu risk ya bir ahlaki riziko (moral hazard) veya güvenlik marjının yetersizliğinden kaynaklanır. Ahlaki riziko, borcun ya bilinçli bir şekilde veya diğer nedenlerle ödenmemesi halidir. Güvenlik marjının yetersizliği ise, beklentilerin gerçekleşmemesi nedeniyle borcun ödenmemesi halidir. Keynes, bu risklerin ekonominin içinde bulunduğu konjonktüre bağlı olarak değişeceğini, durgunluk veya kriz dönemlerinde bu risklerin artacağını ve canlılık dönemlerinde (boom) azalacağını belirtmiştir. Yaşanmış olan bütün krizler, 2008 krizi de dahil, likit aktif fiyatlarının aşırı yükselmesini (boom dönemi) takip eden dönemde ortaya çıkmıştır. Bu nedenle “Her yükseliş bir çöküşle sonuçlanır” kuralı Keynes’in öncülüğünü yaptığı bir değerlendirmedir (Savaş, 2012: 116-118).

2. KÖPÜKLERİN TEST EDİLMESİ

Kar payı ve piyasa fiyatı arasındaki tutarlılığı ölçen ilk köpük testleri Shiller (1981), Blanchard&Watson (1982) ve West (1988) tarafından gerçekleştirilmiştir. Fiyat köpüğü testleri sonraki yıllarda Brooks ve Katsaris (2003) tarafından Fiyat Köpüğü Primi Testi, Aşırı Volatilite Testi, Birim Kök ve Koentegrasyon Testi olarak üç ayrı kategoriye ayrılmıştır.

a. Fiyat Köpüğü Primi Testi: (Bubble Premium Test)

Hardouvelis (1988) ve Roppoport&White (1991), çalışmalarında fiyat köpüğü primi testini uygulamıştır. Bu test metodolojisine göre risk primi, köpük oluşumu sırasında yatırımcılar tarafından talep edilen varlıktan elde edilen temel karı aşan getiri olarak tanımlanır. Bu metot, köpük oluşumu sırasında ve köpüğün bulunmadığı durumda sağlanan aşırı kar arasındaki farkın hesaplanmasına ve risk priminin belirlenmesine dayanmaktadır. Bununla birlikte söz konusu uygulama, iki tür sorun içermektedir. Birincisi, köpüğün ortaya çıktığı dönem ile köpüğün olmadığı dönemin belirlenmesindeki güçlük; diğeri ise, aşırı kar tahmininde eğim katsayılarının birbirine eşit kabul edilmesi varsayımdır ki bu varsayım doğru olmayabilir.

b. Aşırı Volatilite Testi: (Excess Volatility Test)

Aşırı volatilite testi, varlığın temel değerindeki değişim ile piyasa değerindeki değişimin karşılaştırılmasına dayanır. Flood&Garber (1980), Shiller (1981), LeRoy&Porter (1981), Hart&Kreps (1986), Kleidon (1986), West (1987) ve Dezhbakhsh&Demirguc-Kunt (1990)'ın çalışmaları bu yöntemeye dayanmaktadır. Bu test metodolojisine göre, piyasa fiyatındaki değişim temel fiyattaki değişimden büyükse fiyat köpüğünden bahsedilir.

$$P_t = \sum_{i=1}^{\infty} \beta^i E_t(D_{t+i})$$

$$P_t^* = \sum_{i=1}^{\infty} \beta^i D_{t+i}$$

Gerçekleşen rasyonel fiyat, mevcut karın bugünkü değeridir. Hata tahmini (ϵ) gerçekleşen ve beklenen kar arasındaki farktır.

$$P_t^* = \sum_{i=1}^{\infty} \beta^i [E_t(D_{t+i}) + \epsilon_t]$$

$$P_t^* = P_t + \sum_{i=1}^{\infty} \beta^i \epsilon_{t+i}$$

Gerçekleşen rasyonel fiyatın varyansı şu şekilde yazılabilir:

$$E(P_t^* - P_t)^2 = E(\epsilon_t)^2 = \sigma^2$$

Bu formül, gerçekleşen fiyat ile fiili fiyat arasındaki dalgalanmanın şiddetini gösterir. Buradaki varyans değişken ise gerçekleşen fiyat ile fiili fiyat arasındaki dalgalanma artacaktır. Bu durumda bir köpükten bahsedilebilir.

c. Birim Kök ve Koentegrasyon Testi: (Unit Root and Cointegration Test)

Chambell&Shiller (1987), Diba&Grossman (1988), Froot&Obstfeld (1991), Craine (1993), Pesaran&Timmermann (1995), Horvath&Watson (1995), Lamont (1998), Bohl (2003), Cunado vd (2005) rasyonel köpüklerin araştırılmasında birim kök ve koentegrasyon testini kullanmıştır. Bu test metodolojisinde, kar payı/fiyat oranı zaman serisi logaritmasının durağan olmaması durumunda rasyonel köpüklerden bahsedilir (Altay, 2008: 176-178).

Varlığın temel fiyatı ile piyasa fiyatı arasındaki fark olan köpük değerinin elde edilmesini tekrar yazalım.

$$P_t^* = E_t \left[\sum_{i=1}^k \beta^i D_{t+i} \right] + E_t [\beta^k P_{t+k}]$$

$$\lim_{k \rightarrow \infty} E_t [\beta^k P_{t+k}] = 0$$

$$P_t^* = \sum_{i=1}^{\infty} \beta^i E_t [D_{t+i}]$$

$$P_t = P_t^* + \beta_t$$

D_t , karpayı ve β_t , köpük değeridir. Köpüğün olmaması durumunda $P = P_t^*$ 'dir. D_t ve P_t 'nin her ikisi de durağan olmamasına rağmen bu iki değişkenin lineer kombinasyonları durağan veya iki seri de koentegre olabilir (Diba&Grossman, 1988). Bu yaklaşıma göre birim kök testi her iki serinin durağan olmadığına ilişkin bir ön kabule sahiptir. Ardından varlık fiyatları ile kar payı arasındaki koentegrasyon regresyon işlemi, kalıntı sürecini değerlendirmeyi sağlar. Kalıntılar üzerinde birim kök testinin uygulanmasının ardından köpüğün varlığı test edilir. Eğer kalıntılar

birim köke sahipse ve ardından D_t ve P_t koentegre değilse varlık fiyatlarının rasyonel köpük içerdiği sonucuna ulaşılır. Kalıntıların birim köke sahip olmaması durumunda ise boş hipotez reddedilir ve rasyonel köpüğün olmadığı sonucuna ulaşılır (Boucher, 2003: 4-6).

Konut piyasası açısından bu süreç şu şekilde ele alınabilir: Bilindiği gibi, konut servetin bir unsurudur. Servet de konut dışında para, devlet tahvili, hisse senedi vb. finansal olan/olmayan araçlardan oluşur. Bu araçların getirileri arasında güçlü bir ilişki vardır. Eğer konut fiyatları, servetin diğer unsurlarından daha hızlı ve daha büyük ölçüde artarsa yani göreceli varlık fiyatları veya getirileri konut lehine değişirse ve bu değişme sürekli olursa bir konut balonundan bahsedilebilir. Portföy teorisi açısından böyle bir değişme zor olmakla birlikte ortaya çıkabilme ihtimali de söz konusudur (Büyükduman, 2014: 176-183). Birim kök ve koentegrasyon testi konut piyasasına uygulanabilir. Bu test, konut fiyatları ile konut getirisi olan kira değerleri arasında önemli bir ilişkinin olup olmadığını araştırır. Her ikisi aynı dereceden durağan ve benzer birim kök değerine sahipse ko-entegre oldukları ve köpüğün bulunmadığı ifade edilir.

3. KÖPÜKLERİN KARMAŞA KURAMI YOLUYLA AÇIKLANMASI

Piyasalar karmaşık sistemlerdir ve karmaşık sistemlerin özelliklerini taşır. Karmaşık sistemler, kendilerini evrim veya sayısız özerk parçanın etkileşimi aracılığıyla tasarlamaktadır. Karmaşık sistemler, gelişmekte olan özelliklere sahiptir. Yani, bütünün kendisi, parçaların toplamından daha büyüktür. Sistemin bütünü, parçalarına bakılarak çıkarımda bulunulamayacak şekillerde davranır. Karmaşık sistemler, katlanarak büyüyen enerji miktarlarıyla işler. Sistem ölçeği 10 faktörüyle büyütüldüğünde enerji gereksinimi 1000 faktörüyle artırılmalıdır ve bu böylece devam edip gidecektir. Son olarak, karmaşık sistemler yıkıcı çökuşlere eğilimlidir. Kısacası, karmaşık sistemler kendiliğinden ortaya çıkar, öngörülemez şekillerde davranır, kaynakları tüketir ve feci biçimde çöker (Rickards, 2013: 224).

Bu paradigmadan hareketle karmaşık sistemlerde örneğin bir piyasada yer alan aktörlerin birbirlerinden farklı kararlar almaları, bazı kanallar aracılığıyla bağlantı kurmaları, birbirlerini etkilemeleri (karşılıklı bağımlılık), kazanç ve

kayıplara uyum sağlamaları ve sistemde kalmaları gibi özelliklerinin borsa çöküşlerine ve gayrimenkul köpüklerine nasıl yol açtığı konusunda temel mantıksal bağlantılar kurulabilir. Rickards'a göre, "Bir borsa çöküşünün olabilmesi için evre geçişinin olması yani sistemin kritik durumda olması gerekir. Bunun anlamı, sistem içindeki aktörlerin birinin eylemleri diğerinin eylemlerini bütün sistem radikal biçimde değişinceye kadar tetikleyecek şekilde bir araya gelmiş olmasıdır. Borsaya tıpkı bir dağa yağan kar taneleri gibi durmaksızın alım ve satım emirleri gelir. Bazen alıcılar ve satıcılar fazlasıyla düzensiz biçimde sıralanır ve bu yüzden bir satış emri diğer birkaç emri tetikler, borsanın açıkladığı bu satışlar tedirgin yatırımcıların daha da çok satış emri vermesini tetikler. Katlanarak artış kısa sürede kontrolden çıkar, önceden verilmiş daha fazla satış emri yerine getirilir ve süreç kendini besler. Bazen süreç, sistem dışından bir şey müdahale edinceye kadar katlanarak büyür. Bu müdahale, işlemlerin durdurulması, akışın yönünü tersine çevirmek için grup alımları yapılması hatta borsayı kapatmak biçimini alabilir. Katlanarak artış durduğunda karmaşık sistem bir sonraki sefere kadar tekrar istikrarlı, kritik olmayan bir durumuna dönebilir." (Rickards, 2013: 231).

Borsa çöküşleri ya da gayrimenkul köpükleri bir kez yaşandıktan sonra tekrar görülme sıklığı nedir? Finansal iktisatta kullanılan derece dağılımı (çan eğrisi), karmaşık bir sistemdeki ılımlı olayların daima olduğunu aşırı olayların ise neredeyse hiç olmadığını söyler. Karmaşa kuramında ise güç yasası dağılımı, aşırı olayların daha sık gerçekleştiğini savunur. Buna ek olarak, piyasa gibi sistemlerin ölçeği devamlı artar, enerji nakil hatları genişler ve bağlantıları artar. Felaket riski ve ölçek arasındaki ilişki üsteldir. Yani bir sistem, iki kat büyüdüğünde risk iki kat değil on faktörüyle artar. Sistem büyüklüğü tekrar iki katına çıkarsa risk yüz faktörüyle artar. Yeniden ikiye katlandığında risk bin faktörüyle artar ve bu böyle devam edip gider. Sermaye piyasalarının ölçeği sürekli büyümektedir. Bir dizi borsanın birleşmesi, küresel çapta mega borsalar yaratmıştır. Kuralsızlaştırma, ticari bankalarla yatırım bankalarının faaliyetlerini birleştirmesine olanak vermiştir. Bilanço dışı faaliyetler ve ayrı aracılık araçları gözle görülebilir bir sistem kadar büyük olan ikinci bir gölge bankacılık sistemi yaratmıştır. Bir sistemin mega ölçekte büyümesine izin vermekten kaynaklanan risk sorununun çözümlerinden biri sistemi küçültmektir. Buna ölçek küçültme denir. Diğer çözüm ise, sistem büyüklüğünü korumakla birlikte herhangi

bir bileşenin çok fazla büyümesine izin vermeyerek onu güçlendirmektir. Bunun bankacılıktaki karşılığı, sayıca daha fazla ama sistemdeki toplam varlık miktarıyla aynı varlıklara sahip daha küçük bankaların bulunması olacaktır (Rickards, 2013: 233-239).

Fiyat anarşisi kavramıyla Marx da bu süreci ele almıştır. Marx'a göre, hem üretim hem de yatırım malı üreten kapitalistler karşıt olarak birbirine bağımlıdır. Bu bağımlılık ilişkisini dikkate almadan üretim ve yatırım kararlarını gerçekleştirirler. Üretim ve yatırım kararlarının koordinasyonunu sağlayacak herhangi bir mekanizma olmadığından piyasalarda fiyatlar ve miktarlar ciddi ölçüde dalgalanır. Marx, bu dalgalanmaya "fiyat anarşisi" adını verir. Konut sektöründe de benzer bir durum varlığından söz edilebilir (Marx, Kapital II).

B. RASYONALİTE VE SINIRLI RASYONALİTE BAĞLAMINDA YATIRIMCI KARARLARI

Etkin Piyasalar Hipotezi (EPH), yatırımcıları rasyonel olarak kabul etmektedir. Yatırımcılar rasyonel olduğunda varıklar temel değerine göre değerlendirilir. Yani, riske göre iskonto edilmiş nakit akışlarının net bugünkü değeri firmanın değerini verecektir. Yatırımcılar, menkul kıymetin temel değerine ilişkin bir şey öğrendiği zaman, bu bilgi hızla fiyatlara yansımaktadır. Bilgi iyi olduğu zaman, fiyatları hızla yükselterek, kötü olduğunda ise düşürerek karşılık verecektir. EPH'ye göre, menkul kıymet fiyatları mevcut tüm bilgiyi yansıtacak şekilde hızla fiyatlarda düzeltme yapmaktadır (Döm, 2003: 2). Bununla birlikte bu hipoteze göre, bazı yatırımcılar her ne kadar rasyonel olmasalar da onların yaptığı işlemler rastlantısaldır ve fiyatları etkilemeksizin arbitrajcılar tarafından nötrlenir. Yani, rasyonel olmayan yatırımcının hareketi rasyonel arbitrajcılar tarafından izlenir ve arbitrajcıların işlemleri, varlığın değerini temel değerine yaklaştırır.

Tam bir rasyonalite sınırsız bilişsel yetenekler gerektirir. Tam rasyonel insan, tüm matematik problemlerinin çözümünü bilen ve anında çözümleyebilen mitik bir kahramandır. İnsanlar birbirinden farklıdır ve bilişsel yetenekleri sınırlıdır. Bu nedenle insanların karar davranışı tam rasyonel idealine uymaz. Yapılan çeşitli

çalışmalar yatırımcıların pek çok bilişsel önyargılarla hareket ettiğini göstermektedir (Selten, 1999: 3). EPH'ye alternatif olarak Davranışsal İktisat alanı, genelde insanların özelde ise yatırımcıların tamamen rasyonel olduğu yaklaşımını sürdürmenin güç olduğunu ifade etmektedir. Ancak tüm yatırımcıların irrasyonel olduğu öne sürülmemekte, onun yerine güçlü bir eğilimin olduğuna işaret edilmektedir. Kahneman ve Tversky (1979) teorisinin temel varsayımına göre; psikolojik bulgular, insanların rasyonaliteden tesadüfi olmaktan ziyade aynı yönde sapma gösterdiğini ortaya koymaktadır. Yatırımcıların birbirleriyle tesadüfi olarak değil, genellikle aynı menkul kıymetleri eş zamanlı olarak satın alma ve satma çabası içinde olduğunu öne sürmektedir (Döm, 2003: 6-11).

Yatırımcılar üzerinde yapılan araştırmalar, yatırımcıların yatırım kararlarında rasyonel olarak tercihlerini maksimize etmek, portföylerini çeşitlendirmek ve riskten kaçınmak istemelerine rağmen, bunu gerçek hayatta yaptıkları yatırımlarında gerçekleştiremedikleri saptanmıştır. Buna temel gerekçe olarak ise; bilişsel kusurlar gösterilmektedir. Bu psikolojik önyargılar sonucunda, bireysel yatırımcılar, kazanan hisseleri olması gerekenden daha erken elden çıkarırken, kaybeden hisseleri ise çok uzun süre elde tutmakta, sürü davranışı göstermekte, kendilerine olan aşırı güvenlerinin sonuçları olarak çok sık ve zararına işlem yapmakta, aşına oldukları hisselerine duygusal olarak bağlanmakta, aşırı ve düşük reaksiyon göstermekte, kendi doğrularını destekleyici bilgiyi arama ve diğer bilgileri reddetme eğiliminde olmaktadır. Bir başka deyişle; yatırım kararları rasyonel kararlar olmaktan çıkmakta, bunun yerine daha çok kişinin sezgi ve hislerine dayalı alınmaktadır (Döm, 2003: xiv).

1. YATIRIMCI KARARLARINDA RASYONALİTE VE ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ

Aydınlanma döneminin “akılcılık” kavramı 1950 ve 1960’lı yıllarda ekonomi, psikoloji ve diğer alanlarda optimaliteyi ya da bazı durumlarda maksimizasyon ve minimizasyonu belirtmek üzere “rasyonalite” biçiminde yeniden ele alınmıştır (Gigerenzer&Selten, 2002: 3). Rasyonalite, rasyonel düşünceye sahip bireylerin aynı bilgiye sahip olmaları durumunda benzer sonuçlara ulaşmalarını yani doğru aklın tek

bir sonuca götüreceğini ifade etmesi anlamında evrensel bir nitelik taşır (Brown, 1990: 5).

Rasyonel insan tipolojisi şu varsayımlara dayanmaktadır:

- Karar alıcı karşılaştığı problemin çözümüne dair net bir resme sahiptir ve seçtiği çözüm yolunun dışında diğer tüm alternatiflerin farkındadır. Problemin çözümüne yönelik yeni alternatifler ortaya koymaz veya keşfetmez.
- Karar alıcı problemin çözümünde yer alan tüm alternatifleri tam olarak sıralayabilir.
- Karar alıcı, optimal çözüm için gerekli hesaplamaların yapılması için gerekli kapasiteye sahiptir.
- Alternatifler arasındaki mantıksal eşdeğerlilik seçimi etkilemez. Yani mantıksal anlamda eşit değere sahip alternatiflerden birisi diğeriyle yer değiştirdiğinde tercih aynı kalır (Rubinstein, 1998: 8-9).

Geleneksel iktisadın temeli bireyler, kurumlar ve piyasaların rasyonel olduğu varsayımına dayanmaktadır. Genel anlamda piyasa aktörleri kararlarında tarafsızdır ve kendi çıkarlarını maksimize eder (Baker&Nofsinger, 2010: 4).

Piyasa katılımcılarının rasyonalitesi geleneksel iktisat teorilerini, “Etkin Piyasalar Hipotezi”ni destekler. Rasyonel piyasa katılımcıları, sahip olduğu tüm bilgiyi biriktirir ve olasılıklar gelecekte oluşacak cari fiyatlardaki belirsizliğe ilişkindir. Bu nedenle piyasa fiyatları genelde doğrudur. Bilgi iyi olduğunda fiyatlar hızla yükselerek, bilgi kötü olduğunda ise fiyatlar düşerek karşılık verir. Fiyatlardaki değişimler bilginin kısa dönemdeki ayarlamalarıyla ilgilidir. Uzun dönemde ise bu fiyatlar değişir veya katlanılan risk için tazmin edici kar sağlanır (Baker&Nofsinger, 2010: 4). Fiyatların bu işlevi, kaynak dağılımı için doğru sinyaller verdiğini gösterir. Hisse senetleri fiyatlarının mevcut tüm bilgiyi doğru olarak yansıttığı varsayımı altındaki bu piyasada firmalar, üretim-yatırım kararı alabilir ve yatırımcılar hisse senetleri arasında seçim yapabilir. Fiyatların daima mevcut tüm bilgiyi yansıttığı bu piyasa “etkin” olarak adlandırılır (Ackert&Deaves, 2010: 18-19).

EPH'nin temelleri üç temel varsayıma dayanır. Birincisi, yatırımcıların rasyonel olduğu (yatırımcılar tamamen rasyoneldir, kendi duygu/önyargılarından ve diğer yatırımcıların fikirlerinden etkilenmez) ve yatırım araçlarını rasyonel olarak değerlendirdiği varsayımdır. İkincisi, bazı yatırımcıların rasyonel olmadığı ve onların yaptığı işlemlerin rastlantısal olduğu ve bu yüzden birbirlerini nötrleyerek fiyatlar üzerinde herhangi bir etki oluşturmadığı varsayımdır. Sonuncusu ise, benzer irrasyonel yatırımcıların piyasada rasyonel arbitrajcılar ile karşılaştıkları ve fiyatlar üzerindeki etkilerinin arbitrajcılar tarafından yok edildiği görüşüne dayanır (Shleifer, 2000: 2). Sonuçta geleneksel iktisat teorisyenlerine göre, risksiz kar sağlanan bir yatırım stratejisi olan arbitraj sayesinde irrasyonel yatırımcılar (noise traders) tarafından yanlış fiyatlanan varlık değerleri, rasyonel yatırımcılar (arbitrageurs) tarafından hemen kapitalize edilecek ve yanlış fiyatlama düzeltilecektir (Kishore, 2006:4).

Bu bağlamda EPH'ye göre, arbitraj işlemi hızlı ve etkindir. Bunun nedeni, menkul kıymetlerin varlığı ve arbitrajcılarının kar elde etme konusunda birbiriyle rekabet halinde olmaları nedeniyle arbitrajcılarının, çok yüksek getiriler elde edememesi ve varlık fiyatlarının, temel değerinden çok fazla uzaklaşmamasıdır (Shleifer, 2000: 3-5). Bu varsayımla ilgili olarak varlıkların ikame edilme sürecine bir örnek verilebilir. Örneğin, Ford hissesinin değeri 20\$ olsun. İrrasyonel yatırımcılar, Ford hisselerinin gelecekteki değeri hakkında aşırı kötümser olsun ve hisseleri satmaya karar versinler. Bu durumda hisselerin değeri 15\$'a geriler. EPH savunucularına göre fırsat yakaladığını düşünen rasyonel yatırımcılar, hisseleri indirimli fiyattan satın alacak ve aynı zamanda sahip oldukları General Motors gibi hisseleri de Ford hisselerine dönüştüreceklerdir. Böylece Ford hisseleri üzerindeki satın alma baskısı, fiyatların eski düzeyine dönmesini sağlayacaktır (Thaler&Barberis, 2003: 1054-1055).

EPH'ye göre, finansal piyasalar mevcut tüm bilgiyi kapsar ve fiyatlar doğru yatırım değerlerinin optimal tahminlerini yansıtır. Diğer bir ifadeyle finansal değerler, kamuoyuyla paylaşılan bilgiler dahilinde daima rasyonel olarak fiyatlandırılır. Varlık değerleri sadece kamuoyuyla paylaşılmayan bilgilere tepki gösterir. Böylece örneğin, Merkez Bankasının faiz oranlarını 0,5 puan artırma kararı

alması, piyasa katılımcıları tarafından öngörüldüğünde bu öngörünün etkileri, Merkez Bankası faiz oranlarını artırmadan önce gerçekleşecektir. Bundan dolayı Merkez Bankası'nın faiz oranlarını 0,5 puan artırması, varlık fiyatları üzerinde bir etki oluşturmayacaktır. Bununla birlikte, Merkez Bankası faiz oranlarını piyasa katılımcıları tarafından öngörülen 0,5 puan yerine 1 puan artırırsa varlık değerleri bu artışa tepki gösterir.

EPH'nin temelleri, Samuelson ve Fama'nın 1960'lı yıllarda yaptığı çalışmalara dayanmaktadır. Samuelson (1965)'e göre, tüm piyasa katılımcılarının sahip olduğu bilgi ve beklentiler fiyatlara yansımışsa fiyat değişiklikleri tahmin edilemeyebilir. Fama (1970), hisse senedi fiyat ayarlamalarına ilişkin olarak EPH'yi üç farklı şekilde ele almıştır.

Birincisi, EPH'nin zayıf şekli olup bilgi seti sadece geçmiş yıllara ait fiyatlardan oluşur. Riskin olmadığı varsayımı altında EPH'nin zayıf şekli, varlık fiyatlarının geçmişteki kazançları dayanılarak tam olarak tahmin edilemeyeceğini ifade eden rassal yürüyüş hipotezini içerir. "Rassal Yürüyüş Hipotezi", Kendall (1953) tarafından varlık fiyatlarının rastgele değişme eğiliminde olduğunu belirtmek üzere kullanılmıştır. Mevcut fiyatlar geçmişte gerçekleşen fiyat hareketleri bilgisini yansıtır ve piyasadaki herkes bu bilgilere sahiptir. Bu nedenle etkinliği zayıf bir piyasada ortalamanın üstü kar elde edilemez.

İkincisi, EPH'nin yarı güçlü şeklidir. EPH'nin yarı güçlü şekli, kamuoyuyla paylaşılan bilgilere sahip yatırımcıların risk ayarlı yüksek getiriler elde edemeyeceklerini ifade eder. Çünkü bilgi, kamuoyuyla paylaşıldığı anda fiyatlara yansır ve yatırımcı bilgiye sahip olması dolayısıyla öngördüğü kazancı elde edemez. Bununla birlikte yatırımcı, henüz kamuoyuyla paylaşılmayan bilgilere sahip olmasından dolayı risk ayarlı anormal kazançlar elde edebilir.

Sonuncusu ise, EPH'nin güçlü şeklidir. Fiyat değişiklikleri tamamen rassal ve tahmin edilemezdir. Bu nedenle, risk ayarlı anormal kazançların bile elde edilmesi mümkün değildir (Shleifer, 2000: 6). Bunun nedeni, varlık piyasasına ait mevcut tüm bilginin anında fiyatlara yansımıştır. Arbitraj sayesinde varlık fiyatları temel değerinden sapmaz ve köpükler oluşmaz.

EPH'ye göre köpüklerin oluşmama nedeni, Gordon modeli çerçevesinde formüle edilebilir: Gordon modeline göre, $p_t = \frac{d_t}{(r-g_t)}$ 'dir. EPH'nin piyasaların ve piyasa katılımcılarının rasyonel olduğu ve mevcut bilginin anında fiyatlara yansıdığı varsayımı nedeniyle varlığın beklenen kar payı fiili kar payına, varlığın beklenen kar payı artış oranı fiili artış oranına ve varlığın gelecekte beklenen fiyat düzeyi mevcut fiyat düzeyine eşittir.

$$E(d_t) = d_t$$

$$E(g_t) = g_t$$

$$E(p_t) = p_t$$

Bu koşullar altında EPH'ye göre piyasada köpük oluşmaz. Yani

$$P_t = P^* + (\Omega = \beta = \Sigma)$$

$$\Omega = \beta = \Sigma = 0 \text{ dır.}$$

Köpük oluşabilmesi için şu koşullar gereklidir:

$$\text{Cov}(\epsilon_t, \epsilon_{t+1}) > 0 \text{ ise pozitif köpük}$$

$$\text{Cov}(\epsilon_t, \epsilon_{t+1}) < 0 \text{ ise negatif köpükten bahsedilir.}$$

Gerçek hayatta pek çok ekonomik karar tam rasyonalite, mükemmel bilgi ve kişisel çıkarların yokluğunda alınmaktadır. Bu üç maddenin her zaman geçerli olamaması Homo Economicus varsayımının dolayısıyla geleneksel iktisadın eleştirisini sunmaktadır.

Tam Rasyonalite: İnsanlar rasyonelken mantıklı davranır ve kendi çıkarlarına uygun kararlar alır. Bununla birlikte, insan davranışlarını harekete geçiren tek etken rasyonalite değildir. İnsan davranışları mantıktan daha çok korku, sevgi, nefret, zevk ve acı gibi duyguların ürünüdür. İnsanlar bu tür duygusal sonuçlara ulaşmak veya onlardan kaçınmak için mantığını kullanır.

Mükemmel Bilgi: İnsanlar belli alanlarda mükemmel veya mükemmele yakın bilgiye sahip olmakla birlikte bu durum, tüm alanlar için geçerli değildir. Örneğin bazı yatırımcılar, Merkez Bankası'nın verilerine kesin olarak ulaşıp onları doğru olarak yorumlayabilirken pek çoğu bu verilerden habersizdir. Bu durumun pek çok

kişiyi etkilediği düşünüldüğünde, tüm finansal aktörlerin mükemmel bilgiye sahip olduğu varsayımı inandırıcı olmamaktadır.

Kişisel Çıkarlar: Pek çok çalışma, insanların tam olarak kendi çıkarlarının peşinde olmadığını göstermektedir. İnsanların her zaman kişisel çıkar peşinde olduğu varsayımı karşılıksız yardım, hayırseverlik ve orduya hizmet etme gibi davranışları dışarıda bırakmaktadır (Pompian, 2012: 21). Bireylerin belirsizlik altında karar verme sürecinde tercihlerin lineer olduğunu ve bireylere sunulan seçeneklerin sadece beklenen faydalarına göre değerlendirildiğini savunarak subjektif karar alma ilkelerini göz ardı eden bir görüş de “Beklenen Fayda Teorisi”dir.

2. BEKLENEN FAYDA TEORİSİ

Rasyonalite ve fayda maksimizasyonu ilkeleri, Von Neumann ve Morgenstern’in (1944) karar almada rasyonel tercihler için geliştirdiği normatif bir model olarak “Beklenen Fayda Teorisi”nin temelini oluşturur. Beklenen fayda teorisi bireylerin, riskli seçenekler arasındaki tercihlerinin beklenen faydasını maksimize etmeye çalıştığını ve bu amaçla her bir sonucun faydasını olasılıkları ile ölçtüğünü ve en yüksek ağırlıklı toplama sahip seçeneği tercih edeceğini öne sürmektedir. Von Neumann ve Morgenstern’in (1944) karar verme teorisi, beklenen faydanın maksimize edilmesi ilkesine dayanmaktadır. Basit bir örnekle anlatılacak olursa: Eğer 100\$’a sahip bir kişi %10 oranında kazanma şansına sahipse, bir kişinin beklenen faydası $0,10 \cdot 100\$ = 10\$$ ’dır. Belirsizlik durumunda optimal karar verme ise şu şekilde olacaktır: Örneğin %25 oranla 100\$ ve %10 oranla 1000\$ kazanma seçeneklerini düşünelim: Beklenen faydayı maksimize etmek isteyen rasyonel bir birey, ikinci seçeneği tercih edecektir. Çünkü birincinin beklenen faydası ($0,25 \cdot 100\$ = 25\$$) iken, ikinci seçeneğin beklenen faydası ($0,10 \cdot 1000 = 100\$$)’dır (Döm, 2003: 13-14). Bu teoriye göre, tüketicinin aşağıda verilen aksiyomlara uygun hareket etmesi durumunda belirsizlik altında tüketicinin tercihlerini tahmin etmede kullanılacak bir fayda indeksi oluşturulabilir:

Tam sıralama aksiyomu: A ve B alternatifleri için şunlardan bir tanesi doğru olmalıdır: Tüketici A’yı B’ye tercih eder, tüketici B’yi A’ya tercih eder. Tüketici A ve B arasında kayıtsızdır. Tüketicinin A ve B alternatiflerini değerlendirmesi

geçişlidir, tüketici eğer A'yı B'ye ve B'yi C'ye tercih ediyorsa A'yı C'ye tercih edecektir.

Süreklilik Aksiyomu: A'nın B'ye ve B'nin C'ye tercih edildiğini varsayalım. Aksiyoma göre tüketicinin tam belirli B olayı ile piyango bileti (P, A, C) arasında kayıtsız kalacağı P gibi bir olasılık, $0 < P < 1$ vardır.

Bağımsızlık Aksiyomu: Tüketicinin A ve B arasında kayıtsız olduğunu ve C'nin herhangi bir sonuç olduğunu varsayalım. L_1 gibi bir piyango bileti A ve C sonuçlarını, sırasıyla P ve $1-P$ olasılıkları ile L_2 gibi başka bir piyango bileti B ve C sonuçlarını aynı olasılıklarla verdiğinde, tüketici bu iki piyango bileti arasında kayıtsız olacaktır. Benzer şekilde, eğer tüketici A'yı B'ye tercih ediyor ise L_1 'i, L_2 'ye tercih edecektir.

Eşit Olmayan Olasılık Aksiyomu: Tüketicinin A'yı B'ye tercih ettiğini varsayalım. Ek olarak $L_1=(P_1, A, B)$ ve $L_2=(P_2, A, B)$ olsun. Bu durumda tüketici, ancak ve ancak $P_2 > P_1$ ise L_2 'yi L_1 'e tercih edecektir.

Yukarıdaki aksiyomlarla uyumlu fayda indeksinin tanımlandığını varsayalım: iki sonuçlu $L=(P, A, B)$ piyangosuna ait beklenen fayda;

$$E[U(L)] = PU(A) + (1-P)U(B) \text{ dir.}$$

$L_1=(P_1, A_1, A_2)$ ve $L_2=(P_2, A_3, A_4)$ şeklindeki iki piyangoyu ele alalım: beklenen fayda teoremi, L_1 'in L_2 'ye tercih edilmesi durumunda $E[U(L_1)] > E[U(L_2)]$ olacağını belirtir. Bu teoremin önemi, belirsiz durumlarda beklenen faydanın maksimize edilmesi cinsinden bir çözümlenmeye imkan sağlamasından kaynaklanmaktadır (Henderson&Quant, 1998: 50-51).

3. RİSK KARŞISINDAKİ TUTUMLAR

W_i 'nin değişik servet düzeylerini gösterdiği (P, W_1, W_2) piyangosunun beklenen değeri, sonuçların her birinin meydana gelme olasılığıyla çarpılarak elde edilen değerlerin toplamına eşittir.

$$E(W) = PW_1 + (1-P)W_2$$

Risk-nötral Yatırımcı: Eğer bir yatırımcı için piyangoonun beklenen değerinin faydası, piyangoonun beklenen faydasına eşitse yani,

$$U [PW_1 + (1-P)W_2] = PU (W_1) + (1-P) U (W_2) \quad (1)$$

ise, bu yatırımcı piyango karşısında risk-nötral olarak adlandırılır. Böyle bir yatırımcı, sadece beklenen değerlerle ilgilenir ve riske karşı duyarsızdır. Örneğin, (0,5; 1, 1000000) ve (0,5; 500000, 500001) piyangoları arasında kayıtsızdır. Eğer bir yatırımcı tüm piyangolara karşı risk nötral davranıyorsa (1) denklemi bu kişinin $U = \alpha + \beta W$, $\beta > 0$ biçiminde bir doğrusal fayda fonksiyonuna sahip olacağını ima eder.

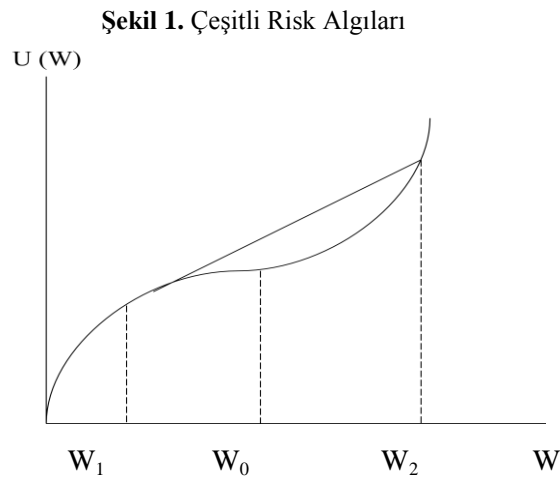
Risk-kaçınan Yatırımcı: Eğer bir yatırımcı için piyangoonun beklenen değerinin faydası, piyangoonun beklenen faydasından daha büyük ise bu yatırımcı piyango karşısında risk-kaçınan (risk-averse) olarak adlandırılır.

$$U [PW_1 + (1-P)W_2] > PU (W_1) + (1-P) U (W_2) \quad (2)$$

Böyle bir yatırımcı belirli bir sonucu aynı beklenen değere sahip belirsiz bir sonuca tercih eder. Eğer (2) denklemi tüm $0 < P < 1$ ve fayda fonksiyonunun önalını içindeki tüm W_1 ve W_2 değerleri için geçerli ise fayda fonksiyonu önalını içinde kesin içbükeydir.

Risk-seven Yatırımcı: Eğer bir yatırımcı için beklenen değerinin faydası piyangoonun beklenen faydasının değerinden daha küçükse, bu yatırımcı piyango karşısında risk-seven yatırımcı olarak tanımlanır.

$$U [PW_1 + (1-P)W_2] < PU (W_1) + (1-P) U (W_2) \quad (3)$$



Kaynak: Henderson&Quant, 1998.

W_1 ve W_2 sırasıyla yatırımcının piyangoyu kaybetmesi ve kazanması halindeki servet durumlarını göstermektedir. Yukarıdaki şekle göre, yatırımcının fayda fonksiyonu $0 \leq W \leq W_0$ için kesin içbükey, $W > W_0$ için kesin dışbükeydir. Dolayısıyla bu yatırımcı en iyi sonucun W_0 'dan büyük olmadığı tüm belirsiz durumlar için risk-kaçınandır (Henderson&Quant, 1998: 53-54).

Varlık fiyatlama modeline göre (Capital Asset Pricing Model CAMP) varlığın getirisi ile riski arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Eğer varlık piyasaları iyi gözlemlenirse, herhangi bir varlık piyasasında güvenli yatırımdan (risk nötr bir yatırımcı için) beklenen getiri ile piyasa getirisi arasında doğru yönlü bir ilişkinin olduğu görülür. Daha açık bir şekilde söylenirse, bir varlıktan beklenen getiri $E(R)$ ile beklenen piyasa getirisi $E(RP)$ arasında doğru ve pozitif yönlü bir ilişki bulunmaktadır (Baydur&Büyükduman, 2013: 145).

$$p_t = \frac{d_t}{(r-g_t)} \quad \text{beklentileri içerecek şekilde ele alınır} \quad p_t = \frac{E(d_t)}{(r-E(g_t))}$$

şeklinde ifade edilebilir. Beklenen kar payı, $E(d_t)$, risk nötr, riskten kaçınan ve risk seven yatırımcılar için ayrı ayrı ele alınabilir. Aynı ilişki, Gordon modeli çerçevesinde büyüme hızına ilişkin beklentilere çevrilerek de ifade edilebilir.

$$E(d_t) = d_t \quad E(g_t) = g_t \quad \text{Risk nötr yatırımcı}$$

$$E(g_t) > g_t \quad \text{Riskten kaçınan yatırımcı}$$

$$E(g_t) < g_t \quad \text{Risk seven yatırımcıdır.}$$

Buna göre, yatırımcı için varlığın beklenen değerindeki artış hızı, varlığın fiili artış hızına eşitse risk nötr yatırımcı; varlığın beklenen değerindeki artış hızı, varlığın fiili artış hızından büyükse riskten kaçınan yatırımcı; varlığın beklenen değerindeki artış hızı, varlığın fiili artış hızından küçükse risk seven yatırımcı tipi mevcuttur. Eğer köpük ortaya çıkarsa bütün yatırımcı tipleri için geçerli olacaktır.

4. YATIRIMCI KARARLARINDA SINIRLI RASYONALİTE VE PİYASALARDA BELİRSİZLİKLER

Optimizasyon dahilinde rasyonalitenin teori ve araştırmalarda değişmez bir kavram olarak görüldüğü dönemlerde “sınırlı rasyonalite” kavramı ortaya atılmıştır.

Sınırlı rasyonalite optimizasyon veya irrasyonalite anlamına gelmemektedir. Bununla birlikte “sınırlılıklar altında optimizasyon” olarak adlandırılan bir model anlayışı, literatürde sınırlı rasyonalite olarak bilinmektedir. Yargılarda ve karar verme konusunda yapılan yanlışlar ve mantık hataları sınırlı rasyonalite olarak değerlendirilebilir (Gigerenzer&Selten, 2002: 4). Sınırlı rasyonalite aynı zamanda irade gücünün, akılcılığın ve bencilliğin sınırlı olduğunu içerirken, bu sınırlı bakışla, sahip olunan ve üretilen bilginin rasyonel bireyin aksine, bilginin tamamına ulaşamadığı ve bu süreçte bilişsel yanlışlıklarla zaman zaman kusurlu bilgiye ulaşıldığı anlamına gelmektedir (Diamond ve Vartiainen, 2007: 2).

İlk olarak Herbert Simon (1982) tarafından kullanılan bu kavram, rasyonel seçimlerde insanların bilişsel sınırlılıklarını ve ait oldukları ortamın yapısını göz önüne alma gereksinimini ifade etmektedir. Sınırlı rasyonalite modeli, sadece verilen kararların sonuçlarına odaklanmak yerine yargı ve kararlara nasıl ulaşıldığını açıklamaktadır (Gigerenzer&Selten, 2002: 4). Sınırlı rasyonalite kavramı, ekonomide davranışsal yaklaşımın merkezinde yer alır ve karar alma süreciyle olan yakın ilişkisi nedeniyle ulaşılan kararlar üzerinde etkilidir. Sınırlı rasyonalite, subjektif fayda teorisinde yer alan “karar alıcının seçeceği bir alternatif seti” belirlemek yerine karar alıcı için alternatifler oluşturma süreciyle ilgilenir. Sonuçların olasılıksal dağılımlarının bilindiği varsayımı, sınırlı rasyonalitede bu süreç için tahminler yapılmasını veya belirsizlikle ilgili stratejiler geliştirilmesini içerir (Simon, 1997: 291).

Sınırlı rasyonalite kavramı, Neo-klasik iktisatta yer almamasına karşın Keynesyen iktisatta işsizlik ve iş çevrimlerinin açıklanmasında kullanılan temel mekanizmalardan biri olan “para yanılması”nın açıklanmasında kullanılmaktadır (Simon, 1997: 294). Patinkin (1965)’e göre para yanılması, reel karar verme sürecinden sapma olarak tanımlanmıştır. Aynı kavram, Fischer ve Modigliani (1986) tarafından enflasyonun varlığı durumunda nominal hesaplama yöntemlerinin kararlar üzerinde etkili olduğunu belirtmek için kullanılmıştır. Nispi fiyatların değişmesiyle birlikte, geçmişteki nominal değerlerin alım-satım kararları üzerindeki etkisi, enflasyonun yokluğunda bile para yanılmasından kaynaklanabilir (Shafir vd, 1997: 342). Keynesyen iktisadın işçilerin ücret talep etme sürecindeki yanılmalari ile

Lucas'ın "Rasyonel Beklenti Teorisi"nde açıklanan işadamlarının sanayi sektörü fiyat hareketleri ile genel fiyat hareketleri arasındaki farkı ayırt edememesine ilişkin bilişsel sınırlılıkları, para yanılması başka bir versiyonudur (Simon, 1997: 294).

Sınırlı rasyonalite kavramı, yatırımcıların sistematik olarak irrasyonel davranma eğiliminde olduğunu belirtmek üzere davranışsal iktisat alanında da kullanılmaktadır. Davranışsal iktisat alanının dayandığı sınırlı rasyonalite ilkesi, piyasalarda etkinlik anlayışının yerine sınırlı arbitraj (arbitraj limiti) nedeniyle bu etkinliğin her zaman sağlanamayacağını ortaya koymaktadır. Arbitraj işlemi, gerçekte sınırlı sayıda uzman tarafından gerçekleştirildiği için varlık fiyatlarının temel değerinden çok uzaklaşması durumunda tekrar eski düzeyine dönmesi konusunda yetersiz kalabilmektedir. Bunun yanı sıra varlık değerlerinin yanlış fiyatlamasını düzeltmek riskli ve maliyetli (özellikle karlarda meydana gelen dalgalanmalar) olabilir. Bu durumda arbitrajcılar, yanlış fiyatlamayı düzeltmekten kaçınırlar. Bu durum varlıkların temel değerinden sapmasına yol açar.

Barberis&Thaler (2003), varlıkların yanlış fiyatlandırılma nedenini temel risk (fundamental risk) ve gürültücüler (noisy trader) riskine bağlamaktadır. Temel risk, yanlış fiyatlanan varlığın yerine herhangi bir varlığın konulamayarak zarardan kaçınılamaması durumunda ortaya çıkar (fiyatların dengeye dönmesinin beklendiği bir sırada temel faktörlerin değişmesi sonucu denge fiyatının ters yöne doğru kaymasıdır). Gürültücüler riski ise, varlığın yanlış fiyatlanarak kısa dönemde temel değerinden sapmalara neden olmasının irrasyonel yatırımcıların pozitif ya da negatif yönlü duygu/algılamaları sonucu oluşmasıdır (gürültü tacirlerinin davranışları yüzünden fiyatın dengeden daha da uzaklaşmasıdır) (Tharchen, 2012: 8). Bu ikisine ilave olarak, senkronizasyon riskinden (*synchronization risk*) de bahsedilebilir. Senkronizasyon riski, dengeden uzaklaşmış fiyatı düzeltmek için rasyonel yatırımcıların bir arada hareket etme ihtiyacından gelmektedir. Tek bir katılımcı fiyatı etkileyemeyeceği için fiyatın dengeye dönmesi ancak yeterli sayıda rasyonel yatırımcının katılımıyla mümkün olmaktadır. Bu kritik noktaya ulaşıncaya kadar fiyatlar yukarı hareketine devam edip senkronizasyon riskine yol açabilir ve rasyonel katılımcılar için balon gezisi (*bubble riding*) yapmak mantıklı olabilir. Yani, bir köpük olduğu bilindiği halde, köpüğün daha bir süre patlamayacağına inanarak

piyasada kalmaya devam edip, satış yapmak için uygun noktayı yakalamaya çalışmak durumudur (Oran, 2011: 155).

Kahneman ve Tversky'nin (1979) "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk" adlı çalışmasında bireylerin benzer seçeneklerin farklı şekillerde sunulması durumunda seçimlerinin değiştiği yönündeki irrasyonel davranma eğilimine dair kanıtlar bulunmuştur. Bu bağlamda davranışsal iktisat alanı, piyasaların yanı sıra bilginin yapısı ve piyasa katılımcılarının sahip olduğu karakteristiklerin bireysel yatırımcı kararlarını sistematik olarak etkilediği varsayımına dayanmaktadır. Bireysel yatırımcıların bilgiyi kullanma kısıyolları ve sahip olduğu duygusal süreçler; irrasyonel davranış içinde bulunma, riskten kaçınmanın geleneksel anlamını ihlal etme ve tahminlerde öngörülebilir hatalar yapma gibi açılardan finansal kararlar üzerinde etkilere sahiptir. Davranışsal iktisat alanı *hevristikler*, *çerçeveleme*, ve *duygular* temellerine dayanarak yatırımcı kararlarının sınırlı rasyonalitesini açıklamaktadır (Baker&Nofsinger, 2010: 3-5).

a. Hevristikler: (Bilişsel Önyargılar): Hevristikler, bir soruna çözüm bulmak için gerekli bilişsel kaynakları azaltmanın bir yolu olarak tanımlanmaktadır. Hevristikler, karar almada kullanılan karmaşık yöntemleri kolaylaştıran zihinsel kısayollardır (Baker&Nofsinger, 2010: 6). Kahneman ve Tversky (1974), bilişsel önyargılara yol açan mevcudiyet (availability), temsililik (representativeness), düzeltme ve dayanak (adjustment and anchoring) hevristikleri olarak adlandırdığı üç tür hevristikten bahsetmiştir.

Mevcudiyet Hevristiki: Bireylerin bir durumun gerçekleşme olasılığını değerlendirirken hafızalarında yer alan olay veya örnekler yoluyla sonuca ulaşmalarını kolaylaştıran zihinsel kısayollardır. Bu durumda bazı tür bilgilere aşırı reaksiyon gösterilirken bazılarında sistematik olarak düşük reaksiyon gösterilmesi hata yapma olasılığını artırmaktadır (Kahneman&Tversky, 1974: 1124). Psikologlar, yargıda bulunurken ve kararlar alırken insanların dikkat çeken, çarpıcı ve çabuk hatırlanabilir bilgiye aşırı ağırlık verdiğini ortaya koymuşlardır. Eğer herhangi bir şey akla çok çabuk geliyorsa insanlar onun çok yaygın olduğunu düşünmektedir. Çünkü çok sık gerçekleşen olayların genellikle kavranması ve hatırlanması nadir görülen olaylara kıyasla daha kolay olmakta ve çoğu zaman en uygun ipucu olarak

gözükmektedir. Mevcudiyet hevristikine ilişkin vurgulanan diğer bir husus ise, düşük olasılıklı risklere ilişkin tartışma yaratma, onun hatırlanabilirliğini ve kavranmasını artırabilmekte; eldeki kanıtlar ne olursa olsun dikkate almaksızın algılanan riskliliğini de artırmaktadır. Örneğin, medyanın belirli konuların üzerine giderek onları ayrıntılı olarak işlemesi kuşkusuz algılanan riski de artıracaktır (Döm, 2003: 46-47).

Temsililik Hevristiki: Bir şeyin olasılığının bir stereotip tarafından ne kadar karşılandığına göre yapılan yargılama biçimidir (Kahneman&Tversky, 1974: 1128). Yatırımcılar belirsizlik altında karar verirken geçmiş dönemdeki verileri kullanarak geleceği yönlendirmeye çalışır. Yatırımcılar yalnızca benzer örneklere dayanarak karar verir, sezgisel olarak geçmişteki fiyat değişimlerinin devam edeceğini bekler. Yatırımcıların göze çarpan şekiller ve basit örneklerle gelecek beklentilerini oluşturmaları, bir dereceye kadar muhafazakarlık eğilimine yol açabilir. Barberis, Shleifer ve Vishny (1998)'e göre, spekülatif köpüklerin yayılmasında temsililik hevristiki, yatırımcıları fiyat değişimlerine abartılı davranış göstererek tepkide bulunma konusunda cesaretlendirir, muhafazakarlık önyargısı ise bunu zamana yayar (Shiller, 2001: 4).

Temsililik hevristiki, yatırımcıların iyi hisseler kavramı ile iyi şirketleri ilişkilendirmeleri ve bu nedenle toplam getiri potansiyeline bakılmaksızın, bu hisseleri tercih etmeleri fikrine dayanmaktadır. Favori olmayan hisseler kötü şirketlerle ilişkilendirilmekte ve çoğu zaman toplam getiri fırsatları ne olursa olsun, yatırım yapılması düşünülmemektedir. Yatırımcılar, “iyi bir hisse, iyi şirketin hisseleridir” olasılığını abartma eğiliminde olmaktadır. Temsililik hevristiki, iyi şirketlerin hisselerinin tercih edilmesine yol açmakta ve sonucunda da bu hisselere yüksek ödemeler yapılmakta ve gerçekte daha büyük toplam getiri potansiyeli olabilen kötü şirketlerin hisselerinden de kaçınılmaktadır. Temsililik önyargısının yatırımcıları piyasa bilgisini doğru bir şekilde hesaba katmaktan alıkoyduğu ve dolayısıyla kayıplara neden olduğu öne sürülmektedir (Döm, 2003: 49).

Düzeltilme ve Dayanak Hevristiki: Pek çok durumda insanların olasılık tahmini yaparken bir başlangıç değerinden yola çıktığını ve bunun çeşitli ayarlamalar yoluyla son verilen kararları etkilediğini ifade etmektedir (Kahneman&Tversky,

1974: 1128). Bir bireye Dow Jones'ın seviyesine ilişkin olasılık dağılımını oluşturması istendiğinde, başlangıç noktası muhtemelen ortalama değerinin (medyan) tahmin edilmesi olacaktır. Başlangıç olarak bu değer, bireyin daha ileri olasılık tayinine dayanak olmaktadır. Buna karşıt olarak, bireye önceden belirlenmiş olan bir değere kıyasla Dow Jones'ın seviyesine ilişkin olasılık dağılımını oluşturması istendiğinde muhtemelen bu değer dayanak alınacaktır. Bu nedenle, bu iki süreç farklı tahminlere yol açacaktır. İlk süreçte birinciye kıyasla olasılık dağılımı daha çok ortalama değerinin civarında yoğunlaşacaktır (Döm, 2003: 60).

Hevristiklerin kullanılma nedenleri şöyle sıralanabilir:

- Karar alıcıların sorunu çözme konusunda optimal bir yol olduğunun farkında olmamaları ve kendilerine fayda sağlayabilecek kaynaklara sahip olmamaları
- Karar alıcıların optimal bir çözüm için gerekli tüm bilgiye sahip olmamaları veya tüm bilgiye sahip olsalar bile optimizasyon hesabının zamanında yapılamaması
- Çoklu hedeflerin olması durumunda tek ve optimal bir çözümün bulunamaması
- Aşırı bilginin karar alıcıları bunaltması
- Bazı piyasa katılımcılarının sahip olduğu kazanç görüntüsünün, karar alıcıların tam anlamıyla hesap yapmaktan kaçınmalarına neden olmasıdır (Schwartz, 2010: 58-59).

b. Çerçeveleme: Karar alıcı, kısmen problemin sunum şekli, kısmense kişisel alışkanlıkları ve karakteristikleri tarafından kontrol edilir (Kahneman&Tversky, 1981: 453). Çerçeveleme, bireylerin karar problemlerinin farklı şekillerde sunulması durumunda aynı tepkiyi vermemeleridir. Karar çerçevesi, karar alıcının probleme ve gerçekleşmesi mümkün sonuçlara bakışı olarak tanımlanabilir. Çerçeve, kişisel karakteristiklerden olduğu kadar problemin sunum şeklinden ve karar alıcının problem algısından etkilenebilir. Bu durum, sunum şekli ne olursa olsun bireylerin tercihlerinde tutarlı olduğu görüşüne dayanan beklenen fayda teorisinin ihlali anlamına gelmektedir (Ackert&Deaves, 2010: 14). Beklenti

Teorisi, problemin kazanç ya da kayıp olarak sunulmasına bağlı olarak eşdeğer durumlara insanların farklı reaksiyon gösterdiğini önermektedir.

Çerçevelemenin seçimlik duruma en çok bilinen etkileri kayıptan kaçınma (loss aversion) ve azalan duyarlılıktır (diminishing sensitivity). Bireylerin varlıktaki azalışlara, artışlara oranla daha duyarlı olmasıdır. Kayıpların vermiş olduğu üzüntü, kazançların verdiği memnuniyete göre daha etkili olduğu için, (kayıptan kaçınma) kayıplara ilişkin seçime dikkat çeken bir çerçeve, o seçimlik durumu daha az çekici kılacaktır. Benzer şekilde, kayıpları görelî olarak küçük göstererek azalan duyarlılığı gösteren çerçeve seçimlik durumu daha çekici kılacaktır. Kahneman ve Tversky (1979)'e göre, 250.000 \$ toplam servete sahip bir bireyin 240.000 \$ ya da 265.000 \$ toplam servete sahip olma seçimiyle karşı karşıya olduğunu düşünelim. Aynı durum statüko (burada 250.000 \$) ile 15.000 \$ kazanma ya da 10.000 \$ kaybetme ihtimali arasında seçim yapma olarak gösterilebilir. Aynı seçim problemin bu alternatif gösterimleri bireyleri farklı yanıtlara sevk edecektir. Problem nihai varlık düzeyi olarak çerçevesenirse insanlar daha büyük beklenen değere sahip riskli seçeneği tercih edecektir. Fakat aynı problem kazançlar ya da kayıplar olarak sunulursa, insanlar kayıptan kaçındığı için riskli seçeneğe karşı statükoyu tercih edecektir. 10.000 \$ kaybetme ihtimali 15.000 \$ kazanma seçeneğine kıyasla daha önemli olacaktır (Döm, 2003: 20-21).

c. Duygular (Bilişsel Önyargılar): İnsanların bilinçsizce oluşan ihtiyaçları, fantezileri ve korkuları onların pek çok kararını yönlendirmektedir (Baker&Nofsinger, 2010: 6). Davranışsal iktisat literatüründe psikolojik önyargılar, insanların günlük hayatta nasıl duygularının etkisi altında kaldığını açıklar. Bu önyargılardan bazıları muhafazakarlık, aşırı güven, optimizm, aşinalık, kendine atfetme, geri görüş ve pişmanlıktan kaçınma gibi önyargılardır ve yatırımcıların kararlarını etkileyerek varlık piyasalarında köpüklere yol açar.

i. Muhafazakarlık Önyargısı: (Conservatism Bias)

Muhafazakarlık önyargısı, güncel tahminler oluşturulurken geçmiş değer ve bilgilere aşırı ağırlık verilmesini ifade eder. Böylece cari bilgi, uygulanabilirliği yüksek olsa bile fazla önemsenmez ve göz ardı edilir, yeni bilgiye düşük reaksiyon gösterilir (Dolvin, 2005: 82). Yatırımcı, önceki mevcut kabul edilmiş bilgi, inançlar,

tutumlar ve hipotezleri koruma ve devam ettirme eğilimindedir. Örneğin yatırımcı, şirket karlarına ilişkin bazı kötü haberler almış olsun ve bu haberler önceki ay yayınlanan kar tahminleriyle çelişsin. Muhafazakarlık önyargısı, yatırımcının yeni bilgiye düşük reaksiyon göstermesine neden olabilir, güncel bilgiyle hareket etmek yerine eski tahminlerden gelen izlenimini sürdürür. Yatırımcılar, yeni bilgileri onaylamak yerine eski inançlarını sürdürme eğilimindedir (Pompian, 2011: 309).

Bu davranış, statüko yanlılığı (mülkiyet etkisi)'ni de içermektedir. İnsanlar statükolarını koruma konusunda güçlü bir eğilime sahiptir. Statüko yanlılığı, insanların elinde mevcut olan şeyleri elden çıkarma/bırakma konusundaki isteksizliklerini ifade eder. Sahip olunan varlıkların aşırı değerlendirilmesi durumunda ortaya çıkar. Yatırımcıların varlığı satarken satış işlemini kayıp ya da statükolarının ihlali olarak görmeleri durumunda, satın alırken varlığa ödediklerinden daha fazlasını satarken elde etmeyi umarlar. Statüko yanlılığı bir bakıma, kayıplara kazançlardan daha fazla ağırlık vermeyi de içerir. İnsanlar psikolojik olarak 100\$ kaybetmeye 100\$ kazanmaya göre daha duyarlıdır ve kayıplardaki üzüntü, kazanımlardaki mutluluktan daha büyük olmaktadır (Liu, 1998; Kahneman vd.1991, Döm, 2003).

ii. Aşırı Güven Önyargısı: (Overconfidence Bias)

Yatırımcıların piyasadaki varlıkların değeri konusunda sahip olduğu bilginin doğruluğuna güvenmesi, beklenen faydanın daha az gerçekleşmesine neden olur. Artan aşırı güven düzeyi, yatırımcıların piyasaya girme eğiliminin artmasına ve beklenen fayda düzeyinin düşmesine yol açar. Yatırımcıları piyasaya yönelten etken, kendine aşırı güvenen yatırımcıların diğerlerinin görüşleriyle daha az ilgilenmesi ve görüş farklılıklarıdır. Rasyonel yatırımcı, beklenen faydasını artırırken bilgiye erişir; kendisine aşırı güvenen yatırımcı ise karını daha fazla artırabilmek ve tam olarak tahmin edebilmek için gerçekçi olmayan inançlara odaklanır ve pek çok kaynağı bu iş için kullanır. Aynı riskten kaçınma düzeyinde kendine aşırı güvenen yatırımcılar, rasyonel yatırımcılara göre daha riskli varlıkları ellerinde tutar (Barber&Odean, 2001: 261-264).

Aşırı güveni artıran üç neden yüklemeye önyargısı, bilgi yanılması ve kontrol yanılmasıdır. **Yüklemeye Önyargısı:** Kendine atfetme önyargısı olup insanların iyi sonuçları kendi yeteneklerine, kötü sonuçları ise dışsal koşullara bağlama eğiliminde olmalarını ifade eder. Özellikle yatırıma erken başlayan bireysel yatırımcılar açısından erken gelen başarılar, yatırımcıları aşırı güvenli olmaya sevk etmekte ve daha fazla işlem yapmaya yöneltmektedir. Yakın dönemde başarılı olan yatırımcılar daha fazla aşırı güvenli olmakta ve bunun etkisiyle de daha aktif ve daha spekülasyon pozisyonlar almaktadır. **Bilgi Yanılması:** İnsanların daha fazla bilgiye sahip olmakla tahminlerinin doğruluğunun artacağına inanma eğilimi bilgi yanılmasıdır. Herhangi bir konuda daha fazla bilgi edinme bireyin bilgisini artırmak ve daha iyi kararlar vermesini sağlamakla birlikte, bu kural her zaman geçerli değildir. Çünkü bazı bilgiler tahmin etmeye yardımcı olmadığı gibi yanlış yönlendirebilmektedir. Çoğu insan bu bilgiyi yorumlayacak eğitim, tecrübe ve becerilere sahip olmayabilir. İnsanlar yeni bilgiyi önceki inançlarını ve görüşlerini doğrulayacak veya destekleyecek yönde yorumlama eğiliminde olmaktadır. **Kontrol Yanılması:** İnsanlar gerçekte olmamasına rağmen, sonuçları kontrol edebileceğine inandığı an daha fazla aşırı güvenli olmaktadır. Becerilere dayalı gelişen başarılar kontrol edilebilir iken, tesadüfi veya şansa dayalı gerçekleşen başarılar kontrol edilemezdir (Döm, 2003: 62-65).

iii. Optimizm Önyargısı: (Optimism Bias)

İyimserlik önyargısı insanların, gelecek hakkında ve planladıkları durumun sonuçları konusunda aşırı derecede iyimser olmalarıdır. Örneğin, firma yöneticileri kendi firmaları hakkında pozitif performans tahmininde bulunur ve kendi firmalarının başarı şansının aynı kategorideki diğer firmalardan daha yüksek olduğunu savunur. Benzer şekilde bireysel yatırımcılar, sahip oldukları varlıkların yatırım performansı konusunda iyimser bir bakış açısına sahiptir ve rasyonel bir seçim yaptıklarını düşünürler. Optimizm önyargısı, kontrol yanılması kavramıyla ilişkilidir. Yatırımcı, öngörülemeyen fiyat hareketlerini tahmin edebileceğine inanır. Bu durum, yatırımcının riskleri hafife almasına yol açar. Yani yatırımcıya göre kontrol edilebilir olgular daha az riskli olarak görülür. Yatırımcının büyük fiyat

düşüşleri öncesinde varlığını satabileceğine ilişkin inanç, yatırım riskinin düşük olarak belirlenmesine yol açar (Redhead, 2008: 7).

iv. Aşinalık Önyargısı: (Familiarity Bias)

Yatırımcılar tanımadıkları varlıklardan oluşan bir portföy yerine alışılmış yerel varlıkları tercih eder. Yatırımcıların yerel varlıkları tercih etmesinin nedeni, yabancı sermaye üzerinde kur riski ve işlem maliyeti gibi uluslararası piyasalarda oluşabilecek zararlardan korunmaktır. Uluslararası varlık çeşitliliğinin daha yüksek karlar sağlamasına rağmen yerel varlıklar ağırlıklı olarak tercih edildiğinden aşinalık önyargısı uluslararası düzeyde daha belirgindir (Foad, 2010: 278-279).

Aşına olunana yatırım yapma eğilimi, bu hisselerle daha fazla yatırım yapmaya gidilerek düşük çeşitlendirmeye yol açmaktadır. Aşinalık, algılanan riski gerçek riske kıyasla düşük göstermekte ve sonucunda da yatırımcı yeterince çeşitlendirmeye gitmemektedir. Araştırmalar sadece bireysel yatırımcıların değil, profesyonel yatırımcıların da büyük ölçüde bilgi kaynakları ve analiz araçlarına sahip olmalarına rağmen, yerel firmalara yatırım yapma eğiliminde olduğunu göstermektedir. Özellikle de riskli olarak kabul edilen küçük yerel şirketlerin hisselerine çok fazla yatırım yapılmasına neden olmaktadır (Döm, 2003: 83-84).

v. Kendine Atfetme Önyargısı: (Self Attribution Bias)

Kendine atfetme önyargısı, insanların elde ettiği başarılı sonuçları kendi kararlarıyla ilişkilendirirken kötü sonuçları dışsal faktörlere bağlamasıdır. Coval ve Shumway (2005)'in çalışmasında kendine atfetme önyargısıyla kayıptan kaçınma, iki karşıt tutum olarak belirlenmiştir. Kendine atfetme önyargısına sahip profesyonel yatırımcıların kendine güvendiği ve risk alabildiği; kayıptan kaçınma durumunda ise risk alamadıkları bulunmuştur (Baker&Nofsinger, 2010: 317-319).

vi. Geri Görüş Önyargısı: (Hindsight Bias)

Geri görüş önyargısı, “ben zaten biliyordum etkisi” (I knew-it-all-along effect) olarak da tanımlanmaktadır. İnsanlar kendi öngörülerinin doğruluğuna aşırı önem atfetme eğilimindedir. Fischhoff (1975)'in ulaştığı sonuca göre yatırımcılar, başlangıçta sahip olduğu bilgiye aşırı değer vermekte ve hatalarını unutmaktadır. Bu

önyargı, hatalardan ders almayı önleme, diğer önyargılarla birleşerek çıpalama etkisine neden olma ve aşırı risk almaya yönelme bakımından hatalı yatırımcı davranışlarına yol açabilir (Pompian, 2011: 306).

Kahneman ve Riepe (1998)'e göre, geri görüş önyargısı yatırımcı pişmanlığının önemli bir unsuru olup iki yönden zararlıdır. Geri görüş, dünyayı olduğundan daha tahmin edilebilir olduğu yanılsamasını teşvik ederek aşırı güveni artırma eğilimindedir. Geri görüş, çoğu zaman yatırımcıların zihninde makul bir bahisten basit hatalara dönüşmekte ve finansal danışmanların acı bir şekilde öğrendiği ders olmaktadır (Döm, 2003: 79).

vii. Pişmanlıktan (Kayıptan) Kaçınma Önyargısı: (Disposition Effect)

İlk olarak Shefrin ve Statman (1985) sermaye kazançları ve kayıpları arasındaki farkı davranışsal bağlamda incelemiştir. Buna göre yatırımcılar, kazanan hisseleri bir an önce elden çıkarırken kaybeden hisseleri uzun süre ellerinde tutmaktadır. Lakonishok ve Smidt (1986), işlem hacmi ile geçmişteki fiyat hareketleri arasında pozitif korelasyon bulmuştur. Ferris vd. (1988), varlık fiyatlarındaki düşüşün göreceli olarak işlem hacminde düşüşe ve varlık fiyatlarındaki artışın ise, işlem hacminin normalden yüksek gerçekleşmesine yol açtığını bulmuştur (Fogel&Berry, 2010: 65-66). Bu durumda pişmanlık, kazançların ve kayıpların dar olarak çerçevelenmesi sonucu ortaya çıkmaktadır. Yatırımcı portföyündeki dalgalanmalara karşı riskten kaçınır. Eğer bir varlık son yatırım sürecinde iyi bir performans gösterdiyse yatırımcı bundan fayda sağlar ve varlığın gelecekteki değer kayıplarıyla daha az ilgilenir çünkü bu kayıplar önceki kazançlar tarafından tazmin edilir. Yatırımcı varlığın önceki durumdan daha az riskli olabileceğini algılar. Tersine bir varlık kötü bir performans gösterdiyse yatırımcı bunu üzüntü verici bulur ve varlığın değerinde gelecekte başka kayıpların olabileceği konusunda hassas olur. Varlığı önceki durumdan daha riskli bulur (Barberis&Huang, 2001: 1249).

5. DAVRANIŞSAL İKTİSADIN TEMELLERİ: İRRASYONEL YATIRIMCI DAVRANIŞLARI

a. Zihinsel Muhasebe (Mental Accounting)

Zihinsel muhasebe, miyobik kayıptan kaçınma davranışını açıklamaktadır. Thaler (1980) tarafından iktisadi yatırım sonuç ve aktiviteleri değerlendirme ve düzenleme süreci olarak tanımlanmaktadır. Zihinsel muhasebe, hanehalklarının yatırımla ilgili zihinlerinde tuttuğu kayıt ve özetleri içerdiğinden bilişsel süreçlerle ilgilidir. Böylece kişilerin duruma ilişkin kişisel algılarını, onu nasıl kategorize ettiğini açıklar ve bu değerlendirmeye dayanan sonraki kararları düzenler. Böylece belli aktivite ve durumlar farklı mental hesaplarda yer alır (Rink, 2010: 23).

Bu bağlamda, tam olarak rasyonel davranan bir kişinin psikolojik bir süreci ifade eden zihinsel muhasebeye eğilimli kararlar almaması gerekir. Çünkü zihinsel muhasebe, paranın zihindeki (çalışma, miras, kumar, ikramiye vb) çeşitli düzenlemelerine dayalı olarak veya paranın kullanılma amacına yönelik (boş zaman, gereklilik vb.) unsurlara göre pek çok irrasyonel adımlar içermektedir. Para ancak kaynağı ve kullanılma niyeti göz önüne alınmadığı sürece para olarak kalmaktadır (Pompian, 2011: 304).

Zihinsel muhasebeyle ilgili Kahneman ve Tversky'nin kullandığı bir örneği ele alabiliriz: (1) Bir kişinin tiyatro gösterisi için bilet başına 10 Dolar ödemeyi kabul ettiğini ve ödeme yaptığını ancak tiyatroya girdiğinde biletini kaybettiğini varsayalım. Başka bir bilet için 10 Dolar ödemeyi kabul edebilir mi? (2) Bir kişinin tiyatro gösterisi için 10 Dolar ödemeyi kabul ettiğini ancak tiyatroya girdiğinde parasını kaybettiğini varsayalım. Bu kişi bilet satın almak için 10 Dolar ödemeyi kabul edebilir mi?

İlk seçeneği yanıtlayanların sadece %46'sı başka bir bilete yeniden ödeme yapmak için istekliyken ikinci seçenekte 10 Dolarlık kayba rağmen bu kişilerin %88'i bilet için ödeme yapmayı tercih etmektedir. Seçenek benzer şekilde sunulmasına rağmen tercihlerin oldukça farklılaştığı görülmektedir. İlk seçenekte, kişilerin yeni bilet satın alması maliyetli olarak görülmesine rağmen ikincisinde hiç

ödeme yapmamış kişiler bilet için harcama yapmak konusunda istekli davranmıştır (Kahneman&Tversky, 1981: 457).

b. Yatırımcı Duyarlılığı (Investor Sentiment)

Yatırımcı duyarlılığı, yatırımcının varlığın değerine yönelik düşük veya yüksek reaksiyon gösterme sürecidir. Varlık piyasasında oluşan düşük reaksiyon (underreaction), EPH'nin bilginin anında ve tam olarak varlık fiyatlarına yansımaya varsayımının yerine bilginin bir araya gelebilmesinin bir zaman dönemi boyunca gerçekleşeceğine dayanır. Aşırı reaksiyon (overreaction) ise varlık fiyatlarının devamlı olarak yükselebileceği ve bunun, geçmiş fiyat hareketleri yoluyla öngörülebileceği anlamına gelir (Madura&Richie, 2010: 81). Bu konuda yapılan çalışmalar yatırımcının psikolojik önyargılarına dayanmaktadır.

De Bondt ve Thaler (1985), düşük kar getirisi olan hisse senetlerinin standart risk ayarlamalarının yapılmasının ardından sonraki beş yıl içinde önceki beş yıllık periyoda göre belirgin şekilde yüksek kar sağladığını bulmuştur. Üç-beş yıllık bir dönemde varlığa sahip olunan şirketin örneğin kazanç raporu hakkında duyulan iyi haberler, yatırımcının aşırı reaksiyon göstermesine ve şirketle ilgili beklentilerinin aşırı derecede iyimser olmasına yol açar. Bu durum varlık fiyatlarını çok yüksek seviyelere taşır. Sonraki yıllarda yatırımcı, şirket hakkında gerekenden fazla iyimser olduğunun farkına vardığında varlık fiyatları aşağı doğru yönelerek kendini düzeltme eğilimine girer. Benzer şekilde, yatırımcı kaybeden hisseler için kötümser davranır. Yanlış algı doğrulandığında, hisse senetleri yüksek karlar sağlamaya başlar (De Bondt Werner F. M. & Thaler R., 1985: 793-805, Pompian, 2011: 67-68).

Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam (1998), varlık piyasasında oluşan düşük ve aşırı reaksiyonu iki psikolojik önyargıya dayandırmıştır. Birincisi, yatırımcının özel bilgiye sahip olmasından dolayı duyduğu aşırı güven (overconfidence), diğeri ise kendine atfetme (self-attribution) önyargısıdır. Aşırı güven önyargısı, yatırımcının piyasadaki sinyalleri ve bilgiyi değerlendirme konusunda kendi becerilerine ve sahip olduğu özel bilgiye aşırı değer yüklemesi, buna karşın kamuoyuyla paylaşılan bilgiye yeterince önem vermemesidir. Bir varlık piyasasında kendine aşırı güvenen ve ağırlıklı olarak özel sinyallerden bilgi alan

yatırımcıların bulunması aşırı reaksiyona neden olmaktadır. Mevcut bilginin kamuoyuyla paylaşılması durumunda düşük reaksiyon gerçekleşmektedir (Daniel vd, 1998: 1841).

Barberis, Shleifer ve Vishny (1998)'e göre varlık fiyatları, piyasada çıkan haberlere kısa vadede (aylık periyot) düşük reaksiyon, uzun vadede ise aşırı reaksiyon göstermektedir. Bu teoriye göre, bir şirket beklenenin oldukça üstünde bir kazanç duyurduğunda yatırımcılar, söz konusu şirketin hisse senedine yatırım yaparak değerini yükseltir ancak bu değer yeterince yüksek değildir. Altı ay içinde bu hata yavaşça düzeltilerek varlığın gerçek değerini alması sağlanır. Bu kural kötü haberler için de uygulanabilir. Şirket kar paylarında kesinti yaptığını duyurursa varlık fiyatları düşer ancak ilan edilen tarihte yeterince düşük değildir. Birkaç ay içinde fiyatlar aşağıya sürüklenmeye devam eder. Her iki durumda iyi veya kötü haberlerle karşılaşan yatırımcılar, bu haberlere düşük reaksiyon gösterir ve bilgiyi zaman içinde varlık fiyatına tam olarak yansıtır (Barberis vd., 1998: 307-343, Pompian, 2011: 68).

c. Sürü Davranışı (Herd Behaviour)

Sürü davranışı, insanların diğerlerinin karar ve davranışlarına uygun hareket etme eğiliminde olmasıdır. Sürü davranışının ortaya çıkış nedenleri; yatırımcının yetersiz bilgiye sahip olması ve diğer yatırımcıların davranışlarını gözleme gereksinimi duymasındır. Bunun temel nedeni, yatırımcının kendisinde olmayan bilgilerin başkalarında olabileceğine dair inanca sahip olmasıdır. Bazı yatırımcılar, yeterli bilgiye veya önseziye sahip olduğuna inandıkları başka yatırımcıların büyük meblağlı satın alım kararlarını hemen takip ederler. Başka yatırımcılar tarafından gözlemlenen bu grubun hareketi ve onların satın alım kararları ise, sıralı satın alım şelalelerine yol açar ve yatırım aracının fiyatı aniden yükselir. Bu tür bilgi dışsallıklarının yanı sıra korku, açgözlülük, kıskançlık ve pişman olma gibi duygular da sürü davranışının nedeni olabilmektedir (Banerjee, 1992: 797-817). Bu nedenle sürü davranışı her zaman rasyonel sonuçlar doğurmayabilir.

Yatırımcılar diğer yatırımcıların kararlarından etkilendiğinde, sürü davranışı içine girdikleri yatırım kararı hepsi için yanlış olabilir. Örneğin, bir yatırımın karlılığıyla ilgili farklı değerlendirmelere sahip 100 farklı yatırımcının olduğunu

varsayalım. Bu yatırımcılardan 20'si yatırımın karlı olduğunu geri kalan 80'i ise yatırımın karlı olmadığını düşünsün. Her yatırımcı veya yatırımcıların büyük çoğunluğu yalnızca kendi tahmininden haberdar olsun. Eğer tüm yatırımcılar bir araya gelip yatırım hakkındaki bilgi ve değerlendirmelerini paylaşırsa, yatırım yapmanın iyi bir fikir olmadığı konusunda ortak bir karara varacaklardır. Fakat yatırımcılar kararlarını birbiriyle paylaşmaz hatta 100 yatırımcı aynı anda yatırım kararı almaz. Varsayalım ki 20 iyimser yatırımcı arasından birkaç yatırımcı piyasaya girme kararı almış olsun. Geri kalan 80 kötümser yatırımcıdan birkaçı yatırım kararını gözden geçirecektir. Bu durum zamanla çığ etkisi yaratarak 100 yatırımcının da piyasada yatırım yapmasına yol açacaktır. Yatırımın kazançlı olmadığı kesinleştiğinde ise yatırımcılar piyasayı terk edecektir. Bu örnek, bilgi şelalelerini (information cascades) veya bilgi farklılığından doğan sürü davranışını açıklamaktadır (Bikhchandani&Sharma, 2001: 280).

Banerjee (1992)'nin çalışmasında, A ve B olarak adlandırılan iki restoran ve bu restoranların kalitesi hakkında fikir sahibi olan 100 kişi vardır. Bu kişilerden 99'u B restoranının ve sadece 1 kişi A restoranının daha iyi olduğunu düşünmektedir. İlk kişinin A restoranını seçtiği varsayılırsa ikinci kişi, B restoranının daha iyi olduğunu düşündüğü halde ilk kişinin sinyalini alarak A restoranına yönelecektir. Onun bu seçimi sonraki kişi için yeni bir bilgi sağlamayacak ve üçüncü kişinin tercihi ikincisiyle tamamen aynı olacak ve bu durum böylece devam edecek, sonuçta herkes A restoranında toplanacaktır. Eğer ikinci kişi kendi sinyallerini takip etmiş olsaydı, üçüncü kişi onun tercihinin B olduğunu bilebilir ve B restoranını seçer ve diğerleri de onu takip ederdi. Bu örnekte ikinci kişinin kendi bilgisini göz ardı ederek sürüye katılmasının, toplumun diğer kesimi üzerinde negatif dışsallık oluşturduğu görülmektedir (Banerjee, 1992: 798-799).

d. Beklenti Teorisi (Prospect Theory)

Normatif analiz, rasyonalitenin doğası ve karar vermenin mantığı ile ilgilenir. Betimleyici analiz ise, insanların inanç ve tercihlerinin ne olması gerektiği ile değil ne olduğu ile ilgilenir (Kahneman&Tversky, 1984: 341). Betimleyici analiz olarak Beklenti Teorisi, Kahneman&Tversky (1979) tarafından "Beklenen Fayda Teorisi" (Theory of Expected Utility Maximization)'ne alternatif olarak geliştirilmiştir.

Bununla birlikte Beklenti Teorisi'nden önce Beklenen Fayda Teorisi'nin risk ve belirsizlik altında alınan realist kararlar için geçerli olamayacağını Maurice Allais (1953) tarafından gösterilmesi, davranışsal iktisat alanı için önemli bir adımdır. Allais Paradoksu (Allais Paradox) olarak adlandırılan bu kuramda insanlara iki varsayımsal (hypothetical) seçenek sunulmuştur.

Birinci seçenek:

A. 100 milyon (Frank) kazanma garantisi

$$E(U)=P(U_1)$$

$$E(U)=1*100 = 100$$

B. 0,1 olasılıkla 500 milyon kazanma

0,89 olasılıkla 100 milyon, 0,01 olasılıkla sıfır

$$E(U)= P(U_1)+1-P(U_2)$$

$$E(U)= 0,1*500 + 0,89*100 +0,01*0$$

$$E(U)= 139$$

İkinci Seçenek:

C. 0,11 olasılıkla 100 milyon

0,89 olasılıkla sıfır

$$E(U)= P(U_1)+1-P(U_2)$$

$$E(U)= 0,11*100+0,89*0$$

$$E(U)= 11$$

D. 0,1 olasılıkla 500 milyon

0,9 olasılıkla sıfır

$$E(U)= P(U_1)+1-P(U_2)$$

$$E(U)= 0,1*500+0,9*0$$

$$E(U)= 50$$

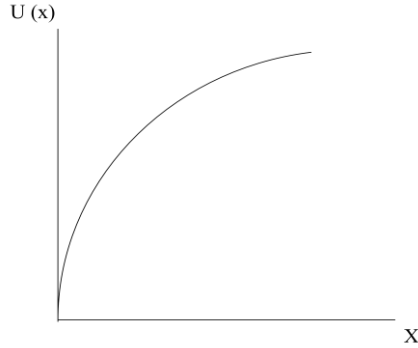
Beklenen Fayda Teorisine göre A'yı B'ye tercih edenler C'yi D'ye tercih edecektir. Fakat Allais'a göre, A genellikle B'ye tercih edilirken D, C'ye tercih edilecektir (Pompian, 2011: 29-30). Böylece Allais, beklenen fayda teorisinin bağımsızlık varsayımının eleştirisini sunmuş ve tercihlerin lineer olmadığını (non-linear) ortaya koymuştur.

Kahneman&Tversky (1979) Beklenti Teorisi modeli, belirsizlik altında yatırımcı davranışlarını ve davranışsal anomalileri açıklar. Beklenti teorisi ile Beklenen fayda teorisi arasında temel farklılıklar bulunmaktadır:

1. Von Neumann ve Morgenstern'in beklenen fayda teorisinde her seçenek, beklenen olasılıkları ile ağırlıklandırılarak toplam faydaya ulaşılır. Kahneman&Tversky'nin seçim teorisi ise, bir varlığın son değerinin yerine kazanç ve kayıplar için değerler tayin eder. Bu teoride karar ağırlıkları önem kazanır. Beklenti Teorisi'ne göre, insanlar düşük olasılıklara fazla; yüksek olasılıklara daha az ağırlık verme eğilimindedir. Yani düşük kaybetme olasılığına rağmen riskten kaçınan; yüksek kaybetme olasılığına rağmen risk alabilen yatırımcılar Beklenti Teorisi'nde karar ağırlıkları ile açıklanır.

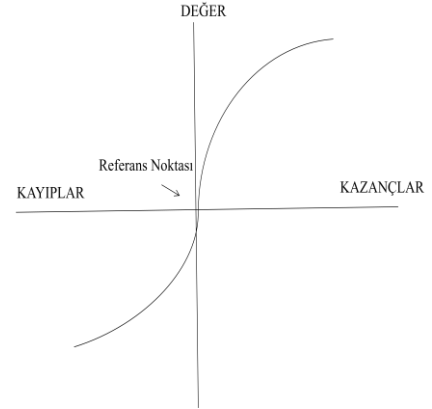
2. Risk Algısı ve Referans Noktası: Beklenen fayda teorisine göre, yatırımcılar riskten kaçınır ve fayda fonksiyonu tüm refah seviyelerinde aşağı doğru içbükeydir (Şekil 2). Beklenti Teorisi ise, yatırımcıların fayda teorisini nasıl sistematik olarak ihlal ettiğini göstermektedir. Beklenti Teorisinde değer fonksiyonu ile fayda fonksiyonu, yatırımcıların subjektif etkisinin yansıtıldığı referans noktası yoluyla birbirinden farklılaşır (Şekil 3). Beklenti teorisinde değer fonksiyonuna göre fayda fonksiyonunun eğimi, referans noktasının altındaki refah seviyeleri için yukarı doğruyken referans noktasından sonraki refah seviyeleri için aşağı doğrudur. Yani kazanç bölgesinde içbükey ve kayıp bölgesinde dışbükey bir fayda fonksiyonu tanımlanır. Yatırımcılar, referans noktasının altındaki seviyelerde risk almaya eğilimliken (risk seeking) referans noktasının üstündeki seviyelerde riskten kaçınır (risk averse) (Kahneman&Tversky, 1979: 263-279). Yatırımcılar, yüksek olasılığa sahip kazançlarda riskten kaçınan; düşük olasılıklı kazanç ve yüksek olasılıklı kayıp koşullarında ise riske açıktır (Liu, 1998: 6).

Şekil 2. Beklenen Fayda Teorisi



Kaynak: Kahneman&Tversky, 1979.

Şekil 3. Kahneman&Tversky Beklenti Teorisi (Riskten Kaçınma Fonksiyonu)



Beklenti teorisinin farklı olasılık düzeylerinde risk algısının değişmesine ilişkin varsayımına göre risk altında karar verme, olasılık ve şans faktörleri arasındaki seçim olarak değerlendirilebilir. Katılımcılardan %25 oranla 3000 \$ kazanma ihtimali ile %20 oranla 4000 \$ kazanma ihtimali arasında seçim yapılması istendiğinde katılımcıların %65'i ikinci seçenek olan %20 oranla 4000 \$ kazanma ihtimalini tercih etmiştir. Bunun aksine katılımcılardan %100 3000 \$ garantili kazanç ile %80 oranla 4000 \$ kazanma ihtimali arasında tercih yapmaları istendiğinde katılımcıların %80'i ilk seçenek olan %100 3000 \$ garantili kazancı tercih etmiştir. Böylece, insanların gerçekleşmesi kesin sonuçlara ihtimal dışı görünen sonuçlara göre daha çok ağırlık verdiği anlaşılmaktadır. Kahneman&Tversky bu durumu "kesinlik etkisi" (certainty effect) olarak adlandırırken, insanların kesin olmayan bir sonucu kesinmiş gibi değerlendirmelerini ise "sözde kesinlik etkisi" (pseudocertainty effect) olarak tanımlamıştır (Kahneman&Tversky, 1979: 266).

Beklenti teorisinin diğer temel varsayımı da "yansıtma etkisi" (reflection effect)'dir. Yansıtma etkisi, elde edilebilecek pozitif kazançların negatifleriyle yer değiştirmesi durumundaki seçimleri gösterir. Yukarıdaki örnekte yer alan 3000 \$ garantili kazanç ve %80 oranla 4000 \$ kazanma olasılığı, negatifleriyle yer değiştirdiğinde 3000 \$ kesin kayıp ve %80 oranla 4000 \$ kaybetme olasılığı durumuna gelir. (3000 \$ garantili kazanç, kayıp bölgesindedir). İlk durumda katılımcıların %80'i 3000 \$ garantili kazancı tercih ederken, yeni durumda %8'i garantili sonucu tercih etmiştir (Kahneman&Tversky, 1979: 268). Sonuçta yatırımcı,

kazanç bölgesinde riskten kaçınırken kayıp bölgesinde risk alarak garantili seçeneği tercih etmemiştir.

Davranışsal iktisat teorileri kapsamında köpük oluşum süreci Gordon modeli çerçevesinde ele alınabilir: Gordon modeli şu şekilde $p_t = \frac{d_t}{(r-g_t)}$ yazılabilir.

$E(d_t) = \{D_1, D_2, \dots, D_n\}$ varlığın gelecekte beklenen kar payı belirli bir bilgi seti dahilinde oluşmaktadır.

$E(d_t) = \{D_1, D_2, \dots, D_{n-1}\}$ ise, yatırımcılar varlık hakkında yeterli bilgiye sahip değildir dolayısıyla varlık fiyatları eksik değeri alır. Bu durum, yeni bilgilere gerektiği kadar önem vermeyen yatırımcıların muhafazakarlık önyargısını açıklamaktadır.

$E(d_t) = \{D_{n-1}, D_n, \dots, D_{n+1}\}$ ise, yatırımcılar varlık hakkında aşırı bilgiye sahiptir dolayısıyla varlık fiyatları aşırı değeri alır. Bu durumda varlık fiyatları, piyasa faiz oranından büyük gerçekleşir ve köpükler oluşur. Optimizm, aşırı güven gibi önyargılar bu sürecin örnekleridir.

6. DAVRANIŞSAL İKTİSAT YAKLAŞIMINDA SPEKÜLATİF KÖPÜKLER

a. Hollanda Lale Köpüğü (1636)

Hollanda lale köpüğü, lale soğanlarıyla ilgili spekülasyon bir çılgınlık olarak ortaya çıkmıştır. Hollanda'da o yıllarda standart olan lale türlerinin aksine yeni geliştirilen renk ve biçimlerdeki laleler yüksek fiyatlarıyla kısa sürede spekülasyoncuları piyasaya çekmiştir. O kadar ki ülkenin endüstrisi lale soğanları lehine durma noktasına gelmiştir. Soylular, çiftçiler, teknikerler, denizciler hatta daha sıradan insanlar bile lale işiyle uğraştılar. 1637'nin başlarında bazı lale kontratları üç ay önceki seviyenin 20 kat üzerine çıkmıştı. Bir örnek vermek gerekirse 1620'lerde özel bir lale soğanı çeşidi (Semper Augustus) fiyatı 1000 florin civarındayken köpüğün ortaya çıkmasından hemen önce 5500 florine kadar değeri almıştı. Bu rakam o yıllarda Amsterdam'da hemen hemen lüks bir ev fiyatına karşılık gelmekteydi (Malkiel, 2010: 5). 1636 yılında lale, Hollanda'nın birçok kasabasında borsalarda

satılmaya ve geleceğe dönük sözleşmelere konu olmaya başlamıştı. Fiyatların yükselmesinin temel nedeni bu sözleşmelerle lale soğanı satın alanların bunları daha pahalıya satarak para kazanabilme düşüncesi idi. Sürekli yeni alıcıların piyasaya girmesi bu beklentiyi yaratmıştı (Eğilmez, 2008). Herkes lale soğanı fiyatlarının sonsuza kadar yüksek kalacağını, yurt dışından gelen insanların lale soğanı için istenilen parayı ne olursa olsun vereceğini düşünmüştü.

Zamanla spekülatif hareketlerle birlikte piyasa fiyatları en üst seviyelere çıkarken piyasaya olan talep gittikçe azaldı. Bunun nedeni, bazı yatırımcıların ihtiyatlı davranarak elindeki lale soğanını satma düşüncesi idi. Zamanla sürü psikolojisiyle diğer yatırımcılar da aynı şekilde davrandı ve bu durum fiyatlarda ani düşümlere yol açtı. Bir lale soğanı, çöküş öncesi fiyatın yüzde 10'una bile satılamadı. Bu süreç, negatif geribildirim içerisinde devam etti, lale soğanındaki fiyat deflasyonu hızla arttı. Ardından 1637'de fiyatlarda çöküş meydana geldi. Sonuçta, bu süreci ülkenin ekonomik aktivitesinde ciddi bir düşüş takip etti. Ülke ekonomisinin toparlanması uzun yıllar aldı. Uzmanlara göre söz konusu fiyat dalgalanmaları, üretim maliyetlerindeki fiyat artışlarından kaynaklanmamıştı. Bundan dolayı lale çılgınlığı, finansal piyasa irrasyonelitesinin bir sonucu olarak kabul edilir (Malkiel, 2010: 5).

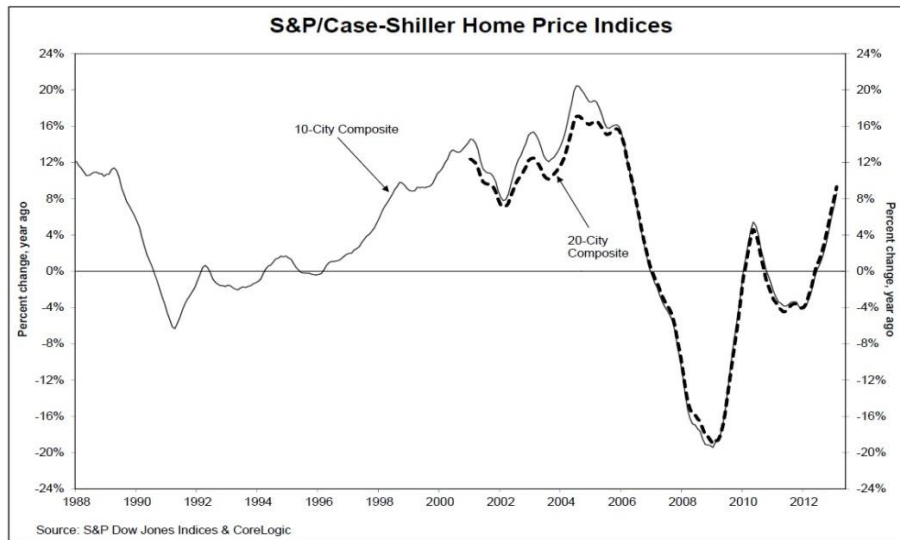
b. Subprime Mortgage Krizi (2008)

i. Finansal Krize Genel Bakış

2007 yılı sonlarında başlayan ve düşük kaliteli (bir başka deyişle riskli) ödünç ve bono'dan (subprime loans and securities) kaynaklandığı öne sürülen finans krizi, kısa sürede önce Avrupa'ya daha sonra da dünyanın diğer ülkelerine yayılmıştır. Başlangıçta yerel bir kriz olarak başlayan süreç, 1929 Büyük Dünya Depresyonu'na benzeyen yeni bir Dünya Krizi'ne dönüşmüştür. Bu kriz, küresel finans sisteminin yarattığı bir krizdir. Mevcut finansal aktiflerin risk durumu, tahvilleştirme (securitization) adı verilen ve mevcut borç senetlerine dayalı yeni borç senetleri ihracına dayalı bir sistemin yaygınlaşması, finansal piyasaların entegrasyonu ve borçla finansmanın (leverage) artması krizi hazırlayan nedenlerdir (Savaş, 2012: 153-154).

2000'li yıllarda finansal piyasalarda yaşanan likidite bolluğu likiditenin karlı alanlara transferini de gerektirmiştir. Bu operasyonların başında konut kredileri gelmektedir. Bankalar herhangi bir işi, geliri veya varlığı olmayan kişilere bile kredi vermeye başlamışlardır. Kamuoyunda NINJA (No income, no job, no asset) kredileri olarak bilenen bu uygulamalar, varlık fiyatlarının özellikle de konut fiyatlarının çok hızlı bir şekilde artmasına yol açmıştır. Bir kısım konut kredisinde başlayan geri ödeme problemleri sonucunda banka portföylerindeki hacizli konut sayısı artmaya başlamıştır. Bankaların bu konutları piyasaya arz etmesi konut fiyatlarında düşüşe yol açmıştır. Bu durumda halen kredisini ödemekte olan bazı konut kredisi kullanıcılarının ellerindeki evlerin değeri, kalan kredi ödemelerinin net bugünkü değerinin altında kalmıştır. Dolayısıyla bu kişiler de evlerinin anahtarlarını zarflara koyup (jungle mail) bankalara göndererek kredi geri ödemelerinden vazgeçmişlerdir. Burada dramatik olan şey, kredi geri ödemelerinin bankalar tarafından diğer mali kuruluşlara satılması ve bu evleri teminat olarak alan sermaye piyasası araçlarının yaygınlığıdır. Bu nedenle zararlar domino taşları gibi bir mali kuruluştan diğerine sirayet ederek büyümüş ve mali sistemin temel taşları niteliğindeki kuruluşların iflasına yol açmıştır (Alantar, 2009: 2).

Şekil 4. S&P/Case Shiller Konut Fiyat Endeksi



Kaynak: <http://us.spindices.com>

Şekil 4'de, S&P/Case Shiller konut fiyat endeksine göre, 2000'li yıllar boyunca konut fiyatlarının aşırı değerlenmesinin ardından 2009 yılında dip yaptığı ve

köpüğün patlamasının ardından eski seviyelerine geri döndüğü görülmektedir. Bu konjonktürün açıklanmasında Demiroğlu'nun "ABD Eşik altı (Subprime) Finans Krizi" adlı çalışması yol gösterici olacaktır. Bu çalışmada; ABD'ye net sermaye girişi, FED faiz oranları, hanehalkı borç ve faiz oranları, düşük faiz sonucu kredi genişlemesi, eşik altı kredilerinde artış, eşik altı kredilerinin seküritize edilme oranı incelenmiştir. Krizin nihai etkileri olarak konut fiyatlarındaki düşüş, batık konut kredisi oranlarındaki artış, konut kredisine dayalı menkul kıymetlerin değerindeki düşüş, interbank piyasasında borçlanma maliyetinin durumu, konut kredisine dayalı menkul kıymetler/sermaye, kaldıraç: toplam varlıklar/sermaye oranları, dünya konut fiyatları, krizden etkilenen ülkelerin reel ekonomik durumu ele alınmıştır.

Bu bağlamda, ABD'ye net sermaye girişi 2000'li yılların başında yaşanan resesyon dönemi haricinde 1990'lı yıllardan itibaren sürekli artan bir trend izlemiş, 2007 yılında 800 milyar \$'a yakın bir zirveyi görmesinin ardından 2008 ve 2009 yıllarında iki aşamalı dip yaparak 100 milyar \$'ın altına gerilemiştir. 2000'li yılların ortalarına kadar FED faiz oranlarının %1'ler düzeyinde seyretmesi konuta yatırım için tetikleyici olmuştur. 2000'li yıllara kadar %6-12 bandında dalgalanan hanehalkı tasarruf oranı ile ters yönlü bir ilişki içinde bulunan ve %60-70 seviyelerinde dalgalanan hanehalkının harcanabilir gelir içindeki borç oranı 2000'li yıllar boyunca tamamen değişmiştir. Mortgage krizinin yaşandığı 2008 yılında hanehalkı tasarruf oranı %2 seviyesine düşmüş; borç oranı harcanabilir gelirin %130'una ulaşmıştır. Toplam eşik altı kredi miktarı 2000 yılı başında 100 milyar \$ seviyesinde iken mortgage krizi öncesinde 700 milyar \$'a yaklaşmış, konut köpüğünün patlamasıyla 100 milyar \$'ın altına gerilemiştir. Eşik altı kredilerin konut kredileri içindeki oranına bakıldığında, 2000 yılı başında %10 iken 2005-2006 döneminde %20'ye ulaştığı; 2008 yılında %2'ye gerilediği görülmektedir.

Seküritizasyona dayalı bankacılık yani kredilerin bilançoda tutulmayı menkul kıymete dönüştürüldüğü dönemle birlikte eşik altı kredilerin seküritize edilme oranı 2000 yılı başında %40 seviyesinde iken 2007 yılında %100'ü aşmış ve konut köpüğünün patlamasıyla %20'nin altına gerilemiştir. Konut fiyat endeksi, sürekli artan bir trend izlemiş ve zirve yaparak 190 puana yükselmiş, 2006 yılının ardından düşmeye başlayarak 120 puan seviyelerine inmiştir. Batık konut kredisi

oranları da radikal bir artış göstererek 2005 yılında %1'ler seviyesinden konut köpüğünün patlamasıyla %12'ler seviyesine çıkmıştır. Bu dönemde batık kredilere teminat olan konutların bankalar tarafından likidite elde etmek için satışının ardından konut arz fazlası olması nedeniyle konut fiyatlarının daha da düşmesi batık konut kredilerin sayısı ve miktarını daha artırmış bir nevi kartopu etkisi yaratmıştır. Konut kredisine dayalı menkul kıymetler de hızla değer kaybetmiştir.

Bankalar açısından bilançoda tutulan konut kredilerinden ve konut kredisi teminatlı menkul kıymetlerinden ötürü zarar edilmiştir. Repo işlemlerine uygulanan ek maliyetlerin artması fonlama maliyetini yükseltmiş ve borçları döndürmeyi zorlaştırmıştır (özellikle yüksek miktarda kaldıraç ve repo kullanan yatırım bankaları). İnterbank piyasasında borçlanma maliyetlerinin aşırı derecede yükseldiği (normal seviye olan %0-1'den %5 seviyelerine çıkması), mortgage krizinin ardından eski seviyelerine döndüğü görülmüştür. Bankaların sermayeleri içinde konut kredisine dayalı menkul kıymetler oranı Bear Stearns, M. Lynch ve Lehman Brothers gibi bankalarda aşırı ölçüde artmıştır. Reel ekonomi açısından 2009 yılında büyüme oranlarının negatife döndüğü, işsizlik oranlarının arttığı, cari açık/GSYİH, kamu borcu/GSYİH ve bütçe açığı/GSYİH oranlarının normal değerlerinden oldukça saptığı görülmüştür. Özetle, bu krizin ortaya çıkmasında kredi mekanizması çok önemli bir rol oynamıştır. İpotek teminatlı krediler sürekli alınıp satılarak yeni kredilere dönüşmüş, toplam borçlarla harcanabilir gelir arasındaki bozulma bir noktaya kadar taşınabilir sınırların çok ötesine geçmiştir. Böyle bir durumda faizlerde çok küçük bir değişme domino etkisi yaratarak konut fiyatlarının çökmesine yol açmıştır.

ii. Finansal Krizin Davranışsal Anatomisi

Subprime mortgage krizi davranışsal iktisat teorileri bağlamında ele alınabilir. Kriz öncesi dönemde aşırı kredi genişlemesi, *akıldışı coşkunculuk (aşırı güven)*; varlık piyasalarında özellikle konut piyasasında akıldışı coşkunculuk, yanlış fiyatlanmış konut piyasasına ilişkin varlıklar, *akıldışı coşkunculuk (aşırı güven, çıpalama)*; varlık sahiplerinin piyasaya göre değerlendirme sonucu oluşan sermaye açığını fonlamadaki yetersizlikleri, *sınırlı arbitraj*; kredi verenlerin/traderların finansal kuruluşlar tarafından yetersiz gözetimi, *yetersiz risk yönetimi, aşırı gurur (aşırı güven)*,

kurumsal hatalar; banka dışı finansal kuruluşların krizi şiddetlendiren aşırı kaldıraç kullanımı, *yetersiz denetim*, *yetersiz risk yönetimi (aşırı güven)* ile açıklanabilir.

Davranışsal iktisat açısından küresel finansal kriz değerlendirildiğinde, küresel finansal krizin ortaya çıkmasında etkili olan faktörleri; temsililik hevristik ve aşırı önem atfetme önyargısı, bilişsel uyumsuzluk ve inanç manipülasyonu, yatırımcı ve yöneticilerin hırsı, korku, kayıp ve belirsizlikten kaçınma, aşırı güven, sürü davranışı, sınırlı rasyonellik, bu defa farklı sendromu şeklinde sıralamak mümkündür (Bayar&Kılıç: 2012: 186).

Temsililik Hevristik: Yatırımcıların geçmişte elde ettiği başarı, kazanç, kar payı vb. kazanımları çok uzak geleceğe taşımalarıdır. Kahneman&Tversky (1974)'nin temsililik hevristik olarak adlandırdığı bu varsayıma göre, yatırımcıların çok küçük verilerden çok güçlü çıkarımlar elde etmeleri tahminin aşırı ağırlıklandırılmasına yol açar. ABD'de konut piyasasındaki yatırımcılar konut fiyatlarında gelecekteki artışları öngörürken geçmişteki fiyat artışlarına aşırı önem atfetmişlerdir. Bu durum, yatırımcıların yeni konutlara fazla ödeme yapmalarına ve aşırı yüksek kredi-değer oranlarında kredi almalarına yol açmıştır. Temsililik hevristik, yatırımcıların temsililik zihinsel kısayolunu safça kullanmalarından veya konut fiyatlarındaki yükselişin devam edeceğine yönelik inançlarından kaynaklanmış olabilir (Barberis, 2011: 5).

Bilişsel Uyumsuzluk ve İnanç Manipülasyonu: Bankaların mortgage bölümünde çalışanlar ve derecelendirme kuruluşlarındaki analistler inançlarını manipüle ederek bilişsel uyumsuzluktan kaynaklanan rahatsızlık duygusuna tepki vermiş olabilirler. Örneğin, analiz ettikleri ürünün riskli olmadığını ve AAA'yı hak ettiğini veya konut fiyatlarının yıllardır yükseldiğini ve bundan sonra da yükselmeye devam edecekleri için eşikaltı segmentte temerrüde düşme oranının düşük seviyede kalacağını kendi kendilerine söyleyerek bu rahatsızlığı ortadan kaldırmış olabilirler. Temsililik hevristikine göre insanların geçmişteki trendlerin gelecekte de devam edeceğine dair doğal bir eğilimleri vardır. Bu zihinsel kısayol da söz konusu argümanları mantıklı kılmış olabilir (Bayar&Kılıç: 2012: 187).

Yatırımcı ve Yöneticilerin Hırsı: Hırs, yatırımcıları riskli yatırıma girme konusunda öne çıkar ve onları motive eder. Hırs, ABD’de finansal kriz ortaya çıkmadan son birkaç yıl önce yatırımcı davranışlarını yönlendiren itici güç olmuştur. Piyasanın uzun süreli yükselişi ile cesaretlenen yatırımcılar, yüksek kar getirisi için kurumsal yöneticiler ve bireysel fon yöneticileri üzerinde baskı oluşturmuşlardır. Kurumsal ve varlık yöneticileri, bu beklentileri karşılayabilmek için yüksek riskli ticari ve finansal stratejileri kabul etmişlerdir (Bayar&Kılıç: 2012: 188).

Korku, Kayıp ve Belirsizlikten Kaçınma: Korku ve hırs, yatırım kararlarında insanlara rehberlik eden iki duygu türüdür. İnsanlar yaşam standartlarının düşmesinden duydukları korku nedeniyle özellikle mevcut paranın değerindeki düşüşü önleme yoluyla tasarruflarının değerini koruma eğilimindedir. Hırs ise, tüketimde hızlı bir artış ve daha yüksek bir yaşam standardına geçme arzusunu ifade eder. Herhangi bir anda korku veya hırsın üstün olmasına göre riskten kaçınma artar veya azalır (Szyszka, 2010: 124-131). Yatırımcılar, piyasanın yükseldiği dönemde daha yüksek risk alıp daha fazla yatırım yaparak daha fazla kazancı hedefler. Piyasa düşüşe geçtiğinde ise, yatırımcılar hızla kaybetmeye başlar, fiyatlar dibi görse dahi yatırım yapmaktan kaçınır, kaybetmekten korkar (Yao&Luo, 2009: 673).

Panik güdülü satışlar fiyat düşüşlerindeki artışları yükseltmiştir. Böylece küresel finansal krizin başlangıç evresinde korku, paniğe dönüşerek oluşturduğu düşüş sarmalı varlıkların değer kaybını artırmıştır. Panik evresinden sonra çok sayıda şirket değer kaybetmesine ve alım için cazip duruma gelmesine rağmen korku, yatırımcıların hisse senedi piyasalarına dönmesine engel olmuştur. Bu evrede de piyasalarda fiyat düşüşleri göreceli olarak daha az, ancak işlem hacmi düşük olarak gerçekleşmektedir. Portföylerdeki riskli varlıklarda düşüşler yaşandıktan sonra kurumsal ve bireysel yatırımcılar korku ile eş zamanlı olarak kayıp ve belirsizlikten kaçınmada yükselişler yaşarlar. Bu durum, yatırımcıların portföylerindeki söz konusu varlık miktarlarını azaltmaya yol açar. Böylece söz konusu varlıkların fiyatları daha da düşer. Küresel finansal krizde ABD’de konut piyasasındaki spekülasyon balon sönmeye başladıktan sonra, özellikle mortgagelara dayalı türev ürünlerinden hızla kaçış, söz konusu finansal ürünleri değersiz hale getirmiştir (Bayar&Kılıç: 2012: 188-189).

Aşırı Güven: Aşırı güven, yatırımcıların tahminlerine aşırı önem atfetmeleridir. Bu teoriye göre, yatırımcılar varlığın temel değerini tahmin etme çabasıyla bilgi toplayıp analiz ettiğinde, bu bilginin faydası konusunda aşırı güven duyar. Varlık hakkında sağlam bilgiye duyulan güven, varlık fiyatlarını yukarı doğru iter (Barberis, 2011). Finansal krizden önceki yıllarda aşırı güven ve gerçek dışı iyimserlik, riskin eksik değerlendirilmesine yol açmış, doğrulama önyargısı ise yatırımcıların asla bitmeyecek görünen boğa piyasasına inançlarını azaltabilecek bazı uyarıları fark etmelerini önlemiştir. Hanehalkı sektörü, şirket ve finansal sektör ortaya çıkabilecek kırılma noktaları ve dengesizlikleri önemsemeyerek kaldıraç kullanımlarını artırmıştır. Tüm kesimler, faiz oranlarının uzun süre çok düşük seviyelerde kalacağı yanılığına ve spekülasyon varlık balonu için gerekli akıldışı coşkunluğa neden olacak likiditeye sahiptir. İyimserlik, sürekli daha yüksek getiri arayışı içerisinde yağma şeklinde kredi verilmesi ve etik davranışın çökmesine neden olmuştur. Herkes kazançları aşırı değerlendirirken, riskin maliyetini eksik değerlendirmekteydi (Bayar&Kılıç: 2012: 189-190).

Sürü Davranışı: Varlık fiyatlarındaki hızlı yükselişi hisse senedi ve emtia piyasalarında fiyat rallisi takip eder. Bu durumda, piyasa katılımcılarının sürü davranışından önemli ölçüde etkilenen spekülasyon köpükleri oluşur. Boğa piyasası boyunca irrasyonel yatırımcılar, temel bilgilerine dayanarak değil önceki fiyat artışlarını gözlemleyerek ve diğer yatırımcıların davranışlarını taklit ederek spesifik varlık satış kararı alır. Yatırımcı varlığın fiyatında başka artışlar beklediğinde veya varlık fiyatının göreceli olarak pahalı olduğunu göz ardı ettiğinde yatırım kararı alır. Yatırımcıların motivasyonu veya düşünce biçimi varlık fiyatının herkesin ona yatırım yaptığı için artacağı düşüncesine dayanır (Szyszka, 2010: 128). Finansal kuruluşlar yarat-dağıt modelini kullanarak eş zamanlı olarak aynı alanlara çok fazla yatırım yapmışlardır. Yarat-dağıt modeli finansal kuruluşlara zayıf yapılandırılmış, düşük fiyatlı ürünleri satma olanağı vermiştir. Ancak finansal krizle birlikte söz konusu kuruluşların büyük kısmı iflas etmiştir. Ayrıca küresel finansal kriz öncesinde hemen hemen kimse risk modellerinden şüphe duymamaktaydı. Küresel finansal krizle birlikte derecelendirme kuruluşları başta olmak üzere kullanılan risk modellerinin yetersiz olduğu ortaya çıkmıştır (Bayar&Kılıç: 2012: 190).

Sınırlı Rasyonellik: ABD’de konut piyasasındaki iştirakçilerin akıldışı coşkunu (irrational exuberance) söz konusu piyasada fiyatların sürdürülemez şekilde yıllarca yükselmesine ve böylece spekülasyonun ortaya çıkmasına yol açmıştır. Ayrıca küresel finansal kriz öncesi küresel bolluk döneminde, türev piyasalarında işlem hacmi ve türev araçlarının karmaşıklığı büyük oranda artmış, türev araçlarına dayanan yeni türev araçları geliştirilmiştir. Menkul kıymetleştirilen mortgage portföyleri yatırımcının değerlendiremeyeceği güçlükte farklı kalitedeki borçlardan oluşturulmaya başlanmıştır. Bu nedenle birçok yatırımcı, derecelendirme kuruluşlarının tavsiye ve değerlendirmelerini sorgulamadan kabul etmiş, aynı zamanda türevleri değerlendirmek için baz oluşturan yeni parametrelere ve endekslere güven de yaygınlaşmıştır. Ancak küresel finansal kriz derecelendirme kuruluşlarının başarısızlığını doğrulamış, söz konusu kuruluşlar özellikle mortgage'lara dayalı finansal ürünlerin risk değerlendirmesinde çok sayıda hata yapmışlardır.

Bu Defa Farklı Sendromu: Daha önce yaşanan finansal krizlerden farklı olarak ancak diğer yaşanan krizlerde olduğu gibi bu kriz öncesinde de insanlar küreselleşme, teknolojiye ilerleme, finansal sistemin gelişmişliği ve para politikalarının geçmişe göre daha iyi anlaşılması ve borçların seküritizasyonu nedeniyle bu defa farklı olduğuna inanıyorlardı. Bundan dolayı ev fiyatları iki katına çıkmış, hisse senedi fiyatları yükselmiş, bunların hepsi dışarıdan borçlanma ile sağlanmıştır. Ancak bu defa da diğer krizlerde olduğu gibi spekülasyonun balonun sönmeye başlamesiyle birlikte küresel finansal kriz ortaya çıkmış ve bu defa da durumun farklı olmadığı anlaşılmıştır (Bayar&Kılıç: 2012:190-191).

Görüldüğü gibi, geleneksel rasyonelitenin aksine yatırımcı psikolojisini yönlendiren pek çok faktörün etkisi altında alınan kararlar sınırlı rasyoneliteye işaret etmektedir. Dolayısıyla davranışsal iktisat alanı finansal krizleri açıklamada hem yol gösterici hem de önyarguların azaltılması konusunda itici bir güç olmaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

GAYRİMENKUL PİYASASI VE GAYRİMENKUL KÖPÜĞÜ

Gayrimenkul, en temel ihtiyaçlardan birisi olan barınma ihtiyacının karşılanmasını sağlayan fiziksel mekanla birlikte henüz inşa edilmemiş boş alanları da kapsayan ulusal yapı stokudur. Gayrimenkul, dayanıklı bir sermaye malı olduğundan üretimi ve fiyatı piyasada belirlenir. Gayrimenkul piyasasında hem tüketim hem de yatırıma konu olan malların alım-satımı yapılır. Bu piyasaya konu olan mallar, konut, arsa, tarla vb. farklılaştığından hem barınma amaçlı olarak tüketime yönelik, hem de sevet saklama aracı olarak yatırıma yöneliktir. Alım-satıma konu olan malların heterojen yapıda oluşu, küçük birimlere ayırlanamaması, işlem maliyetlerinin yüksek oluşu ve sabit oluşu gibi kendine has bir takım özelliklerinden dolayı tam rekabet piyasasından ayrışır.

Mekan piyasası, bir gayrimenkulün kullanım piyasasıdır. Bu nedenle kullanım veya kiralama piyasası olarak adlandırılır. Bu piyasanın talep tarafında, mekanı tüketim veya üretim amacıyla kullanmak isteyen bireyler, hanehalkları ve firmalar vardır. Arz tarafında ise, mülklerini kiraya vermek isteyen gayrimenkul sahipleri vardır. Bir mekanın belirli bir süre için kullanma hakkının fiyatına kira denir. Kira, mekan piyasasında belirlenen kiralama fiyatı ile ilgili mekanın değeri ve arz talep dengesi için sinyal vazifesi de görür. Arz sabit kalmaya devam ettikçe kullanım değerinin artmasıyla kiralar da artma eğilimi gösterecektir (Büyükduman, 2014: 62).

Bir varlık türü olarak konut fiyatlarında meydana gelen fiyat köpüğü, aralarında ABD, Avustralya, Japonya, İngiltere, İrlanda ve İsveç'in olduğu gelişmiş ülkelerde gözlemlenmiştir. Dünyanın en büyük ekonomisi olan ve ABD'de 2006 yılında başlayan ve etkisi tüm dünyaya yayılan finansal kriz konut fiyat köpüğü kaynaklıdır. Konut fiyat köpüğünün oluşumu arz ve talep yönlü birçok faktöre bağlanmaktadır. Reel gelirlerde meydana gelen artışın yanı sıra hükümetin konut sahipliğini teşvik eden vergi politikaları, görece düşük faiz oranları, gevşek kredi politikaları ve hatalı beklentiler ABD'de konut fiyat köpüğü oluşumunda başlıca etkenler olarak sayılmaktadır (Büyükduman, 2014: 93).

Bununla birlikte, yatırımcıların sahip olduğu çeşitli bilişsel önyargılar/duygular nedeniyle piyasa fiyatları mevcut bilgiyi tam olarak yansıtmaz. Örneğin, Mortgage krizi sırasında yatırımcılar/yöneticiler temsililik hevristikleri, sınırlı rasyonalite, aşırı güven ve risk alabilirlikteki artış, iyimser beklentiler, sürü davranışı gibi psikolojik duygu/önyargıların etkisi altında kalmıştır. Diğer taraftan arbitrajcular, varlığın aşırı değerlendirildiğini görmelerine rağmen risk primi elde edebilmek veya işlem maliyetlerinden kaçınmak için piyasada kalmayı sürdürmüştür. Bu durum, fiyatların aşırı artmasına ve sonuçta köpüklere yol açmıştır.

Mortgage krizinde yatırımcılar, konut piyasasında önceki dönemlerde yaşanan fiyat artışlarını ve piyasada fiyatların artacağı yönündeki sinyalleri birlikte değerlendirerek konut fiyatlarındaki yükselişin devam edeceğini öngörmüşlerdir. Ayrıca ellerindeki varlıkları değerlendirme konusunda rasyonalitelerini kaybederek kendilerini tamamen piyasadaki sinyallere ve aracı kurumların tahminlerine bırakmışlardır. Yatırımcılar, varlığın temel değerini tahmin etme çabasıyla bilgi toplayıp analiz ettiğinde, bu bilginin faydası konusunda aşırı güven duymuşlardır. Sahip oldukları varlıkların yatırım performansı konusunda iyimser bir bakış açısına sahip olup rasyonel bir seçim yaptıklarını düşünmüşlerdir. Bazı yatırımcılar ise, yeterli bilgiye veya önseziye sahip olduğuna inandıkları başka yatırımcıların büyük meblağlı satın alım kararlarını takip etmişlerdir.

A. GAYRİMENKUL PİYASASININ YAPISI VE İŞLEYİŞİ

Gayrimenkul piyasaları diğer mal ve hizmet piyasalarından belirgin bir şekilde ayrılmaktadır. Gayrimenkulün doğasından kaynaklanan özellikler nedeniyle gayrimenkul piyasasının kendine özgü bir işleyişi vardır ve gayrimenkul piyasası tam rekabetçi bir piyasa olarak kabul edilmez. Konut talebi, diğer faktörler sabitken çeşitli fiyatlardan satın alınmak istenen konut veya konut hizmeti miktarıdır. Bu nedenle konut fiyatının temel belirleyicisi taleptir. Konut fiyatıyla konut talebi arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. Yüksek konut fiyatlarından daha az konut talep edilirken, düşük konut fiyatlarından daha fazla konut talep edilecektir. Konut fiyatındaki değişimin konut fiyatına etkisi konut talebinin fiyat esnekliğine bağlıdır. Konut talep esnekliği konut talebinin fiyata olan duyarlılığının bir ölçüsüdür. Konuta

talep hanehalkı sayısı tarafından oluşturulur. Yıllık hanehalkı büyümesi yani net hanehalkı oluşumu, konut talebindeki değişimin göstergesidir. Hanehalkı oluşunca oturulacak konutu satın alma veya kiralama kararı vermek gerekir. Bu aşama, mülkiyet tercihini belirlemektedir. İstihdam ve servetten kaynaklanan nakit akımları hanehalkı gelirlerini oluşturmaktadır. Hanehalkının sahip olduğu reel ve finansal varlıklar ise serveti oluşturur. Hanehalkları servetlerini oluşturan varlıklardan gelir elde eder. Hanehalkının geliri arttıkça talep edeceği konut hizmeti miktarı da artacaktır. Yaşam döngüsü ve demografik faktörler, konut tüketiminin yanı sıra konutların fiziki ve teknik özelliklerini de etkiler. Zevk ve tercihler de konut talebini belirleyen diğer bir unsurdur (Büyükduman, 2014: 63-79).

Konut arzı, konut fiyatları ile konut stoğu arasındaki ilişkiyi ifade etmektedir. Konut arzı farklı konut fiyatlarında toplam konut stoğudur. Kısa dönemde konut arzı mevcut konut stoğu tarafından belirlenmektedir. Talepte meydana gelecek değişmeye arz hemen karşılık veremeyeceğinden kısa dönemde arz sabittir. Yeni konut üretimi kısa dönemde gerçekleştirilemez. Talebin artmasıyla konut fiyatlarında meydana gelecek artışın teşvikiyle konut üreticilerinin harekete geçmeleri ve yeni konutları arz etmeleri birkaç yıllık bir süre gerektirebilir. Uzun dönemde konut fiyatları ile konut arzı arasında doğrusal bir ilişki vardır.

Diğer faktörler sabitken, konut fiyatları arttıkça konut üreticileri yeni konutlar üreterek konut stoğunu artıracaklardır. Konut arzının esnek olmamasının başlıca sebebi arsa kıtlığıdır. Nüfusu artan kentler genişlemektedir. Kentlerin genişlemesiyle insanlar daha çok yapıya ihtiyaç duymaktadır. Bu nedenle yeni yapıların konduurulacağı yeni arsaların üretilmesi gerekir. Yeni arsalar daha çok tarımsal arazilerin yapılaşmaya açılmasıyla üretilmektedir. Konut fiyatları sabitken, malzeme ve işgücü maliyetlerindeki bir artış konut arzını olumsuz etkiler. Artan konut maliyetleri, konut üreticilerinin karlılığını azaltarak konut üretiminin azalmasına neden olur.

Konut piyasaları devlet müdahalesi nedeniyle tam rekabetten uzaktır. Devlet, kaynakların etkin dağıtılması, servet ve gelir dağılımının iyileştirilmesi, politik ve sosyal düzenlemeler yapılması amacıyla bu piyasaya müdahale eder. Konut piyasasına en yaygın devlet müdahalesi hukuki altyapı alanındadır. Tapu kadastro

kurumlarının işleyişi, mülkiyet haklarının tescil ve kaydedilmesi, mülkiyet haklarının devri ve kullanımına yönelik sözleşmelerin şekil şartlarının düzenlenmesi, emlak aracılığı ile konut finansman kuruluşlarının faaliyet esasları ve sınırları yasalarla belirlenmektedir. Arazi kullanımına yönelik imar düzenlemeleri de en önemli kamusal müdahale şeklidir. Mevcut arazilerin kullanım koşulları kamusal planlama ile belirlenir. Devlet, kira kontrolleri ile piyasada oluşan fiyatlara doğrudan müdahale edebilmektedir. Toplumdaki nüfus profilini ve servet dağılımını etkilemek amacı taşıyan bu kontroller, kiraların aşırı yükseliş gösterdiği dönemlerde uygulanmaktadır. Devletin konut piyasasına yönelik müdahale yöntemleri arasında vergi ve sübvansiyonlar da yer almaktadır. Konut sahipliğinden ve konut işlemlerinden alınan vergiler piyasa dinamiklerini etkilemektedir. Devlet, kendisi konut üreterek konut piyasasına doğrudan müdahale edebilir. Devlet, genellikle düşük gelir gruplarına yönelik konut üretiminde bulunur. Düşük gelir gruplarına yönelik konut üretimi sosyal konut politikası olarak adlandırılır (Büyükduman, 2014: 79-86).

Konut piyasalarında fiyatlar, arzın talebe gecikmeli karşılık vermesi nedeniyle dalgalı bir seyir izler. Bu nedenle konut piyasasında fiyatları etkileyen şoklar daha çok talep yanlıdır. **Talepteki artış**, öncelikle mevcut gayrimenkullerin doluluk oranını yükseltir. Boşluk oranlarındaki azalma, kira ve fiyatlarda artışa yol açar. Artan taleple yükselen kira ve fiyatlar, kar potansiyelini arttırdığından yatırımcılar harekete geçer. Yeni inşaatların devreye girmesiyle konut arzı yavaşça artmaya başlar. Konut arzının artmasıyla boşluk oranları da artar. Artan boşluk oranları, kira ve fiyatları düşürür. Düşük kira ve fiyatlar nedeniyle yeni inşaat faaliyetlerinin karlılığı düşer. Karlılığın düşmesinde artan inşaatlar nedeniyle malzeme ve işçilik maliyetlerindeki artışın da katkısı olur. Yatırımcılar inşaat piyasasından çekilir. **Talepteki düşüş**, boşluk oranlarını artırır. Boşluk oranlarındaki artış, kira ve fiyatları düşürür. Düşük kira ve fiyatlar, alıcıları harekete geçirir. Boşluk oranları azalmaya başlar. Talep yeniden artışa geçerek piyasa dengeye gelir.

Konut ve sermaye piyasası birbiriyle etkileşim içindedir ve “**servet etkisi**” merkeze alınarak açıklanabilir. Herhangi bir varlık sınıfında meydana gelen fiyat artışı, “servet etkisi” ile tüketim ve yatırım harcamalarını artırır. Örneğin, konut fiyatlarındaki artış, tüketici güveninde artışa, dolayısıyla tüketim harcamalarında bir

artışa yol açarak genel ekonomide bir canlanmaya neden olmaktadır. Ekonomik canlanma ise, şirket karlılıklarında artış beklentisi yaratmaktadır. Şirket karlılıklarında artış beklentisi ise, hisse senedi fiyatlarında yükseliş olarak kendini göstermektedir. Konut ve sermaye piyasaları arasındaki etkileşim, “*yatırımcıların portföy tercihleri*” ekseninde de açıklanabilir. Bu yaklaşıma göre, bir varlık türündeki fiyat artışı, diğer varlıklara yönelik talebi artırabilmektedir. Yatırımcılar, bir varlığın portföy içindeki nispi ağırlığı diğer varlıklara göre yükseliş gösterdiğinde yükselme gösteren varlığı satarak, diğer varlıklardan alım yapabilir. Bu nedenle, bir varlık piyasasında meydana gelen fiyat artışı diğer varlıklara yönelik talep yaratarak, diğer varlık piyasalarında da fiyat artışına yol açabilir. Konut ve sermaye piyasaları arasındaki etkileşim, “*geri bildirim*” (*feedback*) etkisi ile de açıklanabilir. Geri bildirim etkisi, farklı varlıkların fiyat değişimleri arasında negatif bir bağ kurulmasına neden olabilir. Bir varlığın geçmiş dönemlerde iyi bir performans göstermiş olması, gelecek dönemlerde de benzer bir performans göstereceği beklentisini güçlendirmektedir (Büyükduman, 2014: 87-91).

1. GAYRİMENKUL PİYASASI: TANIM VE TEORİK ÇERÇEVE

Gayrimenkul, en genel anlamda inşa edilen alanlarla birlikte tüm boş alanları kapsayan ulusal yapı stoku olarak tanımlanır. Konutlar, fabrikalar, ofis ve işyerleri, kamu binaları, okullar, yollar, park ve bahçeler, barajlar ve boş araziler gayrimenkul tanımına dahildir. Bu binalar; firmalar, hükümet ve kar amacı gütmeyen kuruluşlar tarafından işyerleri olarak ve hanehalkları tarafından ikamet amacıyla kullanılır. Bu açıdan tanımlandığında, tüm gayrimenkullerin değeri ulusal servetin en önemli bileşeni olmaktadır. Diğer ekonomik değişkenler gibi gayrimenkul de akım ve stok değişkeni olarak ölçülebilir. Gayrimenkul piyasasında akım, yeni binaların her yıl belirlenen değeridir. Stok ise, mevcut binaların ya da tüm alanın toplam değeridir ve ulusal servetin bir parçasıdır (DiPasquale&Wheaton, 1992: 1-3).

Gayrimenkul piyasası, nitelikleri gereği tam rekabet piyasasından farklılaşmaktadır.

- Tam rekabetçi piyasalarda mal ve hizmetler türdeş ve birbirinin yerine tam ikame edilebilir. Buna karşın, gayrimenkul piyasasında alım satıma

konu olan mallar heterojen yapıdadır ve farklılaştırılmıştır. Bu nedenle birbirinin yerine kolaylıkla ikame edilemez.

- Tam rekabetçi piyasalarda mal ve hizmetler küçük birimlere kolaylıkla ayrılabilir ve küçük miktarlarda ve düşük tutarlarda işlem yapılabilir. Gayrimenkul piyasalarında gayrimenkul küçük parçalara ayrılamaz ve işlemler büyük tutarlarda gerçekleşir.
- Tam rekabetçi piyasalarda fiyatlara etki edemeyecek kadar çok sayıda alıcı ve satıcı vardır. Gayrimenkul piyasalarında ise, alıcı ve satıcı sayısı kısıtlı olduğundan arz ve talebi kontrol ederek fiyatları etkileyebilir.
- Tam rekabetçi piyasalarda giriş ve çıkışlarda kısıtlama yoktur. Gayrimenkul piyasalarında ise, kurumsal ve özel düzenlemeler olabilir.
- Tam rekabetçi piyasalarda, arz ve talep intibakı hızlı olduğundan piyasa dengesi hemen sağlanır. Gayrimenkul piyasalarında, kısa dönemde konut arzının konut talebine intibakı hemen sağlanmaz, uyum yavaş gerçekleşir. Arz piyasaya sunulduğunda talep azalmış olabilir.
- Tam rekabetçi piyasalarda, alıcı ve satıcılar mal ve hizmetler hakkında tam bilgiye sahiptir ve piyasaya yeni gelen bilgilerden anında haberdar olurlar. Gayrimenkul piyasalarında ise, bilgi sinyalleri gecikmeli olarak piyasaya ulaştığından eksik bilgi söz konusudur.
- Tam rekabetçi piyasalarda, alıcı ve satıcılar organize olmuş bir piyasa mekanizmasında karşı karşıya gelirler. Gayrimenkul piyasası ise, işlemlerin uzun süreli ve karmaşık oluşu ve işlem maliyetlerinin yüksek oluşu gibi nedenlerle organize değildir.
- Tam rekabetçi piyasalarda, mallar hızla yer değiştirebilir, kolaylıkla pazarlanabilir. Gayrimenkul piyasalarında ise, konutların doğası gereği sabittir, hareket ettirilemez.

Gayrimenkul arzı, konut fiyatları ile konut stoku arasındaki ilişkiyi ifade eder. Gayrimenkul arzının kaynağı, inşaat sektörüdür ve gayrimenkulün fiyatını gayrimenkulün inşaat maliyetleri belirler. Uzun dönemde gayrimenkul piyasası, piyasa fiyatları ve arazi fiyatlarını içeren inşaat maliyetlerine eşit olmalıdır. Kısa dönemde ise, inşaat sürecindeki gecikmelerden dolayı eşitlik sağlanmaz. Örneğin,

mülkiyet talebi arttığında fiyatlar da artar. Fiyatlar, inşaat ve arazi maliyetlerinin üstündedir. Bu durum piyasaya yansıtıldığında, talep tatmin edilmiş olur ve fiyatlar, inşaat maliyetlerinin gerisine düşmeye başlar (DiPasquale&Wheaton, 1992: 6-7).

Gayrimenkul arzını etkileyen faktörler arsa maliyetleri, inşaat maliyetleri, faizler, hükümetin konut piyasasına müdahalesi (hukuki altyapının sağlanması, imar düzenlemeleri, kira kontrolleri, vergi ve sübvansiyonlar ile devletin konut üretmesi) olarak sıralanabilir. Konut arzının esnek olmamasının en önemli nedeni, arsa kıtlığı ve üretim sürecidir. Nüfusun artmasıyla birlikte yeni yapılara duyulan ihtiyaç, tarımsal arazilerin imara açılmasıyla giderilmeye çalışılır. İnşaat maliyetleri ile konut arzı arasında çift yönlü bir ilişki vardır. İnşaat maliyetlerinin artması konut yatırımlarını azaltır. Konut yatırımlarındaki herhangi bir azalma ise üretim faktörlerine olan talebi azaltacağından inşaat maliyetleri düşer. Ya da sürecin tersi gerçekleşir.

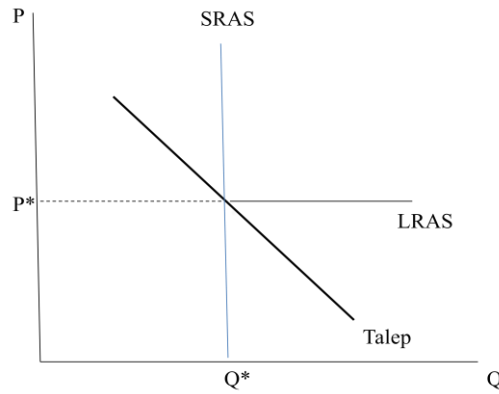
Devlet çeşitli araçlarla konut piyasasına müdahale edebilir. Mülkiyet hakları, gayrimenkul piyasasında yer alan düzenleyici kuruluşların faaliyet esasları ve sözleşmelerin hukuksal boyutları gibi konularda yapılan düzenlemeler, konut piyasasında arzı etkileyebilir. Ayrıca hangi alanların imara açılacağı, arazilerin yapısının (tarım, sanayi, ticari veya konut) düzenlenmesi, yapıların fiziksel özelliklerinin belirlenmesi (yapının azami yüksekliği, imar parselleri üzerindeki boyutları, yapının taşınması gereken bazı spesifik özellikler vb) düzenlemeler konut fiyatlarını dolayısıyla gayrimenkul piyasasını yakından ilgilendirir. Kira kontrolleri ile devlet, konut fiyatlarına doğrudan müdahale edebilmektedir. Kiraların en fazla enflasyon oranı kadar artırılması en sık başvurulan uygulamalardan biridir. Konutlar üzerinden alınan vergiler (gayrimenkul mülkiyetine sahiplikten dolayı servet üzerinden alınan emlak vergisi, konutun alım satımı durumunda elde edilen kar üzerinden alınan gayrimenkul satış kazancı vergisi, konutun kiralanması durumunda kira üzerinden alınan gayrimenkul sermaye iradı vergisi, gayrimenkulün el değiştirmesinden dolayı alınan alım-satım vergisi) gayrimenkul piyasasına ilişkin kararları etkilemektedir. Son olarak, devlet toplumsal refaha katkıda bulunmak ve kaynakların etkin dağılımını sağlamak amacıyla konut üretebilir. Bu durumda konut arzı artar, konut fiyatları düşme eğilimine girer, pozitif dışsallıklar oluşur.

Gayrimenkul talebi, konut fiyatları ile satın alınmak istenen konut miktarı arasındaki ilişkiyi ifade eder. Gayrimenkul talebinin kaynağı, mevcut kaynağı talep eden kiracı/konut sahibi ya da firma/hanehalkıdır. Firmalar için gayrimenkul, pek çok üretim faktöründen biridir ve diğer üretim faktörleri gibi firmanın çıktı miktarına ve gayrimenkulün görece maliyetine bağlıdır. Benzer şekilde hanehalkları, pek çok mal tüketiminden biri olan gayrimenkul için mevcut gelirinin bir kısmını ayırır. Hanehalklarının gayrimenkul talebi, gelirlerine ve diğer ihtiyaçlarının görece fiyatlarına bağlıdır (DiPasquale&Wheaton, 1992: 6-7). Konut talebi ile konut fiyatı ters yönlü ilişki içindedir. Konut fiyatındaki değişimin konut fiyatlarına etkisi konut talebinin fiyat esnekliğine bağlıdır. Konut fiyatlarındaki %1 oranında azalış, konut talebini %1'den daha az artırırsa konut talebinin fiyat esnekliği düşük; konut fiyatlarındaki %1 oranında artış konut talebini %1'den daha fazla azaltırsa konut talebinin fiyat esnekliğinin yüksek olduğu söylenebilir.

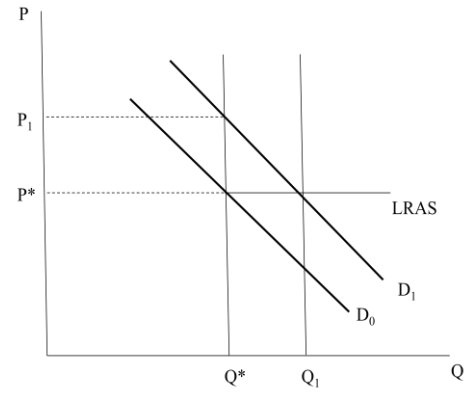
Konut tercihlerinde hanehalkı sayısının/niteliğinin belirlenmesinde yaşam döngüsü önemli rol oynamaktadır. Evlilik ve çocuk sahibi olma geniş konut talebini artırırken; boşanma, öğrencilik süresinin uzaması ve emeklilik süreçleri daha küçük konut ihtiyacını artırır. Bunun yanı sıra, otuzlu yaşların ortalarıyla emeklilik sürecini kapsayan yıllarda biriktirilen servet, konuta yatırımı cazip hale getirir. Ayrıca iş gereği sürekli ikamete ihtiyaç duyulmaması, geniş aile tercihi, hayat standardındaki değişimler, ekonomik gelişmeler (konut finansman olanaklarındaki iyileşmeler, devlet destekli konut yatırımları, faiz oranlarındaki değişim, enflasyon oranları vb), zevk ve tercihler konut talebinin belirleyicileridir.

Aşağıda gayrimenkul piyasasında arz ve talebin nasıl belirlendiği ve talepteki değişikliklerin fiyat üzerindeki etkileri zaman boyutu da dikkate alınarak açıklanmaktadır.

Şekil 5. Gayrimenkul Piyasasında Arz ve Talep



Şekil 6. Gayrimenkul Piyasasında Talepteki Değişmelerin Etkisi



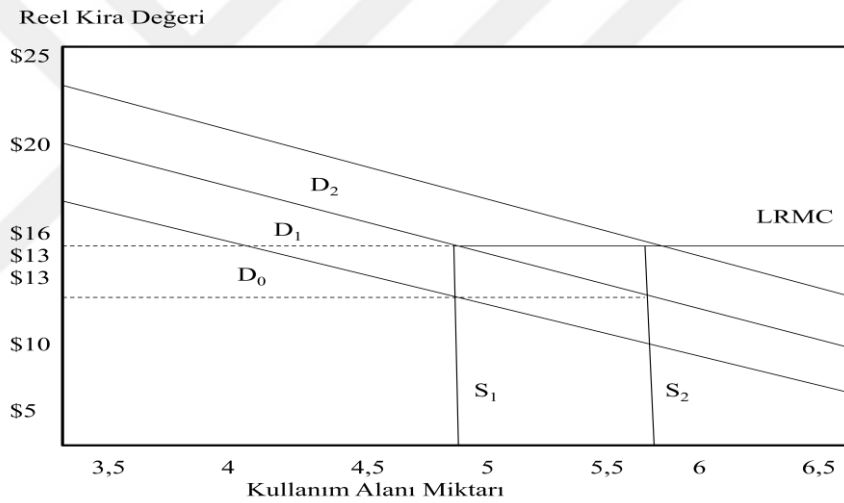
Kaynak: Greer&Kolbe, 2003.

Şekil 5.'de görülen gayrimenkul piyasasına ait talep eğrisi, diğer mal ve hizmetlerin talep eğrilerinde olduğu gibi negatif eğimlidir (Fiyatlar arttığında talep edilen miktar azalır). Bununla birlikte arz fonksiyonu geleneksel biçimde değildir. Bunun nedeni, gayrimenkulün uzun ömürlü bir mal olmasından dolayı talepteki değişmelere karşılık olarak miktarının hızlı bir şekilde düşmemesidir. Arz eğrisi, piyasada geçerli gayrimenkul miktar düzeyinde dikey, daha yüksek miktar düzeylerinde ise yatay olarak gösterilir. Dikey kısım, piyasada gayrimenkul arz edenlerin mekan stoku ayarlamalarını yeterince hızlı yapamadıklarını gösterir. Yatay kısım, uzun dönemde yeni gelişen ve kiralanabilir alanların arttığını göstermektedir.

Şekil 6. gayrimenkul piyasasında talepteki değişmelerin etkilerini göstermektedir. Gayrimenkul piyasasında talebin ekzojen belirleyicileri talep eğrisinin sağa ya da sola kaymasına neden olur. Bunlar nüfus, gelir/karlılık, ikame malların fiyatı, teknoloji ve tercihler/beklentiler olarak gruplandırılabilir. i) Nüfusun artması ve ekonomik gelişmeler nedeniyle özel sektörün kiralamak istediği mekan sayısındaki artış; mevcut mekan stoku arasında rekabetin artmasına, kiralarn yükselmesine ve mevcut boş alan sayısının azalmasına neden olur. Bunun sonucunda, gayrimenkul varlık piyasasına yönelim artar, diğer alanlara yatırılan varlıklar gayrimenkul piyasasına aktarılır. Bu durumda talep eğrisi sağa kayar. Bu gelişmelerin tersinin olması durumunda talep eğrisi sola kayar. ii) İnşaat maliyetlerindeki azalışlar net karlılığı etkileyerek talep eğrisini sağa kaydırır. İnşaat

maliyetlerindeki artışlar ise görece olarak karlı hale gelen diğer alanlara yönelmeyi sağladığından talep eğrisini sola kaydırır. iii) Diğer varlıklardan elde edilmesi beklenen gelirin düşmesi durumunda gayrimenkul piyasasına yönelim artar, kaynaklar bu piyasaya doğru hareket eder ve talep eğrisi sağa kayar. Diğer varlıklardan elde edilmesi beklenen gelirin artması, kaynakların gayrimenkul piyasasından çekilmesine neden olur. Bu durumda talep eğrisi sola kayar. iv) Teknoloji, kiralanabilir alan ihtiyacını değiştirebilir; örneğin, ek ofis kullanım alanına olan ihtiyacı artırabilir. v) Tüketici tercihlerindeki değişimler, talep eğrisinin sağa ya da sola kaymasına neden olabilir. Boş alan ve kira oranları, yeni sosyal ve iş yaşamı koşullarına göre ayarlanır (Greer&Kolbe, 2003: 25-26).

Şekil 7. Arz Talep ve Kira Değerlerinin Zaman İçinde Değişimi



Kaynak: Erol, 2012.

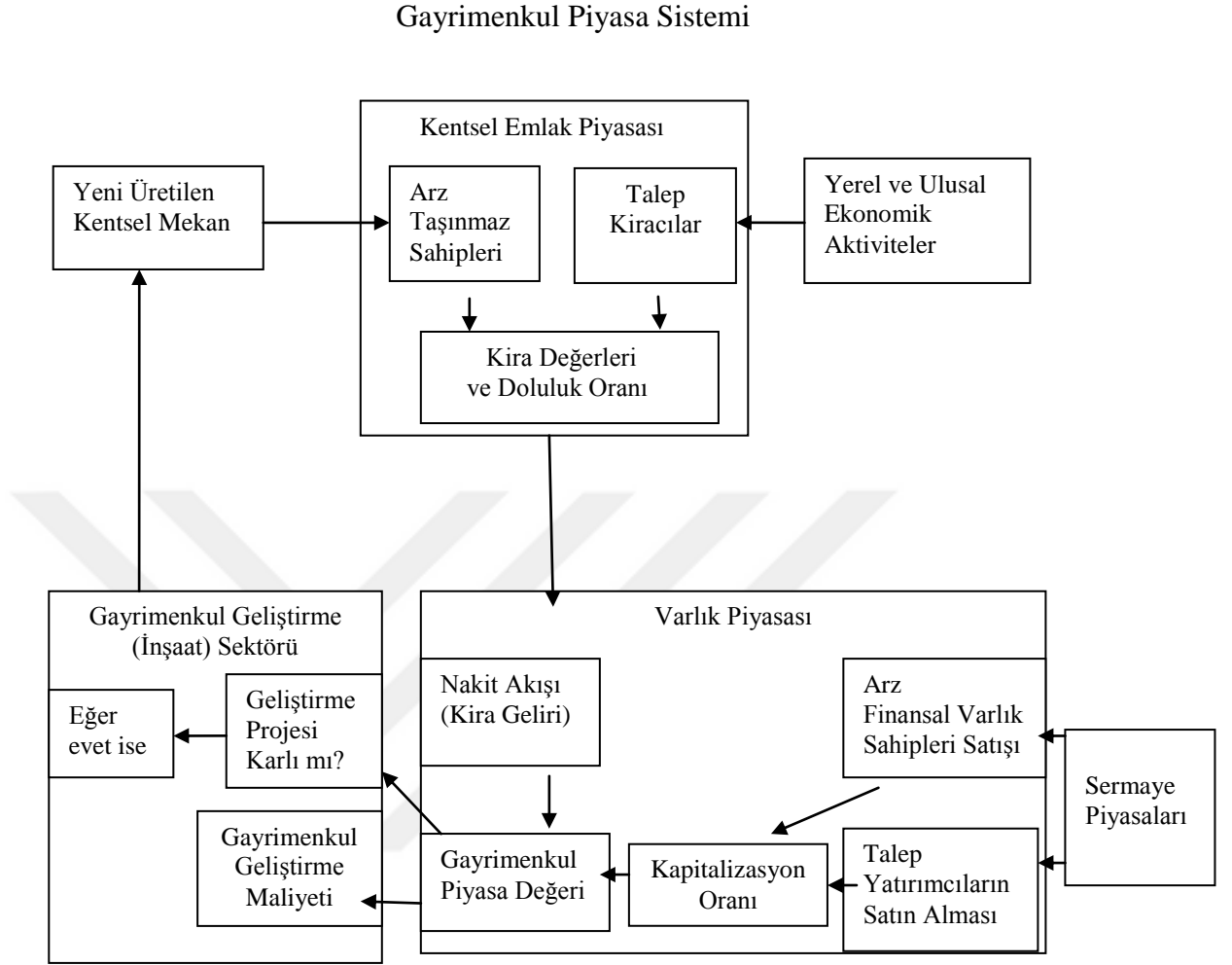
Şekil 7’de denge durumundaki kira değeri olan 16\$/feet kare, D_1 talep eğrisi ile kısa dönem arz eğrisinin (S_1 dikey eğrisi) kesiştiği dirsek noktasında tanımlanmaktadır. Konut alan talebinin azalması durumunda (talep eğrisinin D_1 eğrisinden D_0 eğrisine doğru aşağı yönde kayması), kira değerlerinde kısa dönemde hızlı ve büyük miktarlarda düşüş gerçekleşmesi beklenmektedir. Bunun nedeni, arz eğrisinin kısa dönemde tam esnek olmayan bir yapıya sahip olmasıdır. Kira değerlerindeki hızlı düşüş, gayrimenkul sahiplerinin kiracılarından daha az kira talep etmesi ile gerçekleşmeyecektir. Azalan konut alanı kullanım talebi ile birlikte,

mevcut konut alanında boşluk oranları oluşacaktır. Boşluk oranları arttıkça gayrimenkul sahipleri talep ettikleri kira değerlerini düşüreceklerdir (Erol, 2012: 40).

Gayrimenkul piyasasının temel arz ve talep dinamiklerinin açıklanmasının ardından, gayrimenkul piyasasının ekzojen sistemler olarak ele alınan ulusal ve yerel makroekonomik aktiviteler ile ulusal ve uluslararası sermaye piyasaları arasındaki ilişkinin nasıl gerçekleştiği basit bir şema yardımıyla açıklanabilir. Şekil 8.'de yer alan üç büyük kutu kentsel emlak piyasası, varlık piyasası ve gayrimenkul geliştirme (inşaat sektörü) olarak gayrimenkul piyasasının üç temel bileşenini temsil etmektedir. Emlak piyasası içinde; kullanım talebi ile mevcut mekan arz stoku arasındaki etkileşim sonucu oluşan cari kiralar ve doluluk oranı görülmektedir. Emlak piyasasının talep yönü, maliyetin bir fonksiyonu olarak belirli miktarda fiziksel mekana ihtiyaç duyan ulusal ve yerel makroekonomik aktiviteler tarafından belirlenir. Emlak piyasasının arz yönü ise, gayrimenkul geliştirme alanının geçmiş ve cari faaliyetlerinden oluşur.

Gayrimenkul varlıkları tarafından üretilen cari nakit akışı gayrimenkul piyasasının temel bir bileşenidir. Gayrimenkule dayalı varlık piyasasındaki arz ve talebi, varlık piyasası yatırımcıları belirlemektedir. Yatırımcılardan bir kısmı varlık alımına diğer kısmı varlık satışına yönelmektedir. Bu yatırımcılar, para ve sermaye piyasalarının diğer biçimlerini de içeren genişletilmiş sermaye piyasalarında işlem yapar. Yatırımcıların yatırım riski ve gayrimenkul varlık karı hakkındaki algı ve beklentileri mevcut piyasa kapitalizasyon oranlarını belirler (Geltner&Miller, 2010: 23-24).

Şekil 8. Gayrimenkul Piyasa Sistemi: Emlak ve Varlık Piyasaları, İnşaat Sektörü



Kaynak: Geltner&Miller, 2010.

Kapitalizasyon oranının temel belirleyicisi, yatırımcıların gelecekte oluşacak kira fiyatlarını öngörmek için emlak piyasası hakkındaki geleceğe yönelik tahminleridir. Görülüyor ki, emlak ve varlık piyasasındaki değerlerin oluşmasında makroekonomik aktiviteler ve varlık piyasası önemli rol oynamaktadır. Emlak piyasasında oluşan değerler, varlık piyasasındaki yatırımcılar için önemli bir sinyal oluşturmaktadır. Sistemin gayrimenkul geliştirme faaliyetleri (inşaat) sektörü bölümünde, girişimciler önemli bir karşılaştırma yapmaktadır. Yapı ve arazi maliyetlerini içeren cari geliştirme maliyetleri, mevcut gayrimenkul varlık değeriyle karşılaştırılır. Eğer gayrimenkul varlık değeri, geliştirme maliyetlerine eşit ya da üzerinde ise, geliştirme faaliyetleri devam eder ve böylece mevcut kullanım alanı

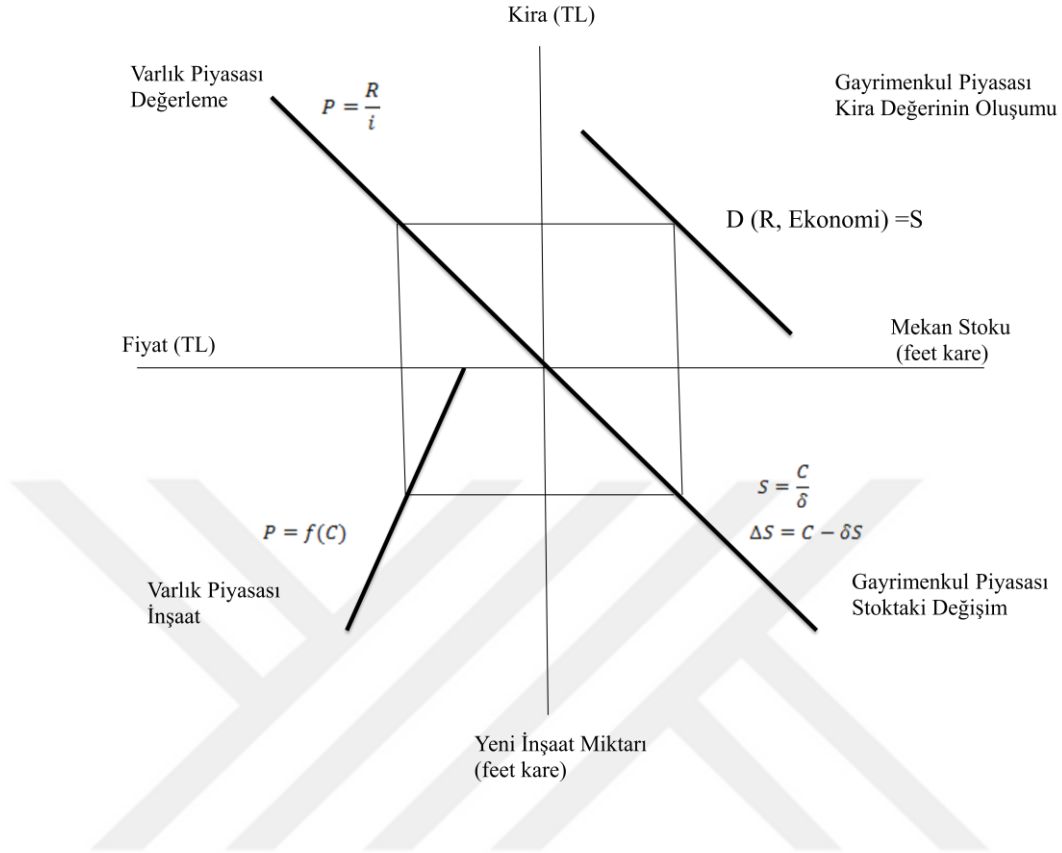
stokuna yeni yapılar eklenmiş olur. Tersine durumda ise, geliştirme faaliyetlerine devam edilmez ve yeni yapılar üretilmez.

Son olarak, sistemin kendi kendini kontrol eden negatif bir geri bildirim döngüsüne sahip olduğunu belirtmek gerekir. Gayrimenkul piyasasında negatif geri bildirim döngüsünün prensibi, inşaat sektörüne akan finansal sermayenin varlık piyasası tarafından düzenlenebilme yeteneğine dayanır. Eğer emlak piyasasında arz ya da talepten kaynaklanan bir dengesizlik oluşursa, varlık piyasasındaki nakit akışı fiyatlamının yeniden düzenlenmesi için devreye girer. Örneğin, emlak piyasasında aşırı arza neden olan yeni bir gelişme, yatırımcıların gelecekte kira fiyatlarının düşeceği beklentisine neden olacak ve cari dönemde gayrimenkul piyasasındaki varlık değerleri düşecektir. Bu düşüşün yeterince sağlanması durumunda yeni gayrimenkul geliştirme faaliyetleri karsız hale gelecektir. Öte yandan, mekan arzında bir değişiklik olmaksızın mekan kullanım talebi artarsa piyasada doluluk oranı ve kiralar yükselecektir. Varlık piyasasında artan nakit akışı ve yükselen kiralar, yeni gayrimenkul geliştirme faaliyetlerini tetikleyecektir. Bu yeni gelişme zaman zaman talebin artmasına ve uzun dönemde kiraların düşmesine hizmet etmektedir (Geltner&Miller, 2010: 24-25). Yukarıda gayrimenkul piyasa sisteminin basit olarak şematize edilmesi sistemin işleyiş prensiplerinin açıklanması için yol göstericidir. Bu noktada DiPasquale&Wheaton (1992) tarafından geliştirilen 4-Q diyagramına başvurulabilir.

2. GAYRİMENKUL PİYASASININ İŞLEYİŞİ

Gayrimenkul piyasası kentsel alan (kira piyasası) ve varlık (sermaye) piyasası ile ilişkilidir. DiPasquale&Wheaton (1992) tarafından geliştirilen 4-Q diyagramı, piyasalar arası ilişkileri ele alarak gayrimenkul piyasasının işleyişini özetlemektedir. Aşağıdaki şekilde, sağdaki çeyrek düzlem (kuzeydoğu-güneydoğu yönü) kentsel kullanım alanı (emlak piyasası) göstermektedir. soldaki çeyrek düzlem (kuzeybatı-güneybatı yönü) gayrimenkul piyasasına ait varlık (sermaye) piyasasını göstermektedir. Bu ilişkileri sırasıyla ele alalım:

Şekil 9. Gayrimenkul ve Varlık Piyasaları



Kaynak: DiPasquale&Wheaton, 1992.

Kuzeydoğu düzlemi, emlak piyasasındaki arz ve talep dengesi sonucu kira değerlerinin belirlendiği düzlemdir. Dikey eksende kira değeri (TL) ve yatay eksende fiziksel mekan stoku (feet kare) yer almaktadır. Kullanım alanı talep eğrisi (D), mekan talebinin kiralara göre nasıl değiştiğini açıklamaktadır. Eğri boyunca hareket, dikey eksende bir kira değeri belirlendiğinde ne kadar kullanım alanı talep edilebileceğini gösterir. Eğer hanehalkı ve firmaların mekan kullanım talepleri kira değerine karşı duyarsız ise (inelastik talep) eğri dikey hale gelir. Tersine mekan kullanım talebi kira değerine karşı duyarlı ise eğri yatay hale gelir. Ekonomideki değişiklikler eğrinin yer değiştirmesine yol açar. Hanehalkı ve firmaların sayısındaki artış (ekonomik büyüme) ile eğri yukarı yönlü hareket eder ve aynı kira değerlerinde daha fazla mekan kullanımı talep edilir. Ekonomideki gerileme, eğrinin aşağı yönlü hareket etmesine yol açar. Denge durumunda mekan talebi (D), mekan stokuna (S) eşittir. Böylece kira (R), mekan talebini mekan stokuna eşitleyen değer olarak

tanımlanabilir. Bu durumda talep, kira ve ekonomik koşulların bir fonksiyonu olmaktadır.

$$D(R, \text{Ekonomi}) = S.$$

Kuzeybatı düzlemi, varlık piyasasında gayrimenkul fiyatlarının belirlendiği düzlemdir. Orijinden geçen doğru, gayrimenkul varlık değerlerinin kapitalizasyon oranını gösterir. Bu, yatırımcıların gayrimenkul varlık değerlerini talep etmelerini sağlayan cari gelirdir. Kapitalizasyon oranı; genel olarak ekonomide uzun vadeli faiz oranı, kiralardaki beklenen büyüme veya kira geliri akımına ilişkin riskler olarak tanımlanabilir. Yüksek kapitalizasyon oranı, orijinden geçen doğrunun saat yönünde hareket etmesi yani doğrunun daha dik hale gelmesi ile gösterilir. Kapitalizasyon oranındaki azalma ise, doğrunun saat yönünün tersine doğru hareket etmesi ile gösterilir. Bu düzlemde amaç, kuzeydoğu düzleminde tanımlanan kira değeri (R) ve dışsal olarak tanımlanan kapitalizasyon oranı (i) kullanılarak gayrimenkul varlık fiyatını (P) belirlemektir. $P = \frac{R}{i}$. Sonuç olarak, kuzeydoğu ve kuzeybatı çeyrek düzlemleri emlak piyasası ve varlık piyasası arasındaki kısa dönemli fiyat ilişkilerini tanımlamaktadır.

Güneybatı düzleminde, yeni varlık oluşumu tanımlanır. Gayrimenkul fiyatları ile inşaat üretimi arasındaki ilişki belirlenir. Bu düzlem, gayrimenkul için belirlenen herhangi bir piyasa fiyatı için yeni inşaat miktarının ne olacağını göstermektedir. $f(C)$ gayrimenkulün yeni yapım maliyetini temsil eder. İnşaat aktivitelerinin (C) artması ile birlikte yeni yapım maliyetinin arttığı varsayılır, bu nedenle eğri güneybatı yönünde hareket eder. İnşaat eğrisi orijinden geçmemektedir. Eğrinin başlangıç noktası pozitif bir fiyat seviyesinde tanımlanmaktadır. Bunun nedeni, gayrimenkul geliştirme projesinin ya da yeni inşaatın gerçekleşebilmesi, gayrimenkul piyasa değerinin uzun dönem geliştirme maliyetinin üzerinde olmasını gerektirir. Yani gayrimenkul piyasa değerinin belli bir eşik seviyesinin altında kalması durumunda yeni inşaat gerçekleşmeyecektir. İnşaatın düşük seviyelerde kalması aşırı kara, yüksek seviyede gerçekleşmesi karın düşmesine yol açar. Yeni inşaat C seviyesinde gerçekleşir. Bu noktada varlık fiyatı P, yeniden yapım maliyetlerine $f(C)$ eşittir. $P = f(C)$.

Güneydoğu düzleminde, yıllık yeni inşaat akımı C , uzun dönem gayrimenkul stokuna dönüşür. Düzlemin yatay eksenini mevcut kullanım alanı stokunu, dikey eksenini ise yıllık yeni inşaat miktarını göstermektedir. Mevcut mekan stokundaki değişim ΔS , belirli bir dönemde gerçekleştirilen yeni inşaat stoku C , eksi yıpranan kullanım alanı δS eşittir. $\Delta S = C - \delta S$. Güneydoğu düzleminde orijinden geçen doğrunun eğimi, mevcut alan stokundaki yıpranma oranını verir. Doğrunun daha yatay hale gelmesi göreceli olarak düşük yıpranma oranını gösterirken, daha dikey hale gelmesi yıpranma oranının yüksek olduğunu göstermektedir (DiPasquale&Wheaton, 1992: 8-10).

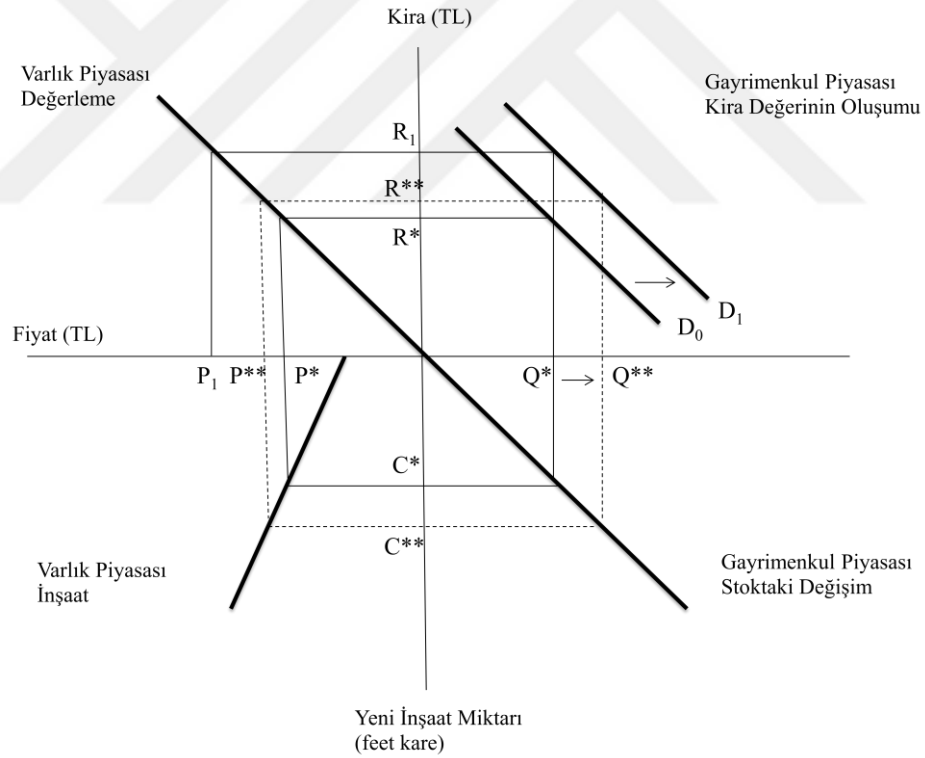
Özetlemek gerekirse, herhangi bir kentsel emlak piyasasında (ofis alanı, konut alanı, vb.) mevcut alan arzı ve kullanım alanı talebinin karşılıklı etkileşimi sonucu piyasa dengesindeki kira değerleri oluşmaktadır. Kira değerleri, varlık piyasasında belirlenen kapitalizasyon oranları ile birlikte gayrimenkul piyasa fiyatlarını belirlemektedir. Gayrimenkul fiyatları da, söz konusu dönemdeki yeni inşaat miktarını ve dolayısıyla yeni mekan stokunu belirlemektedir. Gayrimenkul emlak ve varlık piyasaları eş-anlı denge durumunda ise, 4-Q grafiğinde başlangıçtaki mevcut alan miktarı ile son durumdaki alan miktarı birbirine eşittir. Diğer bir deyişle, denge durumunda sistemdeki değişkenlerin aldığı değerleri (Q^* , R^* , P^* , C^*) bir dikdörtgen alanı çizerek birleştirmek mümkündür. Mevcut alan stokunun başlangıç ve bitiş noktası aynı noktada değil ise, yani mevcut stok miktarı yeni stok miktarından farklı ise, model değişkenleri olan kira değeri, gayrimenkul fiyatları, yeni inşaat miktarı ve yeni stok miktarı dengede değildir (Erol, 2012: 54).

3. GAYRİMENKUL PİYASASINDA UZUN DÖNEM DENGESİNİN DEĞİŞMESİ

Gayrimenkul piyasasının işleyişinin açıklandığı 4Q diyagramında, durağan durumdaki uzun dönem dengesinin nasıl gerçekleştiği ortaya konulmuştur. Aynı diyagram kullanılarak uzun ve kısa dönem ile bu ikisi arasındaki ilişkiler de incelenebilir. İlk olarak, gayrimenkul varlık piyasasında herhangi bir değişiklik olmadan mekan kullanım talebinin arttığını varsayalım. Bu etki, kuzeydoğu düzleminde talep eğrisinin D_0 'dan D_1 'e doğru hareket etmesiyle gösterilmiştir. Bu

etkinin gerçekleşebilmesi 1980'lerde ABD'de yaşandığı gibi aşırı ekonomik büyüme, nüfus artışı ve geleneksel üretimden yüksek teknolojiye üretim geçişi/hizmet sektörünün yükselişi gibi unsurlara bağlıdır. Kısa dönemde, kullanım talebindeki beklenmeyen dalgalanmaya yanıt olarak mekan arzını artırmak için yeterli zaman yoktur. Bu nedenle, inşaat sektöründekiler ve varlık piyasasındaki yatırımcılar talep artışını yeterince öngöremezse, kiralar başlangıçta uzun dönem denge düzeyini destekleyemeyen düzeylere çıkar. Bu durum, dikey ekseninde R^* ile gösterilen orijinal kira düzeyinin geçici olan R_1 düzeyine çıkmasıyla gösterilmiştir. R_1 kira düzeyine yatay ekseninde orijinal mekan arzı Q^* ve yeni talep eğrisi D_1 eşlik etmektedir. Bununla birlikte, talep artışının uzun dönem dengesinde kiralar R_1 kadar yüksek belirlenmez.

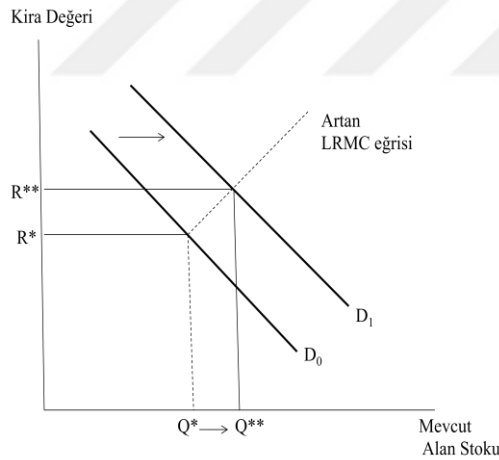
Şekil 10. Talepteki Artışın Emlak Piyasası Üzerindeki Etkisi



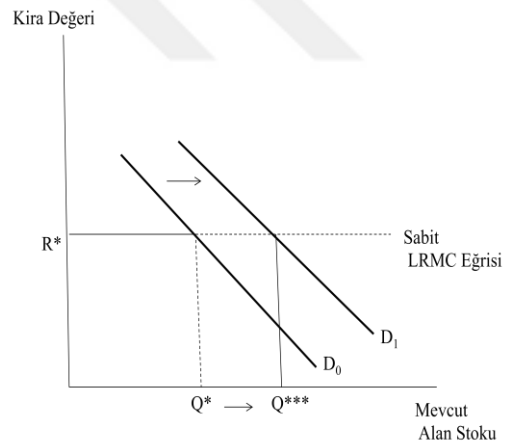
Kaynak: DiPasquale&Wheaton, 1992.

Yeni uzun dönem dengesi kesikli çizgilerle ifade edilen alanı içermektedir. Yeni dengede kira düzeyi (R^{**}), eski denge kira düzeyinin (R^*) üzerinde ve geçici kira düzeyinin (R_1) altında yer alır. Yeni denge düzeyinde kira değerinin eski kira değerinin üzerinde olması ($R^{**} > R^*$), emlak piyasasında uzun dönem marjinal maliyetin arttığını göstermektedir (yani uzun dönemde gayrimenkul geliştirme maliyeti artar). Mekan stokunun uzun dönem denge miktarı, eski düzeyinden daha yüksektir ($Q^{**} > Q^*$). Fakat mekan stokundaki artış, uzun dönem kira değerini R^* düzeyinde tutabilecek kadar fazla olmamıştır. Bu durumu kullanım alanı arzının fiyat esnekliği ile açıklamak mümkündür. Kullanım alanı arzının tam esnek olduğu yani uzun dönem marjinal maliyet eğrisinin yatay olduğu durumda, arz miktarındaki değişim talepteki artışa bire-bir karşılık verecek ve kira değeri ilk denge düzeyi olan R^* seviyesinde kalacaktır (Geltner&Miller, 2010: 29-30).

Şekil 11. Artan uzun dönem marjinal maliyet (LRMC) eğrisi



Şekil 12. Sabit uzun dönem marjinal maliyet (LRMC) eğrisi

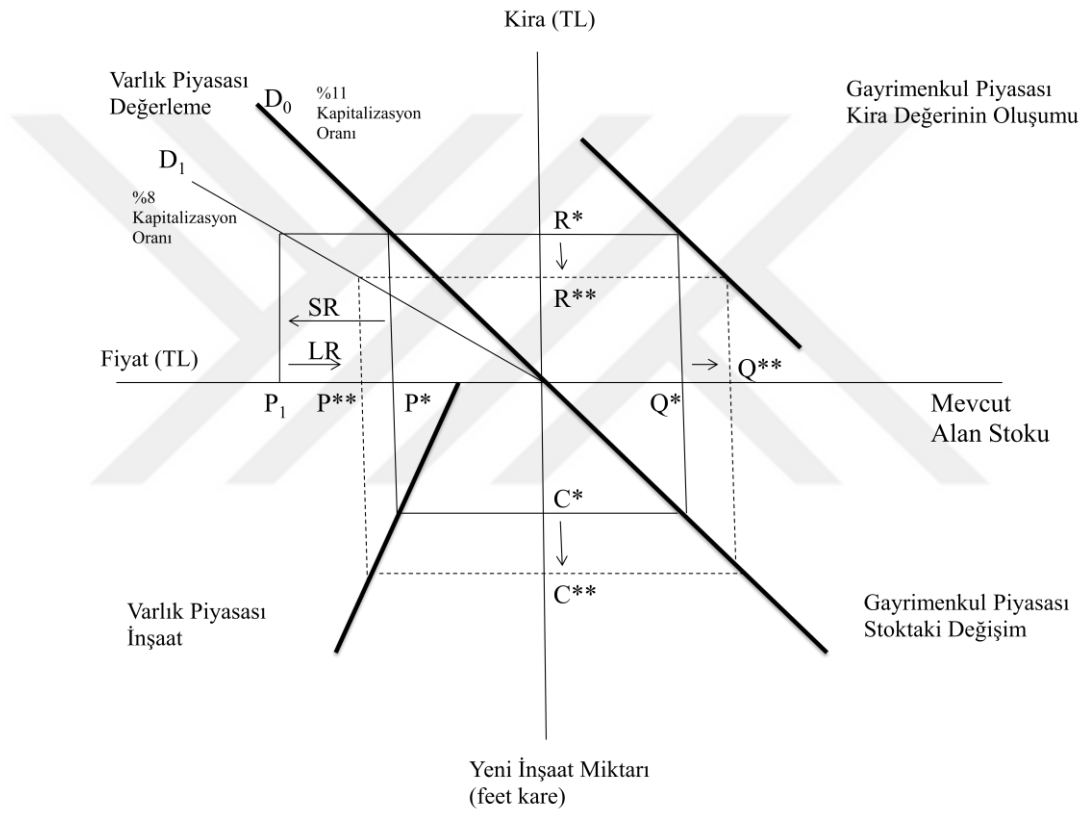


Kaynak: Erol, 2012.

Şekil 11.'de kullanım alanı talebindeki artışın uzun dönem kira değerleri üzerine etkisi (artan uzun dönem marjinal maliyet) (LRMC) eğrisi görülmektedir. Uzun dönemde gayrimenkul geliştirmenin marjinal maliyeti arttıkça ya da kullanım alanı arzındaki esneklik azaldıkça, stok miktarındaki artış talepteki artışı karşılamayacak ve dolayısıyla yeni kira değerleri ilk denge değerinin üzerinde

belirlenecektir. Sonuçta, yeni denge durumunda, daha yüksek kira değerleri, daha yüksek gayrimenkul fiyatları, daha fazla yeni inşaat miktarı ve daha büyük bir alan stokundan bahsedilmektedir. Burada vurgulanması gereken önemli nokta, değişkenlerdeki artış miktarının birbirleriyle orantılı olmamasıdır. Artış miktarları, emlak piyasasındaki talep ve arzın fiyat esnekliğine, varlık piyasası yatırımcılarının yatırım talebi esnekliğine ve inşaat arzının fiyat esnekliğine bağlıdır (Erol, 2012: 58).

Şekil 13. Gayrimenkul Piyasasında Talep Artışının Varlık Piyasası Üzerindeki Etkisi



Kaynak: DiPasquale&Wheaton, 1992.

Varlık piyasasında yatırım talebinin artması, kuzeybatı düzleminde tanımlanan kapitalizasyon oran eğrisinin sola doğru kaymasıyla gösterilmiştir. Hatırlanacağı gibi, kuzeybatı düzleminde orijinden geçen doğrunun eğimi kapitalizasyon oranını vermektedir. Yüksek kapitalizasyon ya da yüksek getiri oranı, doğrunun daha dik hale gelmesiyle gösterilirken, düşük kapitalizasyon ya da düşük getiri oranı doğrunun daha yatay hale gelmesiyle gösterilir. Mekan kullanım talebinin artması durumunda, yatırımcı gayrimenkulün ürettiği bir birimlik kira geliri başına

daha fazla fiyat ödemeye razı hale gelmektedir. Bu durumda kapitalizasyon oranı azalır. (örnekte %11'den %8'e düşmektedir). Yatırımcı talep eğrisi D_0 'dan D_1 'e hareket etmektedir.

Kapitalizasyon oranının %11'den %8 oranına düşmesi, gayrimenkul fiyatında %37,5'lik bir artışa neden olmaktadır. Kiraların sabit kaldığı varsayımı altında, gayrimenkul fiyatı $1/0,11= 9,09$ 'dan $1/0,08=12,5$ 'e yükselecektir. Kapitalizasyon oranındaki azalma (talep eğrisinin D_0 'dan D_1 'e kayması), kısa dönemde gayrimenkul fiyatlarının P^* seviyesinden P_1 seviyesine yükselmesine neden olacaktır. Gayrimenkul yatırım talebindeki artışın uzun dönemde gayrimenkul fiyatları üzerindeki etkisi, P_1 seviyesi kadar yüksek olmayacaktır. Gayrimenkul sisteminde yeni uzun dönem dengesi yeni talep eğrisini (D_1) baz alan dikdörtgen ile tanımlanmaktadır. Yeni dengeyi tanımlayan dikdörtgen alanı, mevcut dengeyi gösteren dikdörtgen alanının aşağı yöne kayması ile oluşmaktadır. Gayrimenkul sistemindeki yeni denge değerleri olan R^{**} , P^{**} , C^{**} , ve Q^{**} , yeni dengeyi tanımlayan dikdörtgen alanın 4-Q grafiği eksenlerini kestiği noktalarda oluşmaktadır.

Gayrimenkul sisteminin uzun dönem içindeki dinamiklerine bakılacak olursa, öncelikle yükselen gayrimenkul fiyatlarının inşaat sektörünü canlandırdığı ve söz konusu dönem içindeki yeni inşaat miktarını artırdığı görülür (güney-batı çeyrek düzlemi). Yeni üretilen kullanım alanı miktarının mevcut stoka eklenmesi sonucunda, yeni stok miktarı Q^{**} seviyesine çıkacaktır (güney-doğu çeyrek düzlemi). Yeni stok miktarının (Q^{**}) mevcut talep eğrisi etkileşimi sonucunda yeni uzun dönem denge kira değeri R^{**} olarak belirlenmektedir (kuzey-doğu çeyrek düzlemi). Uzun dönemdeki yeni denge kira değeri (R^{**}), eski denge kira değeri olan R^* seviyesinin altında yer almaktadır. Bunun nedeni, kullanım alanı talebi aynı kalırken, dönemsel inşaat arzının ve dolayısıyla yeni stok miktarının artmasıdır (Geltner&Miller, 2010: 31-33).

B. GAYRİMENKUL PİYASASINDA YATIRIMCI DAVRANIŞLARI VE KÖPÜK OLUŞUMU

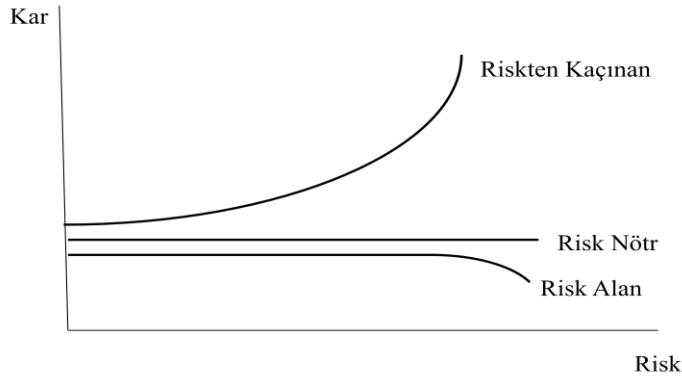
Yatırımcı davranışlarının belirlenmesinde riskin önemli rol oynadığı ve yatırımcının çeşitli psikolojik eğilimlerinin etkisinde kaldığı bilinmektedir. Ana akım

iktisat teorilerinin dışında yer alan davranışsal iktisat alanı, varlık piyasalarının genellikle ve gayrimenkul piyasasının kısmen etkin olmayışını yatırımcıların psikolojik eğilimleriyle açıklamaktadır. Piyasa fiyatları mevcut bilgiyi tam olarak yansıtmamakta, bu durum varlık piyasaları ve gayrimenkul piyasalarında sürü psikolojisi/davranışları nedeniyle fiyatların aşırı artmasına ve sonuçta köpüklere yol açmaktadır.

Gayrimenkul yatırımcıları, doğrudan veya dolaylı olarak gelecekte gayrimenkulden beklenen nakit akımı haklarını satın alır. Söz konusu nakit akımı, gelecekte elde edilecek kira gelirinden, mülkiyetin kredi olarak kullanılmasından, nakit tasarruflarından (reel faiz oranı üzerinden vergilendirilebilir kısım ile vergiden düşülen kısım arasındaki fark) ya da mülkiyetin yeniden satılması ile elde edilen net karlardan kaynaklanabilir. Spekülatörler, gayrimenkulün gelecekteki alım satım seçenekleriyle ilgilenir. İnşaat sektöründekiler, kullandıkları kredi taahhütlerinden dolayı veya geleceğe ilişkin faiz oranlarına karşı pozisyon almaktan doğan riskleri azaltmayı düşünür. Yatırımcılar ise mortgage kredisi veya kira getiren mülkler gibi sabit gelirli varlıklar satın alabilir. (Greer&Kolbe, 2003: 4).

Bununla birlikte, gayrimenkul piyasasıyla ilgilenenlerin motivasyonları ve hedefleri ne olursa olsun bazı ortak özellikleri vardır. Her rasyonel yatırımcı, kaynaklarını yönetmenin bir ödülü veya üstlendiği riskin telafisi olarak finansal kar elde etmeyi bekler. Beklenen tazminin miktarı ve kabul edilebilir risk derecesi kişisel yatırımcı hedefleri ve yatırımcının risk karşısındaki tutumuna bağlıdır. Yatırımcının psikolojik davranışları/ eğilimleri, yatırımcının risk karşısındaki tutumunda büyük bir rol oynar. Bazı yatırımcılar, risk alma konusunda kumar oyuncularına benzese de genelde risk alan yatırımcılar zihinsel olarak sağlıklıdır ve gelirleriyle orantılı olarak ılımlı riskler alırlar. Riskten kaçınan yatırımcılar, fiyat seviyesi ne olursa olsun risk almaz. Sabit gelirini korumayı düşünen bu yatırımcılar, hükümet tahvilleri ya da ticari bankaların sigorta sertifikaları gibi yüksek güvenlik derecesine sahip kağıtlara yatırım yaparlar. Bununla birlikte pek çok yatırımcı, söz konusu iki aşırı ucun arasında yer alır. Bu yatırımcılar üstlendikleri riski minimize eder, göreceli olarak düşük fakat kesin karı uzun vadeli yüksek kara tercih eder. Ayrıca gelirleri arttıkça aşamalı olarak daha çok risk alan yatırımcılar haline gelirler.

Şekil 14. Risk Karşısında Yatırımcı Tutumları



Kaynak: Greer&Kolbe, 2003.

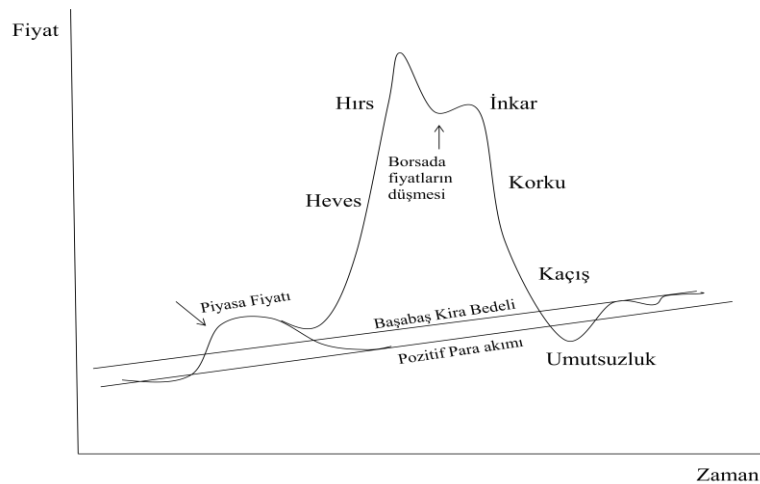
Yatırımcılar, belirli bir risk düzeyinde karlarını maksimize etmeyi tercih ederken, belirli bir kar düzeyinde karşılaştıkları riski minimuma indirmeyi tercih ederler. Ayrıca yatırımcıların ek riskler alabilmeleri, elde edecekleri karın da artmasına bağlıdır. (Greer&Kolbe, 2003: 16-18).

Köpük oluşumu konusunda ekonomistlerin farklı görüşleri olmakla birlikte, bu kısımda Keynesyenlerin ve Davranışsal İktisat taraftarlarının desteklediği, köpüklerin psikolojik faktörlerin bir sonucu olduğu görüşü ele alınacaktır. Gayrimenkul piyasasında köpük, fiyatların zirvede olduğu dönem boyunca özellikle yeni konut alınması durumunda ortaya çıkmaktadır. Gayrimenkul piyasasında köpük patlamadan önce pek çok kişi yatırım kararları konusunda kendinden emin ve risk alma konusunda toleranslıdır. Artan karlar ve varlık fiyatları, hiçbir kural ya da prosedüre dayanmayan ekonomik kararları içeren spekülasyon davranışlarına yol açar. Yatırımcılar özellikle gayrimenkul fiyatının onun yeniden inşa maliyetinin üzerinde olması konusunda aşırı iyimserdir. Etkin piyasalarda varlığın temel değerindeki sapmalar, kısa vadeli gayrimenkul satışları yapan deneyimli yatırımcılar yoluyla temel değerine geri dönene kadar giderilir. Bununla birlikte piyasalar her zaman etkin değildir. İyimser yatırımcılar, fiyatların yüksek ve finansman koşulları uygun olduğu sürece piyasada kalırlar. İnşaat sürecindeki gecikmeler, hızlı konut arzını önleyerek fiyatların uzunca bir süre yüksek kalmasına ve fiyat köpüğünün gelişmesine yol açar. Artan yatırım çılgınlığı, köpüğü genişletir.

Asimetrik bilgi, arz yapışkanlıkları, mükemmel olmayan finansal piyasalar geçerli fiyatların temel değerinden saptığı uzun dönemler boyunca piyasa kırılganlıklarına neden olur. Herhangi bir nedenle yatırımcıların güven kaybı yaşaması durumunda yeni yatırımlar askıya alınır, ekonomik rapor ve istatistikler tersine döner. Köpük tüm ekonomiye yayıldığında özellikle gayrimenkule ilişkin sektörlerde istihdamın azalması ve sermaye sahiplerinin değer kaybı yaşaması mümkündür. Sonuç olarak, fiyatlar temel değerinden çok fazla uzaklaşmışsa giderek daha fazla yatırımcı varlığı satma yönünde hareket eder, fiyat enflasyonu azalır. Bu süreç momentum ortaya çıkarır ve fiyatlar aniden çöker. Özel düzeyde pek çok kişi iflas yaşayabilir, makroekonomik düzeyde ise gayrimenkul köpüğünün patlaması durumunda resesyon veya depresyon tüm ekonomiye yayılabilir. (Collyns&Senhadji, 2005: 103).

Bu sürecin açıklanmasında dört aşamalı köpük davranış modeli oldukça yol göstericidir. İlk aşama, yatırımcıların istatistiksel hatalarına dayanan geleceğe ilişkin tahminlerini kapsar. İkinci aşama, yatırımcıların özellikle son pozitif deneyimlerine bağlı olarak aşırı iyimser oldukları aşamadır. Üçüncü aşamada, aşırı iyimserlik tüm topluma yayılır ve toplumun yüksek riskler almalarına yol açar. Son aşama, tahminlerin gerçek deneyimler tarafından yanlışlandığı ve varlık fiyatlarının son derece keskin bir düşüşe geçerek temel değerine geri döndüğü aşamadır. Bu süreç Şekil 15.'de gösterilmektedir.

Şekil 15. Gayrimenkul Piyasasında Psikolojik Faktörlerin Zaman İçindeki Değişimi



Yukarıdaki şekilde ilk aşamada, yatırımcıların temelinde aşırı heves ve hirs bulunan psikolojik faktörlerin aşırı güven, yüksek toleranslı risk alma ve pozitif beklentilerin de etkisiyle varlık fiyatlarını nasıl artırdığı görülmektedir. Kindleberger'in cinnet olarak tanımladığı söz konusu dönem, iş çevriminin genişlediği ve aşırı coşkunluğun da eşlik etmesiyle harcamaların arttığı bir dönemdir. Cinnet boyunca gayrimenkul veya varlık fiyatlarının artması, ekonomik büyümeyi hızlandıran tüketim ya da yatırım harcamalarının artmasına katkı sağlar. Gözlemciler sürekli ekonomik büyüme tahminleri yapar ve bunlardan bazıları resesyonun sonlandığını ve geleneksel iş çevriminin eskidiğini ilan eder. Artan büyüme, yatırımcıları ve ödünç veren kişileri iyimserliğe yöneltir ve varlık fiyatları çok daha fazla artar. Bu dönem boyunca yatırımcılar, fiyatı artan gayrimenkul veya diğer varlıklardan kısa vadeli kazançlar sağlamaya çalışır.

Bu sürecin ardından, hükümet politikasındaki bir değişiklik ya da daha önceden başarılı olduğu düşünülen bir firmanın başarısızlığı, varlık fiyatlarındaki artışın durmasına yol açar. Satın aldıkları varlıkları ödünç paralarla finanse eden yatırımcıların yatırımdan elde ettikleri gelir, ödünç para için verilen faizin altında kalır. Bu varlıkların piyasa fiyatı satın alınan fiyatın aşağısına iner. Yatırımcılar, gelecek tahminlerini yeniden gözden geçirmeye ve artan paniğin etkisiyle piyasadan çıkmaya başlar. Yatırımcıların varlık satışları, varlıkların fiyatlarında keskin düşüşlere yol açar, panik ve çöküş birbirini takip eder. Bu aşamada köpük patlar ve varlık fiyatları temel değerine geri döner (Kindleberger, 1996: 12-13). Yatırımcı davranışlarının psikolojik doğası, gayrimenkul piyasasının tam rekabetçi olmayan özellikleri ve risk algısıyla daha somut bir nitelik kazanmaktadır.

Daha önce de değinildiği gibi, gayrimenkul piyasasını tam rekabet piyasalarından ayıran önemli farklılıklar vardır. Gayrimenkul piyasasında alım satıma konu olan mallar heterojen yapıda olduğundan birbirinin yerine kolaylıkla ikame edilemez. Gayrimenkul, küçük parçalara ayrılamaz ve işlemler büyük tutarlarda gerçekleşir. Alıcı ve satıcı sayısı arz ve talebi kontrol ederek fiyatları etkileyebilecek kadar azdır. Bu piyasalarda kurumsal ve özel düzenlemeler olabilir. Gayrimenkul, doğası gereği sabittir; hareket ettirilemez. Bilgi sinyalleri gecikmeli olarak piyasaya ulaştığından bu piyasada eksik bilgi söz konusudur. İşlemlerin uzun

sürelî ve karmaşık oluşu ve işlem maliyetlerinin yüksek oluşu gibi nedenlerle organize değildir. Ayrıca kısa dönemde konut arzının konut talebine intibakı hemen sağlanmaz, uyum yavaş gerçekleşir. Gayrimenkul piyasasının bu nitelikleri söz konusu alana yatırım yapan bireysel yatırımcıların davranışlarını da etkilemektedir.

1. GAYRİMENKUL PİYASASINDA NE ZAMAN KÖPÜK OLUŞMAZ?

$$Y + P_t - P_{t-1} \geq C + m P_{t-1} \quad (C=0 \text{ ise})$$

$$Y \geq m P_{t-1} - P_t + P_{t-1}$$

$$(-1) Y \geq (1+m) P_{t-1} - P_t \quad (-1)$$

$$Y \leq P_t - (1+m) P_{t-1} \quad (1)$$

Birinci denklemin sol tarafı bütçeyi; sağ tarafı ise mortgage faizini göstermektedir. Konut fiyatlarındaki yıllık yüzde değişim (konut fiyatlarındaki değer artışının yanı sıra kiraların da uzun dönemde sabit ya da artış eğiliminde olduğu düşünülmektedir), mortgage faizine eşit ya da ondan büyük olduğu sürece köpük oluşması mümkün değildir. Bu durumda default riski (mortgage kredisinin geri ödenmeme riski de sıfırdır).

Birinci denklemden hareketle iflas riski şu şekilde hesaplanabilir:

$$\frac{(1+m)P_{t-1} - (P_t - P_{t-1})}{Y} \quad (2)$$

İkinci denklemden pay kısmında bulunan ifadeler $(1+m)P_{t-1} = P_t - P_{t-1}$ ya da $P_t - P_{t-1} \geq (1+m)P_{t-1}$ olduğu sürece gayrimenkul piyasasında köpük oluşumu mümkün değildir.

Örnek:

Yıllık geliri 36.000 TL olan bir yatırımcı 125.000 TL değerindeki gayrimenkulün 75.000 TL'lik kısmı için %1 faiz oranlı mortgage kredisi kullanmış olsun. Enflasyon oranının yıllık %5 olduğu varsayımı altında gayrimenkulün değer artışı $125.000 \cdot 0.05 = 6.250$ TL ve gayrimenkulün kira gelirinin aylık 500 TL olduğu varsayımı altında $500 \cdot 12 = 6.000$ TL'dir. Bu durumda gayrimenkulün yıllık toplam

getirisi $6.250+6.000=12.250$ TL'dir. Mortgage faiz oranı %1 olup yıllık bileşik faiz toplamı %12,6'dır. $75.000*0.126=9.511$ TL mortgage kredisi geri ödemesi hesaplanmıştır. $\frac{(1+m)P_{t-1} - (P_t - P_{t-1})}{Y} = (9.511-12.250)/36000 = -0.076$ yani default riski -%7.6 sonucuna ulaşılmıştır.

Gayrimenkulün yıllık değer artışı mortgage ödemelerinden fazla ve gelir artışı pozitif yönde olduğu sürece piyasada köpük oluşmamaktadır. Köpüğün var olabilmesi için mortgage ödemelerinin gayrimenkul değer artışından büyük ve gelirin azalan yönde (default riski) olması gerekir. Ancak bu durumda yatırımcılar gayrimenkulünü elden çıkarmaya çalışır, talep azaldığından gayrimenkul fiyatları düşmeye başlar ve dip yapar en sonunda köpük patlar. Muhafazakar davranışlar ve sabit gelirli yatırımcı varsayımı altında piyasa temellerine göre bu senaryonun gerçekleşmesi olanaksızdır.

2. MORTGAGE İPOTEKLİ KONUT FİNANSMAN SİSTEMİ

Konut uzun dönemli dayanıklı bir tüketim malı olduğundan aynı zamanda bir servet saklama unsurudur. Konut, hem zamanın akışıyla barınma ve diğer konut hizmetlerini sağlayarak kullanıcıya fayda akımları yaratmakta hem de uzun dönemde varlığını muhafaza ederek bir servet unsuru oluşturmaktadır. Konutun kullanıcıya sunduğu dönemsel faydanın piyasada belirlenen fiyatı kiradır. Bu nedenle konut bir servet unsuru olmakla hem kendi kredisinin teminatını hem de uzun ömrü boyunca yarattığı nakit akımıyla kredi geri ödemesinin bir kısmının kaynağını oluşturmaktadır.

Kredi kuruluşları kullandıkları kredinin teminatı olmak üzere konut üzerine ipotek tesis ederler. Bir kredinin ilk sıradaki geri ödeme kaynağı kredi borçlusunun gelecekteki gelir akımlarıdır. Ancak kredi borçlusu herhangi bir sebeple kredisini geri ödeyemez hale gelirse ipotekli konut satışından elde edilen tutarla kredi borcu kapatılacaktır. Ekonomik daralma dönemlerinde işsizlik ve hanehalkı gelirlerinde meydana gelen azalmalar bir yandan kredi geri ödemelerinde temerrüde neden olurken, genel konjonktür itibarıyla varlık fiyatlarında bir gerileme de söz konusu olmaktadır. Bu durumda, kredinin teminatı olan konut satışından elde edilecek tutarın kredi bakiyesini karşılayabilmesi önem taşımaktadır. Bu nedenle,

genel olarak kredi kuruluşları kullandıkları kredi tutarını konutun değerinin belli bir oranıyla sınırlandırma yoluna giderler.

Konut kredisinde öne çıkan unsurlar kredi tutarı, faiz oranı ve geri ödeme vadesidir. Bu üç unsur kredinin geri ödeme miktarını, bir başka deyişle ise aylık veya yıllık tutarını belirler. Kredi faiz oranı düştükçe veya kredi vadesi uzadıkça kredi taksit tutarı da azalmaktadır. Bu durumda bir hanehalkının gelirine oranla kullandırılacak kredinin tutarı faiz oranı ve kredi vadesine bağlıdır (Büyükduman, 2014: 75-77). Mortgage finans kuruluşları konut bedelinin en fazla %75'ini kredilendirirler. Kalan kısmın alıcı tarafından ödenmesi gerekmektedir. Dünyada çok çeşitli mortgage kredisi alternatifleri bulunmasına karşın genel olarak bu alternatifler sabit ve değişken faizli mortgage kredisi çeşitlerinden türetilmiştir.

Sabit mortgage kredisi, borç dönemi boyunca sabit olan ve borcun kapatılması anlayışına göre oluşturulan bir faiz oranına sahiptir (Berberoğlu, 2009: 122). İleride muhtemel bir faiz artışının ortaya çıkarabileceği riskleri kredi kuruluşu üstlenmiş olur. Ancak kredi kuruluşu faiz oranı riski olarak adlandırılan bu riskin primini kredinin faiz oranına ilave ederek kendisini korumayı amaçlar (Büyükduman, 2014: 77). Değişken oranlı mortgage kredisi, bazı piyasa faiz oranlarına ya da faiz oranı göstergelerine bağlıdır. Bu nedenle, gerekli aylık ödemeler kredi vadesi boyunca değişebilmektedir. Değişken faiz oranları her altı ya da on iki ayda bir belirlense de bu uygulamadan farklı olarak aylık olarak da belirlenebilmektedir (Berberoğlu, 2009: 122). Bu tür kredilerde faiz oranlarının artış riski kredi borçlusunu tarafından üstlenilmektedir. Bu nedenle sabit faizli konut kredisine oranla aynı tutar ve aynı vadede değişken faizli konut kredisinin başlangıçta taksit tutarları daha düşüktür.

Genel olarak yüksek kredi değer oranı, düşük faizler ve uzun vade hanehalklarının konut talebini pozitif yönde etkileyerek konut fiyatlarında artışa neden olmaktadır. Nominal faiz oranlarındaki artışlar, kredi taksit tutarında artışa neden olarak hanehalklarının kullanabileceği kredi miktarını kısıtlamaktadır. Ancak kredi vadesi içinde faiz oranlarında görülecek muhtemel artışlar değişken faizli kredi kullanan hanehalklarının kredi taksitlerinde artışa neden olacaktır. Bazı hanehalkları yükselen bu taksitleri ödeyemeyip temerrüde düşecekler, kredi kuruluşları ipoteği

paraya çevirerek kredi borcunu tahsil etme yoluna gideceklerdir. Bu durumda satıftaki konut sayısı artarak konut fiyatları düşmeye başlayacaktır. Ayrıca sürekli dalgalanan para piyasalarında faiz oranlarının artma ihtimalinin yanı sıra düşme ihtimali de söz konusudur. Böyle bir durumda, değişken faizli kredi kullanan borçlunun geri ödeme tutarları kredi faiz oranlarındaki değişmelere paralel hareket etmektedir. Faiz oranları düştükçe kredi ödeme tutarı veya bir başka deyişle kredi taksit tutarı düşmektedir (Büyükduman, 2014: 78-79).

Mortgage kredisindeki riskler; kredi riski, faiz oranı riski, erken ödeme riski ve satın alma gücü riski olarak 5 ana başlıkta incelenmektedir. **Kredi riski** (Default risk), konut kredisini almış olan kişinin ödeme güçlüğü içine düşmesi durumundaki zarar riskidir. Farklı bir anlatımla; borçlunun herhangi bir nedenle borcunu ödememesi nedeniyle oluşabilecek riske kredi riski denilmektedir. **Faiz Oranı Riski**, piyasa faiz oranlarının, düzenlenen mortgage kredilerinde kullanılan faiz oranlarından farklılaşması durumunda ortaya çıkmaktadır. **Erken Ödeme Riski**, borçlunun erken ödeme yapmasıyla ortaya çıkacak nakit akımlarındaki belirsizlikten doğan risktir. **Likidite Riski**, gayrimenkul yatırımlarının istenildiği an nakde dönüştürülememesi, nakde dönüştürebilmek için belirli bir süre beklenilmesi veya piyasa değerinin altında bir bedelle nakde dönüştürülebilmesi olarak ifade edilmektedir. **Satınalma Gücü Riski** ya da enflasyon riski, genel fiyat düzeyinde önceden kestirilemeyen değişimlerin, finansal varlık getirileri üzerindeki etkilerini ifade etmektedir. Örneğin, enflasyon oranının yükselmesi, enflasyona endekli enstrümanlar hariç, bütün tahvil ve bonoların reel getirisini düşürür (Berberoğlu, 2009: 121-124).

Mortgage kredileri talebi, konuta olan taleple ilgili olmasına ek olarak, kredi maliyetine ve alternatif fon maliyetlerine bağlıdır. Mortgage kredilerine olan talebin mortgage faiz oranlarına göre daha az esnek olduğu belirlenmiştir. Buna göre, ekonomide mortgage faiz oranları artarken mortgage kredilerine olan talep de azalmaktadır. Yüksek enflasyon oranı mortgage kredisine olan talebi olumsuz yönde etkilerken, bu oranın düşük olması da olumlu yönde etkilemektedir. Yüksek enflasyon, mortgage piyasalarında likidite sıkışıklığına neden olurken düşük enflasyon maliyetlerin azalmasını sağlar. Buna ek olarak da, alternatif mortgage

seçenekleri mortgage kredilerine olan talebi olumlu yönde etkilemektedir. Konut almak isteyen ailenin toplam mal varlığı ile mortgage kredileri arasında ters yönlü ilişki vardır. Kişilerin mal varlığı arttıkça mortgage kredilerine olan talepleri azalma göstermektedir. İnsanların mortgage kredilerine olan taleplerinin ve kullanılan kredi miktarının artması yeni mortgage kredilerinin kullanılması üzerinde tetikleyici bir unsurdur. Ayrıca mortgage kredilerindeki vergisel durum da mortgage kredilerine olan talebi etkileyen bir etken olarak belirlenmiştir. Mortgage kredilerinde gelir, eğitim durumu, talebi llen Őhrin iş hacmi, konut fiyatları gibi etkenler de önemlidir. Bunlara ek olarak kişinin gelecekte elde etmeyi planladığı gelir de mortgage kredisine olan talebi belirlemede etkili olmaktadır (Berberoğlu, 2009: 128).



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GAYRİMENKUL PİYASASINDA YATIRIMCI DAVRANIŞLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ: MUĞLA İLİ ÖRNEĞİ

Gayrimenkul piyasası, yatırımcılar için hem barınma ihtiyacının karşılanması hem de servet sağlama unsuru olması bakımından önemli sektörlerden birisidir ve nitelikleri gereği gelişime (kentsel dönüşüm, yeni imar izinleri vb.) açıktır. Talep cephesinde nüfusun demografik yapısı, tekil/çoğul yaşantı, sahip olunan meslek, kişiye özgü nitelikler, zevk ve tercihler, mevcut yaşam standardı, geleceğe yönelik beklentiler, gelir ve servet düzeyi gibi pek çok faktör konut talebinin ve konut hareketliliğinin belirlenmesinde etkindir. Konut satın alımında yatırımcıları yönlendiren önyargı ve duygular, onların tercihlerini belirleme ve geleceğe yönelik beklentiler oluşturma konusunda itici bir güçtür. Sınırlı rasyonalite, belirsizlik altında karar alma davranışı ve risk tutumları; konut piyasasında fiyatların oluşmasında, beklentiler yoluyla konuttan gelecekte elde edilecek kar marjının bugüne iskonto edilmesiyle konutun değerinin belirlenmesinde etkin rol oynamaktadır.

Bu bağlamda, konutun satın alınması, elde tutulması veya satılmasında davranışsal iktisat teorileri kapsamında açıklanan çeşitli önyargılar/duygular ve bilişsel süreçler yatırımcıları yönlendirmektedir. Finansal piyasalarda olduğu gibi konut piyasasında da sınırlı rasyonalitenin hakim olduğu, her yatırımcının kendine özgü rasyonalite ve konut piyasasına ait anlık kişisel bir bilinç geliştirdiği düşünülebilir. Bireysel seçimler, özellikle varlık fiyatlarının aşırı arttığı ya da çöküşe geçtiği dönemlerde toplu şekilde piyasaya girme ya da toplu şekilde piyasadan çıkma davranışına yol açarak konut fiyatlarında dalgalanmalara neden olmaktadır.

A. MUĞLA İLİ KONUT PİYASASI VE YATIRIMCI PSİKOLOJİSİNİN AMPİRİK ANALİZİ

Muğla ili konut piyasası, çevrelendiği deniz konumlu ilçeleri; öğrenci, memur, öğretmen gibi çeşitli meslek gruplarını kapsayan göç trafiği, imara açılacak alanların varlığı gibi nedenlerle gelişmeye açık bir piyasadır. Buna

karşın, konut sektörü dışında ileri düzey sanayi sektörünün bulunmayışı, şehrin birinci dereceden deprem bölgesinde yer alması nedeniyle belirli düzeyde kat inşa izninin verilmesi, nüfus yoğunluğunun il merkezinden çok ilçelere dağılmış olması ve konut piyasasının kalıplaşmış kesimlerin inisiyatifinde olması gibi nedenlerle sınırlılıkları olan bir piyasadır.

Muğla konut piyasasının özellikle “göç olgusu” ve “öğrenci” faktörü ile istihdam sahasının sınırlı olması, yatırımcıları bu piyasaya yönelten önemli unsurlardır. Ayrıca TOKİ tarafından ikinci etap konut planı, Tıp Fakültesi'nin inşası, yeni nesil lüks rezidansların inşası, yeni konuta geçme hareketliliğindeki artış, zevk ve tercihlerdeki değişim, kentsel dönüşüm projesine dahil alanların varlığı, şehir düzenlemeleri nedeniyle değerlendirilmesi beklenen arsa, arazi, tarla vb. alanların varlığı gibi pek çok unsur, yatırımcıların bu piyasada kalmasını sağlamaktadır. Yatırımcıların konut piyasasına olan söz konusu ilgisi, konut piyasasının arz ve talep dinamiklerinin yanı sıra yatırımcıların psikolojik eğilimleri, önyargı/duyguları tarafından şekillenmektedir.

1. ARAŞTIRMANIN AMACI

Klasik iktisat teorilerinin yetersizliği, güncel hayatta uygulama alanında karşılaşılan kısıtlar ve en önemlisi insan psikolojisinin kendine has özellikleri nedeniyle davranışsal iktisat teorileri ve yatırımcı psikolojisi alanında yapılan çalışmalar gün geçtikçe artmaktadır. Bu çalışmada davranışsal iktisat teorileri, gayrimenkul piyasası ile birlikte ele alınmıştır. Söz konusu çalışma, davranışsal iktisat teorileri bağlamında Muğla ili konut piyasasında yatırımcı eğilimlerini belirlemeyi ve bu piyasada köpük olup olmadığını test etmeyi amaçlamaktadır. Davranışsal iktisat teorileri çerçevesinde ele alınan çalışma, yatırımcıların gayrimenkul piyasasında geleceğe yönelik fiyat algılarını ve ortak eğilimlerini belirlemesi yönünden önem taşımaktadır. Ayrıca çalışmada yatırımcı profilinin, alınan kararlar üzerindeki etkisi de incelenmiştir.

2. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Bu çalışmada iki farklı yöntem kullanılmıştır. Birincisi, uygulanan anket yardımıyla Muğla ili konut piyasasında köpük oluşumunun test edilmesini sağlayacak olan birim kök ve ko-entegrasyon testini içeren ekonometrik analizdir. İkincisi ise, konut piyasası yatırımcılarıyla yapılan derinlemesine mülakattır.

Birinci aşamada, 2000-2013 döneminde (14 yılı kapsayan süreçte) Muğla il merkezinin gelişmeye açık ve benzer konut özelliklerine sahip mahallelerinde (Kötekli, Emirbeyazıt, Muslihittin, Orhaniye, Karamehmet) bulunan konut sahiplerinden seçilen ve her mahalleden 4 konut sahibi olmak üzere her yıl için 20 ve toplamda 280 adet örneklem değerlendirmeye alınmıştır. Buna göre; konut sahiplerinden alınan bilgiler ışığında konutun alındığı dönemdeki toplam değeri, metrekaresi, konutun alındığı dönemdeki kira değeri, konutun bugünkü toplam değeri, konutun bugünkü kira değeri her mahalle için ayrı ayrı belirlenmiştir. Bu veriler ekonometrik analiz aşamasında kullanılmıştır. Ayrıca, konutun peşin/banka kredisi/borçlanma yoluyla alınıp alınmadığı, konut alırken alternatif yatırım araçlarının takibi, konutun alınma nedeni, konutun beklentileri karşılayıp karşılamadığı, farklı mahallelerdeki konut piyasalarının takip edilip edilmediğine yönelik toplam 13 soru yardımıyla konut yatırım süreci belirlenmeye çalışılmıştır.

İkinci aşamada, yatırımcı eğilimlerinin belirlenebilmesi için 70 adet konut sahibine (her dört konut sahibinden biri) davranışsal iktisat teorileri kapsamında 10 sorudan oluşan yatırımcı psikolojisini değerlendirme soruları derinlemesine mülakat aracılığıyla yöneltilmiştir. Yatırımcı psikolojisini değerlendirme soruları bağlamında ise konut sahiplerinden yatırım kavramını açıklamaları istenmiş, tasarruflarını nasıl değerlendirdikleri, yatırımcı tiplerinden (muhafazakar, aşırı güvenli, iyimser beklentilere sahip, hatalarından ders almayan, başarılarının kaynağını kendisi olarak gören, pişmanlıktan kaçınan, sürü psikolojisine uyan, aşinalık önyargısına sahip, rasyonel) hangilerinin onlar için uygun olduğu, bir yatırımcı olarak risk alıp almadıkları, piyasaların durumunu takip edip etmedikleri, konut piyasasındaki haberlere olan duyarlılıkları ölçülmeye çalışılmıştır.

Ayrıca konutun değerini belirleyen faktörleri (banka kredileri, faiz ve vade yapısı, çevrede bulunan konut sahiplerinin tutumu, semt hakkında gelecekle ilgili beklentiler, kira ve fiyat beklentisi, ekonomik göstergeler, psikolojik faktörler) önem sırasına göre sıralamaları istenmiştir. Konut piyasasına ait hangi faktörleri (konutun satışı durumunda değer kaybetme olasılığı, fiyatlar, vergiler, zevk ve tercihler, faiz/kredilerin yapısındaki değişimler, diğer faktörler) risk faktörü olarak gördükleri, konutlarının bulunduğu mahallede gelecekte konutun değerini etkileyebilecek olumlu ya da olumsuz faktörlerin neler olabileceği, gelecekte konut, kira ve arazi değerleri ile faiz oranlarının seyri hakkında yorum yapmaları beklenmiştir.

B. ANKET SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

Araştırmada yatırımcıların konut satın alım süreci (kaç adet konuta sahip olduğu, konutun nasıl satın alındığı, alternatif yatırım araçlarının takibi, konutun satın alım nedeni, konutun beklentileri karşılayıp karşılamadığı, alternatif konut piyasalarının takibi) konut yatırımını değerlendirme (1) başlığı altında incelenmiştir. Konutun m²'si, konutun alındığı dönemdeki değeri, konutun bugünkü değeri, konutun alındığı dönemdeki kira değeri, konutun bugünkü kira değerine yönelik sorular konut yatırımını değerlendirme (2) başlığı altında araştırmanın ekonometrik analiz kısmında kullanılmıştır.

1. KONUT YATIRIMINI DEĞERLENDİRME (1)

Bu sorular yatırımcının konut satın alım sürecine yönelik beş sorudan oluşmaktadır.

1. Kaç adet konutunuz vardır?

a) 1 b) 1'den fazla

Konut sahipliği	Yüzde	Konut Satın Alım Nedeni	Yüzde
1 adet	%57.1	İhtiyaç	92.5
		Yatırım	7.5
1'den Fazla	%42.9	İhtiyaç	86.7
		Yatırım	13.3

Tablo 1. Konut Sahipliği ve Konut Satın Alım Nedeninin Oransal Analizi

Yatırımcıların %57.1'i 1 konuta; %42.9'u 1'den fazla konuta sahiptir. 1 adet konuta sahip olanların %92.5'i ihtiyaç amaçlı; %7.5'i yatırım amaçlı konut sahibi olmuştur. 1'den fazla konuta sahip olanların %86.7'si ihtiyaç amaçlı; %13.3'ü yatırım amaçlı konut sahibi olmuştur. Burada ilgi çekici nokta, konut sahiplerinin bir ya da birden fazla konut sahibi olması ile ihtiyaç veya yatırım amaçlı konut sahipliği arasında çok belirgin bir farkın olmamasıdır. Bu sonucun ortaya çıkmasında, Muğla ili konut piyasasında yatırımcıların birden fazla konut sahibi olsa da al/sat işlemi yoluyla konutunu elden çıkarmak istememesi etkilidir. Bunun yanında konutun aşınma payı, kiracı faktörü gibi nedenler de konutun ihtiyaç amaçlı olarak alınmasına neden olmaktadır. Konutunu yatırım amacıyla alanların %57.1'i Muğla il merkezinde yatırım amaçlı konut sahipliğinin yüksek olduğu Kötekli mahallesinden satın almıştır.

2. Konutunuzu nasıl satın aldınız?

a) Peşin b) Banka Kredisi c) Borçlanma d) Diğer

Konutu Satın Alma Biçimi	Yüzde	Konutu Satın Alma Biçimi (Ayrıntılı)	Yüzde
Peşin	27.1		
Banka Kredisi	59.9	Sadece Banka Kredisi	17.1
		Peşin+Banka Kredisi	40
		Peşin+Banka Kredisi+Borçlanma	2.8
Peşin+Borçlanma	8.5		
Diğer	4.5		

Tablo 2. Konutun Satın Alma Biçiminin Oransal Analizi

Konutu Satın Alma Biçimi	Yüzde	Öne Çıkan Yatırımcı Profili	Yüzde
Peşin	27.1	Optimist	73.7
		Aşinalık Önyargısı	78.9
		Muhafazakar	52.6
Banka Kredisi	59.9	Aşinalık Önyargısı	70.7
		Optimist	60.9
		Muhafazakar	43.9
		Rasyonel	41.5
Peşin+Borçlanma	8.5	Muhafazakar	85.7
		Aşinalık Önyargısı	71.4
		Optimist	57.1
Diğer	4.5		

Tablo 3. Konut Satın Alma Biçimine Göre Öne Çıkan Yatırımcı Profillerinin Değerlendirilmesi

Konutu satın alma biçimi olarak yatırımcıların %27.1'i peşin, %17.1'i banka kredisi, %51.3'ü (%40+%8.5+%2.8) belirli bir peşinat ve banka kredisi ya da belirli bir peşinat ve borçlanma tercih etmiştir. Bu bağlamda yatırımcıların %59.9'unun belli bir rasyonalite dahilinde banka kredisi kullandığı düşünülmektedir. Bu açıdan banka kredi faizlerindeki değişmelerin yatırımcıların konut alımını yakından ilgilendirdiği söylenebilir.

Konutu satın alma biçimlerine göre yatırımcı profiline bakıldığında, konut peşin, banka kredili veya borçlanma yoluyla alınmış olsa da yatırımcıların genel eğilimleri arasında iyimser beklentilere ve aşinalık önyargısına sahip olma ile muhafazakarlık davranışının ön plana çıktığı görülmektedir. Bununla birlikte konutunu peşin alan yatırımcıların diğerlerinden daha optimist olduğu, banka kredisi kullananların kendilerini daha rasyonel tanımladığı, peşin ve borçlanma yoluyla konut satın alanların ise riski sevmeyen ya da riski düşük değerlendiren muhafazakar ve aşinalık önyargısı yüksek eğilimlere sahip yatırımcılar olduğu görülmektedir.

3. Konutunuzu alırken alternatif yatırım araçlarından hangisi/hangilerine baktınız?

a) Faiz oranları b) Borsa c) Emsal değer d) Diğer e) Yatırım araçlarına bakmadım

Alternatif Yatırım Araçlarını İzleme	Yüzde	Öne Çıkan Yatırımcı Profili	Yüzde
Faiz oranları	30	Optimist	61.9
		Rasyonel	52.3
		Aşinalık Önyargısı	42.8
		Muhafazakar	38
Borsa	1,4		
Emsal değer	14,2	Optimist	80
		Aşinalık Önyargısı	50
		Muhafazakar	40
Diğer	1,4		
Yatırım araçlarına bakmadım	61,4	Aşinalık Önyargısı	83.7
		Optimist	67.4
		Muhafazakar	58.1
		Başarılarının kaynağını kendisi olarak gören	41.9

Tablo 4. Alternatif Yatırım Araçlarının İzlenmesine Göre Öne Çıkan Yatırımcı Profillerinin Değerlendirilmesi

Yatırımcıların konutunu alırken alternatif yatırım araçlarını takip edip etmediğine yönelik soruya verilen yanıtlar şöyledir: Yatırımcıların %30'u konutunu alırken faiz oranlarını takip etmekte, %1.4'ü borsa ile ilgilenmekte, %14,2'si emsal değerle ilgilenmekte, %61.4'ü ise herhangi bir yatırım aracıyla ilgilenmemektedir.

Değişkenler arasında çapraz ilişkilere bakıldığında, konut satın alırken faiz oranlarını dikkate alan yatırımcıların %38'i muhafazakar, %33.3'ü aşırı güvenli, %61.9'u optimist, %9.5'i hatalarından ders almayan, %23.8'i başarılarının kaynağını kendisi olarak gören, %28.5'i pişmanlıktan kaçınan, %4.7'si sürü psikolojisine uyan, %42.8'i aşinalık önyargısına sahip ve %52.3'ü rasyonel yatırımcı tipinin kendisi için uygun olduğunu düşünmektedir.

Konutunu satın alırken emsal değerli başka konutları da dikkate alan yatırımcıların %40'ı muhafazakar, %30'u aşırı güvenli, %80'i optimist, %10'u hatalarından ders almayan, %30'u başarılarının kaynağını kendisi olarak gören, %30'u pişmanlıktan kaçınan, %20'si sürü psikolojisine uyan, %50'si aşinalık

önyargısına sahip ve %40'ı rasyonel yatırımcı tipinin kendisi için uygun olduğunu düşünmektedir. Ayrıca konutun emsal değeriyle ilgilenen bu yatırımcılar benzer özelliklere sahip konutu tercih eden başka yatırımcıları izledikleri için sürü psikolojisine sahip yatırımcı kategorisinde değerlendirilebilir.

Konutunu satın alırken yatırım araçlarıyla ilgilenmeyen yatırımcıların %58.1'i muhafazakar, %32.6'sı aşırı güvenli, %67.4'ü optimist, %39.5'i hatalarından ders almayan, %41.9'u başarılarının kaynağını kendisi olarak gören, %25.6'sı pişmanlıktan kaçınan, %7'si sürü psikolojisine uyan, %83.7'si aşinalık önyargısına sahip ve %39.5'i rasyonel yatırımcı tipinin kendisi için uygun olduğunu düşünmektedir.

Bu bağlamda, yatırım araçlarıyla ilgilenmeyen yatırımcıların çoğunluğu muhafazakar, olumlu beklentilere sahip, güvenilir alanlara yatırım yapan yatırımcı psikolojisine sahiptir. Ayrıca bu sonuçlara göre, konutunu alırken faiz oranlarını da gözden geçiren yatırımcıların yatırım araçlarıyla ilgilenmeyen yatırımcılara göre muhafazakarlık, aşinalık önyargısı ve hatalarından ders alma eğilimi daha düşük; kendisini rasyonel olarak tanımlama eğilimi ise daha yüksektir.

4. Bu konutu alırken beklentiniz neydi? Bu konut beklentilerinizi karşıladı mı?

- a) Evet.....
b) Hayır.....Gerçek konut tercihiniz nedir?

Konutun Beklentileri Karşılama Durumu	Yüzde
Konut beklentilerimi karşıladı	98.6
Konut beklentilerimi karşılamadı	1.4

Tablo 5. Satın Alınan Konutun Beklentileri Karşılama Durumunun Oransal Analizi

Yatırımcıların sahip olduğu konutların fiyat ve nitelikleri açısından beklentilerini karşılama yüzdesi oldukça yüksek olup, muhafazakar bakış açısıyla hareket ederek risk almadıkları ve konut alım kararlarını uygun dönemlere erteledikleri söylenebilir. Bu sonucun ortaya çıkmasında konut sahiplerinin ihtiyaç güdüsüyle hareket etmeleri de önemli bir itici güç oluşturmaktadır.

5. Muğla il merkezindeki farklı mahallelerdeki konut piyasalarını karşılaştırdınız mı? Neden konutunuzun bulunduğu semti tercih ettiniz?

Konut Piyasalarını Karşılaştırma Durumu	Yüzde
Alternatif konut piyasalarını karşılaştırdım	87.1
Alternatif konut piyasalarını karşılaştırmadım	12.9

Tablo 6. Yatırımcıların Konut Piyasalarını Karşılaştırma Eğilimi

Yatırımcıların %87.1 gibi büyük bir çoğunluğunun Muğla Merkez'deki farklı mahallelerdeki konut piyasalarını karşılaştırdıkları görülmektedir. Yatırımcıların konut satın alma kararı vermesiyle geniş çaplı bir araştırmanın ardından konut sahibi olmaları rasyonel hareket ettiklerini göstermektedir. Yatırımcıların %12.9'u kendi önyargıları veya kısıtlayıcı nedenlerden dolayı (iş yeri, okul, kreşe yakınlık vb.) alternatif konut piyasalarını karşılaştırmamıştır.

2. KONUT YATIRIMINI DEĞERLENDİRME (2)

Bu kısımda konutun m²'si, konutun alındığı dönemdeki değeri, konutun bugünkü değeri, konutun alındığı dönemdeki kira değeri, konutun bugünkü kira değeri hakkında yatırımcılar tarafından verilen yanıtlar, Muğla merkezde bulunan 5 mahalle (Kötekli, Emirbeyazıt, Muslihittin, Orhaniye, Karamehmet) ve her bir mahalle için her yıla toplam 4 veri düşecek şekilde 2000-2013 dönemi için ayrı ayrı tablollaştırılmış ve toplam (4X5)X14=280 verilik örneklem üzerinde çalışılarak ekonometrik analiz yapılmış ve sonuçlar her bir mahalle için ayrı ayrı değerlendirilmiştir.

İlk olarak, toplam 280 konutun alındığı dönemdeki toplam değeri konutun m²'sine bölünerek konutun m² fiyatı bulunmuştur. Ardından 5 mahallenin her yıla ait birer m² medyan değeri bulunmuştur. Bu değer konutun o dönemdeki ortalama fiyatını yansıtmaktadır. Aynı işlem kira değeri için de tekrarlanarak kira değeri/m² hesaplanmış ve medyan değeri bulunmuştur. Hem konutun toplam değeri hem de kira değeri için bulunan medyan değerleri her yıl için hesaplanan enflasyon oranları serisine (1+enflasyon oranı)'na bölünerek RKF (Reel konut değeri) ve RKK (Reel konut kira değeri) serileri elde edilmiştir. Her yıl ve her mahalle için bir değer olmak üzere toplam 70'er veri ekonometrik analiz için hazır hale getirilmiştir.

Analiz sonuçlarına göre, Muğla ilinde *konut getirisi ile risksiz tahvil getirisi* neredeyse birbirine eşittir. Herhangi bir varlığın getiri açısından balon oluşturabilmesi için getiri oranının çok hızlı bir şekilde artması gerekir. Ekonometrik sonuçlara göre böyle bir artış görünmemektedir. Bunun yanında böyle bir balonun ortaya çıkabilmesi için sermayenin finansman maliyeti ile getirisi arasındaki ilişkinin finansman maliyeti lehine bozulması gerekir. Yani toplam gayrimenkul getirisi < mortgage faizi. Bu açıdan Muğla'daki gayrimenkul getirisi varlık değeri artışı ve kira olarak bakılırsa fiyatlardan doğan reel yıllık getiri %6,3 iken kiralardan doğan getiri örneğin 2013 yılı için $p_t = \frac{\text{Yıllık toplam kira geliri}}{\text{konutun bugünkü değeri}}$ ise $p_t = \frac{700 \times 12}{125.000} = 0,067$.

Yani konut kirasının %6,7'lik getirisi vardır. Enflasyondan arındırılmış reel kira getirisi %6,7-%5= %1,7. Mortgage reel faizi² yıllık %12-%5=%7. Toplam reel konut getirisi %6,3+%1,7= %8.

Toplam reel konut getirisi > mortgage reel faizi. Yani %8 > %7 olduğu için bir konut sahibinin borcunu ödemek için konutunu satmaması gerekir. Muğla il merkezinde köpüğün patlaması da mümkün değildir.

Örneğin, 2003 yılında Kötekli'de RKF= 618,14 TL/m² iken Kötekli'de 2003 yılı fiyatlarına göre 2013 yılı RKF= 1869,16 TL/m²'dir. Dolayısıyla reel olarak Kötekli'deki konut fiyatlarına bakıldığında 2003-2013 döneminde 11 yıl içindeki ortalama yıllık konut getirisini hesaplamak istersek öncelikle 11 yıldaki toplam değişmeyi bulmamız gerekir.

$$p_t = \frac{\text{RKF}_{2013} - \text{RKF}_{2003}}{\text{RKF}_{2003}}$$

$$p_t = \frac{1869,16 - 618,14}{618,14} = \% 2,02 \text{ kat artmıştır. Yıllık artışı bulmak için oran}$$

olarak 11 yıldaki yüzde değişme= e^{rt} formülü kullanılır.

$$\ln 2,02 = r \cdot 11 \cdot \ln e$$

$$0,70/11 = r \cdot 11/11$$

$$r = 0,063 = \% 6,3.$$

² Bileşik mortgage faizi= $(1+0,00095)^{12} = 1,1201 - 1 = 0,12 = \% 12$.

Muğla'da konutlar yıllık %6,3'lük reel getiriye sahiptir. Büyükduman (2014)'e göre, 2003-2012 yılları arasındaki euro-bond piyasasındaki devlet tahvili getirisi %7,3'dür.

Dependent Variable: LRKF				
Method: Least Squares				
Date: 09/18/15 Time: 10:17				
Sample: 1 70				
Included observations: 70				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LRKK	0.504376	0.049413	10.20742	0.0000
C	2.639060	0.024538	107.5511	0.0000
R-squared	0.605091	Mean dependent var		2.812595
Adjusted R-squared	0.599283	S.D. dependent var		0.233858
S.E. of regression	0.148037	Akaike info criterion		-0.954551
Sum squared resid	1.490220	Schwarz criterion		-0.890309
Log likelihood	35.40930	Hannan-Quinn criter.		-0.929033
F-statistic	104.1915	Durbin-Watson stat		1.417970
Prob(F-statistic)	0.000000			

Tablo 7. Kira ile Konut Fiyatları Regresyonu

$$LRKF=c +b*LRKK+u \quad (1)$$

(1) nolu denklemin olmama ihtimali milyonda sıfırdır. Yani F testine göre, tahmin edilen denklem istatistiki açıdan anlamlıdır. Zaten İktisat teorisine göre, bir varlığın fiyatı (konut) getirisine (kiraya) göre değişir. Bu ilişki burada da ortaya çıkmaktadır. Regresyon gayrimenkul reel kira değişkeninde meydana gelecek % bir birimlik değişme konut fiyatlarını % yarım birimlik bir değişmeye neden olacaktır. Model log-log olduğu için b katsayısı kira-fiyat esneklik katsayısıdır. Bu denklemin regresyon sonuçlarının güvenilir olması için oto-korelasyon, değişken varyans ve EKK yönteminin temel varsayımlarını yerine getirmesi gerekir. Bunun için diagnostik testler yapılacaktır.

Oto-korelasyon problemi olup olmadığını anlamak için LM testi yapılmıştır. Sonuçlar aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	4.357100	Prob. F(2,66)	0.0167
Obs*R-squared	8.164364	Prob. Chi-Square(2)	0.0169

Tablo 8. Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Testi

Berusch-Godfrey testine göre, hata terimleri arasında ardışık bir bağımlılık ilişkisi bulunmaktadır. Bu problemi çözmek için birçok yöntem vardır. Bu yöntemlerden birisi, bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin bağımsız değişken gibi analize dahil edilerek regresyonun tekrarıdır.

Dependent Variable: LRKF				
Method: Least Squares				
Date: 09/18/15 Time: 10:31				
Sample (adjusted): 2 70				
Included observations: 69 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LRKK	0.327227	0.061331	5.335399	0.0000
C	1.612344	0.247044	6.526535	0.0000
LRKF(-1)	0.387300	0.092490	4.187485	0.0001
R-squared	0.672785	Mean dependent var		2.818867
Adjusted R-squared	0.662869	S.D. dependent var		0.229564
S.E. of regression	0.133292	Akaike info criterion		-1.150052
Sum squared resid	1.172598	Schwarz criterion		-1.052916
Log likelihood	42.67678	Hannan-Quinn criter.		-1.111515
F-statistic	67.85114	Durbin-Watson stat		1.832932
Prob(F-statistic)	0.000000			

Tablo 9. Oto-korelasyon Probleminin LRKF (-1) Değeriyle Ortadan Kaldırılması

Tabloda da görüldüğü üzere DW değerine göre oto-korelasyon problemi ortadan kalkmıştır. Aşağıdaki tabloda da Breusch-Godfrey ardışık korelasyon testine göre oto-korelasyon problemi yoktur.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	1.494281	Prob. F(2,64)	0.2321
Obs*R-squared	3.078297	Prob. Chi-Square(2)	0.2146

Tablo 10. Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Testi.

(1) nolu regresyon denklemindeki katsayılar oto-korelasyon probleminden dolayı sapmalı katsayılardır. Oto-korelasyon problemi ortadan kaldırıldıktan sonra konut fiyatları ile kira arasında istatistiki açıdan anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. F değeri 67'dir. Bu değer, tablo değerinden büyük olduğu için tahmin edilen aşağıdaki denklem istatistiki açıdan anlamlıdır. Değişken varyans testi de yapılmıştır. Sonuçlar Tablo 11'de verilmiştir. Tabloya göre %5 anlamlılık düzeyinde değişken varyans yoktur hipotezi kabul edilmiştir.

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	2.906025	Prob. F(2,66)	0.0617

Tablo 11. Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

$$\text{LRGMF} = c + b \cdot \text{LRGMK} + c \cdot \text{LRGMF}(-1) + u \quad (2)$$

(1) nolu denkleme göre konut fiyatlarını; kira ve geçmiş yılın konut fiyatları etkilemektedir. Bu değişkenlerin katsayıları istatistiki olarak anlamlıdır. Buna göre, kiralardaki %1 birimlik artış konut fiyatlarını %1/3 oranında artırır veya vici versa. Konut fiyatlarının bir yıllık gecikmeli değerindeki %1 birimlik değişme konut fiyatlarını %4 artırmaktadır. Yani konut fiyatları, kira getirisi ve kendisinin gecikmeli değerine bağlı olarak yıllık yaklaşık %7 civarında artmaktadır. Bu noktada risksiz bir yatırım aracı olan devlet tahvillerinin reel getirisi de yıllık %7,3 ki varlık fiyat getirileri ile neredeyse birbirine eşittir. Buna dayanarak herhangi bir varlığın fiyatını kendi getirileri ile açıklamak Muğla ili örneğinde mümkün olduğundan bir balondan bahsetmek mümkün değildir.

Bunun yanında ele alınan örnekte, Kötekli Mahallesi şehir merkezindeki mahallelerden konum olarak daha farklı bir noktada bulunmaktadır. Dolayısıyla Kötekli Mahallesi'nde bir farklılık olup olmadığı ve Muğla genelinden ayrılıp ayrılmadığını görmek için bir kukla değişken de analize dahil edilmiştir. Kötekli kukla kira değişkeni serisi (KLKK) istatistiki açıdan anlamlı değildir. Bu ilişkinin olmama ihtimali %87 olduğu H_0 hipotezi kabul edilir.

Dependent Variable: LRGNF				
Method: Least Squares				
Date: 09/18/15 Time: 10:51				
Sample (adjusted): 2 70				
Included observations: 69 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LRGMK	0.323703	0.065732	4.924569	0.0000
KLGMK	0.011799	0.075090	0.157136	0.8756
LRGNF(-1)	0.387264	0.093181	4.156036	0.0001
C	1.612829	0.248909	6.479583	0.0000
R-squared	0.672909	Mean dependent var		2.818867
Adjusted R-squared	0.657813	S.D. dependent var		0.229564
S.E. of regression	0.134287	Akaike info criterion		-1.121446
Sum squared resid	1.172152	Schwarz criterion		-0.991932
Log likelihood	42.68988	Hannan-Quinn criter.		-1.070064
F-statistic	44.57388	Durbin-Watson stat		1.826043
Prob(F-statistic)	0.000000			

Tablo 12. Kira Değişkeninin Anlamlılık Testi

Null Hypothesis: LRGNF has a unit root		
Exogenous: Constant		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.469354	0.0118
Test critical values: 1% level	-3.528515	
5% level	-2.904198	
10% level	-2.589562	

Null Hypothesis: LRGNF has a unit root
Exogenous: Constant

Tablo 13. Konut Fiyatlarına İlişkin ADF Testi

ADF testine göre, gerek kira değerleri gerekse konut fiyatları düzey durağan değildir. Ancak birinci dereceden her iki seri durağan olduğu için ko-entegre serilerdir. Hatırlanacağı üzere birinci bölümde köpük olmaması için varlık getirisi ile fiyatı arasında ko-entegre ilişkisinin olması gerektiği belirtilmiştir. Muğla örneğinde de benzer bir sonuç çıkmaktadır. Yani Muğla ili konut piyasasında köpük bulunmamaktadır.

3. YATIRIMCI PSİKOLOJİSİNİ DEĞERLENDİRME

1. Sizce yatırım ne demektir?

Yatırıma İlişkin Tanımlamalar	Yüzde
Tasarruflarımın değer kaybetmemesi ve gelecekte değer kazanması için yaptığım birikim, ileriye dönük kazanç elde etme faaliyetidir	41.4
Sadece birikimdir	34.2
Birikimlerin değerlendirilmesidir	10
Geleceğin güvence altına alınmasıdır	10
Diğer	4.4

Tablo 14. Yatırımcıların Yatırım Kavramına İlişkin Tanımlamaları

Yatırımcılardan “yatırım” terimini açıklamaları istendiğinde, yatırımı birikim olarak tanımlayanların oranı %75.6, geleceğin güvence altına alınması olarak tanımlayanların oranı ise %10 olmaktadır. Finansal anlamda yatırım; “belli bir getiri sağlamak amacıyla, belirli vadelerde birikimlerin yatırım araçlarına bağlanmasıdır.” Bu tanımdan hareketle, yatırımcıların büyük çoğunluğunun birikim ve yatırım terimlerini birbiriyle özdeş olarak ele aldıkları ve gelecekte oluşabilecek risklerden korunma isteği içinde oldukları söylenebilir.

Yatırımcıların verdiği yanıtlardan bazıları şöyledir:

“Tasarrufu gelecekte daha iyi değerlendirilecek niteliğe sahip kılmaktır. Hisse senedi, tahvil, konut, arazi, arsa, döviz olarak orta ve uzun vadede yatırım yapmaktır.” “Elde olan ve ihtiyacımız dışında olan kapitalin daha fazla artırılması için kullandığımız çeşitli yöntemlerdir.” “Rasyonel bir şekilde gelir ve giderlerimi düşünüp gelecek için birikim yapmaktır, kazanç elde etmeyi düşünürüm.” “Bugün katlandığımız fedakarlığın gelecekte bize fayda sağlamasıdır. Parasal/ekonomik, reel piyasalar (işletme, araba, uçak, gemi vb), spekülatif (borsa, hazine bonosu, mevduat vb.) olabilir. Paranın zaman değerini koruyabilmesidir.” “Parayı belirli bir yere bağlayıp belli bir süre sonra daha fazla kazanmaktır.” “Zamanı geldiğinde nakde çevrilebilecek her şey yatırımdır. Gayrimenkul, ziynet, arsa, araba olabilir.” “Birikimlerin değer kaybetmemesi için değerinin korunmasıdır.” “Bugün yapacağım tüketimi, özellikle lüks tüketimi erteleyip tasarrufta bulunup geleceğe güvence

sağlamaktır. Yani bugün kazandığımdan gelecekte faydalanabilmem için yaptığım bir çabadır. “

2. Tasarruflarınızı nasıl değerlendirirsiniz?

a) Konut b) Faiz c) Döviz d) TL e) Diğer

Tasarrufları Değerlendirme Biçimi	Yüzde
Sadece konut/ konut ve arsa/konut ve döviz/ konut ve altın	62.8
Arsa	11.4
Faiz	10
Altın/döviz	14.2
Diğer (TL, araba yenileme vb.)	1.6

Tablo 15. Yatırımcıların Tasarrufları Değerlendirme Biçimi

Tasarrufları Değerlendirme Biçimi	Yüzde	Öne Çıkan Yatırımcı Profili	Yüzde
Konut ve Türevleri	74.2	Aşinalık Önyargısı	70
		Optimist	62
		Muhafazakar	52
		Rasyonel	44
		Başarılarının Kaynağını Kendisi Olarak Gören	32
		Aşırı Güvenli	30
Konut Dışındakiler	25.8	Aşinalık Önyargısı	75
		Optimist	70
		Muhafazakar	45
		Aşırı Güvenli	40
		Rasyonel	40
		Başarılarının Kaynağını Kendisi Olarak Gören	40

Tablo 16. Tasarrufları Değerlendirme Biçimine Göre Öne Çıkan Yatırımcı Profiline Oransal Analizi

Yatırımcılardan tasarruflarını değerlendirme yöntemlerine ilişkin soruya verilen yanıtların %74.2'si gayrimenkul yatırıma (sadece konut/ konut ve arsa/ konut ve döviz/ konut ve altın/ sadece arsa) ilişkindir. Bununla birlikte, faize yatırım

yapanların oranı %10 iken, altın/döviz gibi araçlara yatırım yapanların oranı %14.2'dir. Görüldüğü gibi gayrimenkul yatırımı oldukça öne çıkmaktadır. Konut ve türevlerine yatırım yapanlar, kendilerini konut dışındaki araçlara yatırım yapanlardan daha rasyonel ve muhafazakar olarak tanımlamaktadır. Konut dışındaki araçlara yatırım yapanlar ise, konut piyasasına yatırım yapanlardan daha kendine güvenli, başarılarının kaynağında kendisini gören, aşinalık önyargısı yüksek ve iyimser beklentilere sahip görmektedir.

Yatırımcıların verdiği yanıtlardan bazıları şöyledir:

“Türkiye’de orta ve uzun vadede her zaman konut ve arsa diğer yatırım araçlarından önde gider. Bununla birlikte kısa vadede döviz ve altın önemli bir yatırım aracıdır. Bunun için bankalar faiz meselesini çekici hale getirmiştir. Bankalar bireylere kredi kullanılarak satma rekabeti içerisindedir.” “Güvenli gördüğüm için konut düşünürüm.” “Kısa vadede konut düşünmüyorum, hobi amaçlı tarla alırım. 1990’lı yıllarda herhangi bir şekilde tasarruf edemediğim için yatırım düşünmemiştim. Faizle değerlendirirdim. 2000’li yıllarda da faize yatırım.” “Arsa, konut mantıklı. Faiz ve döviz inip çıktığı için riskli, öngörülemez olduğu için tercih etmem.” “Konutta değerlendiririm. Arsalar 1990’larda daha ucuzdu, şimdi daha pahalı.” “Tasarrufumla ev aldım. borsa ve döviz vs ilgilenmiyorum. Paramın bir kısmını altında tutuyorum. Konut konusunda son on yılda bir gelişme var. Banka kredisiyle on üç yıl içinde üç ev aldık. 1990’lı yıllarda devamlı araba değiştiriyorduk,” “Faiz döviz vs ilgilenmem. Ülkede büyük bir enflasyon yaşanmadığı sürece Türk lirasında tutarım. Risk görürsem altın ve döviz olarak tutabilirim. 1990’lı yıllarda enflasyon çok daha yüksekti, dövize yatırılıyordu. Şu an TL de güvenli, altın ve dövize pek güvenilmiyor.” “Arsa düşünürüm. Konut benim için sadece barınma amaçlı olur. ikinci bir konut düşünmem.”

“Konuta yatırım yaptım. Bundan sonra arsa olabilir. 1990’lı yıllarda ev almaya odaklanmıştık, o yılları geleceğe hazırlık dönemi olarak düşünüyorum. 2000’li yıllarda paramız tamamen ziyneteydi. Getirisi oldu, çünkü o yıllarda altında bir dalgalanma olmuştu bundan yararlandık. Şu an inşaat malzemeleri döviz üzerinden değerlendirildiği için konut fiyatları arttı.” “Konuta yatırım yaptım. Bundan sonra da konuta yatırım yapmak isterim. Arsaya da sıcak bakarım ama doğru yerde

arsa bulmak zor olabilir, konut için çok fazla araştırma yapmak zorunlu değil. Ata altını biriktiriyordum ama altındaki sıçramadan sonra bunu bıraktım.” “Konuta yatırıyorum. Arsanın konumu ve tasarrufumun miktarına bağlı olarak arsaya da yatırabilirim. 1990’lı yıllarda faiz oranları yüksekti, faizde tutuluyordu. Şimdi konut ve gayrimenkule yatırım yapılıyor.”

“Konuta yatırım yaparım. 1990’lı yıllarda faiz oranları çok yüksekti, önünüzü göremiyordunuz. 2000’li yıllarda ise önümüzü görebilir hale geldik. Emlak piyasasında ortalama olarak on sene içerisinde büyük bir tırmanış var, belirli bir doyuma ulaşıyor ondan sonra bir düşüş oluyor. Düşüşten sonra tekrar bir tırmanış oluyor. Bu sadece Türkiye’de değil bu analizi Avrupa’da ve Amerika’da da yaptım aynı trend geçerli. Bu trendi doğru yakalamak gerekiyor. Amerika’da gelişmişlik yüksek olduğu için bunu kullanarak spekülasyon oluşturabiliyorlar. Ben ABD’de ev alıp satmıştım. O döngüye şöyle uyuyorsunuz: Balon şişiyor ve o sırada balon patlamadan kazanırsan kazandın. Balon, siz kazanamadan patlarsa elinizde kalanı kabulleniyorsunuz.” “Riskli olmayan yatırım araçlarıyla değerlendiririm. Konutu kira amaçlı yatırım aracı olarak görmüyorum. Arsa, yatırım fonu benim için uygun. 1990’lı yıllarda faiz iyi bir yatırım aracıydı. 2000’li yıllarda ise konut değerli.” “Yatırım anlamında arsa ve tarla en doğrusudur. Altın vb gibi yatırım araçlarının değerlerini insanlar istedikleri gibi oynatabilir ama arsayı oynatamazlar. Yaşamak için konuta ihtiyaç vardır. Konut da arsaya yapılır. Arsa olduğu yerde değerlendirilir. Konut ise eskir, yaşlanır, kiraya verildiğinde kiracıyla uğraşmak gerekecektir. Arsaya yapılan yatırım hiçbir zaman kaybettirmez. Nüfus arttığı zaman insanların yaşam alanlarına ihtiyacı var. Zaman içindeki parselasyonunu düşünerek tarla almak daha akıllıca bir yatırımdır.”

“Arsayı tercih ederim. Muğla’da arsa fiyatı spekülatif olarak artıyor, herhangi bir kriteri yok.” “Toprağın kıt olmasından dolayı gayrimenkul her dönemde en iyi yatırım aracıdır. Muğla gibi yerlerde arsa getirisi çok daha yüksek yatırım aracıdır. Konutta değerlendiririm.” “TL olarak tutarım. 1990’lı yıllarda faiz oranları yüksekti, orada değerlendiriyordum. Şu an serbest piyasa olduğu için bir bakıyorsunuz ki bir hafta altın değerli, diğer hafta dolar, sonraki hafta euro değerli hale geliyor. İnsanlar şaşkınlık içerisinde, genelde yastık altında saklama yoluna

gidiyor. Şu anda yüz bin TL param olsa elli bin TL'sini altın yapar bir kenara koyarım. Geri kalan parayla da devamlı oynarım (borsa ya da altın, dolar vb.). Arsalar bile çok şekil değiştiriyor, tarla olan ya da arsa olup da ileride yerleşim alanı olacak yer birilerinin müdahale etmesiyle orası atıl duruma düşüyor, değersiz hale getiriliyor.”

“Faiz, konut, altın, arsa hepsinde değerlendiririm. Paramı önce faizde değerlendirip, borca girmektense paramı tamamlayıp konut vs. alırım. 1990'lı yıllarda daha çok menkul alımlarına (faiz oranları yüksek olduğu için) 2000'li yıllardan sonra gayrimenkul alımlarına yöneldim.” “Toplam üç tane konut aldım. İlk ikisini borsada hisse senedi piyasasında yatırım yaparak, üçüncüsünü banka kredisiyle satın aldım. 1990'lı yıllarda Türkiye rant ekonomisiydi. Ben hisse senedi piyasasında tuttum.” “TL olarak tuttum ve konut aldım. 1990'lı yıllarda TL ve altın olarak tuttum. 2000'li yıllarda konut aldım.” 1990-2000 döneminde gayrimenkul alanı sakindi. Sonraki yıllarda hükümet politikalarından dolayı konuta daha çok talep var. Eskisine göre faiz oranları düştüğü için insanlar daha kolay gayrimenkul almış oldu.”

3. Aşağıdaki yatırımcı tiplerinden hangisi/hangileri sizin için en uygundur?

- a) Muhafazakar (Konut piyasası ile ilgili yeni bilgiler beni bu alanda yatırım yapmaya yöneltmez)
- b) Aşırı güvenli (Konut piyasası ile ilgili bilgilerime güvenirim)
- c) İyimser beklentilere sahip (Konut piyasası gelecekte yükseliş eğiliminde olacak ve kazandırmaya devam edecektir)
- d) Hatalarından ders almayan (Konutla ilgili yanlış yatırımlarım bu alana tekrar yatırım yapmamı engellemez)
- e) Başarılarının kaynağını kendisi olarak gören (Konut yatırımdan sağladığım kazanç kendi yeteneklerimle gerçekleşti)
- f) Pişmanlıktan kaçınan (Konut fiyatlarının yükselmesi yeni konut yatırımları yapmamı sağlar)
- g) Sürü psikolojisine uyan (Pek çok kişinin konut satın alması beni de bu alanda yatırım yapmaya teşvik eder)
- h) Aşinalık önyargısına sahip (Bildğim, geçmişten beri sürdürdüğüm alana yatırım yaparım)
- i) Rasyonel (Yatırım yaptığım piyasaya ait tüm yatırım planlarımı tam ve kesin olarak gerçekleştirebilecek kapasiteye sahibim. (bilgi, eğitim, mantık, tecrübe vb.).

Yatırımcı Davranışları	Kadın (%)	Erkek (%)	Genel Ort. (%)
Muhafazakar	65.4	43.2	51.4
Aşırı Güvenli	27	34.1	31.4
İyimser beklentilere sahip	61.5	65.9	64.3
Hatalarından ders almayan	11.5	38.6	28.6
Başarılarının kaynağını kendisi olarak gören	27	40.9	35.7
Pişmanlıktan kaçınan	27	29.5	28.6
Sürü psikolojisine uyan	11.5	4.5	7.1
Aşinalık önyargısına sahip	73	70.5	71.4
Rasyonel	30.8	50	42.8

Tablo 17. Yatırımcı Davranışlarının Cinsiyete Göre Değerlendirilmesi

Yatırımcılardan yatırımcı davranış kalıplarından hangisi ya da hangilerini kendilerine yakın bulduklarına ilişkin soru yöneltilmiştir. Yatırımcıların yarıya yakını (%51.4) kendisini muhafazakar, %31.4'ü aşırı güvenli, %64.3'ü optimist (iyimser beklentilere sahip), %28.6'sı hatalarından ders almayan, %35.7'si başarılarının kaynağını kendisi olarak gören, %28.6'sı pişmanlıktan kaçınan, %7.1'i sürü psikolojisine uyan, %71.4'ü aşinalık önyargısına sahip ve %42.8'i rasyonel olarak tanımlamıştır.

Geçmişte tecrübe edilmiş ya da bilgi sahibi olunan alanlara yatırım yapma isteği muhafazakar olma özelliği ile de örtüşmektedir. Yatırımcıların sadece %31.4'ü aşırı güvenli olup yatırımcıların büyük çoğunluğu çevre faktörünü de göz önünde bulundurmakta, bu alanda uzman kişilerden ya da tecrübesine veya bilgisine güvendiği kişilerden destek almaktadır. Bununla birlikte, başarılarının kaynağını kendisi olarak gören yatırımcıların oranı ise %35.7'dir. Bu oran, aşırı güvenli olan yatırımcıların yüzdesine yakın bir orandır.

Yatırımcıların gayrimenkul sektörüne ilişkin yaşadıkları olumsuz tecrübelerden/hatalardan ders aldıkları dolayısıyla çok riskli yatırımlardan

kaçındıkları söylenebilir. Hatalarından ders almayan yatırımcı yüzdesi %28.6 olarak düşük düzeydedir. Sürü psikolojisine uyan yatırımcı oranı oldukça düşük düzeyde olup sadece %7.1'dir. Kendi kararlarıyla hareket etmeyi seven yatırımcıların ağırlıklı olduğu söylenebilir. Bunun yanı sıra oranının düşük çıkması, yatırımcıların çevreden edindikleri bilgileri veya arkadaş ortamında yapılan söylemleri göz ardı ederek karar aldıklarını göstermez. Kaldı ki, yatırımcılar sürü davranışıyla hareket etse bile bunu ifade etmek istemeyeceklerdir, yine de yatırımcıların bu konuda rasyonel hareket ettikleri söylenebilir. Yatırımcıların %71.4 gibi büyük bir çoğunluğu öngörülemez riskler almadan, tanınan, hakkında bilgi sahibi olunan alanlara yatırım yapmak istediklerini belirtmişlerdir. Kendisini rasyonel olarak ifade edenlerin oranı %42.8'dir.

Ankete katılan yatırımcıların %37.1'i kadın, %62.9'u erkek olup kadın yatırımcıların %65.4'ü muhafazakar, %61.5'i iyimser beklentilere sahip, %73'ü aşinalık önyargısına sahip, %27'si aşırı güvenli, başarılarının kaynağını kendisi olarak gören ve pişmanlıktan kaçınan, %11.5'i hatalarından ders almayan ve sürü psikolojisine uyan ve %30.8'i rasyonel yatırımcı profilini kendisine yakın görmektedir.

Erkek yatırımcıların %43.2'si muhafazakar, %34.1'i aşırı güvenli, %65.9'u iyimser beklentilere sahip, %38.6'sı hatalarından ders almayan, %40.9'u başarılarının kaynağını kendisi olarak gören, %29,5'i pişmanlıktan kaçınan, %4.5'i sürü psikolojisine uyan, %70.5'i aşinalık önyargısına sahip, %50'si rasyonel yatırımcı profilini kendisine yakın görmektedir.

Kadın ve erkek yatırımcıların davranışları bazı noktalarda birbirinden çok ayrılmaktadır. Kadın yatırımcıların muhafazakarlık önyargısı ve sürü psikolojisine uyma eğilimi daha yüksek iken; aşırı güven, hatalarından ders almama ve başarılarının kaynağını kendisi olarak görme önyargısı ile kendini rasyonel olarak tanımlama eğilimi daha düşüktür. Erkek yatırımcıların ise, kadın yatırımcıların aksine muhafazakarlık önyargısı ve sürü psikolojisine uyma eğilimi daha düşük iken; aşırı güven, hatalarından ders almama ve başarılarının kaynağını kendisi olarak görme önyargısı ile kendini rasyonel olarak tanımlama eğilimi daha düşüktür. Kadın

ve erkek yatırımcıların benzer olarak iyimser beklentilere sahip, pişmanlıktan kaçınan ve aşinalık önyargısına sahip olduğu söylenebilir.

Yatırımcıların verdiği yanıtlardan bazıları şöyledir:

“Risk almayı sevmem. İnsanın kendisini yenilemesi güzel bir şey ama bu konularda pek değil. Muğla’da gayrimenkul dışında pek yatırım alanı yok. Bir de insanlar iş konusunda kafa yormuyor. Tek başıma yatırım kararı almam, eşimle bilgi alışverişinde bulunurum. Gayrimenkul aldığımda kesinlikle satmayı düşünmem. Bize getirisi olan hiçbir şeyi biz satmayız. Kendi kararlarımı kendim veririm sürü psikolojisine uymam. Tanıdığım alanlara yatırım yaparım.” “Bilgilerime çok güvenemem, piyasayı çok iyi bilmiyorum. Konut fiyatları hiç düşmüyor iyimserim. Sadece kendi yeteneklerime güvenmem destek alırım. Konutumu elden çıkarmayı düşünmem. Fiyat araştırması yaparım. Rasyonel sayılmam.”

“Bilmediğim alana yatırım yapmam. Borsadan çok iyi anlayan birisi varsa ona para veririm bu durumda biliyor gibi olurum. Bilgi bilgiden üstündür mantığına katılırım. İyimser beklentilere sahip değilim, güncel haberleri iyi takip etmek gerekiyor. Hatalarımdan ders alırım. Başarılarımın kaynağı olarak çevremi görürüm. Şu an TOKİ’deki konutun değerlenmesini bekliyoruz. Tıp Fakültesi’nin yapılması durumunda konut fiyatı artacağı kadar artmıştır bu durumda konut elden çıkarılabilir. Sürü psikolojisine kesinlikle uymam. Risk almayı severim. Şu an aldığımız ev için riske girmiş oldum. Riskin getirisi yüksekse o zaman risk alırım. Şu an evimi satsam altına yatırım yaparım. Merkez Bankasının veya ABD’nin faiz politikasına göre durumumu ayarlarım. Konut piyasasıyla ilgili bilgilerime güvenmem.” “Şu an bireysel emeklilikteyim, konuta sıcak bakıyorum, hiç borsaya girmedim. Muhafazakarım diyebilirim. Profesyonel olmadığım için aşırı güvenli değilim. Son on yılda konut piyasasında çılgın bir yükseliş var, bir doygunluğa ulaşacak, kırdan kente geçiş süreci yavaşladı. Bildiğim alanlara yatırım yaparım. İhtiyaç güdüsüyle hareket ederim sürü psikolojisi uygun değil.”

“İyice sorguladıktan, bilgilerimi artırdıktan sonra bir yatırım yapmayı tercih ederim. Kendimi aşırı güvenli görürüm. Pişmanlıktan kaçınırım, sürü psikolojisi beni etkileyebilir. Tüm bilgileri önüme aldıktan ve piyasayı kontrol

ettikten sonra yatırım yapmaya elverişli mi yoksa değil mi, kar getirecek mi yoksa getirmeyecek mi buna göre yatırım yaparım. Aldığım eğitim ve tecrübelerim doğrultusunda rasyonel davranış sergilemeyi tercih ederim.” “Yeniliklere açık olmayan bir insan hiçbir zaman başarılı olamaz. Riskin olmadığı yerde kazanç söz konusu olamaz. Yatırımcılık anlamında muhafazakar olunduğu zaman insan yerinde sayar. Kendine çok güvenmek doğru değildir, başkalarından fikir alınması gerekir. Konut açısından müteahhidin eskiden yapmış olduğu konutlara bakılması gerekir. İyimser beklentilere sahibim. Muğla artık bu yapısını aşmak zorunda, Büyükşehir belediyesi olmasının ardından yeni imar alanları açılacak ve inşaat emsal değerleri yükselecektir. Kötekli’de yüzde yirmi imar, yüzde seksen yeşil alan var. Ben bunu doğru bulmuyorum. İnşaat alanı dört kat olabilir, ama zemini sağlam olan yerlerde dört kattan fazla olabilir, bu zihniyeti aşmamız lazım. Daha yüksek konut alanları yapılabilir. Sadece bugün değil gelecek nesillerin de düşünülmesi gerekir, onlar için yeşil alanlar oluşturulmalıdır. Hatalardan ders alınmalıdır. Hatalarından ders almayan bir insan olduğu yerde sayan bir insandır. İnsanların başarısı tek başına olamaz, elbirliği olmadan ben diye biye bir şey yoktur hayatta biz diyebilmeliyiz. Hayatta keşke diye bir şey yoktur. Konut fiyatları konusunda bazı spekülasyonlar vardır, onlara dikkat etmek gerekir. Konutlara da çok fazla paralar verilmesine karşıyım. Yatırım amaçlı hiçbir zaman konut düşünmem. Sürü psikolojisine uymam. Baştan bir gidersin ama gittiğin yeri görmen gerekir. Bilinmeyen yerlere yatırım yapmak maceradır. Rasyonelim.”

“Risk her zaman insanı ileri götürür, risk almazsan başaramazsın. Üniversitenin kontenjanı arttıkça konut fiyatları düşmez. Büyükşehir belediyesi çok büyük alanları imara açarsa belki düşer. Aşırı güvenliyim. İnsan çevresine ve kendisine inanmazsa korkar ve on adım ileri gidemez. Konutta hata yapmamak için düşünmek gerekir, hatasız kul olmaz. Başarılarımın kaynağını kendimde görürüm. Başkalarının desteğiyle harekete geçen yarı yolda kalır. Sürü psikolojisine uymam. Başkalarıyla kıyaslamam kendime bakarım. Başkalarıyla mücadele etmemek gerekir. Borsaya giren çok arkadaşım oldu hepsi battı. Bugün 50-100 bin TL risk alınır ama milyonluk risk alınmamalıdır.”

“Risk aldım. 2007’de 15 yıllık kredi çektim. (1.38 faiz oranından). Daha sonra ekonomi düzeldi, faiz oranları düştü, benim lehime döndü. Bir de konutu normal değerinin altında aldığım için bu riske girmiştim. Kendime güvenirim ama aşırı değil. Sürekli bir yeni yapılaşma var, Eskiye göre konut yapılaşmasından dolayı kiraların ciddi ölçüde düştüğünü görüyorum. Konut fiyatlarının düşmemesi Muğla’nın kendi iç yapısıyla ilgili. Muğla küçük bir şehir, gelenin gitmediği bir şehir, üniversite kenti. Aydın ve Denizli ile kıyaslandığında konut fiyatları yüksek olsa da İzmir ve Ankara ile kıyaslandığında yüksek değil. Yerel halkın hayata bakışıyla ilgili bir durum var. Büyük şehirlerde insanlar belki otuz sene aynı evde yaşarken Muğla’da on sene sonra yeni eve geçme isteği oluşuyor. Yeni binaya geçildikçe fiyatlar artıyor. Müteahhitlerin sayısı da az olduğu için kendi aralarında gizli olarak anlaşarak rakamları hep yüksek tutuyorlar. Yerel halkın talebinden dolayı bu durum ortaya çıkıyor. Eskiden beri Muğla’da sanayi olmadığı için insanlar ne kadar çok eve sahipse o kadar çok kira geliri elde etmiş oluyor. Başarılarımın kaynağında kendimi görürüm. Konut fiyatlarının yükselmesi konut yatırımı için beni teşvik etmez. Ben her zaman kendi mantığımla harekete geçerim, sürü psikolojisine uymam. Tanıdığım alanlara yatırım yaparım. Rasyonelim.”

“Risk alırım. İyimser beklentilere sahibim. Aşırı güvenliyim. Yanlış yatırımım olsa bile kesinlikle arsa, toprak ya da konut alırım. Başarılarımın kaynağında kendimi görürüm. Konut fiyatları yükseldiğinde satmam, ihtiyaç amaçlı kullanıyorum. Yatırım amaçlı arsa ve arazi aldım, al sat yaparım. Konutu satan her zaman kaybeder, konut alan kazanır. Bu nedenle konutumu satmam. Fakat bir mevkideki konut satılıp da başka bir mevkiden konut alınabilir, bu mantıklıdır. Yeni yatırım bölgeleri açılır, Yaraş, Yenice, Bayır gibi. Menteşe evleri ve TOKİ’nin değer kazanmasının nedeni Muğla’daki konut arzı sıkıntısıdır. Sürü psikolojisine uymam. Çünkü herkesin kendi niyetleri, düşünceleri farklıdır. Bildiğim alanlara yatırım yaparım. Kendi fikirlerimde rasyonelim ama uzman değilim. Üniversitenin tüm inşasında birebir bulundum, tecrübelerime güvenirim.”

Yatırımcı Davranışları / Eğitim Düzeyi	Lisans ve altı (%)		Lisansüstü (%)	
	Kadın	Erkek	Kadın	Erkek
Muhafazakar	70.6	40	55.5	42.1
Aşırı Güvenli	17.6	40	44.4	26.3
İyimser beklentilere sahip	58.8	76	66.7	57.9
Hatalarından ders almayan	11.8	48	11.1	31.6
Başarılarının kaynağını kendisi olarak gören	41.2	52	-----	31.6
Pişmanlıktan kaçınan	17.6	36	44.4	21
Sürü psikolojisine uyan	11.8	8	11.1	-----
Aşinalık önyargısına sahip	76.5	76	66.7	63.1
Rasyonel	23.5	48	44.4	57.9

Tablo 18. Yatırımcı Davranışlarının Eğitim Düzeyine Göre Değerlendirilmesi

Kadın ve erkek yatırımcılar eğitim düzeylerine göre değerlendirildiğinde, lisansüstü mezunu kadın yatırımcıların aynı eğitim düzeyine sahip erkek yatırımcılardan daha muhafazakar, aşırı güvenli, optimist, pişmanlıktan kaçınan ve aşinalık önyargısı daha yüksek olarak kendini tanımladığı görülmektedir. Erkek yatırımcıların öne çıkan yatırımcı profili ise daha rasyonel olmaları ve sürü psikolojisine uymamalarıdır. Eğitim düzeyi lisans ve altı olan kadın yatırımcılar aynı eğitim düzeyine sahip erkek yatırımcılardan daha muhafazakar ve sürü psikolojisine uyan yatırımcı profilini tercih etmiştir. Erkek yatırımcılar ise, kendilerini daha kendine güvenli, optimist, hatalarından ders almayan, başarılarının kaynağını kendisinde gören ve rasyonel olarak tanımlamışlardır.

Buradan hareketle, eğitim düzeyi yükseldikçe kadın yatırımcılarda muhafazakarlık, hatalarından ders almama, başarılarının kaynağı olarak kendini görme, sürü psikolojisine uyma, aşinalık önyargısıyla hareket etme eğilimi düşerken; aşırı güven, iyimser beklentilere sahip olma, pişmanlıktan kaçınma davranışı ve rasyonelite artmaktadır. Eğitim düzeyi yükseldikçe erkek yatırımcılarda sadece muhafazakarlık önyargısı ve rasyonel düşünme eğilimi artarken diğer tüm önyargılarda düşüş gözlemlenmektedir.

Yatırımcı Davranışları/ Yaş Grubu	40 yaş ve altı (%)		40 yaş üstü (%)	
	Kadın	Erkek	Kadın	Erkek
Muhafazakar	54.5	50	73.3	35.7
Aşırı Güvenli	27.8	37.5	26.7	32.1
İyimser beklentilere sahip	72.7	62.5	53.3	71.4
Hatalarından ders almayan	9.1	25	13.3	50
Başarılarının kaynağını kendisi olarak gören	9.1	31.2	40	50
Pişmanlıktan kaçınan	36.4	43.7	13.3	21.4
Sürü psikolojisine uyan	18.2	12.5	6.7
Aşinalık önyargısına sahip	36.4	75	100	67.8
Rasyonel	18.2	43.7	40	57.1

Tablo 19. Yatırımcı Davranışlarının Yaş Grubuna Göre Değerlendirilmesi

40 yaş ve altındaki kadın yatırımcıların aynı yaş grubundaki erkek yatırımcılara göre muhafazakarlık, iyimser beklentilere sahip olma ve sürü psikolojisine uyma eğilimi daha yüksek iken; 40 yaş üstü kadın yatırımcılara göre ise aşırı güven, iyimser beklentilere sahip olma, pişmanlıktan kaçınma ve sürü psikolojisine uyma eğilimi daha yüksektir. Özetle, kadın yatırımcılarda yaşın yükselmesiyle birlikte muhafazakarlık, hatalarından ders almama, başarılarının kaynağını kendisi olarak görme, aşinalık önyargısına sahip olma ve rasyonalite eğilimi artarken; aşırı güven, iyimser beklentilere sahip olma, pişmanlıktan kaçınma, sürü psikolojisine uyma eğilimi azalır.

40 yaş ve üstü erkek yatırımcıların aynı yaş grubundaki kadın yatırımcılara göre kendine güvenme, iyimser beklentilere sahip olma, hatalarından ders almama, başarılarının kaynağını kendisi olarak görme, pişmanlıktan kaçınma ve rasyonalite eğilimleri daha yüksek iken; 40 yaş ve altı erkek yatırımcılara göre ise iyimser beklentilere sahip olma, hatalarından ders almama, başarılarının kaynağını kendisi olarak görme ve rasyonalite eğilimleri daha yüksektir. Özetle, erkek yatırımcılarda yaşın yükselmesiyle birlikte muhafazakarlık, aşırı güven, pişmanlıktan kaçınma, sürü psikolojisine uyma ve aşinalık önyargısıyla hareket etme eğilimi düşerken; iyimser

beklentilere sahip olma, hatalarından ders almama, başarılarının kaynağını kendisi olarak görme ve rasyonalite eğilimi artmaktadır.

4. A) Siz bir yatırımcı olarak hangi seçeneği tercih edersiniz?

1. durum: %20 olasılıkla 1.000.000 TL kazanma ihtimali (Beklenen değer: 200.000 TL)
2. durum: %40 olasılıkla 500.000 TL kazanma ihtimali (Beklenen değer: 200.000 TL)

B) Sizce her iki örnek olayın beklenen değeri nedir?

- a) 100.000 TL b) 200.000 TL c) 300.000 TL

Yatırımcının Risk Alabilirliği	Yüzde
1.Durum: Risk almayı seven yatırımcı tipi	15.7
2.Durum: Risk almayı sevmeyen yatırımcı tipi	84.3
Yatırımcının Yatırımdan Beklenen Değer Algısı	Yüzde
1.Beklenen Değer: 100.000 TL	55.7
2. Beklenen Değer: 200.000 TL	24.2
3. Beklenen Değer: 300.000 TL	20.1

Tablo 20. Yatırımcının Risk Alabilirliği ve Beklenen Değer Algısı

4. sorunun A şikkında yatırımcıların ellerinde eşit beklenen değere sahip iki piyango bileti olduğu ve yatırım yapılması durumunda hangisinin seçileceğine dair küçük bir test uygulanmıştır. Birincisi, düşük olasılıklı yüksek getirili seçenek (%20 olasılıkla 1.000.000 TL kazanma ihtimali); ikincisi ise yüksek olasılıklı düşük getirili bir seçenektir (%40 olasılıkla 500.000 TL kazanma ihtimali). Beklendiği gibi yatırımcıların %84.3'ü risk almadan daha yüksek olasılıklı düşük getirili olan ikinci seçeneği tercih etmiştir. Sadece %15.7'si risk alarak düşük olasılıklı yüksek getirili birinci seçeneği tercih etmiştir.

4. sorunun B şikkında beklenen değeri 200.000 TL olan seçeneklerle ilgili olarak yatırımcılardan kendi beklenen değer algılarını ortaya koymaları istenmiştir. (1. durumda, $1.000.000 * \%20 = 200.000$ TL'dir. 2. durumda, $500.000 * \%40 = 200.000$ TL'dir). Yatırımcıların sadece %24.2'si piyango biletinin değerini beklenen değer kadar yani 200.000 TL olarak tahmin etmiştir. Beklenen değeri 100.000 TL olarak

tahmin edenlerin oranı %55.7 olup bu grup risk almayı sevmeyen ve ikinci seçeneği tercih eden yatırımcılardan oluşmaktadır. Beklenen değeri 300.000 TL olarak tahmin edenler ise optimistik, aşırı güvenli ve risk almayı seven yatırımcılardan oluşmakta ve bu yatırımcıların oranı %20.1'e karşılık gelmektedir. Bu sonuçlar, yatırımcıların muhafazakarlık ve aşinalık önyargıları ile uyumludur.

5. Konutunuzun değerini belirleyen faktörleri önem sırasına göre sıralayınız.

- () Banka kredileri, faiz ve vade yapısı
 () Çevrede bulunan konut sahiplerinin tutumu
 () Semt hakkında gelecekle ilgili beklentiler
 () Kira ve fiyat beklentisi
 () Enflasyon, büyüme oranı, faiz oranı, döviz kuru gibi göstergeler
 () Psikolojik faktörler

Konutun Değerini Belirleyen Faktörlerin Önem Sıralaması	Yüzde
1. Semt hakkında gelecekle ilgili beklentiler	58.5
2. Kira ve fiyat beklentisi	34.2
3.Çevrede bulunan konut sahiplerinin tutumu	20
4.Banka kredileri, faiz ve vade yapısı	30
5.Enflasyon, büyüme oranı, faiz oranı, döviz kuru	24.2
6.Psikolojik faktörler	45.7

Tablo 21. Konutun Değerini Belirleyen Faktörlerin Önem Sıralaması

Konutun gelecekte değerini belirleyen faktörlerin semt hakkında gelecekle ilgili beklentiler, kira ve fiyat beklentisi, çevrede bulunan konut sahiplerinin tutumu, kira ve fiyat beklentisi, enflasyon, büyüme oranı, faiz oranı, döviz kuru gibi göstergeler ile psikolojik faktörler arasından sıralanması istenmiştir. Yatırımcıların büyük çoğunluğu (%58.5) uzun vadeli bir izlenimle semt hakkında gelecekle ilgili beklentileri ilk sıraya yerleştirmiştir. Yatırımcıların %45.7'si psikolojik faktörlerin çok önemli olmadığı görüşündedir ve yarıya yakını psikolojik faktörleri son sıraya yerleştirmiştir. Bu sonuçtan hareketle yatırımcıların daha çok gözle görülür sonuçlarla hareket ettiklerini ve rasyonelitetlerinin yüksek olduğu söylenebilir.

Kira ve fiyat beklentisinin yatırımcıların %34.2'si tarafından ikinci sıraya yerleştirilmesi yatırımcıların %90'ının ihtiyaç amacıyla konut sahibi olmalarına rağmen satın aldıkları konutu ileride yatırıma dönüştürebilecekleri düşüncesiyle hareket ettiklerini göstermektedir. Banka kredileri, faiz ve vade yapısı yatırımcıların %30'u tarafından dördüncü sırada yer almaktadır. Bu sonucun ortaya çıkmasında konutu alırken önemli olan bu göstergelerin konutun alınmasından sonra yatırımcı tarafından önemini kaybettiğine dair algı etkili olmaktadır.

Piyasa göstergelerinden enflasyon, büyüme oranı, faiz oranı, döviz kuru gibi araçların yatırımcıların %24.7'si tarafından beşinci sırada kabul görmesi, Muğla ili gayrimenkul piyasasında konuta yatırımın hiçbir zaman kaybettirmeyeceği ve her türlü ekonomik düzlemde kazandıracağına dair algı etkili olmaktadır. Bu bağlamda, kendisini muhafazakar olarak değerlendiren yatırımcıların risk almayı sevmedikleri için gayrimenkul piyasasını tercih ettikleri ve dışsal faktörlerle çok fazla ilgilenmeyerek bu alana yatırım yaptıkları da söylenebilir.

Çevrede bulunan konut sahiplerinin tutumu yatırımcıların %20'si tarafından üçüncü sıraya yerleştirilmiştir ki, her beş kişiden birinin bu faktörü üçüncü sırada önemli gördüğü anlaşılmaktadır. Konut alınıp satılırken çevrede bulunan ve benzer özelliklere sahip konutların alım-satım maliyetlerinin de karşılaştırıldığı sonucuna ulaşılmaktadır. Bununla birlikte bu oran düşük ve önem sırası orta dereceli olarak izlenmektedir.

Yatırımcıların bu soruya verdiği yanıtlardan bazıları şöyledir:

“Banka kredileri faiz oranlarının düşmesiyle konut alımını teşvik eder. Faiz oranlarının 1 puanlık düşüşü konut yatırımlarında 10 puanlık çarpan etkisi yaratıyor. İnsanlarda Türkiye’de bu koşulları bir daha yakalayabilir miyiz umutsuzluğu ya da bu koşulları değerlendirme umudu var. İnsanlar olumsuz beklentilere sahipse bugünü değerlendirmek ister. Psikoloji dediğimiz şey bu. İlk sıralarda yer alabilir. Yatırım amaçlı konut alımı olunca yatırım spekülatif olmuş olur. Bu durumda konut sahiplerinin tutumu önemli değildir. Tıp Fakültesinin yapılması vb. ciddi bir fiyat artışı yaratan unsurlar. Gayrimenkul en risksiz yatırım alanlarından birisidir. Bunun dışında finansal piyasalarda da altın uzun vadede

değer kazanır.” “Konutun değerini piyasa belirler. Semt hakkındaki beklentiler çok önemli, Kiracıyı bile koyarken mahalleye göre değişiyor.” “Semt hakkında gelecekle ilgili beklentiler birinci sırada yer alır. Yatırım yaparken gelirinizin katlanmasını istiyorsanız gelişebilecek çevredeki konuta yatırım yapmalısınız. Psikolojik faktörler kişiye bağlıdır, başkasını etkilemez diye düşünüyorum.”

“Konut yatırımını ek gelir elde etmeye bağımlı kılmam nedeniyle kira ve fiyat beklentisi ilk sırada yer alır. Psikolojik faktörler son sıradadır. Bunun nedeni, benim için geçerli olan bir neden başkası için geçerli olmayabilir, kişiden kişiye değişen öznel bir durumdur. Maddi kısıtları yüksek olan insanların psikolojik faktörlerle yatırım yapma olasılığı düşüktür.” “Konut aldıktan sonra beni birebir ilgilendiren kötü bir mahalleyse o mahallede çok boş yer varsa benim evimi kiraya vermem çok zor olur, ya düşük fiyattan gider ya da gidemez. Bu nedenle kira ve fiyat beklentisi birinci sırada yer alır. Kira getirisi hem maddi kazanç hem de yatırımı nakde çevirmek açısından çok etkiler. Benim için çok iyi hayalimdeki bir konuttur ama diğer insanlar benim gibi düşünmeyebilir.”

“Semt hakkında gelecekle ilgili beklentiler ilk sırada yer alır. Çünkü zevk ve tercihlerin Köteklî’ye doğru kayması konutumu değerli tutar, henüz doluluk oranına ulaşmadı, daha zaman var. Psikolojik faktörler de son sırada yer alır. Çünkü ortada bir gerçek var, evin yapısı ve çevredeki evlerin değeri neyse odur. Piyasa daha belirleyici.” “Reel bir yatırımcı için var olan gerçeklikle o zamanki durum değerlemesi birbirinden ayrılır. Kısa dönemde psikolojik faktörler uygun olsa da değişkendir. Reel yatırımcı gerçek olanla ilgilenir.”

6. Konut piyasasında kiralarn kısa dönemde %20 artacağı ve faiz oranlarının yarı yarıya azalacağı haberi yeni konut yatırımı için sizi hemen harekete geçirir mi?

- a) Evet (Yüksek reaksiyon, Aşırı güven ve kendine atfetme)
- b) Hayır (Düşük reaksiyon, Muhafazakar davranış)

Yeni Duyulan Haberlere Gösterilen Tepki	Yüzde
Evet (Yüksek reaksiyon, Aşırı güven ve kendine atfetme)	68.5
Hayır (Düşük reaksiyon, Muhafazakar davranış)	31.5

Tablo 22. Yatırımcıların Yeni Duydukları Haberlere Gösterdikleri Tepki

Yeni duyulan haberlere gösterilen tepkinin hemen mi yoksa zamana yayılarak mı değerlendirildiğine dayanan yatırımcı duyarlılığı sorusunda yüksek reaksiyon, aşırı güven ve kendine atfetme önyargısıyla hareket eden yatırımcıların oranı %68.5; düşük reaksiyon ve muhafazakar davranış önyargısıyla hareket eden yatırımcıların oranı %31.5'dir. Bu durumda yaklaşık her üç yatırımcıdan ikisinin yeni duyulan haberlere yüksek reaksiyon, birinin düşük reaksiyon gösterdiği görülmektedir.

Yatırımcıların yeni duyulan haberlere yüksek reaksiyon gösterme güdüsüyle hareket etmesi, Muğla gayrimenkul piyasasına yatırım yapanların genel olarak muhafazakar davranış eğilimi taşıdıkları gerçeğini değiştirmez. Çünkü muhafazakar davranış eğilimini belirleyen yegane unsur yatırımcı duyarlılığı değildir. Yatırımcı, özellikle ikinci bir konut almak için harekete geçecekse cazip olan fırsatları değerlendirme açısından kendisini rasyonel olarak tanımlayabilir, muhafazakar davranış modelini konutunu aldıktan sonra elden çıkarmayarak gösterebilir. Nitekim konut fiyatları yükseldiğinde pişmanlıktan kaçınarak konutunu elden çıkarmak isteyenlerin oranı sadece %27,1'dir.

Yatırımcıların bu soruya verdiği yanıtlardan bazıları şöyledir:

“Hayır. Hemen harekete geçmem beklerim. %20 çok küçük bir oran, %40-%50 oranları olursa harekete geçerim. Yapacağım yatırımın kısa zamanda meydana getireceği getiriyle ilgilenirim.” *“Kesinlikle düşük reaksiyon gösteririm. Bunun nedeni, yanlış yatırıma girmekten kaçınmak, fazla risk almak istememektir. Bu durum bir de hayat standardıyla ilgili bir durum. Bu kadar değişiklik yapmamız kaynaklarımızın yetersiz olmasından dolayı pek mümkün değildir.”* *“Risk almam. Düşük reaksiyon. Çevremizde risk alma konusunda kötü örnekler duyduğum için zarar görmekten korkarım.”* *“Temkinli bir reaksiyon gösteririm. Muhafazakar davranışım bunda önemli riske girmek istemem.”* *“Hemen harekete geçmem, spekülasyon ve piyasaları etkilemek için haber yayılmış olabilir. Özellikle Muğla’da buna çok sık rastlıyoruz.”* *“Hayır. Kafamda yatırım amaçlı ev alma düşüncesi olmadığında faizler ne kadar düşse de beni harekete geçirmez.”* *“Piyasanın durumuna bakarım ani kararlar vermem. Geç karar veririm ama doğru kararlar vermeye çalışırım.”*

“Hemen harekete geçerim. Faizle ev alıp yüksek fiyatla kiraya veririm.”
 “Biraz düşünürüm, hem haber yanlış olabilir, ileriki durumu biraz izleyip görmek isterim.” “İmkanım varsa hemen harekete geçerim.” “Hemen harekete geçirmez. Konut piyasası ne kadar artarsa artsın, konut almak bana mantıklı gelmiyor.”
 “Hayır harekete geçmem. Haberlere itimat etmem, kendi kafama göre hareket ederim.” “Yüksek reaksiyon, özellikle birikimim varsa harekete geçerim. Faiz oranlarının üzerinde bir kira geliri, getiri sağlayacağı için daha makul alternatif bir yatırım aracıdır. Hem faizi sevmiyorum, hem de benim için faizden daha iyi bir getiri oluyor.” “Hayır harekete geçirmez, haberle harekete geçmem, haberin doğruluğu hayata geçilebilirliği önemlidir. Yakın takibe geçerim.” “Hemen harekete geçirmez, bu tip şeylerin geçici olduğuna inanırım.” “Fırsatı kaçırmamak için harekete geçerim. Konutu ihtiyaç için almaktan yanayım, yatırım aracı olarak görmüyorum.”
 “Hayır harekete geçmem. İnsanların söylemlerine göre hareket edersek doğru bir sonuca varmamış oluruz.”

“Elimde imkanım olsa hemen harekete geçerim. Şu an birikimim olsa Kötekli'den öğrenciler için 1+1 daire almak isterim.” “Evet harekete geçerim. Yatırım amaçlı konut alacaksam bu haberi değerlendiririm. Hemen harekete geçmem demek konut almam anlamına gelmiyor, haberi araştırırım.” “Haber gerçekleştiğinde zaten konutun değeri yükselecektir. En başta reaksiyon göstermezseniz elde edeceğiniz kar daha az olur.” “Bekler, piyasa durumunu değerlendiririm. Anlık olarak değişmiş olabilir, Piyasalar durağan olduğunda harekete geçmek isterim.” “Harekete geçilmesi için nakit paraya sahip olunması gerekir. Kısa vadede 250-300 bin TL'ye ev alıp %20 kira sağlayacağım diye faiz oranlarının düşüp likiditemi eve yatırıp evin piyasasının ne olacağını bilmeden bu işe girmem. Herkesin bir yatırım boyutu var. Türkiye'de insanların çoğu küçük yatırımcıdır. Yatırımcılar fiyatlar yükseldiğinde aldığına da altına düşmesin diye satma eğilimine giriyor, bu zaten mantıklı olandır. Düşük reaksiyon gösterir. Kaybetmeme güdüsüyle hareket eder.” “Banka kredisiyle aldığım faiz oranı ile konutumun değerini karşılaştırıp zarar etmemesi konusunda dikkat ederim.” “Evet, hemen harekete geçerim. Faiz oranları düşerse hemen yapılandırırım. Kiralar da yüksekse bir tane daha konut alabilirim.”

7. Konut yatırımla ilgili yanlış kararlar aldığınızı düşündüğünüz oldu mu? Olduysa kaynağı nedir?

Yanlış Yatırım Yapma	Yüzde	Yapılan Yanlış Yatırımın Kaynağı	Yüzde
Yanlış yatırımlım oldu	35.7	Kaynağını kendimde görüyorum	56
		Kaynağını dışsal faktörlerde görüyorum	44
Yanlış yatırımlım olmadı	64.3	Kaynağını kendimde görürdüm	86.6
		Kaynağını dışsal faktörlerde görürdüm	13.4

Tablo 23. Yatırımcıların Yanlış Yatırım Yapma Durumu/Kaynağı

Konut piyasasında yanlış kararlar aldığını düşünen, pişmanlık duygusu içinde olan yatırımcıların oranı %35.7'dir. Yanlış yatırım kararı alanların %56'sı söz konusu yatırım kararının kaynağında kendisini görürken %44'ü bu kararını dışsal faktörlere (yanlış bilgilendirme, o günün şartları vb.) bağlamaktadır. Konut piyasasında yanlış bir yatırım kararı almadığını düşünen (kendine atfetme, kendine güven) yatırımcıların oranı %64.3 olup bu yatırımcılar eğer yanlış bir yatırım kararı almış olsalardı bu kararın kaynağında kendisini göreceğini düşünenlerin oranı %86.6; kaynağını dışsal faktörlerde göreceğini düşünenlerin oranı %13.4'dür. Bu sonuca göre, yatırımın gerçek anlamda yapılmasının ardından kaynağını kendisinde gören yatırımcıların oranı, yatırım henüz yapılmadan aynı düşüncüyü paylaşan yatırımcıların oranından yaklaşık %30 daha düşüktür. Yani yatırım henüz gerçekleşmeden yanlış karara sahip çıkmak daha kolay görünmektedir.

Yatırımcıların bu soruya verdiği yanıtlardan bazıları şöyledir:

“Beklediğim getiriye elde edemediğim bir durum oldu ve sattım. Akbük bölgesinde 3+1 daireler bugün 100-150 bin TL'ye bulunuyor. Bodrumda ise 300-400 binden aşağı bulamazsınız. Daha önceden bu bölgeden almış olsaydım ikiye üçe katlardı. Bu yanlışlığın kaynağı kendi kararımды.” “Ben alırken değil ama satarken zarar ettiğimi düşündüğüm bir yatırım yapmıştım. Zamanlama hatası yaptığımı düşündüğüm birtakım olaylar oldu. Örnek olarak 1996 yılında konutuma bir alıcı çıkmıştı satmamıştım. 4 yıl sonra önceki teklif edilen değerden 30 bin tl daha az değere satmıştım. Yine de o konutun maliyeti çok düşüktü zaten, evi kendim yaptırmıştım. Bu yanlış kararın kaynağında kendimi görürüm.” “Hiç olmadı. Gayrimenkul yatırımları yatırımcıyı önemli ölçüde küstürmez. Şehir planlamalarının

değiştüğü, talebin düşük olduğu yerlerde bu durum ortaya çıkabilir. Bunun dışında gelişmekte olan piyasalarda gayrimenkul yatırımı çok getirilidir.” “Olmadı. Zamanlama açısından sorun olabiliyor ona engel olunamıyor. Konut yerine arsa alınsaydı gibi düşünceler olabilir, bu tür kararlar alınırken her zaman rasyonel olunamıyor. Elinizde 100 bin TL varken bunu daha konforlu bir yaşam sürmek için konut mu alayım yoksa 20 yıl sonra getiri sağlayacak bir arsaya mı yatırayım deyip konut alabiliyorsunuz. Konut almak daha cazip görünüyor. O günkü hayat koşullarını iyileştirmeyi düşünüyorsunuz. Kısa vadeli kararlar vermek daha cazip görünüyor. Yanlış bir karar almış olsam kaynağını kendimde arardım.”

“Şu an oturduğum konut küçük o anda elimdekiyle yetinmeyi düşündüm, içinde oturduğum bir konut ve taşınma sorun olmadığı için tercih etmiştim. Ama keşke araştırıp daha geniş bir konut alsaydım, bu da benim fazla risk almayı sevmediğimden kaynaklanıyor. O dönemde daha büyük konut alma şansım da vardı. Bu kararın alınmasında yanlış kararı kendimde görüyorum, araştırabilirdim ama hiç bakmadım.” “Gayet isabetli kararlar aldım. Piyasayı yakından takip ediyorum, ailem inşaat sektöründe, bu nedenle konut piyasasından çok konuşuruz. Bu durum daha rasyonel davranmamı, daha fazla bilgi edinmemi, geleceğı görmemi, kararlarımı daha iyi vermemi sağlıyor.” “ABD’deki tecrübemde oldu. O balonun şişmekte olduğunu üç-altı ay sonra patlayacağını bile bile ikinci yatırıma gittik satmadan balon patladı. O zaman için geriye dönseydim daha fazla açgözlülük yapmazdım daha erken satardım, daha erken nakde çevirirdim. Ama demek ki bazen çok açgözlü olmamak gerekiyor diye düşünüyorum. Bu kararın kaynağında kendimi görürüm, ben şansa pek inanmıyorum.”

“Yanlış yatırımım olmadı. Eğer yanlış yatırım yapmış olsam hatayı kendimde ararım. Çünkü bir yatırım yapacaksanız iyi araştırma yapmalısınız, çünkü paranızı çöpe atmak var, bir de onu katlamak var.” “Yanlış yatırımım olmadı. Ama konutumu aldığım dönemde alternatifler azdı, ardından TOKİ yapıldı. Biraz daha bekleyebilirdim ve TOKİ’den alabilirdim.” “Hayır. Yanlış yatırımım olsa kaynağını kendimde görürüm. Şans diye bir şey yoktur. İnsan şansı kendisi yaratır. Şans, bir şeyi kazanıyorsak o şeyi hak ettiğimiz içindir, çaba sarf ettiğimiz içindir. Bazen önümüze fırsatlar çıkar, bu fırsatları sağlıklı karar verip değerlendirebiliyorsak

kendimizi şanslı addediyoruz, ama şans değil.” “Muğla’ya ilk geldiğim dönemde şehri çok tanımadığım için arsayla ilgili yanlış tercihlerim oldu. Kısa dönemde nakde çevirmem gerekti, istediğim değere ulaşamadı. Bunun kaynağında kendi kararım olmadı, yanlış yönlendirildim.” “Şimdiye kadar şartlarımı zorlayarak ev sahibi olabilirdim, geç kaldığımı düşünüyorum. Aldığım evle ilgili bir pişmanlık duymuyorum. Bu kararın alınmasında kendi kararım etkili oldu. Şimdiye kadar verdiğim kiraların boşa gittiğini düşünüyorum, en azından şimdiki evimi daha rahat alabilirdim.” “Daha iyi bir semtten alabilirdim, o koşullarda satın alma gücüm bu konuta yetmişti, benim için mevcut şartlara uyum sağlayan bir davranıştı.” “Zamanlama açısından yanlış bir yatırımdı oldu, yüksek bir fiyata almıştım. Bunu kendi hatam olarak görürüm.”

- 8. Aşağıda verilenler konut piyasasına ait risk faktörleridir. Size göre en önemli risk faktörü hangisi/hangileridir?**
- Konutların satışı durumunda değer kaybetme olasılığı**
 - Fiyatlar**
 - Vergiler**
 - Zevk ve tercihler**
 - Faiz/kredilerin yapısındaki değişimler**
 - Diğer faktörler**

Konut Piyasasına Ait Risk Faktörlerini Değerlendirme	Yüzde
Konutların satışı durumunda değer kaybetme olasılığı	57.1
Fiyatlar	48.5
Vergiler	15.7
Zevk ve tercihler	34.2
Faiz/kredilerin yapısındaki değişimler	48.5
Diğer faktörler (doğal afet, kriz, acil durum vb.)	7.1

Tablo 24. Yatırımcıların Konut Piyasasına Ait Risk Faktörlerini Değerlendirmesi

Konut piyasasına ait risk faktörleri olarak görülebilecek konutların satışı durumunda değer kaybetme olasılığı, fiyatlar, vergiler, zevk ve tercihler, faiz/kredilerin yapısındaki değişimler, diğer faktörler (doğal afet, kriz, acil durum vb.) yatırımcılar tarafından ayrı ayrı değerlendirilmiştir. Yatırımcıların %57.1’i

konutların satışı durumunda değer kaybetme olasılığının, %48.5'i fiyatların (özellikle kiralar), %48.5'i faiz/kredilerin yapısındaki değişmelerin, %34.2'si zevk ve tercihler (zevk ve tercihlerin zaman içinde farklı semt/bölgelere kayması), %15.7'si vergilerin, %7.1'i diğer faktörlerin (doğal afet, kriz, acil durum vb.) risk unsuru yarattığı görüşündedir. Bu sonuçlara göre, konutların satışı durumunda değer kaybetme olasılığı ve faiz/kredilerin yapısındaki değişmelerin risk unsuru olarak görülmesi ön plandadır. Bunun nedeni, konut satın alan yatırımcıların %59.9'unun banka kredisi kullanması ve konut ile faiz oranlarının birbirinin alternatif maliyeti olarak görülmesidir.

Yatırımcıların bu soruya verdiği yanıtlardan bazıları şöyledir:

“Fiyat ve vergiler. Örneğin Marmaris’te 50 TL olan konutun vergisi Marmaris İçmeler’de 300-500 TL. Bu nedenle önemli.” “Konutların satılması durumunda değer kaybetme olasılığı çok önemlidir, mortgage krizini de gördüğümüz için böyle bir olasılık her zaman vardır. Diğer bir faktör de krizdir, krizle birlikte konutun fiyatları düşebilir.” “Konutumu satmayı kafaya koyduysam satarım. Konutun değer kaybetme olasılığı benim için risk faktörü değildir. Vergi ne zaman olsa yatıyor zaten risk faktörü olmaz. Zevk ve tercihler önemli, diğer faktörlerden acil durumda satmak zorunda kalınabilir.”

“Konutların değer kaybetme olasılığı, fiyatlar ve kredilerdeki değişim. Belediye alt yapı çalışmalarına önem vermezse konut aldığımız fiyatın altına düşecek, çünkü eskiyecek. Zamanla yeni binaların yapılması konut fiyatlarını düşürüyor.” “Konutların satılması durumunda değer kaybetme olasılığı birinci faktör. Muğla’daki konut fiyatlarının çok şişkin olduğunu düşünüyorum. Örneğin Marmaris’te 3+1 konut 130-140 bin TL, Kötekli’de de aynı fiyat. Kötekli’de bu şekilde olmasının nedeni konut arzının kıtlığı. Faizler, vergiler de risk faktörü olabilir.” “Faiz ve kredi yapısındaki değişiklikler en önemli risk faktörleridir. Fiyatlar da olabilir. Örneğin TOKİ’deki konutların fiyatı 2007 yılına göre arttı. Ama belki on yıl sonra yapısının değersiz olduğu, kötü malzeme kullanıldığı ortaya çıkarsa olabilir derim bir risk unsuru değil benim için.” “Konutlar zarar ettirmez. Gelişmeye açık bölgeler değerlendirilebilir, diğer yerler gözden düşebilir. Emirbeyazıt gibi yerlerde konut fiyatları önceden çok yüksekti ama şimdi Karamehmet

mahallesindeki konutlar Menteşe, Kıyaç vb. buraya eşdeğer hale geldi. Yani zevk ve tercihler önemli bir etkidir. Kira fiyatları da etkilidir. Vergiler çok etkilemez.”
“Konutların değer kaybetme olasılığı. Örneğin Düğerek’te 200 bin TL’ye bir ev var ve iki yıldır satılamıyor. Konut konusunda biraz sabırlı olmak gerekiyor. Zevk ve tercihler de risk faktörü olabilir.”

“Sulukule’de TOKİ yapıldı ve onlar başka bir yere nakledildi. Oraya lüks konutlar yapıldı. O insanlar o bölgeyi terk etmeselerdi konutlar aşırı pahalı olmazdı. zevk ve tercihler gerçekten önemli. Fiyatlar en büyük risk. Vergiler o kadar değil. Konutların fiyatlarını şişiren de aslında faiz oranlarıdır.” “Çok acil bir ihtiyacım varsa satmak zorunda kalırsam zarar etmek zorunda kalırım. Aldığım fiyata satabilmek için aylarca beklemek zorunda kalabilirim. Bu nedenle konutlar değer kaybedebilir böyle bir risk var.” “Konutların değer kaybetme olasılığı önemli. Yaşadığım çevredeki kültürel yapı değişirse bu benim için bir risk faktörü olur. Kötekli’de olsam öğrenciler olduğu için oradan kaçardım. Belki gün gelir vergiler öyle bir yükselir ki ev sahibi olanlar evlerini satıp kirada oturmayı daha avantajlı görebilir. Zevk ve tercihler de etkiler.”

“Faiz/kredi yapısındaki değişimler konutun artış ya da düşüş değerini belirler. Faizler çok yükseldiği zaman insanlar ellerindeki konutu satmak isterler, faize ya da başka bir şeye yatırım yapmak isterler. Örneğin 1999 ve 2009 yılındaki devalüasyon olayında da aynı şeyler oldu. Herkes elindeki konutu, arabayı, arsayı vb. her şeyi sattılar. Yabancı paraya yatırım yaptılar. Gecelik faizler %150-200 oldu, döviz çok arttı, 1 TL iken 5 TL oldu. Ama konut yerinde durdu o kadar gelir getirmede.” “En önemlisi konutların satışı durumunda değer kaybetme olasılığıdır. Sonuçta konutu bir yatırım aracı olarak görüyorum. Bunda da en önemli söz konusu olan satacak durumda konutun değer kaybetme olasılığı beni korkutur. Faiz ve kredilerin yapısındaki değişimler de beni korkutabilecek pozisyonlardandır. Çünkü konut satışıyla faiz ve kredilerin hareketlenmesi birbirine çok bağlantılı olduğu için biraz sorun yaşatabilir.”

“Fiyatlar, krediler. Konutlarda vergiler lüks konutlar için geçerlidir. Fiyatlara bağlı olarak konutların değer kaybetme olasılığı da önemlidir.” “Konutun değer kaybetme olasılığından çok değerinin yerinde sayması durumu oluyor.

Muğla'da reel değer kaybı pek olmuyor. Kiralar (bölgelerin spekülasyon fiyatları var.), fiyatlar kişisel olarak belirleniyor. Zevk ve tercihler de önemlidir.” “Konutun satışı durumunda değer kaybetme olasılığı. Bu konutu kısa vadede satıp yeni bir konut almayı düşünürüm, bir konutu çok kullanıp eskitmek mantıklı gelmiyor, bu nedenle önemli. Vergiler eğer çok artarsa konut yerine başka yatırım araçlarına yönelebilirim, şu an için konutlar daha avantajlı ve garantili. Zevk ve tercihler etkili değil çünkü her mahallenin kendine ait avantajları var. Kötekli'de öğrenciler, merkezde ise memur kesimi yaşamaktadır.” “Mal varlığımı azaltabilecek tek şey olduğu için vergiler risk faktörüdür. Bunun yanı sıra zevk ve tercihler, doğal afetler de risk faktörüdür.”

9. Konutunuzun bulunduğu mahallede gelecekte konutun değerini etkileyebilecek faktörler sizce neler olabilir?

- a) Olumlu;.....
b) Olumsuz;.....

Mahalle	Olumlu Faktörler	Olumsuz Faktörler
KÖTEKLİ MAHALLESİ	<ol style="list-style-type: none"> 1. TOKİ'nin ikinci etap projesi 2. Tıp Fakültesi projesi 3. Temiz hava, gürültüsüz ortam 4. Üniversiteye yakınlık 5. Altyapı hizmetlerinin artması, işyerlerinin bu bölgede yoğunlaşmaya başlaması 6. Şehrin bu yöne doğru kayması 	<ol style="list-style-type: none"> 1. İmara açık alan sayısının artması nedeniyle konut değerlerinin düşmesi 2. Siyasi faktörler 3. Sürekli öğrenci bölgesi olarak kalması 4. Aşırı yapılaşmanın olması 5. Altyapı eksiklikleri 6. Zevk ve tercihlerin merkeze doğru kayması
EMİRBEYAZIT MAHALLESİ	<ol style="list-style-type: none"> 1. Konutların şimdiye kadar hiç değer kaybetmemesi 2. Merkezi bölgede yer alması 3. Doğalgazın gelmesi durumu 4. Öğrenci sayısı arttıkça kiralardan artması 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Yapıların eski ve birbirine girift olması, şehir planının kötü olması 2. Yeni binaların yapılmaması nedeniyle kiralardan düşme eğilimi 3. Merkezde olduğu için hava kirliliği, gürültü gibi olumsuz çevresel faktörler 4. Yeni konutların farklı yerlere yapılması
MUSLİHİTTİN MAHALLESİ	<ol style="list-style-type: none"> 1. Merkezi olması 2. Doğalgazın gelmesi 3. Muhitin tercih edilir olması 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Muğla'nın farklı bölgelere doğru ilerlemesi burada bulunan konutların değerinin düşmesi 2. Yeni yapılaşmanın farklı bölgelerde olması ve burayı merkezden uzaklaştırması 3. İnşaat sektörünün çevre dokusunu bozması 4. Hava kirliliği, gürültü gibi olumsuz çevresel faktörler

Mahalle	Olumlu Faktörler	Olumsuz Faktörler
ORHANIYE MAHALLESİ	1. Merkezi bölgede yer alması (hastane, pazar, bankalar vb. yakınlık) 2. Şehrin bu bölgeye doğru kayması 3. Konut fiyatlarının yükselme eğilimi 4. Bu bölgede bulunan sanayinin taşınacak olması 5. Bölgede bulunan arazilerin değerli olması 6. Merkezdeki diğer mahallelere göre yapıların daha az sıkışık olması	1. Altyapı eksiklikleri 2. İmara açılacak alan sayısının azlığı 3. Daha lüks evlerin tercih ediliyor olması (zevk ve tercihlerin değişmesi)
KARAMEHMET MAHALLESİ	1. Bölgenin şehirden uzak olması (gürültüsüzlük, temiz hava, otopark sorununun olmaması gibi olumlu çevresel koşullar) 2. Gelişmeye açık bir bölge olması 3. Yeni kamu binalarının açılması 4. Bu bölgede yaşayanların büyük çoğunluğunun konut sahibi/yerleşik olması nedeniyle bölgeye yatırım yapma konusunda istekli olması 5. Altyapıların tamamlanmaya çalışılması	1. Merkezden uzak olması 2. Özellikle bu bölgede deprem riskinin bulunması 3. Güvenliğin az olması

Tablo 25. Konutun Bulunduğu Mahallede Gelecekte Konutun Değerini Etkileyebilecek Faktörler

10. Gelecekte konut fiyatları ve faiz oranlarının durumu ne olur?

Konut Fiyatları ve Faiz Oranlarının Yakın Gelecekteki Durumu	Öngörü	Yüzde
Konut fiyatları	Artar	81,4
	Azalır	4,2
	Stabil	12,8
	Belirsiz	1,6
Faiz Oranları	Artar	31,4
	Azalır	12,8
	Stabil	11,4
	Belirsiz	44,4

Tablo 26. Gelecekte Konut Fiyatları ve Faiz Oranlarının Durumunun Değerlendirilmesi

Yatırımcıların büyük bir çoğunluğu, %81.4'ü, gelecekte konut fiyatlarının artacağını düşünerek optimistik bir bakış açısı sergilemektedir. Konut fiyatlarının azalacağı öngörüsünde bulunanların oranı %4.2, bir süre sabit kalacağını düşünenlerin oranı %12.8, belirsiz olduğunu düşünenlerin oranı ise %1.6'dır.

Faiz oranları konusunda ise, faiz oranlarının dışsal olarak belirlendiği ve dünyadaki konjonktürden etkilendiği fikrinden hareketle belirsiz olduğunu düşünenlerin oranı %44.4'tür. Faiz oranlarının gelecekte artma eğiliminde olacağını düşünenlerin oranı %31.4, azalma eğiliminde olacağını düşünenlerin oranı %12.8, sabit kalacağını düşünenlerin oranı ise %11.4'tür.

Konut fiyatları ile faiz oranları arasında ters yönlü bir ilişki olmasına rağmen konut fiyatlarının artacağını düşünen yatırımcılar, faiz oranlarının daha çok belirsiz ya da artma yönünde eğilim göstereceğini düşünmektedir. Bu sonuca göre, yatırımcıların konut fiyatlarını ve faiz oranlarını birbirinden bağımsız şekilde değerlendirdikleri ileri sürülebilir. Ayrıca Muğla konut piyasasına yatırım yapma davranışının %51.4 oranında muhafazakar ve %64.3 oranında iyimser beklentilere sahip güdüye dayandığı düşünüldüğünde konut fiyatlarının artma eğiliminde olduğunun düşünülmesi doğaldır.

Yatırımcıların bu soruya verdiği yanıtlardan bazıları şöyledir:

“Türkiye koşullarında konut ve arsa yatırımcısına daima kazandırır. Faiz oranları banka ve finans politikasıdır. Eğer bankalar konut kredilerini teşvik etmeye

devam ederse faiz oranları düşer (bankalar dışarıdan kredi alır. Yurt içinde yüksek faizlerden satar, paradan para kazanır). Savaş gibi bir şey olmadığı sürece bu şekilde devam eder. %7-%15 arasında kalır.” “Arazi ve konut fiyatları ile faiz oranları yükselir.” “Konut fiyatlarını bölge bazında düşünmek gerekir. Genel anlamda konut fiyatları düşer, belli bölgelerdeki konut fiyatlarının hiçbir zaman düşmeyeceğini hatta artabileceğini düşünüyorum. Konut fiyatlarının en çok dip yaptığı zamanlara bakıldığında özellikle büyük şehirlerdeki belli mahallelerdeki fiyatlar yine de yükseliyor, düştüğünü hiç görmedim.”

“Konut fiyatlarının düşeceğini düşünüyorum. Kiraların hemen hemen sabit kalacağını, arazi fiyatlarının ve faizlerin yükseleceğini düşünüyorum. Kısa gelecekte kriz beklentisi taşıyorum, krizde konut talebi azalıp insanlar eve yatırım yapmayacakları için ve faiz oranı yükseleceği için konut satın almayacaklardır. Böylece konut fiyatları Muğla’da bir miktar düşer. Faiz oranları bir miktar artmaya başladı ve artmaya devam edecektir. Kiralar belirli bir düzeyde olduğu için özellikle Muğla’da konut fiyatlarıyla kira fiyatları beraber hareket etmiyor. Arazi fiyatları artıyor, çünkü Muğla’da yoğun bir arazi alımı olduğunu düşünüyorum. (orta ve uzun vadeli olarak) 2005 yılından itibaren kiraların reel olarak artmadığını söyleyebilirim. Bu da konut arzından kaynaklandı. Önümüzdeki dönemde kiralar reel olarak çok değişmez. Konut fiyatları ise reel olarak değer kaybedebilir. Yatırımcı olsaydım şimdi konutları elden çıkarıyor olurum. Muğla’da konut piyasasının bir doyuma ulaştığını düşünüyorum.” “Faiz oranları artar, (sıkıntılı bir döneme girdik). Muğla Büyükşehir olacağı için arazi fiyatları artabilir, imara açılmayan alanlar imara açılır. Ancak talep çok fazla olduğu için fiyatlar düşmez. Öğrenci faktöründen dolayı kiralar devamlı artıyor. Konut piyasasında henüz doluluk oranına ulaşmadı. Konut fiyatları da bunlara bağlı olarak bir süre daha artacaktır.”

“Suriye ile ilgili sorunlar var, riskin arttığı dönemlerde faiz oranları artar, Muğla bazında konut fiyatları kesinlikle artacak, Muğla gelişecek, Muğla gelecekte egenin incisi olacak. Ben Türkiye’de yatırımcı olsam gayrimenkul yatırımlarımı Muğla’da yaparım.” “Gelecekte faiz oranları dünyadakine yaklaşır. Bankacıların saltanatına son veren bir hükümet gelirse faizler düşer. arazi, arsa, kira fiyatları yükselir. Konut fiyatları hep yükselir.” “Yeni konutlar yapıldıkça konut fiyatları

düŖer. arazi fiyatları çıkabilir, yer olarak bakıyoruz. Kira fiyatları kesinlikle düŖer (yurtlar, yeni evler yapılıyor), memlekette işler kötüye gittiğinde faizler yükselir. Ŗu anda da savaş gibi bir durum ortaya çıkarsa faiz oranları artabilir.” “Arsa fiyatları bulunduğu mevkiye göre değer kazanabilir ya da değer düşebilir. Sanayi ve turizm bölgelerindeki arsa fiyatları arttı. Konut fiyatlarında ise çok fazla artış olmaz. Faizler konusunda net konuşamam.” “Muğla’da konut fiyatları kesinlikle artar çünkü çok fazla inşaat yapılacak alan yok, imara açılacak alanlar çok kısıtlı. Faiz oranları yükselir, Türkiye’nin ekonomisi çok kırılğan, faiz oranları düşse bile çok kısa süreli olacaktır. Sıcak para politikası sürdürülebilir değil.” “Konut ve kira fiyatları belirsiz olur. şu andaki siyasi politikalar belli değer. Faiz oranlarının yükselmesi krediyle konut alan ya da kirada oturan birisi için dezavantajdır. Dolar veya euro tarzında borçlanan kişiler için de dezavantaj. Arazi fiyatlarının arazinin olduğu yere göre değişebileceğini düşünüyorum.”

“Faiz oranları 0.90 seviyelerinde kalır. Muğla’nın büyük Ŗehir olmasından dolayı arazi fiyatlarında suni bir spekülasyon var. Kira fiyatları yükselmez, belirli bir doygunluğa ulaştı.” “Devletin orta sınıfı mülksüzleştirmek gibi bir politikası olamaz. kriz yada savaş gibi olağanüstü bir durum olmadığı sürece konut zarar getirmez. Faiz oranları konusunda hiçbir fikrim yok. AVM projeleri devam ederse araziler daha fazla değerlenir.” “Konutlar arttıkça fiyatlar düşer. üretim az olduğu maliyet yükselir. Kira fiyatlarında değişme olmaz, standart olarak devam ediyor. Arsa fiyatları bulunduğu mevkiye göre değişir. Merkezde bulunan arsalar sınırlı olduğu için değer düşmez. Ekonomi iyiye giderse faiz oranları yükselir. 2002 yılına göre şimdi daha da borçlandık.” “Bu durum arz-talep meselesiyle ilgili. Muğla’da konut yapacak alan kısıtlı. Aydın’da nüfus kalabalık olmasına rağmen evler çok ucuz. Muğla’da 450 bin TL ödenen evler gibi Aydın’da 150-200 bin TL ödenen çok güzel evler var. Muğla’da sürü psikolojisi var, o istiyorsa ben niye o miktarda bedel istemeyeyim düşünceci var. Aydın’da, Mersin’de kullanılan inşaat malzemeleri Muğla’da da kullanılıyor, gidip de altından ev yapılmıyor. Üç-beş kuruş daha fazla verip kaliteli malzeme kullanılabilir ama ne kadar fark eder ki? Konut fiyatları artar. Faiz oranları giderek düşüyor ve düşecek.”

“Muğla sanayileşmemiş ama kentleşmesini hızlı bir şekilde sürdürüyor. Büyükşehir olduğundan soyutun dışında somut bir takım yatırımlar söz konusu oluyor. Muğla’yı fuar merkezi haline getirmeye çalışıyorlar. Muğla kültür merkezi oldu, Tıp, Mühendislik fakültesi vb nedenlerle nüfus artışı söz konusu olacak. Bu nüfus kaliteli bir nüfus olacak, bu nüfusun aradığı konut ve arazi yüksek kalitede olacak, yaşam alanı talep edecekler. Şehir Düğerek ve Ula’ya doğru yayılmaya başladı. Gelecekte şehirde arazi bulmak mümkün olamayacak, bulduklarımız çok pahalı olacak ve uydu kent şeklindeki yaşam alanları da değerli hale gelecek. Ula, Düğerek ve Ortaköy gibi mevkilerde konut fiyatlarının çok artacağını düşünüyorum. Faiz oranları; şuan dengeler şaşmazsa bir istikrar yakalandığını düşünüyorum, faiz oranlarını siyasi tercihler belirliyor, şu an için spekülasyon hareketler az, ekonomi şimdilik istikrarlı görünüyor. Olası bir savaş olmazsa, komşularımızdaki dış siyaset bizi çok fazla etkilemezse, içerde ciddi bir siyasi kavga olmazsa bu istikrarlı yapı sürer diye düşünüyorum. Bunlar da bizim belirleyemeyeceğimiz, çok öngöremediğimiz riskler, bu riskler her zaman var.”

“Bulduğum mahallede ikinci kez TOKİ yapılacağı için belediyenin imara açma projeleri gerçekleşirse bizim alanımız ciddi rant sağlayacaktır. Burada imara açık alan az, çok katlı bina yok bu durum mevcuttaki yapıyı sürdürür. İkinci TOKİ’nin yapılması durumunda kiralar konusunda rahatlama sağlar, çok yükselme olmaz. Arazi fiyatları çok ciddi arttı. Aynı arsa 4 ay içinde 30.000 TL’den 70.000 TL’ye çıktı (500 m2.) Gökova’ya doğru Yerkesik, Gülağzı tarafı imara açıldıkça (daha önce tarla görülen yerler de imara açılıyor) arazi fiyatları artış yönünde olmaktadır. Arsa fiyatlarının yüksek olması Muğla için büyük bir sorundur. Faiz oranları Türkiye ekonomisiyle bağlantılı, borsa, altın, dolar bütün bunların hepsi faiz oranlarını etkiliyor.”

“Konut fiyatlarında çok fazla artış olmaz, çünkü her yerde konut yapılıyor. Örneğin, gecekonduların hepsi apartman ya da düzgün bir site alanı oluyor. Konut fiyatlarında çok fazla artış olmaz. Arazi fiyatlarında olabilir. Arazi fiyatlarında, konumu bakımından artışlar olabilir. Arazi fiyatları konut fiyatlarından az bir şey artabilir. Çünkü konut dışında fabrika kurmak gibi başka nedenlerle arsaya olan talep artabilir. Faiz oranlarının durumu: Türkiye kötü bir devalüasyon geçirebilir.

Çünkü şu anda borç altında, borçsuz insan yok, herkes ya ev ya da araba almıştır ya da yatırım yapmıştır. Kimsenin elinde nakit para yok şu anda.” “Eğer arsalarda yeni imar çalışmaları yapılmazsa konut fiyatları çıkacak, arazi fiyatları: (tarlalarda yeni imar planı içine giren yerler olursa değer kazanır, yok tarım arazisi vasfını koruyacaksa pek bir şey kazanmaz. Arsalar da aynıdır. Zaten bu ikisi de birbiriyle bağlantılı olmuş olacaktır). faiz oranları, yöneticilerin bilebileceği bir iş, Türkiye’de cumhurbaşkanının önüne anayasa kitabı atıldı diye kriz yaşandı, faizler tavan yaptı. Ne olacağı belli değil, bunu hiç kimsenin tahmin edebileceğini düşünmüyorum. İmar planı olmazsa yeni imarlar açılmazsa konut piyasası her zaman yükselmeye meyillidir, yükselmeye devam eder. Arsalar da aynı şekilde imara açılmazsa değer olarak yükselmeye devam edecektir. Bu durumda konut fiyatları düşmeye başlar ya da belli bir dönem sabitler.”

“Son iki senedeki trend tahminimin üzerindedir. Bu sene Kötekli’de çok boş yer kalırsa ve fiyatlarda düşüş olursa ev fiyatlarına yansır. Şayet doluluk oranı yeterince sağlanmışsa geçen sene yüzde yirmi oranında arttıysa önümüzdeki yıl yüzde üç-beş oranında artabilir. Bu ivmenin son iki yıldır devam ettiğini gördüm, belki iki sene daha devam eder ama daha sonra aynı hızla devam edeceğini sanmıyorum, düşüş olabilir ya da yerinde bile sayabilir. Daha yeni başka yatırımlara bakılabilir. Arsa gibi yatırımlar güzel ben biraz tezcanlıyım. Arsanın çok uygun bir yerde olması gerekir. Arsa fiyatları Kötekli’de çok artmış durumda ama arsa alıp da kaybeden hiç görmedim. Biraz daha sakın riski sevmeyen yatırımcı arsaya yatırım yapıyor. Faiz oranlarını yurt dışından gelen para akışına bağlıyorum.” “İnşaat sektörü geliştikçe fiyatlar artar. İnşaat maliyetleri çok arttı, lüksün sınırı yok. Fiyatlar genel olarak artacaktır. Orta kalite evlerin ulaşılabilirliği daha yüksek. Faiz oranlarının ülkenin komşularıyla ilişkileri ve hükümet politikasına göre dönem dönem inip çıkacağını düşünüyorum. Muğla’da arsaların ve yeni yapılan konutların fiyatları artar.” “Konut fiyatlarının şu an yüksek olduğunu, gelecekte durağanlaşacağını ama tekrar yükseleceğini düşünüyorum. Arazi ve arsa fiyatları bulunduğu yere göre değişir. Muslihittin mahallesinde düşmez daha da yükselir. Kiralar artar ama daha az miktarda artar. Faiz oranlarının düşeceğini beklemiyorum, ya aynı seviyede gider ya da biraz artar.”

“Konut fiyatları artmaya devam edecek, kiralar uzun süre yerinde saymaya devam edecek (son dört beş yıldır konut ve arsa fiyatları kadar artmadı, Kötekli’de öğrenciye yönelik spekülasyon olarak arttı),” “Faiz oranları ekonomi politikalarına bağlıdır. Arsa ve konut fiyatlarının düşeceğini düşünmüyorum. On sene önce de konut fiyatları yüksekti, bu kadar konut yapılmasına karşın fiyatlarda düşme olmadı. Kira fiyatları konutlar arttıkça biraz düşebilir.” “Öncelikle gelecek nesiller için yaşamamız gerekir. Geniş, insanların yaşayacağı alanlar, yeşil alanlar, spor alanları oluşturulmalıdır. Belediye yeni arsalar oluşturursa arsa fiyatları artmaz, dolayısıyla konut fiyatları artmaz. Bugün Muğla’da konut fiyatlarının yüksek olmasının nedeni arsanın olmayışıdır. Eski evlerin yıkılıp müteahhitler tarafından yüzde elli, altmış oranlarında pay verip geri kalanını pahalı satmasının nedeni budur. Bunun aşılması gerekir. Faiz oranları düşecektir.” “Konut fiyatlarında çok da artış olmaz, şartlar çok iyileşti, herkes konut sahibi oluyor. Kiralar şu an üst düzeyde bundan daha fazla olmaz, dengeli gider. Arazi fiyatları olabildiğince kabarttılar, bundan daha fazla artmaz, imara açıldıkça düşebilir. Faiz oranları çok artmaz, bankalar makul faiz oranları sunuyor.”

“Konut fiyatlarının çok fazla düşeceğini düşünmüyorum. Kira fiyatları sabit kalır. Çünkü herkesin ev sahibi olma olasılığı çok fazla. Muğla çok göçe açık bir yer değil. Arazi fiyatları artar. Muğla arazi konusunda kısır bir yer. Faiz oranları da bu aralarda kalacaktır.” “Hepsinde yükselişin devam edeceğini, ama bu yükselişin hızının değişebileceğini, durgunlaştığı dönemler olabileceğini düşünüyorum. Arazi yapılanmasına, yeni imara açılacak yerleşim alanlarının durumuna göre değişebilir. Faiz oranları hükümet politikalarına bağlı. Konut yapımında maliyetler artarsa konut fiyatları artar, Muğla’da konut fiyatları ve kiralar hiçbir zaman düşmedi.” “Muğla’da konutların yapısıyla ilgili belirli bir standart var. Örneğin, üç katlı binaların yanında yedi katlı devasa binalar yok. Şu anki imar düzeninde zemin+4 kata izin veriliyor. Doluluk oranına ulaşılmış durumda. İmar değişikliği olursa örneğin +2 kat daha çıkılmasına izin verilirse fiyatları etkiler, başka türlü fiyatları etkileyen bir şey olmaz. Siyasi anlamda bir değişiklik olursa farklı durumlar ortaya çıkabilir. Muğla genelinde arsa bulmak zor, komple dolmuş durumda. Site şeklinde alanların yapılabilmesi için mevcut apartmanların yıkılarak ada bazında bir

yapılaşmaya gidilmesi gerekir. Gelecekte konut fiyatlarının artacağını düşünüyorum. Faiz oranlarının 0.75 ve 1.00 arasında inip çıkacağını bekliyorum.”

“Konut üretimi olmadığı sürece Muğla’da TOKİ bazında, talepten çok konut üretimi olmadığı müddetçe fiyatlar tavan yapar. Artan talep ve artan nüfus üzerine fiyatlar yükselir. Arazi fiyatlarının artış hızı konut fiyatlarının üzerindedir. Faiz oranları artar.” “Konut fiyatları en kötü ihtimalle sabit kalır, düşmez, duruma göre artar. Belediye yeni yaşam alanları açsa bile şehir merkezine uzak olacağından dolayı var olan konut fiyatları düşmez. Faiz oranları belirsiz olsa da dalgalanmaların çok büyük olacağını beklemiyorum, uzun vadeyi görmek çok zor.” “Konuttan ziyade arazi fiyatları artar. Çünkü konutta kat yükseltilir, üretilir. Fakat arazide bu mümkün olmadığı için fiyatları daha çok artar. Öncelikli tercihim arsa ya da arazi olur. Faiz oranları beni ilgilendirmez, hızlı değişen bir şey, dışsal faktörlere bağlı.”

“Az da olsa enflasyondan dolayı kira, konut, arazi, arsa fiyatları artacaktır. Arazi fiyatlarının ekstra artmasını sağlayan oradaki yapılaşma, oraların imara açılması, yeni konutların yapılmasıdır. Bu nedenle arazi fiyatları her zaman konut fiyatlarından ve kiralardan daha fazla artar. Faiz oranları da genel ekonomik göstergelere göre, Merkez Bankasının politikasına göre belirlenir. Ancak dünyadaki gelişmelere göre Merkez Bankası faiz oranlarını 10’un altına sabitlemiş görünmektedir. (1-2 puan oynuyor). İstikrar sürdüğü müddetçe faiz oranlarında çok iniş çıkış olacağını düşünmüyorum. İstikrarsızlık olduğu anda yüzde 20’lere çıkabilir, bu duruma şaşırım. Tamamen sıcak parayla hareket ediyoruz. Elinizde nakit paranızın olması durumunda her an her şey yapabilirsiniz. Ama arazi, arsa vb. olması durumunda onunla çok bir şey yapamazsınız. Ben her zaman paranın güçlü olduğunu, paranın insanın elinde olması gerektiğini düşünüyorum.”

“Yerel yönetimler, konut yapılacak alanları imara açmazsa arsa, arazi ve konut fiyatları çok yükselir. Faiz oranları politikaya bağlıdır.” “Hem arsa hem de konut fiyatları yükselir. Eski binalar değer kazanıyor. Faiz oranları hükümete bağlıdır. Faiz oranları konuta bağlı değil ama konut fiyatları kesinlikle faize bağlıdır.” “Konut fiyatları ve buna dayalı olarak kiralar artacaktır. Faiz oranlarında sürekli oynanıyor, sürekli artacağını düşünüyorum.” “Faiz oranları her

dönem Eylül ayında tavan yapar, ocak ve şubat aylarında düşüşe geçer. Faiz oranları ekonomik durum, enflasyon gibi durumlara bağlıdır. Konut, arsa, arazi fiyatları artar. Muğla merkezde imarlı arsa kalmadığı için fiyatlar yükselişe geçmiş durumda.”



SONUÇ

Yatırım kararlarında rasyonalitenin sorgulandığı davranışsal iktisat alanı, yatırımcıların nasıl duygular/önyargılarının etkisi altında kaldığını araştırır. Yatırımcıların nasıl sistematik olarak irrasyonel davranma eğiliminde olduğunu dolayısıyla insanların bilinçsizce oluşan duygularının etkisinde kalarak karar aldıklarını ortaya koyar. Muhafazakarlık, aşırı güven, optimizm, aşinalık, kendine atfetme, geri görüş, pişmanlıktan kaçınma, sürü davranışı, aşırı/eksik duyarlılık önyargıları bunlardan yaygın olanlarıdır.

Davranışsal iktisat alanı konut piyasasına uyarlandığında, yatırımcıların konut tercihlerinde bir takım duygular/önyargıların etkisi altında karar aldıkları görülmektedir. Bu alanda risk ve belirsizlik, belirleyici faktördür ve yatırımcının psikolojik eğilimlerini yönlendirir. Yatırımcıların aynı yönde kararlar alması piyasada ani fiyat artışları/çöküşlerine yol açabilir. Konut piyasasında, ilk olarak yatırımcıların istatistiksel olarak geleceğe yönelik hataları, ardından aşırı iyimser tutumları ve bunun tüm yatırımcıların ortak bilincine yayılması varlıkların temel değerinden sapmasına ve aşırı değerlendirilmesine yol açar. Sonrasında ise, tahminler gerçekleşen deneyimlerin çok ötesinde kaldığında varlık fiyatlarında keskin düşüşler görülür ve heves/hırslarıyla hareket eden yatırımcılar için artık gerçeklerle yüzleşme zamanıdır. Çünkü artık varlıklar temel değerine geri dönmeye başlamıştır. Bu aşamada yatırımcılar, varlık fiyatlarındaki düşüşü inkar etme çabasına girerler, zaman içinde ise bu korku tüm piyasaya yayılır ve değeri düşen varlıklardan kaçış başlar. Kısaca, konut piyasasında yatırımcı psikolojisi ve konut fiyatları arasındaki intibak bu şekilde gerçekleşir.

Muğla gayrimenkul piyasasının kendine özgü nitelikleri gereği devamlı gelişmekte olması (öğrenci sayısındaki artış, göç vb.) ve sınırlı imar izinleri nedeniyle konut arzının kısıtlı kalması, gayrimenkul piyasası haricinde büyük sanayi iş kollarının olmayışı (turizm şehri olması), gayrimenkule yatırımı cazip hale getirmekte ve gayrimenkul fiyatlarının yüksek düzeyde belirlenmesine neden olmaktadır. Yatırımcıların muhafazakar eğilimli, aşinalık önyargısına ve iyimser beklentilere sahip olmaları gayrimenkul piyasasına yatırım yapmalarını

güçlendirmektedir. Buna istikrarsız ekonomik ve politik ortam da eklenince beklentiler, gayrimenkul piyasasına yatırım yapmayı rasyonelleştirmektedir.

Bu çalışmada, Muğla konut piyasasında köpük olgusu ve yatırımcı eğilimleri araştırılmıştır. Muğla konut piyasasında köpük olup olmadığına dair yapılan test için şöyle bir yol izlenmiştir: 2000-2013 dönemine ait gelişmeye açık 5 mahallenin konut ve getirisi olan kira değerlerinden hareketle medyan değerlere ulaşılmış ve enflasyondan arındırılmıştır. Böylece, konut ve kira değerleri reel olarak ifade edilmiştir. Ardından mortgage faiziyle ilişkilendirilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, Muğla ilinde konut getirisi ile risksiz tahvil getirisinin neredeyse birbirine eşit olduğu görülmüştür. Herhangi bir varlığın getiri açısından balon oluşturabilmesi için getiri oranının çok hızlı bir şekilde artması gerekir. Bunun yanında böyle bir balonun ortaya çıkabilmesi için sermayenin finansman maliyeti ile getirisi arasındaki ilişkinin finansman maliyeti lehine bozulması gerekir. Yani toplam gayrimenkul getirisi < mortgage faizi olmalıdır.

Yapılan korelasyon testine göre, kiralardaki %1 birimlik artış konut fiyatlarını %1/3 oranında artırır veya tersi. Konut fiyatlarının bir yıllık gecikmeli değerindeki %1 birimlik değişim konut fiyatlarını %4 artırmaktadır. Yani konut fiyatları kira ve kendisinin gecikmeli değerine bağlı olarak yıllık yaklaşık %7 civarında artmaktadır. Risksiz bir yatırım aracı olan devlet tahvillerinin reel getirisi de yıllık %7,3 olup konutun yıllık reel getirileri ile neredeyse birbirine eşittir. Bu bağlamda, Muğla konut piyasasında reel değerlerin mortgage faizlerinden kopmadığı, ekonomik temellere dayandığı, Muğla konut piyasasının öğrenci potansiyelinin fazla oluşu, imara açılacak alanların varlığı ve konut piyasasına yatırımların arz/talep dengesi boyunca ilerlediği göz önüne alındığında bu piyasada köpükten bahsedilmemektedir.

Bu demektir ki; Muğla ilinde konutların reel getirisi (konut ve kira değeri) artışı finansman getirisinden daha büyük olduğundan yatırımcıların konutu elden çıkarmalarına gerek yoktur. Bu durum, piyasada ani fiyat çöküşlerinin olmayacağına göstergesidir. Köpüğün var olabilmesi için, konut arzı sabitken fiyatların herhangi bir ekonomik temele dayanmadan artması gerekir. Muğla konut piyasasında böyle bir olgu yoktur. Nüfusun artması durumunda yeni imar alanları için konut izni rahatlıkla

verilebilir. Bu da fiyatları dengeleyen bir unsurdur. Ayrıca, bazı mahallerdeki yapıların eski ve birbirine girift olması, şehir planının kötü olması, altyapı eksiklikleri ve merkezden uzak olması gibi olumsuz unsurların Belediye tarafından tespit edilerek giderilmesi ve yeni konutların inşa edilmesi Muğla gayrimenkul piyasasını canlandıracaktır.

Yatırımcı eğilimleri açısından, elde edilen bulgulara göre, yatırımcıların büyük bir çoğunluğu ihtiyaç amaçlı konut talep etmektedir. Böylece alınan konutların al/sat mantığıyla elde edilmediği görülmektedir; yatırımcıların bu düşüncesi varlık fiyatlarındaki artış karşısında konutunu elden çıkarma konusunda ihtiyatlı hareket edeceklerine dair güvence sağlamaktadır. Bu durum **“mülkiyet etkisi”** ve **“statüko yanlılığı”** kavramlarıyla açıklanmaktadır. Mülkiyet etkisi, sahip olunan varlıkların aşırı değerlendirilmesi sonucu ortaya çıkmaktadır. Yatırımcılar, sahip oldukları konuttan vazgeçebilmek için onu elde ettikleri fiyatın üzerinde değer belirler. Statüko yanlılığı, yatırımcıların sahip olduğu varlıkları elden çıkarma konusunda isteksiz olmasıdır.

Konutun satın alınma biçimi çoğunlukla banka kredisinden oluşmaktadır. Bu durum, yatırımcıları piyasaya bağımlı hale getirmektedir. Banka kredisi kullanan yatırımcıların büyük bir çoğunluğu aşinalık önyargısına sahip olmakla birlikte bu oran konutunu peşin alan yatırımcılardan daha düşüktür. Konutunu peşin alan yatırımcıların daha optimist olduğu söylenebilir. Çünkü banka kredisi kullanan yatırımcılar piyasadaki dalgalanmalara karşı daha duyarlıdır. Benzer şekilde alternatif yatırım araçlarını izleme konusunda faiz oranlarını takip eden yatırımcılar diğer konutları izleyen ve yatırım araçlarını takip etmeyen yatırımcılara göre daha az optimisttir.

Yatırım araçlarını takip etmeyen yatırımcılar beklendiği gibi aşinalık ve muhafazakarlık önyargısına sahiptir; bilinen alanlara yatırım yapma fikri onları piyasayı takip etme düşüncesinden uzaklaştırmaktadır. Konutu alırken beklenenler karşılanmış görülmektedir. Bu durumun ortaya çıkmasında ihtiyaç güdüsüyle hareket etme önem taşımaktadır. Farklı mahallelerdeki alternatif konut piyasalarının karşılaştırılması açısından yatırımcıların kendi içinde rasyonel hareket ettikleri düşünülebilir. Bu sonuç, beklentilerin karşılanması ile de uyumludur.

Yatırımcının yatırımdan ne anladığıyla ilgili olarak, yatırımcıların yatırım konusunu tasarruflarının değer kaybetmemesi için ileriye yönelik kazanç elde etme girişimi olarak gördüğü anlaşılmaktadır. Bu düşünce yapısı belirli bir dönem boyunca risk almayarak muhafazakar bir davranış sergilemeyi getirmektedir. Yatırımcılar, konut ve türevlerine yatırım yapmaya devam edeceklerini ifade etmişlerdir. Bu yatırımcılar, büyük çoğunlukla kendilerini aşinalık önyargısına sahip, optimist ve muhafazakar olarak tanımlamıştır. Konut dışındaki alanlara yatırım yapanlarda öne çıkan özellikler ise, aşırı güvenli ve başarılarının kaynağını kendisi olarak gören yatırımcı tipidir.

Yatırımcı tiplerinden hangilerinin yatırımcı için daha uygun olduğu sorusuna çözümlenen cevaplardan elde edilen sonuçlara göre, yatırımcıların kendilerini çoğunlukla **aşinalık önyargısına** sahip, **optimist** ve **muhafazakar** olarak değerlendirdikleri anlaşılmaktadır. Yatırımcıların risk alma konusunda çekingen davrandığı söylenebilir (**riskten kaçınma**). Bu durumu destekleyen diğer bir sonuç ise, yatırımcıların bir varlık için onun sadece beklenen değeri kadar yatırım yapabilmeleridir. Bu oran da %55,7'dir. Bu iki sonucun farklı çıkması, yöneltilen soruların farklı şekilde sunulması durumunda farklı tepkilerin alındığını göstermektedir ve "**çerçeveleme etkisi**" ile ilişkilidir.

Konutun değerini belirleyen faktörler için yatırımcıların semt hakkında gelecekle ilgili beklentilere özel bir önem verdiği görülmektedir. Bu sonuca göre, konutun değer kaybetmemesi için ihtiyatlı olduğu ve yatırımcının kolayca risk almayı seçmediği anlaşılmaktadır. Konut piyasasında aşırı/eksik duyarlılığın ölçülmesine yönelik soruya verilen cevaplara göre, yatırımcıların duyulan haberlere **aşırı reaksiyon (aşırı duyarlılık)** gösterdiği, yatırım fırsatlarını değerlendirme gayreti içinde olduğu, bununla birlikte konutu elde tutma konusunda muhafazakar ve mevcut statükoyu koruyan yatırımcı profiline uygun hareket ettikleri görülmektedir.

Konut piyasasına ait risk faktörleri olarak konutun satışı durumunda değer kaybetme olasılığı ön plandadır. Bu oranın diğer risk faktörlerinden daha yüksek çıkması, yatırımcıların ihtiyatlılığı, risk almayı sevmemesi ve muhafazakarlık önyargısıyla hareket ettiğinin de bir göstergesidir. Gelecekte konut fiyatlarının artacağı yönünde iyimser bir beklentiye sahip olan yatırımcıların oranı yüksektir. Bu

sonuç, yatırımcıların gelecekte de bu alana yatırımlarını sürdüreceklerini ve konut fiyatları konusunda aşırı duyarlı olduklarını göstermektedir. Yakın bir gelecekte faiz oranlarının ne olacağı konusunda ise; yatırımcıların %44,4'ü belirsiz, %31,4'ü artacağı ve %12,8'i azalacağı yönünde öngörüye sahiptir. Faiz oranları konut yatırımlarının alternatifi olarak düşünüldüğünde, yatırımcıların en az %57,2'sinin konut yatırımını sürdüreceği sonucuna ulaşılabilir. Buna göre, yatırımcılar aşinalık önyargısı ve **“temsilik hevristici”** ile hareket etmektedir. Temsililik hevristici, yatırımcıların geçmiş fiyat değişimlerinin gelecekte de devam edeceğine yönelik algısıdır, konut piyasasında kalma eğilimleri bu önyargı ile ilişkilidir.

Bu sonuçlara göre, Muğla konut piyasasında yatırımcıların kendilerine ait rasyonalite dahilinde karar aldıkları; muhafazakar, riskten kaçınan, aşinalık önyargısı, optimizm önyargısı, temsililik hevristici, çerçeveleme etkisi, mülkiyet etkisi ve statüko yanlılığı, aşırı reaksiyon eğilimleriyle hareket eden yatırımcı profiline uygun hareket ettikleri düşünülmektedir. Muğla konut piyasasında yatırımcı psikolojisinin verdiği ipuçlarını değerlendirmek, gelecekte konut piyasasında yaşanabilecek gelişmeler için bazı sinyalleri önceden tahmin etmemizi kolaylaştıracaktır.

KAYNAKÇA

ABREU D. & M. K. BRUNNERMEIER (2003), "Bubbles and Crashes", *Econometrica*, Vol.71, No.1, pp.173-204.

ACKERT L. F.& R. DEAVES (2010), *Behavioral Finance: Psychology, Decision-Making and Markets*, South Western.

ACKERT L. F., B. D. KLUGER and L. QI (2012), "Irrationality and Beliefs in a Laboratory Asset Market: Is It Me or Is It You?", *Journal of Economic Behavior&Organization*, Vol.84, pp.278-291..

ALANTAR D. (2009), "Küresel Finansal Kriz. Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme",ss.1-10.

[http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan_Alantar_Kuresel Finansal Kriz Nedenleri Sonuclari MFY81.pdf](http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan_Alantar_Kuresel_Finansal_Kriz_Nedenleri_Sonuclari_MFY81.pdf)

ALLAIS M. (1953), "The Behaviour of Rational Man Facing Risk: Criticism of the Postulates and Axioms of the American School", *Econometrica*, Vol.21, No.4, pp.503-546.

ALTAY E. (2008), "Rational Bubbles in Istanbul Stock Exchange: Linear and NonLinear Unit Root Tests", *Economics in Emerging Markets*, Edt. Lado Beridze, Nova Science Publishers, New York, pp.169-202.

ANDREASSEN P.& K. STEPHEN (1988), *Judgmental Prediction by Extrapolation*, Mimeo, Harvard University.

BAILEY R. E. (2005), *The Economics of Financial Markets*, Cambridge University Press, UK.

BAKER H. K. & J. R. NOFSINGER (2010), "Behavioral Finance: An Overview", *Behavioral Finance: Investors, Corporations and Markets*, Edt. Baker H. K.& Nofsinger J. R. John Wiley&Sons Inc, New Jersey, pp.3-21.

BANERJEE A. V. (1992), “A Simple Model of Herd Behaviour”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.107, No.3, pp.797-817.

BARBER B.M. & T. ODEAN (2001), “Boys Will Be Boys. Gender, Overconfidence and Common Stock Investment”, *The Quarterly Journal of Economics*, pp.261-292.

BARBERIS N., A. SHLEIFER and R. VISHNY (1998), “A Model of Investor Sentiment”, *The Journal of Financial Economics*, Vol.49, No.3, pp.307-343.

BARBERIS N. & M. HUANG (2001), “Mental Accounting, Less Aversion and Individual Stock Returns”, *The Journal of Finance*, Vol.56, No.4, pp.1247-1292.

BARBERIS N. & R. THALER (2003), “A Survey of Behavioral Finance”, *Handbook of the Economics of Finance*, Edt. G.M. Constantinides & M. Harris & R. M. Stulz, pp.1053-1128.

BARBERIS N. (2011), “Psychology and Financial Crisis of 2007-2008”, National Bureau of Economic Research, Working Papers Series, pp.1-16.

BARRON M. (2007), *Speculative Bubbles and the Dot.com Era*, ProQuest Dissertations and Theses, Stony Brook University.

BARSKY R. B. & J. B. DeLONG (1993), “Why Does The Stock Market Fluctuate”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.108, No.2, pp.291-311.

BAYAR Y.& C. KILIÇ “Küresel Finansal Krizin Davranışsal Finans Perspektifinden Değerlendirilmesi”, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, Cilt:62, Sayı:2, ss.177-195.

BAYDUR C.M. & A. BÜYÜKDUMAN (2013) “Kötekli, Akçaova Arakat Fiyatları ve Yatırım Kararı”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, Sayı: 14, No:2, ss.141-152.

BERBEROĞLU M. (2009), “Mortgage-İpotekli Konut Finansman Sistemi ve Bu Sistemin Türkiye’de Uygulanabilirliği”, *International Journal of Economic and Administrative Studies*, Vol.1, No.2, pp.120-146.

BIKHCHANDANI S.& S. SHARMA (2001), "Herd Behavior in Financial Markets", *IMF Staff Papers*, Vol.47, No.3, pp.279-310.

BLANCHARD O. J. & M. W. WATSON (1982), "Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets", *Nation Bureau of Economic Research*, NBER Working Paper Series No.945, pp.1-30.

BOHL M. T. (2003), "Periodically Collapsing Bubbles in the US Stock Market?" *International Review of Economics and Finance*, Vol.12, pp.385-397.

BOUCHER C. (2003), "Testing for Rational Bubbles with Time Varying Risk Premium and Non-Linear Cointegration: Evidence from the US and French Stock Markets", pp.1-27.

http://www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/Activ/boucher_nice.pdf

BROOKS C.& A. KATSARIS (2003), "Rational Speculative Bubbles: An Ampirical Investigation of the London Stock Exchange", *Bulletin of Economic Research*, Vol.55, No.4, pp.319-346.

BROWN H. I. (1990), *Rationality*, Routledge, London.

BRUNNERMEIER, M. K. (2001), *Asset Pricing under Asymmetric Information: Bubbles, Crashes, Technical Analysis and Herding*, Oxford University Press, Oxford, UK.

BRUNNERMEIER, M. K. (2008), "Bubbles", *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2 ed. S. Durlauf and L. Blume.

BÜYÜKDUMAN, A. (2014), *Bir Kent Efsanesi: Konut Balonu*, Scala Yayıncılık, İstanbul.

CAMERER C. (1989), "Bubbles and Fads in Asset Prices", *Journal of Economic Surveys*, Vol.3, No.1, pp.3-41.

CAMPBELL J. Y & R. J. SHILLER (1987), "Cointegration and Tests of Present Value Models", *Journal of Political Economy*, Vol.95, No.5, pp.1062-1088.

CAMPBELL J. Y., A. W LO and A. C. MACKINLAY (1997), *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press, New Jersey.

COLLYNS C. & A. SENHADJI (2005), "Lending Booms, Real Estate Bubbles and the Asian Crisis", *IMF Working Paper*, pp.1-45.

COVAL J. D. & T. SHUMWAY (2005), "Do Behavioral Biases Affect Prices", *The Journal of Finance*, Vol.60, No.1, pp.1-34.

CRAINE R. (1993), "Rational Bubbles. A Test", *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol.17, pp.829- 846.

CUNADO, J., GİL-ALANA L.A. and F. PEREZ de G. (2005), "A Test for Rational Bubbles in the Nasdaq Stock Index: A Fractionally Integrated Approach", *Journal of Banking and Finance*, Vol.29, No.10, pp.2633-2654.

DANIEL K., D. HIRSHLEIFER and A. SUBRAHMANYAM (1998), "Investor Psychology and Security Market Under and Overreactions", *The Journal of Finance*, Vol.53, No.6, pp.1839-1885.

De BONDT Werner F. M. & R. THALER (1985), "Does the Stock Market Overreact?", *The Journal of Finance*, Vol.40, No.3, pp.793-805.

DeLONG J. B., A. SHLEIFER, L. H. SUMMERS, R. J. WALDMANN (1990a), "Noise Trader Risk in Financial Markets", *Journal of Political Economy*, Vol.98, No.4, pp.703-738.

DeLONG J. B., A SHLEIFER, L. H. SUMMERS, R. J. WALDMANN (1990b), "Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation", *Journal of Finance*, Vol.45, No.2, pp.379-395.

DEMİROĞLU C. "ABD Eşik Altı (Subprime) Finans Krizi"
<http://home.ku.edu.tr/~cdemiroglu/ykb%20-%20kuresel%20kriz%20-%20final.pdf>.

DEZHBAKHSH H. & A. DEMIRGUC-KUNT (1990), "On the Presence of Speculative Bubbles in Stock Prices", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.25, No.1, pp.101-112.

DIAMOND P. & H. VARTAINEN (2007), *Behavioral Economics and Its Applications*, Princeton University Press, New Jersey.

DIBA, B. T. ve H. I GROSSMAN (1988), "The Theory of Rational Bubbles in Stock Prices", *The Economic Journal*, Vol.98, pp.746-754.

DIPASQUALE D. & W. C. WHEATON (1992), "The Markets for Real Estate Assets and Space: A Conceptual Framework", *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, Vol.20, No.1, pp.181-197.

DOLVIN S. (2005), "Can Cognitive Error Explain the IPO Partial Adjustment Phenomenon", *Stock Exchanges, IPO's and Mutual Funds*, Edt. Edith Klein, pp.79-96.

DÖM S. (2003), *Yatırımcı Psikolojisi IMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma*, Değişim Yayınları, İstanbul.

EĞİLMEZ M. (2008), "Balonlar Lale Çılgınlığıyla Başladı", *Radikal Gazetesi*, (9.11.2008).

EROL, I. (2012). *Gayrimenkul Ekonomisi*, Ünite 2: "Gayrimenkul Ekonomisine Giriş", Anadolu Üniversitesi Yayın No: 2766, Açıköğretim Yayın No: 1724.

EVANS G. W. (1991), "Pitfalls in Testing for Explosive Bubbles in Asset Prices", *American Economic Review*, Vol.81, No.4, pp.922-930.

FAMA E.F., (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, Vol.25, No.2, pp.383-417.

FERRIS S., R. HAUGEN and A. MAKHIJA (1988), "Predicting Contemporary Volume with Historic Volume at Differential Price Levels: Evidence Supporting the Disposition Effect", *Journal of Finance*, Vol.43, No.3, pp.677-697.

FISCHER S. & F. MODIGLIANI, (1986), "Towards an Understanding of the Real Effects and Costs of Inflation", *Review of World Economics*, Vol.64, pp.810-833.

FISCHHOFF B. (1975), "Hindsight Foresight: The Effect of Outcome Knowledge on Judgement Under Uncertainty", *Journal of Experimental Psychology*, pp.288-299.

FLOOD R. P. & P. M. GARBER (1980), "Market Fundamentals versus Price Level Bubbles: The First Tests", *Journal of Political Economy*, Vol.88, pp.745-770.

FOAD H. (2010), "Familiarity Bias", Chapter 15, JWBT306-Baker, pp.277-294.

FOGEL S. O. & T. BERRY (2010), "The Disposition Effect and Individual Investor Decisions: The Roles of Regret and Counterfactual Alternatives", *Handbook of Behavioral Finance*, Edt. Brian Bruce, Edward Elgar Pub. Lmt.,UK, pp. 65-80.

FROOT K. A. & M. OBSTFELD (1991), "Intrinsic Bubbles: The Case of Stock Prices", *The American Economic Review*, pp.1189-1214.

GARBER P. M. (1990), "Famous First Bubbles", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol.4, No.2, pp.35-54.

GELTNER D. M., N. G. MILLER, J. CLAYTON, P. EICHHOLTZ (2010), *Commercial Real Estate Analysis & Investments*, Oncourse Learning, USA.

GIGERENZER G. & R. SELTEN (2002), *Bounded Rationality The Adaptive Toolbox*, Rethinking Rationality, Edt. Gigerenzer G&Selten R., MIT Press, USA.

GREER G. E. & P. T. KOLBE (2003), *Investment Analysis for Real Estate Decisions*, 5th Edition, USA.

HARDOUVELIS G. (1988), "Evidence on Stock Market Speculative Bubbles: Japan, the United States and Great Britain", *FRBNY Quarterly Review*, pp.4-16.

HARMAN, Y.S. (2000), "Bubbles, Fads and the Psychology of Investors", ProQuest Dissertations and Theses, The Florida State University College of Business, USA.

HART O. D. & D. M. KREPS (1986), "Price Destabilizing Speculation", *Journal of Political Economy*, Vol.94, No.5, pp.927-952.

HENDERSON J. M.& R. E. QUANT (1998), *Mikro İktisat: Matematiksel Bir Yaklaşım*, Gazi Kitabevi, 2. baskı, Ankara.

HISHAM F. (2010), "Familiarity Bias", Edt. Baker H. K.&Nofsinger J. R. John Wiley&Sons Inc, New Jersey, pp.277-294.

HORVATH M. & M. W. WATSON (1995), "Testing for Cointegration When Some of the Cointegrating Vectors Are Prespecified", *Econometric Theory*, Vol.11, pp.984-1014.

HOTT, C. (2011), "Lending Behaviour and Real Estate Prices", *Journal of Banking&Finance*, Vol.35, pp.2429-2442.

KAHNEMAN D. & A. TVERSKY (1974), "Judgment Under Uncertainty. Heuristics and Biases", *Science*, Vol.185, No.4157, pp.1124-1131.

KAHNEMAN D. & A. TVERSKY (1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk", *Econometrica*, Vol.47, No.2, pp.263-292.

KAHNEMAN D. & A. TVERSKY (1981), "The Framing of Decisions and the Psychology of Choice", *Science*, Vol.211, No.4481, pp.453-458.

KAHNEMAN D. & A. TVERSKY (1984), "Choices, Values and Frames", *American Psychological Association, Inc.*, Vol.39, No.4, pp.341,350.

KAHNEMAN D., J. L. KNETSCH, R. THALER (1991) "Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias", *Journal of Economic Perspectives*, pp.193-206.

KAHNEMAN D. & M. W. RIEPE (1998), "Aspects of Investor Psychology", *The Journal of Portfolio Management*, Vol.24, No.4, pp.52-65.

KENDALL, M. G. (1953), "The Analysis of Economic Time-Series-Part I: Prices", *Journal of the Royal Statistical Society Series A (General)*, Vol.116, No.1, pp.11-25.

KOMAROMÍ G. (2006), *Anatomy of Stock Market Bubbles*, The ICFAI University Press, India.

KEYNES J. M. (2008), *Genel Teori: İstihdam, Para ve Faizin Genel Teorisi*, Çev. U.S. Akalın, Kalkedon Yayınları, İstanbul.

KINDLEBERGER C.P. (1996): *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, Wiley, New York, 3rd edition.

KISHORE R. (2006), “Theory of Behavioural Finance and its Application to Property Market: A Change in Paradigm”, *Twelfth Annual Pasific Rim Real Estate Society Conference*, January 22-25, Auckland, New Zeland, pp.1-17.

KLEIDON A. W. (1986), “Variance Bounds Tests and Stock Price Valuation Models”, *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No.5, pp. 953-1001.

KOMAROMÍ G. (2006) *Anatomy of Stock Market Bubbles*, ICFAI University Press, India.

LAKONISHOK, J.& S. SMIDT (1986), “Volume for Winners and Losers: Taxation and Other Motives for Stock Trading”, *Journal of Finance*, Vol.41, No.4, pp.951-974.

LAMONT O. (1998), “Earnings and Expected Returns”, *Journal of Finance*, Vol.53, pp.1563-1587.

LEROY S. & R. PORTER (1981), “The Present Value Relation: Tests Based on Implied Variance Bounds”, *Econometrica*, Vol.69, pp.555-574.

LIU Y. (1998), “Prospect Theory: Developments and Ağglications in Marketing” *Rutgers University Working Paper*, pp.1-34.

LUCAS, R. E. (1978) “Asset Prices in an Exchange Economy, *Econometrica*, Vol.46, 1429–1445.

MADURA J. & N. RICHIE (2010), “Overreaction of Exchange-Traded Funds During the Bubble of 1998-2002”, *Handbook of Behavioral Finance*, Edt. Bruce B., UK, pp.81-102.

MALKIEL B. G. (2010), “Bubbles in Asset Prices”, *CEPS Working Paper*, No.200, pp.1-21.

MARX K. (2012), *Kapital*, 2. Cilt, Yordam Kitap, İstanbul.

MERTON R. K. (1948), “The Self-Fulfilling Prophecy”, *The Antioch Review*, Vol.8, No.2, pp.193-210.

MOINAS S. & S. POUGET (2010), “Rational and Irrational Bubbles: An Experiment”, <http://spouget.free.fr/Bubbles.pdf>.

O’HARA P. A. (2001), *Encyclopedia of Political Economy*, Routledge, New York.

ORAN, A. (2011), “Balonları Daha İyi Tanımaya Çalışmak: Balon Tanımları, Modelleri ve Lale Çılgınlığı Örneği”, *DEU İİBF Dergisi*, Cilt:26, Sayı:1, ss.151-161.

PARK JH, P.K. BIN GU and A. KUMAR “Confirmation Bias, Overconfidence and Investment Performance,: Evidence From Stock Message Boards”, pp.1-33. <http://misrc.umn.edu/wise/papers/p1-3.pdf>.

PATINKIN D. (1965), *Money, Interest and Prices*, Harper&Row, New York.

PAYNE J. E. & G. A. WATERS (2005), “REIT Markets: Periodically Collapsing NegativeBubbles?”<http://economics.illinoisstate.edu/gawater/research/documents/REITnegbub.pdf>

PESARAN M. H. & A. TIMMERMANN (1995), “Predictability of Stock Returns: Robustness and Economic Significance”, *The Journal of Finance*, Vol.50, No.4, pp.1201-1228.

POMPIAN M. M. (2011), *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Investment Strategies That Account for Investor Biases*, Wiley Finance, 2th Edition, New Jersey.

POMPIAN M. M. (2012), *Behavioral Finance and Investor Types*, Wiley Finance, New Jersey.

RADU T. and oth. (2011), “A Behavioral Approach to the Global Financial Crisis”, pp.340-346. <http://anale.steconomieuoradea.ro/volume/2011/n2/045.pdf>.

RAPPOPORT P. & E. N. WHITE (1991), “Was There a Bubble in the 1929 Stock Market”, *NBER Working Paper*, No. 3612, pp. 1-35.

REDHEAD K. (2008), “A Behavioral Model of the Dot.Com Bubble and Crash”, *Economics, Finance and Accounting: Applied Research Working Paper Series*, Coventry University, pp.1-43.

RICKARDS J. (2013), *Kur Savaşları: Bir Sonraki Küresel Krizin Oluşumu*, Çev. N. Domaniç&N. Avhan, Scala Yayıncılık, İstanbul.

RINK, K. (2010), “Behavioral Explanation of the Equity Premium Puzzle”, Bachelor Thesis.

RIZZI j. V. (2008), “Behavioral Basis of the Financial Crisis”, *Journal of Applied Finance*, Vol.18 No.2, pp.84-96.

RUBINSTEIN A. (1998), *Modeling Bounded Rationality*, MIT Press, USA.

SAMUELSON, P. A. (1965), “Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly”, *Industrial Management Review*, Vol.6, No.2, pp.41–49.

SAVAŞ V.F. (2012), *Küresel Finans ve Makro İktisat*, Efil Yayınevi, Ankara.

SCHWARTZ H. (2010), “Heuristics and Rules of Thumb”, *Behavioral Finance: Investors, Corporations and Markets*, Edt. Baker H. K.&Nofsinger J. R., John Wiley&Sons Inc, New Jersey, pp.57-72.

SELTEN R. (1999), “What is Bounded Rationality”, *SFP Discussion Paper B-454*, PP.1-25.

SHAFIR E., P. DIAMOND and A. TVERSKY (1997), "Money Illusion", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.112, No.2, pp.342-374.

SHEFRIN H. & M. STATMAN (1985), "The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence", *The Journal of Finance*, Vol.40, No.3, pp.777-792.

SHEFRIN H. & M. STATMAN (2011), "Behavioral Finance in the Financial Crisis: Market Efficiency, Minsky and Keynes", Santa Clara University, pp.1-62.

SHILLER R. J. (1981), "The Use of Volatility Measures in Assessing Market Efficiency", *Journal of Finance*, Vol.35, pp.291-304.

SHILLER R. J. (2001), "Bubbles, Human Judgment and Expert Opinion", *Cowles Foundation Discussion Paper*, No.1303, Yale University.

SHLEIFER A. (2000), *Inefficient Markets an Introduction to Behavioral Finance*, Oxford University Press, 1st Edition, New York.

SIMON H. A. (1997), *Models of Bounded Rationality: Empirically Grounded Economic Reason*, MIT Press, USA.

STIGLITZ, J. E. (1990), "Symposium on Bubble", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, No. 2, pp. 13-18.

SZYSZKA, A. (2010) "Behavioral Anatomy of the Financial Crisis", *Journal of Centrum Cathedra*, Vol.3, No.2, pp.121-135.

THALER R. (1980), "Toward a Positive Theory of Consumer Choice", *Journal of Economic Behavior and Organization* 1, pp.39-60.

THALER R.& N. BARBERIS (2003), "A Survey of Behavioral Finance", *Handbook of the Economics of Finance*, Edt. G. M. Constandinides, M. Harris and R. Stulz, Elsevier Science, pp.1052-1090.

THARCHEN T. (2012), “How Can Behavioural Finance Help us in Better Understanding The Recent Global Financial Crisis?”, *European Journal of Business and Management*, Vol.4, No.5, pp.7-15.

VON NEUMANN J.& O. MORGENSTERN (1944), *Theory of Games and Economic Behaviour*, Princeton University Press, Princeton.

WEST K. D. (1988), “Dividend Innovations and Stock Price Volatility”, *Econometrica*, Vol.56, No.1, pp.37-61.

WIEDEMER D., R. A. WIEDEMER, C. SPITZER, E. JANSZEN (2006), *America's Bubble Economy: Profit When It Pops*, John Wiley&Sons..Inc., New Jersey.

YAO S. & D. LUO (2009), “The Economic Psychology of Stock Market Bubbles in China”, *The World Economy*, Vol.32 No.5, pp.667-691.

<http://us.spindices.com> (E.T. 28.03.2016)

EKLER

EK: ARAŞTIRMADA KULLANILAN ANKET

ANKET SORULARI

Bu anket, Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı “Bireysel Yatırımcı Davranışları Bağlamında Muğla Konut Piyasasında Oluşan Spekülatif Köpük Etkisinin İncelenmesi” adlı doktora tezinde kullanılmak üzere hazırlanmıştır. Çalışmanın amacı, Muğla ili konut piyasasında yatırımcı profilinin ortaya konulması ve bu piyasada köpük olup olmadığının araştırılmasıdır.

KONUT YATIRIMINI DEĞERLENDİRME

1. Kaç adet konutunuz vardır?
 - a) 1
 - b) 1’den fazla
2. Konutun bulunduğu mahalle neresidir?
3. Konutunuzu hangi yıl satın aldınız?
4. Konutu aldığınız yılda arsa fiyatları ne kadardı?
5. Konutunuzun alındığı dönemdeki toplam değeri nedir?
6. Sizin için konutun bugünkü değeri nedir?
7. Konutunuzu aldığınız dönemdeki kirası ne kadardır?
8. Konutunuzun m²’si ve özellikleri nelerdir?
9. Konutunuzu nasıl satın aldınız?
 - a) Peşin
 - b) Banka Kredisi
 - c) Borçlanma
 - d) Diğer

10. Konutunuzu alırken alternatif yatırım araçlarına baktınız mı?
 a) Faiz oranları b) borsa c) emsal değer d) Diğer e) Yatırım araçlarına bakmadım
11. Bu konutu alma nedeniniz nedir?
 a) İhtiyaç b) yatırım c) Diğer
 Cevap yatırım ise kaç yıldır konuta yatırım yapıyorsunuz?
12. Bu konutu alırken beklentiniz neydi? Bu konut beklentilerinizi karşıladı mı?
 Evet.....
 Hayır.....Geçek konut tercihiniz nedir?
13. Muğla içindeki farklı mahallelerdeki konut piyasalarını karşılaştırdınız mı?
 Neden bu semti tercih ettiniz?

YATIRIMCI PSİKOLOJİSİNİ DEĞERLENDİRME

1. Sizce yatırım ne demektir?
2. Tasarruflarınızı nasıl değerlendirirsiniz? 1990'lı ve 2000'li yılları karşılaştırır mısınız?
 a) Konut b) Faiz c) Döviz d) TL e) Diğer
3. Aşağıdaki yatırımcı tiplerinden hangisi/hangileri sizin için en uygundur?
 a) Muhafazakar (Konut piyasası ile ilgili yeni bilgiler beni bu alanda yatırım yapmaya yöneltmez)
 b) Aşırı güvenli (Konut piyasası ile ilgili bilgilerime güvenirim)
 c) İyimser beklentilere sahip (Konut piyasası gelecekte yükseliş eğiliminde olacak ve kazandırmaya devam edecektir)
 d) Hatalarından ders almayan (Konutla ilgili yanlış yatırımlarım bu alana tekrar yatırım yapmamı engellemez)
 e) Başarılarının kaynağını kendisi olarak gören (Konut yatırımdan sağladığım kazanç kendi yeteneklerimle gerçekleşti)

- f) Pişmanlıktan kaçınan (Konut fiyatlarının yükselmesi yeni konut yatırımları yapmamı sağlar)
- g) Sürü psikolojisine uyan (Pek çok kişinin konut satın alması beni de bu alanda yatırım yapmaya teşvik eder)
- h) Aşinalık önyargısına sahip (Bildiğim, geçmişten beri sürdürdüğüm alana yatırım yaparım)
- i) Rasyonel (Yatırım yaptığım piyasaya ait tüm yatırım planlarımı tam ve kesin olarak gerçekleştirebilecek kapasiteye sahibim. (bilgi, eğitim, mantık, tecrübe vb.).
4. A) Siz bir yatırımcı olarak hangi seçeneği tercih edersiniz?
1. durum: %20 olasılıkla 1.000.000 TL kazanma ihtimali (Beklenen değer: 200.000 TL)
 2. durum: % 40 olasılıkla 500.000 TL kazanma ihtimali (Beklenen değer: 200.000 TL)
- B) Sizce her iki örnek olayın beklenen değeri nedir?
- a) 100.000 TL b) 200.000 TL c) 300.000 TL
5. Konutunuzun değerini belirleyen faktörleri önem sırasına göre sıralayınız.
- () Banka kredileri, faiz ve vade yapısı
- () Çevrede bulunan konut sahiplerinin tutumu
- () Semt hakkında gelecekle ilgili beklentiler
- () Kira ve fiyat beklentisi
- () Enflasyon, büyüme oranları, faiz oranları, döviz kuru gibi ekonomik göstergeler
- () Psikolojik faktörler
6. Konut piyasasında kiralarda kısa dönemde %20 artacağı ve faiz oranlarının yarı yarıya azalacağı haberi yeni konut yatırımı için sizi hemen harekete geçirir mi?
- a) Evet (Yüksek reaksiyon, Aşırı güven ve kendine atfetme)
- b) Hayır (Düşük reaksiyon, Muhafazakar davranış)

7. Konut yatırımıyla ilgili yanlış kararlar aldığımızı düşündüğünüz oldu mu? Olduysa kaynağı nedir?
8. Aşağıda verilenler konut piyasasına ait risk faktörleridir. Size göre en önemli risk faktörü hangisi/hangileridir?
- a) Konutların satışı durumunda değer kaybetme olasılığı
 - b) Fiyatlar
 - c) Vergiler
 - d) Zevk ve tercihler
 - e) Faiz/kredilerin yapısındaki değişmeler
 - f) Diğer faktörler
9. Bu mahallede gelecekte konutun değerini etkileyebilecek faktörler sizce neler olabilir?
- a) Olumlu;
 - b) Olumsuz;.....
10. Gelecekte konut fiyatları, kira fiyatları, arazi fiyatları ve faiz oranlarının durumu ne olur?

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı : Gülbahar ATASEVER

Doğum Yeri : Soma

Doğum Yılı : 1982

Medeni Hali : Bekar

EĞİTİM VE AKADEMİK BİLGİLER

Lise **1995-1998** : Soma Linyit Lisesi

Lisans **2000-2004** : Uludağ Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, Bursa

Y.Lisans **2006-2009** : Muğla Üniversitesi, SBE, Kamu Yönetimi ABD., Muğla

Yabancı Dil : İngilizce

MESLEKİ BİLGİLER

2006-2009 : Araştırma Görevlisi, Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi, İİBF, Kamu Yönetimi Bölümü

2011-2016 : Araştırma Görevlisi, Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü