

T.C
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Ekonomik Konjunktürde Davranışsal Finans ve Risk Yönetimi,
İMKB Analizi

Hatice KARALI

İstanbul, 2012

T.C
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Ekonomik Konjunktürde Davranışsal Finans ve Risk Yönetimi,
İMKB Analizi

Hatice KARALI

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Kamil USLU

İstanbul, 2012



T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü

Aşağıda belirtilen lisansüstü tez, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği hükümlerinde belirtilen esaslar çerçevesinde jüri önünde savunulmuş ve jüri tarafından başarılı bulunmuştur.

TEZ BAŞLIĞI :Ekonomik Konjonktürde Davranışsal Finans ve Risk Yönetimi, İMKB Analizi

TÜRÜ : Yüksek Lisans

TEZİ HAZIRLAYAN : Hatice KARALI

ANABİLİM DALI : Sermaye Piyasası ve Borsa

SAVUNMA TARİHİ : 17.01.2012

JÜRİ ÜYELERİ :

GÖREVİ

ADI SOYADI

İmza

Danışman

Yrd.Doç.Dr.Kamil USLU

Üye

Prof.Dr.Tiğınçe OKTAR

Üye

Yrd.Doç.Dr.İbrahim SUBAŞI

ÖZET

Günümüzde küresel gelişmeler ekonomik konjonktürü etkilemektedir. Konjonktürel hareketlerin de ekonomideki gelişme ve değişmelere yön verirken yatırımcı davranışlarını etkilediği bilinmektedir. Ancak yatırımcıların yatırım kararlarını alırken sadece konjonktürel hareketleri esas almadıkları görülmektedir. Yatırımcıların yatırım kararlarında davranışsal finansın da etkisi olduğu anlaşılmaktadır. Ekonomik konjonktürde ülke ekonomilerinin birbirlerine çok yönlü bağılılıkları; refah düzeyini arttırmak, gelişimini devam ettirmek ve daha büyük çaplı yatırımlar için sermaye çekmek isteyen her ülkenin risk eğilimini de arttırmaktadır. Risk eğiliminin artması, mevcut ve potansiyel risklerin yönetimini zorunlu hale getirmiştir.

Ülke refahının ve gelişmişlik düzeyinin en önemli göstergelerinden birisi de finansal piyasalarının derinlik kazanmış olmasıdır. Finansal sistemin en önemli işlevi; yurt dışından gelen ve yurt içindeki sermayenin dengeli dağılımını sağlamaktır. Buradaki amaç; ekonominin yapılandırılması ve ekonomik büyümenin sağlanmasıdır. Finansal sistemin en önemli parçası olan borsalar, ülkelerin finansal derinliliğini ortaya koyan başlıca göstergelerinden biridir. Borsalar, küreselleşmenin etkisiyle, ülke dışındaki risklerden de etkilenmektedir.

Türkiye 2002 yılı sonundan itibaren hızlı bir büyüme trendine girmiştir. ABD’de başlayıp küresel ekonomilerin tamamının etkilendiği 2008 Krizinin olumsuz etkileri Türkiye’de de hissedilmiştir. Bu çalışmada; Türkiye’de 2005-2010 yılları arasında ekonomik konjonktürde, yatırımcı eğilimleri ve risk yönetiminin ekonominin barometresi olan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve alternatif yatırım araçlarından bir kısmı olan altın, ABD Doları ve Euro’ya nasıl yansıdığı tablo ve grafikler yardımıyla açıklanmaya çalışılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Ekonomik Konjonktür, Davranışsal Finans, Risk Yönetimi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Verileri.

ABSTRACT

At the present day the global improvements have been effecting the economic conjuncture. It is known that conjunctural activities are effecting the investor's behaviours while it is directing the variations and improvements. Provided that the investors aren't taking the conjunctural activities as a base while they are taking investment decisions. It is understood that behavioral finance is effective in the decision of investment. Many sided dependence of national economies to each other is increasing the risk of every country which wants to improve the level of prosperity, continue the development and to draw capital stock for the large investments. Increasing risk movements had obliged to direct the present potential risks.

One of the most important indications of country prosperity and development level is the financial markets' depth. The most important duty of the financial system is ; balanced distribution of the finance coming from abroad and in the country. The purpose here is to configure the economy and to provide the economic development. Stock markets which are the most important part of financial system, are one of the chiefly indicators which presents the financial depth of the countries. The stock markets are being effected of foreign risks because of the globalisation effect.

Turkey has started to a quick development trend since the end of the year 2002. The effect of global crisis which started in USA and affected all the global economy in 2008 has been felt in Turkey too. In this operation in the economic conjuncture between the years 2005-2010, It has been tried to explain by the means of panoramas and graphics how the investor trends and risk management reflected to Istanbul Stock Exchange Market which is the barometer of the economy to the gold, USD and EUR which are the some of the alternative investment instruments.

Key Words: Economic Conjuncture, Behavioral Finance, Risk Management, İstanbul Stock Exchange.

TABLO LİSTESİ

	Sayfa No
Tablo 1: Genel Konjonktür Devresindeki Serilere Örnekler	12
Tablo 2: Makroekonomik Kuramlara Göre Kalıplaşmış Gerçekler	42
Tablo 3: İMKB Ulusal 100 Fiyat Endeksi Aylık Kapanış Değerlerinin Yıllara Göre Dağılımı (2005-2010)	89
Tablo 4: Altın Aylık Kapanış Fiyat Değerlerinin Yıllara Göre Dağılımı (2005-2010) ..	90
Tablo 5: Euro Aylık Kapanış Değerlerinin Yıllara Göre Dağılımı (2005-2010).....	92
Tablo 6: ABD Dolar Aylık Kapanış Değerlerinin Yıllara Göre Dağılımı (2005-2010) .	93
Tablo 7: İMKB Ulusal Hisse Senedi Fiyat Endeksleri, % Değişimleri ve İMKB Ulusal Endeksi Toplam İşlem Hacmi 3 Aylık Ortalama Kapanış Değerleri (2005-2010)	95
Tablo 8: Döviz Kurlarının 3 Aylık Kapanış Fiyatı Değerlerinin Yıllara Göre Dağılımı ve % Değişimi (2005-2010).....	97
Tablo 9: İMKB Endeksleri, Altın, Euro, Dolar 3 Aylık Kapanış Fiyatı Değerlerinin % Değişimi (2005-2010).....	99

ŞEKİL LİSTESİ

	Sayfa No
Şekil 1: Konjonktür Devresinin Evreleri	6
Şekil 2: Konjonktürde Şiddet Farkları	9
Şekil 3: Konjonktürde Zaman Farkları	11
Şekil 4: Konjonktürel Dalgalanma Çeşitleri	15
Şekil 5: Monetarist Konjonktür Devresi	22
Şekil 6: Rasyonel Bekleyişler Konjonktür Teorisi	27
Şekil 7: Yeni Keynesgil Konjonktür Devresi	31
Şekil 8: Seçimler ve Ekonomik Konjonktür	34

GRAFİK LİSTESİ

Sayfa No

Grafik 1: İMKB Ulusal 100 Fiyat Endeksi Aylık Kapanış Değerlerinin Yıllara Göre Dağılımı (2005-2010)	90
Grafik 2: Altın Aylık Kapanış Fiyat Değerlerinin Yıllara Göre Dağılımı (2005-2010) .	91
Grafik 3: Euro Aylık Kapanış Değerlerinin Yıllara Göre Dağılımı (2005-2010).....	92
Grafik 4: Dolar Aylık Kapanış Değerlerinin Yıllara Göre Dağılımı (2005-2010)	94
Grafik 5: İMKB Ulusal 100 Hisse Senedi Fiyat Endeksleri 3 Aylık Ortalama Kapanış Değerleri (2005-2010)	96
Grafik 6: Döviz Kurlarının 3 Aylık Kapanış Fiyatı Değerlerinin Yıllara Göre Dağılımı (2005-2010)	98
Grafik 7: İMKB Endeksleri, Altın, Euro, Dolar 3 Aylık Dönemlerde % Değişim (2005-2010).....	100

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

AD: Toplam Talep

BYF: Borsa Yatırım Fonları

DİBS: Devlet İç Borçlanma Senedi

DPT: Devlet Planlama Teşkilatı

EAD: Beklenen Toplam Talep

GSMH: Gayrı Safi Milli Hâsıla

HSP: Hisse Senetleri Piyasası

KAP: Kamu Aydınlatma Platformu

KHK: Kanun Hükmünde Kararname

KY: Konjonktür Yönlü

LAS: Uzun Dönem Toplam Arz

MG: Milli Gelir

MKK: Merkezi Kayıt Kuruluşu

GİP: Genel İşletmeler Piyasası

GOS: Gelir Ortaklığı Senedi

İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

İMKB 100: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal 100 Endeksi

İMKB 50: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal 50 Endeksi

İMKB 30: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal 30 Endeksi

SAS: Kısa Dönem Toplam Arz

TBP: Tahvil ve Bono Piyasası

TCMB: Türkiye Cumhuriyet merkez Bankası

TSP: Toptan Satış Pazarı

TSPAKB: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği

TTK: Türk Ticaret Kanunu

TUIK: Türkiye İstatistik Kurumu

YEP: Yeni Ekonomi Pazarı

Yf: Potansiyel GSMH

YMKP: Yabancı Menkul Kıymetler Piyasası

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
ÖZET.....	I
ABSTRACT	II
TABLO LİSTESİ	III
ŞEKİL LİSTESİ.....	IV
GRAFİK LİSTESİ	V
KISALTMALAR LİSTESİ	VI
İÇİNDEKİLER	VIII
GİRİŞ	1

I.BÖLÜM

EKONOMİK KONJONKTÜRÜN TEORİK YAPISI ÖZELLİKLERİ VE BELİRLENMESİ.....	3
1. EKONOMİK KONJONKTÜRÜN ORTAYA ÇIKIŞI VE TANIMI.....	3
1.1. Ekonomik Konjonktürün Ortaya Çıkışı.....	3
1.2. Ekonomik Konjonktürün Tanımı	3
2. KONJONKTÜR DEVRESİ	6
3. EKONOMİK KONJONKTÜRÜN NEDENLERİ VE ÇEŞİTLERİ.....	13
3.1 Ekonomik Konjonktürün Nedenleri ve Özellikleri	13
3.2 Ekonomik Konjonktürün Çeşitleri	15
3.2.1 Devresel Dalgalanmalar.....	15
3.2.2 Mevsimsel Dalgalanmalar	16
3.2.3 Tesadüfi Dalgalanmalar	16
3.2.4 Trend.....	17
4. EKONOMİK KONJONKTÜR TEORİLERİ	18
4.1. Çeşitli Konjonktür Teorileri	18
4.1.1. İçsel ve Dışsal Teoriler	18
4.1.2. Nakdi Teoriler.....	18
4.1.3. Aşırı Tasarruf Teorisi.....	19
4.1.4. Aşırı Yatırım Teorisi.....	19
4.1.5. İklim Teorileri.....	20
4.1.6. İcatlar Teorisi	20
4.2. Modern Konjonktür Teorileri	21
4.2.1. Monetarist Konjonktür Teorisi	21
4.2.2. Yeni Klasik İktisadın Konjonktür Teorisi	25

4.2.3. Yeni Keynesyen Konjonktür Teorisi	28
4.2.4. Reel Konjonktür Teorisi	32
4.2.5. Politik Konjonktür Teorisi	34
5. EKONOMİK KONJONKTÜRÜN BELİRLENMESİ	36
5.1. Ekonomik Konjonktürün Belirlenmesinde Kurumların Rolü	36
5.2. Ekonomik Konjonktürün Ekonomik Göstergeleri.....	36
5.3. Ekonomik Konjonktürün Sosyal Göstergeleri.....	38
6. EKONOMİK KONJONKTÜRDE TAHMİN VE YATIRIM.....	40

II. BÖLÜM

EKONOMİK KONJONKTÜRDE DAVRANIŞSAL FİNANS VE FİNANSAL RİSK YÖNETİMİ..... 45

1. DAVRANIŞSAL FİNANS YAKLAŞIMININ ORTAYA ÇIKIŞI VE TANIMI	45
1.1. Davranışsal Finansın Ortaya Çıkışı	45
1.2. Davranışsal Finansın Tanımı	46
2.1. Finansal Karar Süreci	48
2.2. Psikolojik ve Davranışsal Finans Karar Süreci	49
3. DAVRANIŞSAL FİNANSTA YATIRIMCILARIN PSİKOLOJİK ÖNYARGILARI VE YATIRIMCI DAVRANIŞLARINA ETKİLERİ	50
3.1. Aşırı İyimserlik.....	50
3.2. Aşırı Güven	51
3.3. Örnekleri Genelleme	52
3.4. Belirsizlikten kaçma ve Tanıdık Olanı Tercih Etme	53
3.5. Pişmanlıktan Kaçınma.....	55
3.6. Bilişsel Çelişki ve Doğrulama Eğilimi	56
3.7. Referans Alma	58
3.8. Zihinsel Muhasebe.....	58
3.9. Sürü Davranışı	60
4. RİSK, FİNANSAL RİSK ve RİSK YÖNETİMİ	62
4.1. Riskin Tanımı	62
4.2. Finansal Risk	63
4.3. Risk Yönetimi ve Yatırımcı Başarısı.....	63
5. FİNANSAL RİSK TÜRLERİ	64
5.1. Piyasa Riski	64
5.2. Likidite Riski	66
5.3. Kredi Riski.....	67
5.4. Operasyonel Risk.....	68
6. DAVRANIŞSAL FİNANS VE RİSKLİ SÜREÇLERDE YATIRIM.....	69

III. BÖLÜM

Sayfa No

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI VE ANALİZİ.....	71
1. İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI.....	71
1.1. İMKB'nin Tarihçesi	71
1.2. İMKB'nin Kuruluş Amacı, Görev ve Yetkileri.....	72
2. İMKB'deki PİYASALAR.....	73
2.1. İMKB Tahvil ve Bono Piyasası.....	73
2.2. Yabancı Menkul Kıymet Piyasası	76
2.3. Gelişen İşletmeler Piyasası.....	76
2.4. İMKB Hisse Senedi Piyasası.....	77
2.4.1. Hisse Senedi Piyasa Endeksi	80
2.4.2. İMKB Hisse Senedi Piyasa Endeksleri.....	81
2.4.3. İMKB Hisse Senedi Piyasası Endeksleri Hesaplama Yöntemi ve Düzeltme	83
2.5. Takasbank.....	86
3. İMKB HİSSE SENEDİ PİYASASI ANALİZİ	88
3.1. İMKB Ulusal 100 Fiyat Endeksi Aylık Kapanış Değerlerinin 2005-2010 Yıllarındaki Dağılımı ve Analizi	89
3.2. Altın Aylık Kapanış Fiyat Değerlerinin 2005-2010 Yıllarındaki Dağılımı ve Analizi	90
3.3. Euro Aylık Kapanış Fiyat Değerlerinin 2005-2010 Yıllarındaki Dağılımı ve Analizi	92
3.4. ABD Doları Kapanış Fiyat Değerlerinin 2005-2010 Yıllarındaki Dağılımı ve Analizi	93
3.5. İMKB Ulusal Hisse Senedi Fiyat Endeksleri, % Değişimleri ve İMKB Ulusal Endeksi Toplam İşlem Hacmi 2005-2010 Yıllarındaki 3 Aylık Ortalama Kapanış Değerleri	95
3.6. Döviz Kurlarının 3 Aylık Kapanış Fiyatı Değerlerinin 2005-2010 Yıllarındaki Dağılımı ve % Değişimi	97
3.7. İMKB Endeksleri, Altın, Euro, Dolar 3 Aylık Kapanış 2005-2010 Yıllarındaki Değerlerinin % Değişimi	99
SONUÇ	102
EKLER	104
KAYNAKÇA.....	106
ÖZGEÇMİŞ	112

GİRİŞ

Küreselleşmeyle birlikte değişen ve gelişen finansal yapı, ülkelerin finansal sistemlerini de etkilemektedir. Küreselleşmeyle gelişmiş ulaşım ve iletişim araçları, kapalı ekonomik yapıları geçmişte bırakmakta, finansal işleyişi de her geçen gün daha da serbestleştirmektedir. Finansal işleyişin ülke sınırlarını aşan serbestliği aynı zamanda finansal yapıların birbirlerine bağımlılığını da arttırmaktadır. Dünya genelindeki finansal bağımlılığının en net göstergesi ise krizlerdir. 2007 yılı sonunda ABD’de başlayan Mortgage Krizi, domino etkisiyle 2008’de dünyayı hızla etkisine almıştır.

Günümüzde ülkelerin gelişmişlik düzeyinin en önemli göstergesi sanayileşmedir. Ülkelerin sanayileşmeyi gerçekleştirebilmesi ve sanayilerini geliştirebilmesi büyük yatırımların yapılmasına bağlıdır. Gelişmekte olan ülkeler yatırımların artması için gerekli olan sermayenin büyük kısmını bankacılık sektöründen ve borsalardan sağlamaktadır. Bankalar, küçük sermayelerin ekonomiye kazandırılmasında önemli bir role sahiptir. Borsalar ise birincil piyasada işlem gören menkul kıymetlerin likiditesinin artırılmasında ve sermayenin verimli yatırım projelerine dönüştürülmesini sağlamaktadır. Ayrıca borsalar, ekonomik konjonktürden beklentileri ve ekonomik verileri çok hızlı yansıtır.

Günümüzde ülkeler, yatırımlarda kullanılmak üzere gerek duydukları sermayeyi çekebilmek için finansal sistemlerini küresel ekonomiye uyumlu hale getirmektedirler. Ancak bu yönde yapılan düzenlemeler, sıcak para girişini arttırmakla birlikte ülkenin, ekonomik konjonktürde yaşanan daralmalarda, ülke dışından kaynaklanan risklere karşı direnci de azalmaktadır. Ülke sınırlarının aşıldığı serbestlik, finansal yapıların küresel bağımlılığı ve dolayısıyla ülke dışında başlayan bir krizin domino etkisiyle yayılmasına sebep olmaktadır.

Çalışmamızın varsayımı, “Yatırımların değişmesinde ve gelişmesinde davranışsal finansın yapısı, borsa yatırımlarını etkiler.” olarak belirlenmiştir. Bu varsayımaya yönelik çalışmanın amacı, “Ekonomik Konjonktürde Davranışsal Finans, Risk Yönetimi ve İMKB Analizi”ni yapmaktır. Çalışma üç ana bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde; ekonomik konjonktürün teorik yapısı ve özelliklerinin belirlenmesi incelenmiştir. Burada ekonomik konjonktürün ortaya çıkışı ile çeşitli ekonomik konjonktür tanımlarına yer verilmiştir. Teorik olarak konjonktür dalgalanma ve devreleri ile çeşitleri incelenmiştir. Ayrıca ekonomik konjonktür hedefleri, ekonomik konjonktür teorileri, ekonomik konjonktürün belirlenmesiyle ilgili bilgilere yer verilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde; ekonomik konjonktürde davranışsal finans ve risk yönetimine yer verilmiştir. Burada davranışsal finansın ortaya çıkışını ve tanımını, finans ile psikoloji ve davranışsal finasta karar verme süreçlerini, yatırımcıların davranışsal finanstaki psikolojik etkilerini, risk-finansal risk ve risk yönetimi üzerinde durularak finansal riskin yönetimlerinden bilgiler sunulmuştur.

Çalışmanın üçüncü ve son bölümünde; İMKB'nin analizi ve davranışsal finans analizi yapılmıştır. Bu bölümde İMKB'nin tarihi gelişimi, İMKB'deki piyasalar, İMKB'deki hisse senedi piyasasının analizi davranışsal finans yönünden incelenmiştir.

Çalışmada uyguladığınız araştırma metodu, konuyla ilgili literatür taraması şeklinde olmuştur. Burada konuyla ilgili yayınlanmış kitaplar, süreli yayınlar, makaleler, tezler, güvenilir internet kaynakları ile İMKB'nin ve MB'nin verilerinden faydalanılmıştır. Özellikle analiz kısmında her iki kurumun verilerinin, çalışmaya uygun taraması yapılmıştır.

I. BÖLÜM

EKONOMİK KONJONKTÜRÜN TEORİK YAPISI ÖZELLİKLERİ VE BELİRLENMESİ

1. EKONOMİK KONJONKTÜRÜN ORTAYA ÇIKIŞI VE TANIMI

1.1. Ekonomik Konjonktürün Ortaya Çıkışı

Konjonktür, geçmişten günümüze değişik terminolojilerde ve farklı anlamlarda kullanılmıştır. Konjonktür kelimesi Latince kökenli olup, irtibat ve ile anlamlarına gelen *junctura* kelimesinden türemiştir.¹ Eski Yunan felsefesinde konjonktür kelimesi; varoluş sırrı ve insanların kendilerini çekip çıkartamayacağı bir talih zinciri anlamlarında kullanılmıştır. Ortaçağda ise gök biliminde kullanılan konjonktür kelimesi; gök cisimlerinin birbirleri ve insanlık üzerindeki anlamında kullanılmıştır. Konjonktür kelimesinin araştırmalarda tespit edilen diğer anlamları; belirli etkenler bütünüünün sonucu olan durum ve koşulların bir araya gelişidir. 17. Yy.da bütünüünün sonucu anlamında da kullanılmıştır. Konjonktür kelimesi, iktisat terminolojisinde terim olarak 19. Yy.da kullanılmaya başlanmıştır.²

1.2. Ekonomik Konjonktürün Tanımı

Konjonktür kelimesi, iktisadi yaşamın arz ettiği dalgalanmaları ifade etmek için, ilk defa 1857'de Fransız Clement Juglar tarafından kullanılmıştır.³ Fransızcadan dilimize geçmiş olan konjonktür (*conjonkture*) kelimesinin Türk Dil Kurumu sözlüğündeki ilk anlamı genel durum, ikinci anlamı ise her türlü durumun ve şartın ortaya çıkardığı sonuç olarak geçmektedir. Türk Dil Kurumu'nun bilimsel terimler sözlüğünde ise konjonktür, çevrim olarak kabul edilerek; reel gayrisafi yurtiçi hasılanın reel büyüme eğilimi (uzun dönemde büyüme hızı – ortalama büyüme hızı) etrafında birbirini izleyen daralma, dip, yükselme, doruk gibi aşamalardan geçtiği ve her

¹ Cafer Unay, Ekonomik Konjonktür, 6. Baskı, Ekin Kitabevi, Bursa, 2001, s.7.

² Yalçın Pamuk, Devresel Dalgalanma Teorilerinin Analizi ve Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir Uygulama, (Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Kayseri, 2002, s.16.

³ Özcan Güven, Ekonomide Konjonktür Olayları ve Etkileri, İstiklal Matbaası, İzmir, 1973, s.3.

aşamanın bir sonraki aşamayı oluşturacak dinamikleri içerdiği ve etkilediği süreç olarak tanımlanmaktadır.⁴

Ekonomik konjonktürün tanımı ile ilgili, ilk çalışmalardan günümüze kadar pek çok değişim olmuştur. Bu kavramın tarihi seyri esnasında konuyla ilgili teorilerin gelişimine paralel olarak, bir çok farklı konjonktür tanımı ortaya konulmuştur. Aralarındaki önemli farklılıklara rağmen, birbirlerini tamamlayıcı nitelikte olan bu tanımları tek tek ele almak, konjonktür kavramını açıklığa çıkartması bakımından gereklidir. Konjonktür kavramı daha çok ekonomik ve sosyal olayların anlatımında kullanılmaktadır.

Ekonomik konjonktür yerine, konjonktür hareketleri ya da konjonktürel dalgalanmalar terimleri de kullanılmış, günümüzde de kullanılmaktadır. Konjonktürel hareketler terimi, ekonomik konjonktür içerisindeki dalgalanma sürecindeki iniş ve çıkışların tasvirinde kullanılmıştır. Konjonktürel dalgalanmaların devresel bir niteliğe sahip olduğu fikri ilk kez C. Juglar tarafından ileri sürülmüştür. Juglar'a göre, ekonomik faaliyet hacminde biri dip biri de doruk olmak üzere iki belirleyici nokta bulunur. İşte bu birbirini izleyen iki dip ya da doruk noktası arasındaki uzaklığa konjonktür devresi denilmektedir.⁵

Gottfried Haberler'in tanımına göre, genel olarak konjonktür, refah ve bunalım dönemlerinin birbirini takip etmesidir.⁶ Burada da iktisadi aktivitenin devresel olma özelliği dikkate alınmıştır. Her bir refah ve bunalım döneminin ekonomik konjonktür devresini başlatıp bitirdiğine ve bu şekilde konjonktür devrelerinin zaman içinde tekrarlandığına işaret etmiştir.

P.Samuelson ve W. Nordhan'a göre, konjonktür daha çok ekonomik dalgalanmalar ile ilgilidir. Ulusal üretim, gelir ve istihdamda 2 ila 10 yıl arasında,

⁴ Gökten Görmezöz, Türkiye Ekonomisinde Yaşanan Dalgalanmaların İstihdam Üzerindeki Etkisi ve Olumsuz Etkilerin Azaltılmasına Yönelik Önlemler, TC Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı Türkiye İş Kurumu Genel Müdürlüğü, Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, Ankara, 2007, s.3.

⁵ İlker Parasız ve Melike Bildirici, Modern Konjonktür Teorileri, 1.Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2006, s.7.

⁶ Gottfried Haberler, Prosperity and Depression, First Edition, Harvard University Press, New York, 1963, s.264.

ekonomideki birçok sektörde yaygın bir genişleme ya da daralma dönemidir.⁷ M.E. Schweitzer'e göre, Serbest piyasa ekonomilerindeki daralma ve genişlemeleri açıklamak üzere geliştirilmiş bir teoridir.⁸ H.R. Vane ve J.L. Thompson'a göre de, Ekonomik aktivitenin yapısında olan daralma ve genişleme süreçleridir.⁹

Cafer Unay'a göre, konjonktürel dalgalanmalar daha çok sanayi sektörünün niteliğini yansıtır. Ama ekonominin tarım ve hizmet kesimleri de sanayi sektöründen gelen talep dalgalanmalarının etkisi altındadır.¹⁰ Cafer Unay'ın tanımında, sektörler arasındaki bağlantıya paralel olarak, ekonomik konjonktürün şekillenmesinde en etkin sektörün, sanayi sektörü olduğu anlaşılmaktadır.

Yukarıdaki tanımlara genel olarak bakıldığında, konjonktüre çeşitli açılardan yaklaşıldığı, geçmişten günümüze konjonktür kelimesinin iktisadi anlamının, çağın gereklerine göre değiştiği görülmektedir. Bunların tamamı temelde iki grup altında toplanabilir:¹¹

➤ Konjonktür kelimesinin birinci iktisadi anlamı statik bir nitelik taşır: Konjonktür, ekonominin belirli bir anda içinde bulunduğu toplu durumu ifade eder.

➤ Konjonktür sözcüğü, iktisatta kullanılan diğer anlamıyla ise, sürekli değişen yani dinamik bir süreci işaret eder: Konjonktür, iktisadi faaliyet hacminde birbirini belli bir düzen içerisinde takip eden genişleme ve daralmalardır.

Öne çıkan konjonktür tanımları, genel ekonomik süreçlerde meydana gelen dalgalanmaları ifade etmede kullanılmıştır. Buna göre konjonktür, ekonomik göstergelerin bir trend hattında yaklaşık eş zamanlı olarak ortaya koyduğu değişim hareketleridir.

⁷ P.Samuelsen - W.Nordhan, Economics, 4. Press, Princeton: Princeton University, 1994, s.227.

⁸ M.E.Schweitzer, Productivity Gains During Business Cycles: What's Normal?, Economics Commentary, Vol. 17., 1998, s.1.

⁹ H.R.Vane - J.L.Thompson, Current Controversis in Macroeconomics. 1.Baskı, Worcester: Billing and Jones Ltd., 1992, s.121

¹⁰ C. Unay, a.g.e., s.8.

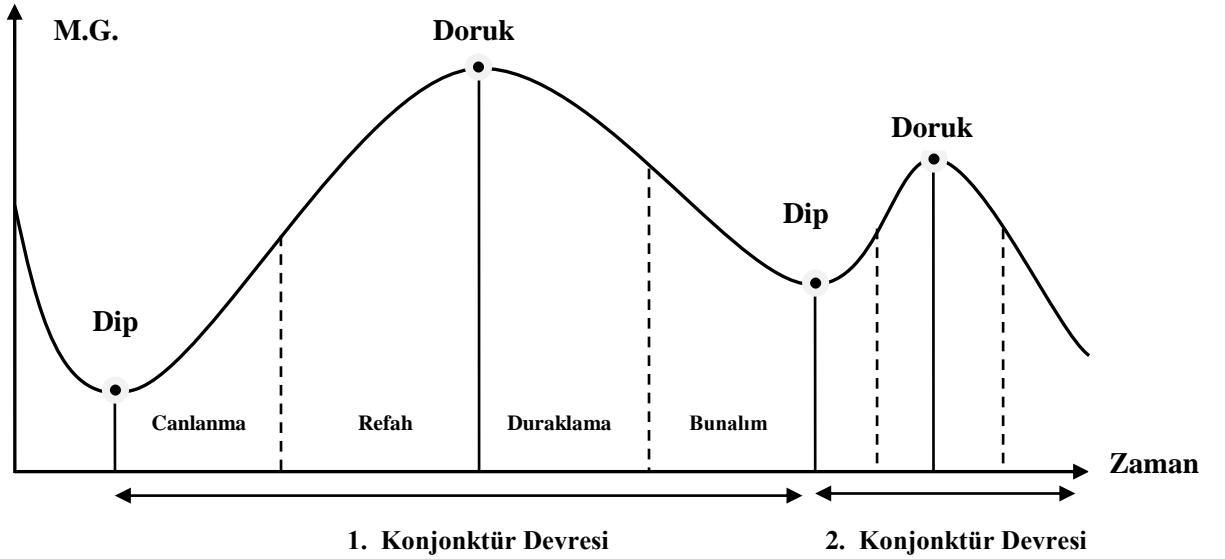
¹¹ Martin Brenfenbrenner - Sichel Werner - Gardner Wayland, Macroeconomics, Houghton Mifflin Company, Massachusetts, 1987, s.184.

2. KONJONKTÜR DEVRESİ

Konjonktür dört evrede incelenmekte ve bu dört evre konjonktür devresini oluşturmaktadır. S. Aren'e göre konjonktür devresi; iktisadi faaliyet hacminin birbirini takip eden iki en düşük noktası arasındaki mesafedir.¹² Robert Malthus'a göre konjonktür devreleri; diğer şartlar aynı kalmak kaydıyla, nüfus belli bir devrede geometrik dizi ile artar, aynı devrede nüfusu besleyecek gıda maddeleri ise aritmetik dizi ile artar. Belli bir devre sonunda, bu dengesizlik birçok nedenleri bir araya getirerek nüfusu kısacak, ayrıca Klasik sistemin yarattığı sanayileşme, verimi arttıracığından refah, (sosyal ilişkileri arttıracak) evlenme ve doğumları arttırarak uzun devre içinde seküler nitelikteki iki refah, iki daralma devresi yaşanacaktır.¹³

Konjonktür devresinin evreleri;

- Canlanma
- Refah ya da Genişleme
- Duraklama ya da Gerileme
- Bunalım ya da Daralma



Kaynak: C. Unay, a.g.e., s.12.

Şekil 1: Konjonktür Devresinin Evreleri

¹² Sadun Aren, İstihdam, Para ve İktisadi Politika, 11. Baskı, Savaş Yayınevi, Ankara, 1998, s.70.

¹³ Ö. Güven, a.g.e., s.6.

Yukarıdaki Şekil 1'e göre; ekonomik faaliyet düzeyinde biri en yüksek, biri de en düşük olmak üzere iki belirleyici nokta bulunmaktadır. Bir genişleme döneminin sona erip daralma döneminin başlaması arasında geçen kısa periyoda doruk; bir daralma döneminin bitip genişleme döneminin başlaması arasında geçen kısa döneme de dip adı verilmektedir. Doruk noktasında ekonomik faaliyet hacmi en yüksek seviyesine ulaşmakta, dip noktasında ise tersine en düşük seviyesine inmektedir.

➤ **Canlanma Evresi:** Yukarıdaki Şekil 1'de görüldüğü gibi ekonomide gelir, hâsıla ve istihdamın yükselmekte olduğu, genişleyen sermaye yatırımları ve tüketimin, firma ve tüketici optimizasyonuna giderek daha fazla yansıdığı yükseliş safhasıdır. Böylece, ekonominin her yanında bir canlanma, gelişme ve ilerisi için hazırlık kendini hissettirir. Ekonomiyi saran böyle bir güven duygusu içinde, girişim ve işletmelerin sayısı artar. Daha önce riskli görülen yatırımlar uygulanabilir duruma geçecektir. Talep genişledikçe yatırım, istihdam ve milli gelirden genişleme sürecektir.¹⁴

➤ **Refah ya da Genişleme Evresi:** Refah aşaması, ekonominin tam istihdama yakın bir noktada faaliyet gösterdiği, etkin sermaye yatırımları ve tüketim oranlarının firma ve tüketici refahına olumlu şekilde yansıdığı ve böylelikle iktisadi faaliyet hacminin oldukça yükseldiği bir safhadır.¹⁵ Milli gelir ve istihdam düzeyinin yükselmesiyle, efektif üretim potansiyel üretime yaklaşır. Bu durum fiyatlarda yükselmeye neden olacağından, arkadan spekülasyon başlar. Fiyat ve üretim artışını karlardaki yükselme izler. Bu evrede yeni yatırımların yapılması kredi taleplerini arttıracığından faiz haddi yükselir. Arkadan ücretlerin ve hammadde fiyatlarının artması ile refah dalga dalga tüm ekonomiye yayılır.¹⁶

➤ **Duraklama ya da Gerileme Evresi:** Bu evrede, piyasalarda kredi hacminin genişlemesiyle faiz haddi yükselir. Çok yüksek orandaki krediler kesilir, yatırımlar duraklar, tüketim azalır, fiyatların yükselmesi durur ve boş üretim kapasitesi

¹⁴ Hüseyin Şahin, İktisada Giriş, Ezgi Kitabevi Yayınları, 5. Baskı, Bursa 1997, s.486.

¹⁵ Milton Spencer, Contemporary Macroeconomics, Third Edition, Worth Publishers, Inc., New York 1977, s.141.

¹⁶ C. Unay, a.g.e., s.11.

belirir. Buna paralel olarak karlar azalır. Bu durum faiz haddinde düşüşe sebep olur. Güven sarsılır, yatırım malları talebi durur, girişimcilik azalır.

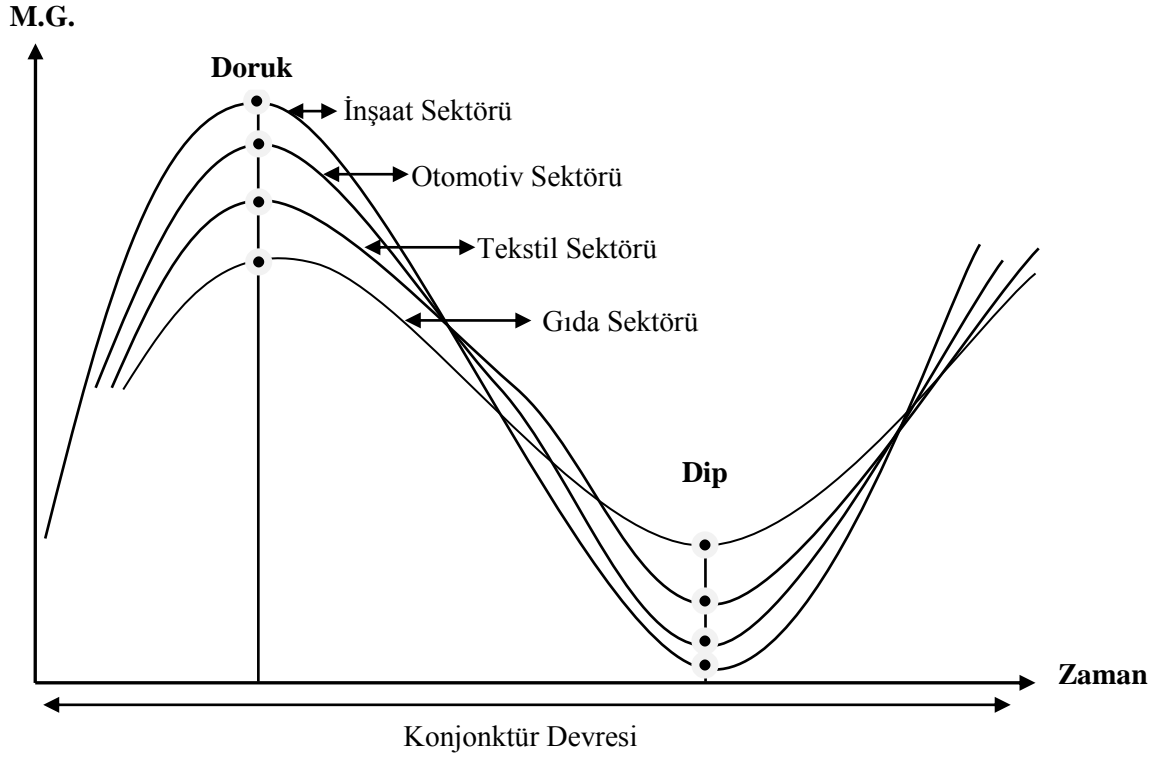
➤ **Bunalım ya da Daralma Evresi:** Ekonomide karların azalmasını zararlar, zararların artmasını iflaslar izler. İşsizliğin artması ve gelir düzeyinin düşmesi ile bunalım son noktaya gelir. Ekonomik çöküşü sosyal yıkım izler. Bunalım evresinde toplum psikolojisi ve sosyal davranışlar umutsuzlukla doludur. Dönemdeki zorluklar, yenilikleri özendirir niteliktedir. Bu korku dönemi aynı zamanda içinde fırsatlar da barındırmaktadır. Bunalım evresinin uzunluğu, bunalımı doğuran nedenlere ve kamu müdahalesinin başarısına bağlıdır.

2.1. Konjonktürde Şiddet Farkları

Ekonomik konjonktürün arz ve talep üzerindeki etkisi üründen ürüne, sektörden sektöre farklılık göstermektedir. Bu etkinin asıl unsuru talep elastikiyetinin büyüklüğüdür. Öyle ki malın talep elastikiyeti ne kadar büyükse, o malın talebi konjonktür devresinde o denli şiddetli dalgalanır. Konjonktürün şiddet farklılığına örnek verebiliriz. Sağlık ürünlerinin talebi tekstil ürünlerinin talebinden daha istikrarlıdır.

Temelde şiddet farklılıklarının oluşumu, eş zamanlı hareket eden ama farklı yükseklikte doruk ve farklı derinlikte dipten ibaret dalgalara sahip sektörlerin bir araya gelmesidir. Ekonomik konjonktür devresini meydana getiren kısmen aynı, kısmen farklı bu oluşum aşağıdaki Şekil 2 üzerinde görülebilir.

Aşağıdaki Şekil 2’de görüldüğü gibi inşaat, otomotiv, tekstil ve gıda sektörleri ekonomik konjonktürün etkisiyle yaklaşık aynı zamanda dalgalanarak doruk ve dip noktalarına ulaşmışlardır. Ancak, sektörlerin talep elastikiyetlerindeki farklılık, bir başka ifadeyle tüketicilerin ilgili sektör ürünlerine olan ihtiyaçlarından kaynaklı bağlılıkları sektörlerin dalgalanma şiddetini belirlemektedir.



Kaynak: C. Unay, a.g.e., s.13.

Şekil 2: Konjonktürde Şiddet Farkları

Ekonomik konjonktürün genişleme evresinde tüketici imkânları da artar. Geniş imkânlarla sahip olan tüketiciler talep önceliğini sırasıyla; gayrimenkule, motorlu vasıta, giyim ve son olarak gıdaya yönlendirirler. Ekonomik konjonktürün daralma evresinde ise imkânları daralan tüketicilerin kısıntı yaptığı talepleri sırasıyla; gayrimenkul, motorlu vasıta, giyim ve son olarak gıdadır.

Sayılan dört sektör içinde talep elastikiyeti en yüksek olan sektör inşaat sektörüdür. En yüksek doruk ve en derin dibe sahip olan inşaat sektörünün bant aralığının bu denli geniş olmasının sebebi ise azami ve asgari yaşam standartları içinde, talep önceliği bakımından ekonomik konjonktürün, refah evresinde öncelik kazanıp, bunalım evresinde geride kalmasıdır.

Ekonomik konjonktürün refah ve bunalım döneminde oluşan doruk ve diplere bakıldığında, en alçak ve en yüksek, doruk ve dibin gıda sektörüne ait olduğu görülmektedir. Bunun sebebi, sayılan dört sektör içinde talep elastikiyeti en düşük sektörün gıda sektörü olmasıdır. Gıda sektörü, refah dönemlerinde talebin aşırı

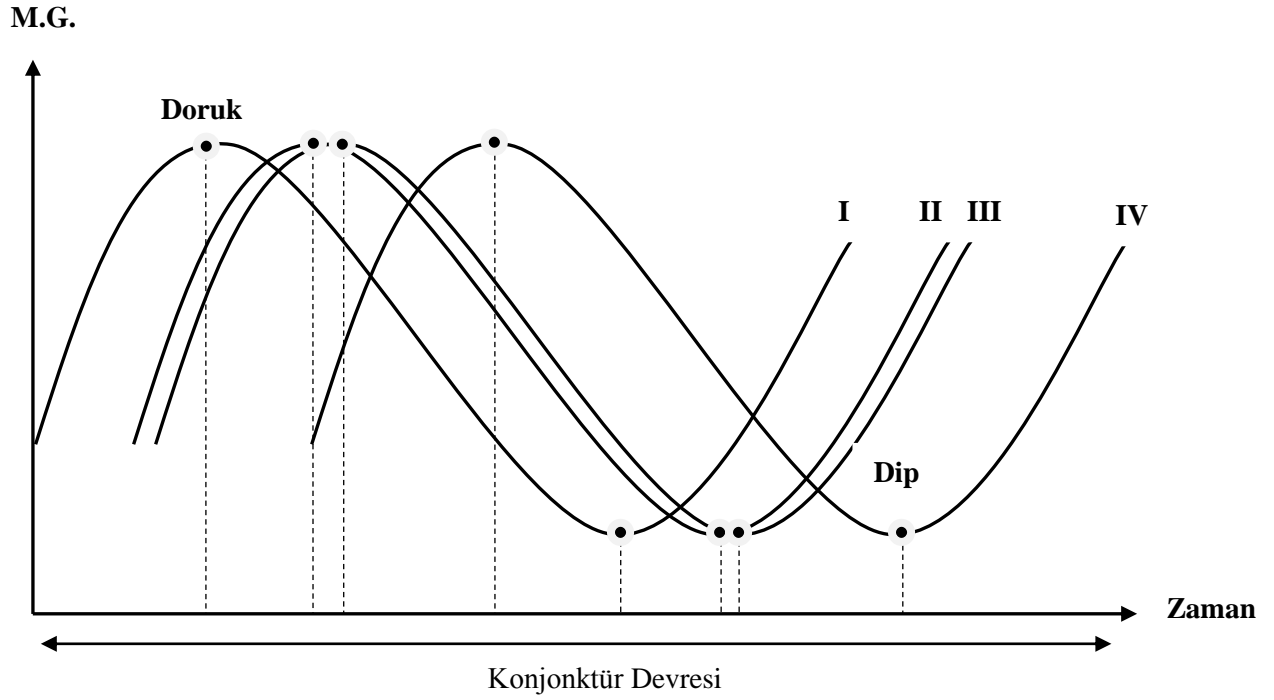
yükseleceği bir sektör olmadığı gibi bunalım dönemlerinde talebin aşırı düşeceği bir sektör değildir. Diğer sektörlerle nispeten, gıda sektörünün doruk ve dibinin daha dar bir bant aralığında seyretmesinin sebebi; tüketicilerin yaşamlarını sürdürebilmek için gıda sektörü ürünlerine duyduğu ihtiyaçlarının azami ve asgari ölçüsüyle orantılı olmasıdır.

Yukarıdaki Şekil 2’de görüldüğü gibi ekonomik konjonktürün refah ve bunalım dönemlerinde tüketici talepleri, tüketicilerin ihtiyaçlarına orantılı olarak öncelik kazanmaktadır. Refah döneminde tüketiciler imkânlarına paralel olarak temel ihtiyaçlarını karşıladıktan sonra yaşam piramidinin üst basamaklarında yer alan diğer ihtiyaçlarına yönelirler. Bunalım döneminde ise tam aksi bir durum oluşur ve tüketiciler kısılan imkânlarına paralel hareket ederek yaşam piramidinin üst basamaklarında yer alan ihtiyaçlarından vazgeçerek temel ihtiyaçlarına kadar taleplerini kısarlar.

2.2. Konjonktürde Zaman Farkları

Ekonomik konjonktürün hareketliliğine zincirleme halde sektörler de eşlik eder. Hareketliliğe dahil olan her bir sektör beraberinde bağlantılı olduğu sektörleri de sürükler. Diğer bir yandan ise sektörlerin ekonomik konjonktür etkisine verdiği tepkinin büyüklüğü gibi zamanı da farklılık gösterebilir.

Aşağıdaki Şekil 3’de görüldüğü gibi; ekonomik konjonktürü oluşturan sektörler, konjonktür devresine eşlik ederler ama aynı anda doruk ve dip oluşturmazlar. Bazı sektörler ekonomik konjonktüre öncülük eder, bunlara öncü göstergeler denir. Bazı sektörler genel konjonktür devresini arkadan izlerler, bunlara gecikmeli göstergeler denir. Bazı sektörler ise genel konjonktür devresiyle zaman yönünden çakışırlar. Ekonominin genel gidişini analiz edebilmek için, incelenecek her sektörün tepkimesinden oluşan serileri ayrı ayrı ele alıp genel bir dalgalanma saptanır. Buna genel konjonktür devresi denir.



Kaynak: C. Unay, a.g.e., s.14.

Şekil 3: Konjonktürde Zaman Farkları

Yukarıdaki Şekil 3’de farklı sektörleri temsil eden numaralandırılmış dalgalanmalar görülmektedir. İlk olarak I numaralı temsili sektör dalgalanmış, doruk ve dip oluşmuştur. I numaralı temsili sektör öncü göstergedir. II ve III numaralı sektörler ise genel konjonktür devresine eşlik ederek, yaklaşık aynı zamanlı doruk ve tepe oluşturmuşlardır. Son olarak IV numaralı temsili sektör dalgalanması genel konjonktür devresini arkadan izleyerek daha geç doruk ve tepe oluşturarak gecikmeli gösterge olmuştur.

Yukarıdaki Şekil 1’de ise, genel konjonktür devresini incelediğimizde dikkati çeken bir unsur, tüketici taleplerinin anahtar rolünü üstlenmiş olmasıdır. Öyle ki tüketici taleplerindeki misli oranlı azalış ekonomik konjonktür devresini dibe çekmekte, talepteki misli orandaki artış ekonomik konjonktür devresini doruğa taşımaktadır. Sektörler, ekonomik konjonktürü oluşturan parçalardır ve işleyişlerindeki bağlantı zincirleme etki ile tüm sektörleri sararak ekonomik konjonktür devresini oluşturur. Bu oluşumdaki en önemli unsur ise tüketici talepleridir. Ekonomik konjonktür devresinin doruktan dibe uzandığı süreç duraklama ve bunalım evreleridir.

Tablo 1: Genel Konjonktür Devresindeki Serilere Örnekler

Öncü Seriler:	Çakışan Seriler:	Geciken Seriler:
Tüketici Taleplerinin Artması	Yatırımların Artması	Stokların Artması
Yeni İşletmelerin Kurulması	İstihdam Düzeyinin Artması	Ücretlerin Artması
İnşaat Sektöründe hareketlilik	GSMH Artması	Tüketici Kredilerinin Artması
Çalışma Saatlerinin Artması	Enflasyon Oranlarının Artması	Faizlerin Artması
Kapasite Kullanım Oranının Artması	Maliyetlerin Artması	Zararların Artması

Kaynak: C. Unay, a.g.e., ss.14-15. Uyarlanmıştır.

Yukarıdaki Tablo 1'i incelediğimizde; öncü serilere örneklerden tüketici taleplerinin artmasının girişimciliği arttırarak yeni işletmelerin kurulmasını sağlamış olduğunu, bunu inşaat sektörünün hareketliliğinin izlediğini görürüz. Ekonomideki hareketlilik, çalışma saatleri ve kapasite kullanım oranlarının artmasına sebep olmaktadır. Çakışan serilere baktığımızda ekonomik hareketlilik yatırımları, istihdam düzeyi ve GSMH arttırmıştır. Bu artışlar, fiyatlar genel düzeyini yükselmiş ve maliyetleri arttırmıştır.

Ekonomideki yüksek oranlı ve hızlı döngü enflasyonla birleşerek stokları, üretimi, çalışma saatlerini, istihdamı, enflasyon ve ücretlerin artmasına neden olmuştur. Ekonomideki bu döngünün sunduğu fırsatlardan yararlanmak için tüketici kredileri artmış, kredilere olan talebin yüksekliği likiditeyi azalttığı için borçlanma faizleri yükselmiş, yükselen maliyetler zararları arttırmıştır.

3. EKONOMİK KONJONKTÜRÜN NEDENLERİ VE ÇEŞİTLERİ

3.1 Ekonomik Konjonktürün Nedenleri ve Özellikleri

Konjonktür ekonomilerde oluşan bunalımlar ile görülen dalgalanmalar olduklarından, konjonktürün nedenlerinin açıklanabilmesi için bunalımın nedenlerinin bilinmesi gerekir. Bunalımın belli başlı doğal, sosyal ve ekonomik nedenleri:¹⁷

- Olumsuz iklim şartları
- Siyasi istikrarsızlık
- Savaşlar, İsyenlar
- Stagflasyon
- Arz şokları
- Kamu açıklarındaki artışlar
- Az gelişmiş ülkelerin artan dış borç yükü
- Üretkenlik artış oranında ki düşüş

W. Röpke' ye göre, Duraklama ve depresyon, ekonominin gelişme aksaklıklarından başka bir şey değildir. İktisadi gelişme; düzgün bir yükselme yerine, atılımlar halinde cereyan ettiği sürece bu aksaklıklardan kaçınmaya olanak yoktur. Ekonomik konjonktür bir nevi dengesizliktir. Dengenin temelinde 2 özellik vardır:¹⁸

➤ **Değişkenlerin Eşitliği:** Denge halinde birbirine eşit olması gereken değişkenler denkleştir. Örneğin Toplam arzın toplam talebe eşitlendiği basit makro denge için şart sayılır. Aynı şekilde toplam yatırımların toplam tasarrufa eşit olması makro dengenin koşuludur.

➤ **Denge Yargısı:** Denge düzeyinde gelişme söz konusu ise bunun da istenilen biçimde olması beklenir. Örneğin, emek piyasasında dengenin kurulması beklenir. Çünkü işsizlik, ekonomik ve sosyal bakımdan sakıncalar taşır.

¹⁷ Frederic S. Mishkin, Para Teorisi-Politikası(Çeviri: İlyas Şıklar-Ahmet Çakma-Suat Yavuz), Bilim ve Teknik Yayınevi, İstanbul, 2000, ss.258-259.

¹⁸ C. Unay, a.g.e., s.15.

Zaman içinde ekonomik konjonktürün gelişme ihtiyaçlarını belirleyebilmek için, dinamik denge analizi kullanılmalıdır. Dinamik denge analizi, ekonominin gelişmesini her yönüyle incelemeyi amaçlar. Aynı zamanda dinamik denge analizi, büyüme ve konjonktür teorisidir. Bu tür bir analizde makro ekonomik dengenin oluşması 4 göstergenin dengelenmesi ile mümkündür.¹⁹

- Mali denge
- Parasal denge
- Mal ve hizmet piyasasında denge
- Emek piyasasında denge

Dengenin temel ölçüsü istihdamdır. Milli gelir düzeyi, istihdam hacmi, faiz haddi ve bazı hallerde fiyatlar genel düzeyi birbirine kısmen ya da tamamen bağlıdır. Bu değişkenlerden en az birinde görülen bir dengesizlik ekonomide dalgalanmalara neden olur. Ekonomik Konjonktürün Özellikleri:²⁰

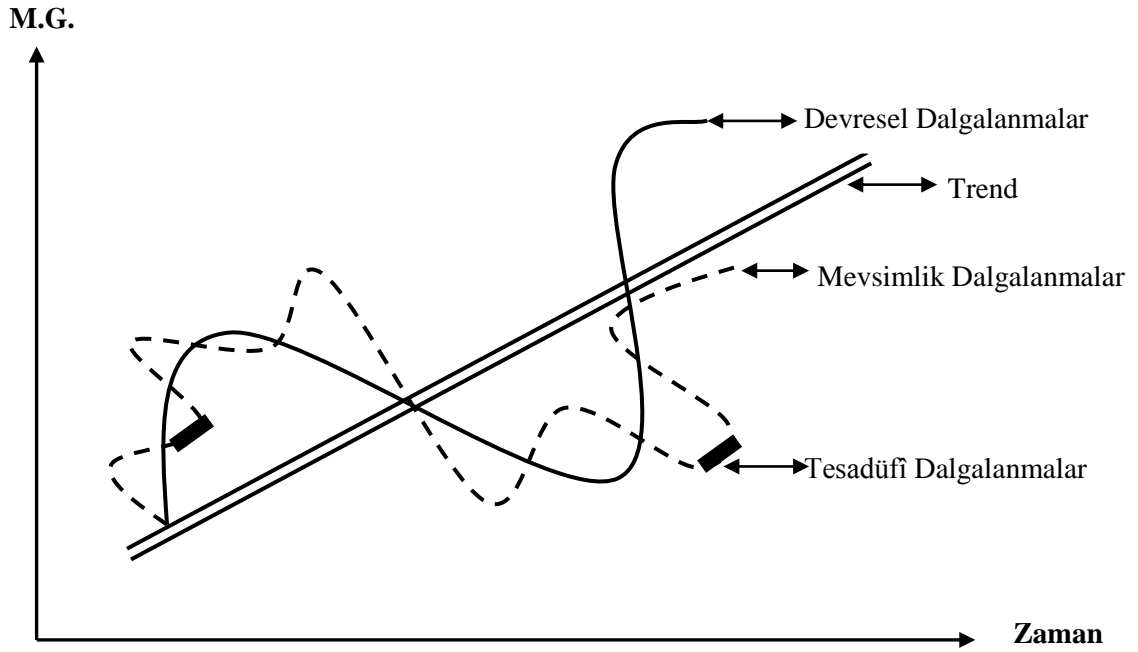
- Ekonomik Konjonktür, kapitalizmin altında oluşan bir olgudur.
- Ekonomik Konjonktürün konusu, makro ekonomiyi kapsar. Bir şirket ya da sektörle sınırlı değildir.
- Dalgalanmaların hemen hemen tüm göstergelerde açıkça görülmesi beklenir.
- Dalgalanmalar birbirini takip eder ve genellikle düzenli aralıklarla tekrarlanır.
- Dalgalanmalar birbirlerinden farklıdır.
- Dalgalanmalar 1 ila 10 yıl arasında sürer.
- Konjonktür, ekonomik aktiviteler hızlanır ya da yavaşlarsa oluşur.
- Dalgalanmalar yapıları ve ilişkileri bakımından nitelik olarak benzerlik gösterebilirler.

¹⁹ Çiğdem Arıcıgil, Ekonomik Konjonktür ve Türk Emek Piyasası, (Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 2000, s.6.

²⁰ Howard J. Sherman, The business Cycle Growth and Crises Under Capitalism, 2.Baskı, Princeton: Princeton University. 1991, s.7.

3.2 Ekonomik Konjonktürün Çeşitleri

Ekonomik konjonktür özelliklerinden birisi düzenli aralıklarla tekrarlanmasıdır. Zaman boyutu dikkate alındığında, uzun dönemde oluşan dalgalanmalar orta dönemdeki dalgalanmalardan farklıdır. Aşağıdaki Şekil 4’de konjunktürel dalgalanma çeşitlerinin zaman farklılığını görmek mümkündür. Bu farklılık dikkate alındığında konjonktür çeşitleri devresel, mevsimlik, tesadüfi, spesifik ve trend olarak beş başlık altında toplanabilir.



Kaynak: C. Unay, a.g.e., s.52.

Şekil 4: Konjunktürel Dalgalanma Çeşitleri

Yukarıdaki Şekil 4’e bakıldığında; konjunktürel dalgalanma çeşitlerinden Trend’in bir doğrultuda ilerlediği, Devresel Dalgalanmalarının sistematik olarak oluştuğu, Mevsimlik Dalgalanmaların bir düzen içinde olduğu ve Tesadüfi Dalgalanmaların düzensiz olarak ortaya çıktığı görülmektedir.

3.2.1 Devresel Dalgalanmalar

Devresel dalgalanmalar, yukarıdaki Şekil 4’de görüldüğü gibi; konjonktür devrelerini oluşturan, birbirini izleyerek ilerleyen ekonomik faaliyetlerin, biri dip diğeri

doruk olmak üzere iki nokta arasındaki dalgalanmalardır. Devresel dalgalanmalar bir veya birkaç faaliyet dalını değil, tüm ekonomiyi kapsayıp, az ya da çok düzenlilik içinde tekrarlanırlar.²¹

Devresel dalgalanmaların belirgin özellikleri şu şekilde sıralanabilir; ekonominin tamamını etkilemeleri, sürekli tekrar etmeleri (ancak; gerçekleşme süreleri farklıdır), en çok serbest piyasa ekonomilerinde görülmeleridir. Ortalaması 8 yıl olan devresel dalgalanmaların uzunluğu, 2 ile 10 yıl arasında değişmektedir. Bu konudaki araştırmacılar aynı yöntemleri uyguladıklarında farklı sonuçlara varmışlardır. Tarihi incelemeler devresel dalgalanmaların uzunluk ve sayı bakımından ülkeden ülkeye farklılaştığını göstermiştir.²²

3.2.2 Mevsimsel Dalgalanmalar

Yıl içerisinde mevsimlerin düzenli aralıklarla tekrarlanması, ilgili sektörlerde ekonomik faaliyetleri periyodik hale getirmiştir. Her yıl ticaret hacminde meydana gelen değişmelere mevsimsel dalgalanmalar denir. Mevsimsel dalgalanmaların iki nedeni vardır: Birincisi doğal olaylar, ikincisi sosyal geleneklerdir.²³

Doğal olayların konjonktür üzerindeki etkileri en çok tarım, turizm ve inşaat sektörlerinde görülür. Sosyal olaylar resmi ve dini bayramlar, zorunlu çalışma süresi, yasal ücretli izin süreleri gibi nedenler de mevsimlik dalgalanmaların nedeni olurlar.

Mevsimden mevsime, çoğu kez düzenli bir biçimde değişen koşullar, önceden tahmini yapılabilecek dalgalanmalar oluştururlar. Mevsimlik dalgalanmaların etkileri daha çok yerel ve sektörel olduklarından; ekonomiyi bütünü ile etkileme güçleri zayıftır. Bu tip dalgalanmaların ekonomiye yayılmaları da az rastlanır.²⁴

3.2.3 Tesadüfi Dalgalanmalar

Devresel ve mevsimlik dalgalanmalar kısmen de olsa bir düzene uyarlar. Bunun yanında hiçbir düzene uymayan tesadüfi dalgalanmalarda vardır. Bu dalgalanma

²¹ İlker Parasız, Makro Ekonomi:Teori ve Politika, Ezgi Kitabevi Yayınları, 7. Baskı, Bursa, 1998, s.218.

²² C. Unay, a.g.e., s.50.

²³ S. Aren, a.g.e., s.61.

²⁴ C. Unay, a.g.e., s.51.

türünün çapraşık ve tesadüfi nedenleri vardır. Tesadüfi dalgalanmalara; depremler, seller, yanardağ patlamaları ve benzeri beklenmedik doğa olayları sebep olabileceği gibi savaşlar, isyanlar, büyük grevler ve benzeri sosyal olaylarda sebep olabilir.²⁵

Ekonomik olayların haricinde meydana gelen doğal ve sosyal olayların birbiri ile bağlantıları genellikle bulunmamaktadır. Tesadüfi dalgalanmaların etkilerinin ölçülmesi gecikmeli olarak yapılabilmektedir. Çünkü bu olaylar ekonomik dalgalanmanın sonucu değil sebebidirler.

3.2.4 Trend

Her ekonomik faaliyeti zaman süreci içinde etkileyen çeşitli faktörler vardır. Bu faktörlerin etkisiyle seride az çok bir sapma meydana gelse de, yukarıdaki şekil 4'de görüldüğü gibi, uzun bir sürede faaliyetin ana eğilimi sabit bir durum gösterebilir. İşte zaman serisinin uzun bir dönemde belli bir yöne doğru gösterdiği ana eğilime, trend ya da uzun dönem eğilimi adı verilir. Trendlerin belirlenmesinde başlıca rol oynayan genel faktörler; nüfus artışı, sermaye birikimindeki artışlar, enerji kaynaklarının genişlemesi, teknik ve teknolojik gelişmelerdir.²⁶

Trend, ekonominin üretim, dış ticaret, kapital birikimi gibi değişkenlerinin değerlerinde uzun dönem için göze çarpan değişmelerini içerir. Ekonomik faaliyetlerde trend, doğrusal olabileceği gibi eğrisel de olabilir. Öyle ki; ekonomik faaliyetler yıllar itibari ile az ya da çok sabit bir oranda geliştiğinde bu trend doğrusal, ekonomideki gelişme eğilimleri tek tek sanayilerin ve işletmelerin gelişme eğilimlerinin birleşimi olduğunda eğrisel trend görülebilir.²⁷

²⁵ Ç. Arıcıgil, a.g.e., s.8.

²⁶ Ö. Güven, a.g.e., s.10.

²⁷ Y. Pamuk, a.g.e., s.6-7.

4. EKONOMİK KONJONKTÜR TEORİLERİ

Ekonomik konjonktür teorileri, neredeyse iktisat tarihi kadar eskiye dayanır. Ekonomik konjonktürün nedenini; güneş lekelerine bağlayan en basit teorilerden, günümüzdeki karmaşık iktisadi modellere dayanan gelişmiş teorilere kadar sayısız teori üretilmiştir. Bu teorileri tek tek incelemek oldukça güçtür. Dolayısıyla konjonktür teorilerinin analizini yapabilmek için, bunları çeşitli kriterlere göre sınırlama ve sınıflandırma gerekmektedir.²⁸

4.1. Çeşitli Konjonktür Teorileri

4.1.1. İçsel ve Dışsal Teoriler

İçsel teoriler, ekonomik konjonktür ile ilgili açıklamalarını, ekonomik sistemin içerdiği ögelere dayanarak yapmaktadır. Örneğin; para, yatırım, toplam talep, kâr ve stoklara dayanılarak kurulan nakdi, aşırı tasarruf ve aşırı yatırım teorileri içsel teorilerdir.²⁹ Dışsal teoriler, ekonomik sistemin dışındaki ögelere dayanarak ekonomik konjonktürü açıklamaktadır. Ekonomik genişleme ve daralmayı oluşturan, ekonomik faaliyetleri yavaşlatan ve durduran etkenler, ekonomik sistemin dışında bulunurlar. Konjonktürel dalgalanmaları yalnız dışsal etkenler oluşturduğu için, ekonomik sistemin işleyişinin istikrarlı olduğunu kabul eder bu teoriler. Örneğin; iklim ve icatlar teorileri.³⁰

4.1.2. Nakdi Teoriler

Nakdi teorilere göre; ekonomik konjonktür evreleri, ilgili kurumların likiditeye yaptıkları müdahalelerle oluşur. Bankalar, karşılıkları mevduat hacmine göre fazla iken, kredi talebini arttırmak için, faiz haddini düşürürler. Faiz haddinin düşmesi müteşebbisleri, bankalardan borç para alıp yatırımlarını arttırmaya özendirerek, ekonomik faaliyet hacminin genişlemesine neden olur. Böylece ekonomik konjonktürde canlanma ve ardından refah evresi başlar. Bankalar bütün kredi limitlerini kullandıktan sonra faiz haddini yükseltirler. Faiz hadlerinin yükselmesi yatırımları yavaşlatır ve ekonomik konjonktürde duraklama evresini ortaya çıkarır. Bu esnada bankaların kredi

²⁸ C. Unay, a.g.e., s.117.

²⁹ G. Görmezöz, a.g.e., s.9.

³⁰ C. Unay, a.g.e., s.117.

hacimlerini kısımları ve faiz hadlerini daha da yükseltmeleri için yeni nedenler ortaya çıkar. Ekonomide iç fiyat düzeyinin yükselmesi, bir yandan piyasada muamele amacıyla tutulan para ihtiyacını arttırır. Diğer yandan ödemeler bilançosunun açık vermesine neden olarak, bankalar rezervlerini azaltır. Bankalar, tehlikeli bir hal almış likidite durumlarını düzeltmek için, kredileri kısar ve faiz haddini daha da yükseltirler. Bankaların bu davranışlarının sonucu olarak, ekonomik konjunktür bunalım evresine girer. Bunalım evresi bir süre devam ettikten sonra fiyatların düşmesi ve ödemeler bilançosunun normale dönmesiyle, banka rezervleri yeniden fazlalaşır, ekonomik konjunktür canlanma evresine girer.³¹

4.1.3. Aşırı Tasarruf Teorisi

Aşırı tasarruf teorisine göre, ekonomik konjunktürde duraklama ve bunalım evrelerini gelir dağılımındaki adaletsizlik ortaya çıkartır. Bir ekonomide, gelir dağılımındaki adaletsizlik nedeniyle toplam gelirin büyük bir kısmı, tüketim harcaması nispeten düşük, tasarruf birikimi ise fazla olan yüksek gelirli kesimde toplanmaktadır. Bu durum tüketim harcamalarının azalmasına neden olur. Tüketim harcamalarının azalmasıyla fiyatlar düşer, düşen fiyatlar üretimin kısılmasına neden olur. Kısılan üretim, yeni yatırımları durdurarak ekonomik konjunktürde duraklama ve bunalım evrelerini ortaya çıkartır.³²

4.1.4. Aşırı Yatırım Teorisi

“Aşırı yatırım teorisi, üretim malları sanayisinin, tüketim malları sanayisine nazaran ekonomik konjunktürden daha fazla etkilendiği görüşüne dayanır. Ekonomik konjunktürün her evresinde, üretim malları sanayisi büyük bir hassasiyet gösterir.”³³ Aşırı yatırım teorisi, tüketim malları üretim hacminde meydana gelen bir artışın, üretim malları sanayisinde, teknik yenilikler nedeniyle, daha geniş bir etki yaptığını savunulur. Ortaya çıkan etkinin, faiz haddini, üretim malları endüstrisini tüketim malları endüstrisine oranla daha derinden etkilediği de kabul edilir. Faiz haddinin üretim mallarındaki derin etkisi ve teknik yeniliklerin de üretimi teşvikiyle yeni satış yerleri

³¹ S. Aren, a.g.e., s.82.

³² G. Görmezöz, a.g.e., s.8.

³³ İ. Parasız – M. Bildirici, a.g.e., s.123.

açılır. Üretimdeki bu yoğunluk tüketimi de artırır, böylece, ekonomik konjonktürde canlanma ve ardından refah evreleri yaşanır. Ancak; toplumun sermaye imkânları sınırlı olduğundan, yatırımlardaki bu artış ve oluşturduğu refah etkisi daimi olmayacak, ekonomik konjonktürde duraklama evresi ardından da bunalım evresi yaşanacaktır.³⁴

4.1.5. İklim Teorileri

İklim teorileri ekonomik konjonktürü, meteorolojide meydana gelen değişimlerin, zirai ürünlere ve insan psikolojisine olan etkisiyle açıklar. Ortaya çıkan etkinin, ekonomik faaliyet hacminde değişimler meydana getirerek ekonomik konjonktürü etkilediği ileri sürülmüştür. Meteorolojik olaylar içinde en çok üzerinde durulan olay ise güneş lekeleridir. Güneş lekelerinin dönemsel olarak görülmesi, bazı ekonomistleri, ekonomik konjonktür devresinin evrelerini bu dönemsellığe bağlamalarını sağlamıştır.³⁵

İklim teorilerinde genel olarak, kozmik etkenlerin iklim koşullarını, iklim koşullarının zirai ürünleri, zirai ürünlerdeki değişimlerin de ekonominin tümünü zincirleme olarak etkileyeceği savunulur. Bu etkiyle birlikte, zirai ürünlerle endüstriler arasındaki ilişki düşünüldüğünden daha karmaşık bir yapıya sahiptir.³⁶

4.1.6. İcatlar Teorisi

İcatlar teorisine göre; ortaya çıkan icatların ya da yeni üretim yöntemlerinin aralıklarla uygulamaya konulması, ekonomik konjonktür evrelerini oluşturur. Bazı atılgan girişimcilerin bazı bilimsel buluşları, yeni üretim yöntemlerini ve yeni örgütlenme biçimlerini uygulamaya koymaları; ikinci derecede girişimcilerin ise derhal bunları izlemeleri ve taklit etmeye başları, yatırımlarda ve faaliyet hacminde büyük bir artışa neden olarak ekonomik konjonktürde canlanma ve refah evrelerinin yaşanmasını sağlar. Yenilikler uygulamaya tamamen geçildikten sonra, yatırımlar yavaşlar ve ekonomik konjonktürde duraklama ardından da bunalım evreleri yaşanır. Ekonomik konjonktürdeki duraklama ve bunalım evrelerine uyum sağlayamayan girişimciler iflas

³⁴ İ. Parasız – M. Bildirici, a.g.e., s.123.

³⁵ G. Görmezöz, a.g.e., s.7.

³⁶ G. Haberler, a.g.e., s.151.

ederler. Bir süre sonra tekrar yeni icatlar, yeni yöntemler ve yeni örgütlenme biçimleri girişimciler tarafından uygulamaya koyularak ekonomik konjonktürün canlanma evresine geçilir.³⁷

4.2. Modern Konjonktür Teorileri

4.2.1. Monetarist Konjonktür Teorisi

Monetaristler, ekonomide tam rekabetin varlığına ve makro ekonominin istikrar içinde çalıştığına inanırlar. Serbest piyasada mevcut esnek fiyat ve ücretler, mal ve faktör piyasalarında arz-talep dengesini sağlar. Piyasada denge kendiliğinden sağlandığından, devletin ekonomiye müdahalesine gerek yoktur. Fiyat ve ücret esnekliğini önleyen faktörler varsa, devlet bunları ortadan kaldırmalıdır.³⁸ Milton Fridman'ın öncülüğünde gelişen Monetarizmin temel ilkeleri şunlardır:³⁹

- Para arzındaki büyüme oranı ile nominal gelirin büyüme oranı arasında çok kesin olmamakla birlikte bir ilişki bulunmaktadır.
- Para arzındaki artışlar kısa dönemde öncelikli üretimi etkilerken, uzun dönemde fiyatları etkilemektedir.
- Para politikasının göstergesi olarak parasal taban kullanılırken, para politikasının hedefi olarak para stoku kullanılmaktadır. M2 para tanımı ele alınmakta ve para tanımına kabul edilen değişkenler arasındaki ikame esnekliği 1 olarak kabul edilmektedir.
- Doğal oran hipotezi geçerli olup, uyumcu beklentiler söz konusudur.
- Sürekli gelir, kısa ve uzun dönem kavramları önemlidir.

Yukarıda sayılan Monetarizmin ilkelerinde görüldüğü gibi; Monetaristler ekonominin kilit noktasına parayı yerleştirmişlerdir. Ekonomik konjonktürün kaynağında yatan unsur para arzıdır. Monetarist modelde; ekonomide her piyasanın

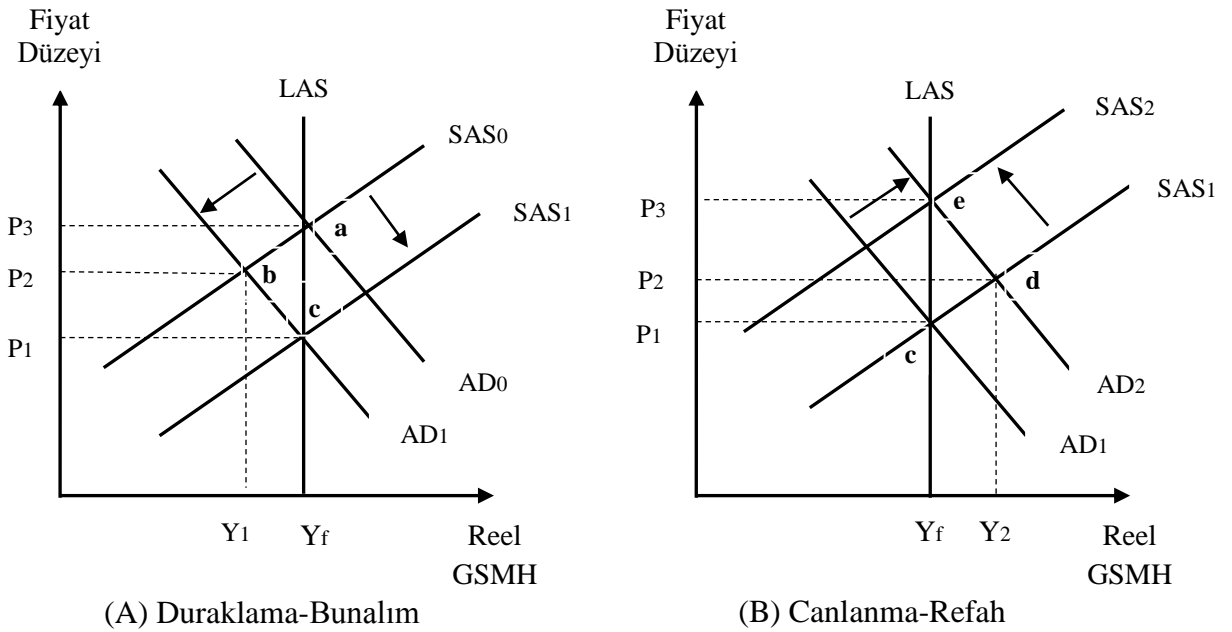
³⁷ S. Aren, a.g.e., s.80.

³⁸ C. Unay, a.g.e., s.199.

³⁹ Hayri Barutça, Parasal Konjonktür Teorileri, Türkiye Ekonomisinde Uygulanan Para Politikalarının Konjonktürel Etkileri, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 2000, ss.105-106.

denge, tam istihdamı sağlamış, fiyatların istikrarlı olduğu ve beklenen enflasyon oranının sıfır olduğu varsayımı yapılmaktadır. Merkez Bankası parasal büyüme oranını değiştirir değiştirmez, ekonomik konjunktur mekanizmasında dalgalanma ortaya çıkar. Bu mekanizmanın iki ayağı vardır. Para arzındaki artış ilk olarak toplam talebi etkiler. Çünkü paranın büyüme oranı artınca reel para miktarı da artar, faiz oranları düşer ve döviz kuru artar. Finansal piyasalarda ortaya çıkan bu başlangıç etkisi diğer piyasalara da yayılır. Faiz oranı düştüğü için yatırım talebi; döviz kuru arttığı için de ihracat artar. Tüketiciler de dayanıklı tüketim mallarına daha fazla harcama yaparlar. Bu harcama artışları da çarpan etkisi yaratır.⁴⁰

Monetarist mekanizma ile paranın büyüme oranındaki artış, toplam talep eğrisini sağa doğru kaydırır ve ekonomik konjunktürde canlanma ve refah evrelerini başlatır. Buna karşılık paranın büyüme oranındaki azalış ise toplam talebi sola doğru kaydırarak duraklama ve bunalım evrelerine neden olur.



Kaynak: İ. Parasız - M. Bildirici, a.g.e., s.146.

Şekil 5: Monetarist Konjunktur Devresi

⁴⁰ Mustafa Özer - Sami Taban, Modern Konjunktur Teorileri, Ekin Kitabevi, 2. Baskı, Bursa 2006, s.34.

Yukarıdaki Şekil 5'in A kısmında, ekonomi başlangıçta uzun dönem toplam arz eğrisi (LAS), kısa dönem toplam arz eğrisi (SAS₀) ve toplam talep eğrisi (AD₀)'ın kesişim noktası **a**'nın vurgulandığı tam istihdam düzeyindedir. Parasal büyüme oranındaki bir yavaşlama, toplam talebi azaltır ve toplam talep eğrisi sola, AD₁'e kayar. Reel GSMH Y₁'e düşer ve ekonomik konjonktür duraklama-bunalım evresine girer, şekil üzerindeki **b** noktası. Eksik istihdam artar ve bir emek fazlası oluşur. Parasal ücret düştüğünden, kısa dönem toplam arz eğrisi sağa, SAS₁'e kayar. Fiyat düzeyi düşer ve reel GSYH, ekonomi yeni tam istihdam dengesini gösteren **c** noktasına hareket ettiğinden artmaya başlar.

Yukarıdaki Şekil 5'in B kısmında, ekonomi başlangıçta ters yöndeki parasal şokun, parasal büyümedeki artış hızlanmasının etkisini göstermektedir. Ekonomi başlangıçta **c** noktasındadır. Para arzındaki artış, toplam talebi arttıracak ve toplam talep eğrisini AD₂'ye kaydıracaktır. Bu durumda hem fiyat düzeyi hem de reel GSYH yükselecek ve ekonomi SAS₁'le AD₂'nin kesişim noktası olan **d**'ye yönelecektir. Bu durumda reel GSYH, potansiyel GSYH'nın üstünde ve eksik istihdam doğal oranın altında olduğundan, parasal ücret yükselmeye başlayacak ve kısa dönem toplam arz eğrisi sola, SAS₂'ye kaymaya başlayacaktır. Nominal ücret yükseldiği için, fiyat düzeyi de yükselecek ve reel GSYH azalacaktır. Böylece ekonomi **d** noktasından yeni tam istihdam dengesi olan **e**'ye yönelecek ve ekonomik konjonktürde canlanma-refah evresi başlayacaktır.

Monetarist iktisatçılara göre; ekonomik konjonktüre neden olan, para talebiyle bağlantılı olmayan para arzı değişimleri yani, parasal değişimlerdir. Üretimi, istihdamı ve fiyatlar genel seviyesini belirleyen temel unsur, para arzında meydana gelen değişimlerdir. Ekonomideki toplam para arzı artarsa, tüm mal ve hizmetlere ve de finansal aktiflere olan talep artar. Böylece fiyatlar yükselir, faiz oranı düşer. Faiz haddindeki düşme tekrar yatırım talebini uyararak, milli gelirin daha yüksek oranda artmasına neden olur.⁴¹ Monetaristlerin sonuçları aşağıdaki gibi sıralanabilir:⁴²

⁴¹ G. Görmezöz, a.g.e., s.11.

- Para arzının büyüme oranı ile nominal milli gelir büyüme oranı arasında yakın ilişki vardır.
- Para arzının gelirleri etkilemesi bir süreyi gerektirir ve bu süre değişmektedir.
- Ortalama olarak, parasal büyümenin parasal geliri arttırması 6 ile 9 ayı gerektirmektedir.
- Para arzının artmasının ilk etkileri üretim düzeyinde gözlenmektedir. Fiyat hareketleri ilk aşamada ortaya çıkmamaktadır.
- Fiyat hareketleri, üretim ve gelir etkilerinin ortaya çıkmasından ortalama 6, 9 ay sonra meydana gelmekte ve genel fiyat değişimleri artışını izleyen 12-18 ay arasında ortaya çıkmaktadır.
- Para arzında değişme kısa dönemde üretimi etkilemektedir. Uzun dönemde ise geriye değişen fiyatlar kalmaktadır.
- Bu zamansal ilişkiler kesin bir kategori oluşturmamaktadır.
- Enflasyon parasal bir olaydır. Para arzının üretimden daha hızlı büyümesi ile ortaya çıkmaktadır.
- Kamu harcamalarının enflasyonist özellikleri, onun nasıl karşılandığına bağlıdır.

Monetaristlere göre, özel sektör kendi içinde istikrarlıdır. Dengesizlik kaynağı, devletin ekonomiye dışarıdan müdahaleleridir. Reel büyüklükleri sürekli olarak etkilemek mümkün olmadığından, istisnai durumlar dışında parasal ve mali politikalar benimsemek doğru değildir. Bunlar ekonomik konjonktür dalgalanmalarını daha da şiddetlendirmektedir. Parasal denetim için para tabanı kullanılmalıdır. Maliye politikası denk bütçe çerçevesinde, gelir dağılımını kolaylaştırmalı, dolayısıyla kaynak dağılımını düzeltmelidir. Kamu politikaları tümüyle etkin olmayacağından, hükümet çeşitli

⁴² İ. Parasız – M. Bildirici, a.g.e., s.383.

piyasaların yapılarını iyileştirmeye yönelmelidir. Makro boyutta davranılmalı, mikro piyasanın işleyişine müdahale edilmemelidir.⁴³

Monetaristler, piyasa kendiliğinden dengeye geleceğinden, devletin müdahale etmesine gerek yoktur. Ekonomik konjonktürün nedeni, devlet müdahaleleridir. Monetaristlere göre, para talebi istikrarlıdır. Ayrıca para politikalarının maliye politikalarından daha etkili olduğunu savunurlar. Bu sebeplerden ötürü, devletin serbest piyasalara müdahalesi sadece gereksiz değil aynı zamanda zararlıdır. Çünkü ekonomik konjonktürdeki istikrarsızlıklar, hatalı para ve maliye politikalarından kaynaklanırlar. Bu nedenle monetaristler, bırakınız yapsınlar (laissez-faire) diyerek, serbest piyasa ekonomisini savunurlar.⁴⁴

4.2.2. Yeni Klasik İktisadın Konjonktür Teorisi

Yeni Klasik iktisatçılar, ekonomik konjonktür içinde üretim ve istihdam oranlarındaki dalgalanmanın nedeni, rasyonel beklentiler varsayımı ile açıklanmaktadır. Yeni klasik iktisatçılar da monetaristler gibi ekonomik düzenin ve para talebinin istikrarlı olduğunu kabul ederler. Ekonomik konjonktüre yapılacak parasal müdahaleler, piyasa hakkında tam olarak bilgiye sahip olmayan ekonomik birimlerin, üretim ve satın alma kararlarında hatalı davranmalarına neden olur.⁴⁵ Yeni Klasik İktisadın temel ilkeleri şunlardır:⁴⁶

- Bireylerin tasarruf, tüketim ve yatırım gibi reel ekonomik kararları nominal veya parasal değil, reel etkenlerce belirlenir.
- Bireyler bilgilerinin sınırları içerisinde, tutarlı, başarılı optimize edicilerdir. Yani, denge hali sürekli olup, piyasalar çok çabuk temizlenir.
- Bireyler ekonomik çevrelerini değerlendirmede sistematik hata yapmazlar ve rasyonel beklentilere sahiptirler.

⁴³ İ. Parasız – M. Bildirici, a.g.e., s.384.

⁴⁴ C. Unay, a.g.e., s.200.

⁴⁵ İ. Parasız, a.g.e., s.237.

⁴⁶ M. Özer - S. Taban, a.g.e., s.45.

➤ Simetrik bilgi vardır. Eksik bilgi söz konusudur. Ancak asimetric bilgi söz konusu değildir.

➤ Bireyler fiyat alıcısıdır ve açıklık vardır.

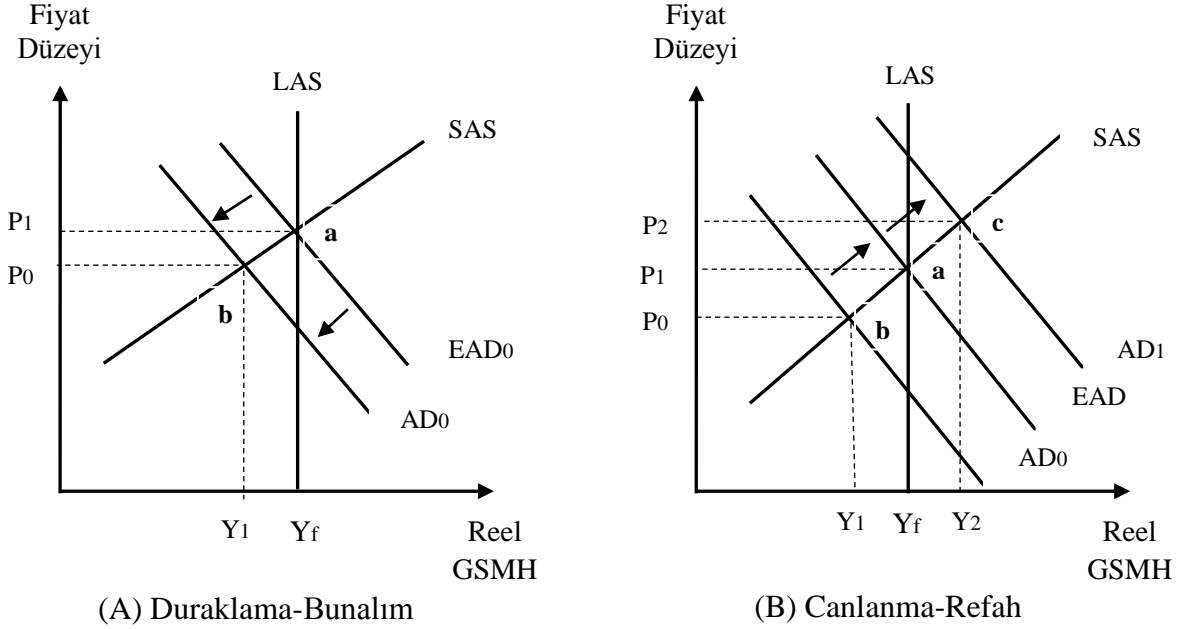
➤ Dinamik denge vardır.

Rasyonel Bekleyişler Teorisine göre, aktif para politikaları beklenen sonuçları doğurmayacaktır. Çünkü önceden açıklanan politikalara karşı ekonomik birimler hızlı bir şekilde uyum sağlar. Ekonomik karar birimlerini kısa ya da uzun dönemde, sistematik biçimde kandırabilme olanağı yoktur. Çünkü Rasyonel Beklentiler Teorisine göre; halk sürekli olarak aynı hataları tekrarlamaz. Yani beklenen iktisat politikaları etkin değildir. Para ve maliye politikaları hem kısa hem de uzun dönemde reel sektör üzerinde etkili olmayacak, yalnızca fiyatlar genel düzeyinin yükselmesine, yani enflasyona yol açacaktır. Bunun nedeni, karar birimlerinin ücret ve fiyat bekleyişlerine karşı duyarlı olmalarıdır. Ekonominin reel kesimini iktisat politikalarıyla etkileme, işsizlik oranının doğal işsizlik oranının altında tutma çabaları, her aşamada enflasyonist bekleyişlerin ve dolayısıyla enflasyon hızının artmasına neden olacaktır. Ancak beklenmedik iktisat politikaları ekonomik konjonktürü etkileyebilecektir.⁴⁷

Yeni Klasik Rasyonel Bekleyişler Konjonktür mekanizmasında, toplam talep azaldığı zaman parasal ücret oranı değişmezse, reel GSYH ve fiyat düzeyi birlikte azalır. Yani Klasik yaklaşıma göre, toplam talepteki azalma öngörülemezse bu durum meydana gelir. Toplam talepteki azalma öngörülürse, fiyat düzeyinin düşeceği beklenir ve hem firmalar hem çalışanlar daha düşük bir parasal ücreti kabul edecektir. Böyle yaparak, reel üretim yükselmesi önlenir ve eksik istihdam oranındaki artıştan kaçınılır. Benzer şekilde, firmalar ve çalışanlar toplam talepte bir artışı öngörülürse, fiyat düzeyinin yükseleceğini bekler ve daha yüksek nominal ücret kabul ederler. Toplam talepte beklenen değişimler fiyat düzeyini değiştirmekle birlikte reel GSYH'yı ve eksik istihdamı değiştirmez ve bir konjonktür dalgalanmasına neden olmaz. Yeni Klasik Rasyonel bekleyişler konjonktür teorisinin en belirgin çizgisi toplam talepteki beklenmeyen değişimlerin rolüdür. Aşağıdaki Şekil 6, toplam talepteki

⁴⁷ G. Görmezöz, a.g.e., s.12.

beklenmeyen değişmelerin reel GSYH ve fiyat düzeyi üzerindeki etkisini göstermektedir.⁴⁸



Kaynak: İ. Parasız - M. Bildirici, a.g.e., s.148.

Şekil 6: Rasyonel Bekleyişler Konjonktür Teorisi

Yukarıdaki Şekil 6'da görüldüğü gibi; başlangıçta potansiyel GSYH (Y_f) ve uzun dönem toplam arz eğrisi LAS'dır. Toplam talebin EAD olması beklenmektedir. Potansiyel GSYH ve EAD verildiğinde, parasal ücretin tam istihdamı sağlaması beklenen düzeyde belirlenecektir. Bu parasal ücret düzeyinde, kısa dönem toplam arz eğrisi SAS'dır. Başlangıçta toplam talebin beklenen toplam talebe eşit olduğunu düşündüğümüzde ekonomi tam istihdamda olacaktır. Reel GSYH Y_f ve fiyat düzeyi P_1 'dir. Beklenmedik şekilde toplam talep beklenenden daha az olsun ve toplam talep eğrisi sola AD_0 'a kaysın. Şekil 6'nın A kısmında ki bu kaymaya parasal büyüme oranındaki yavaşlama ya da ihracatın düşmesi gibi bir dizi toplam talep şoku neden olabilir. Böylece ekonomik konjonktürde duraklama-bunalım evresi meydana gelir ve fiyat düzeyi P_0 'a düşer. Ekonomi **b** noktasına hareket eder. Bunun sonucu olarak eksik

⁴⁸ İ. Parasız – M. Bildirici, a.g.e., ss.147-148.

istihdam artar ve bir emek fazlası meydana gelir. Ancak toplam talep EAD olarak beklendiğinden parasal ücret değişmez ve kısa dönem toplam arz eğrisi SAS'da kalır.

Toplam talep yeniden beklenen düzeyine yükseldiği zaman ekonomik konjonktürün duraklama-bunalım evresi sona erer. Toplam talebi EAD'nin ötesine götüren daha büyük bir şok Şekil 6'nın B kısmında görüldüğü gibi bir genişlemeye neden olur. Böylece toplam talep eğrisi sağa, AD_1 'e kayar. Toplam talepteki böyle bir artışa, parasal büyümedeki bir hızlanma ya da ihracattaki bir artış neden olabilir. Böylece toplam talep eğrisi sağa, AD_1 'e kayar. Toplam talepteki böyle bir artışa, parasal büyümedeki bir hızlanma ya da ihracattaki bir artış neden olabilir. Böylece reel GSYH Y_2 'ye artacak ve fiyat düzeyi P_2 'ye yükselecektir. Ekonomi **c** noktasına hareket edecektir. Eksik istihdam doğal oranın altındadır. Ancak toplam talebin EAD olması beklendiğinden, parasal ücret oranı değişmeyecek ve kısa dönem toplam arz eğrisi SAS olarak kalacaktır. Beklenen toplam talep EAD etrafında, toplam talebin AD_0 ve AD_1 arasında dalgalanması, reel GSYH'nın ve fiyat düzeyinin **b** ve **c** arasında dalgalanmasına neden olacaktır.

Yeni Klasik İktisatçılara göre; devletin üretimi ve istihdamı arttırmak için para ve maliye politikalarına gerek kalmamaktadır. Gerekli ve doğru olan, aktif politikalar uygulamak değil, istikrarlı politikalar uygulamaktır. Para politikasının iyi sonuç vermesi ancak şans eseri olabilir. Dolayısıyla ekonomik konjonktürde en derin diplerin oluştuğu duraklama ve bunalım dönemlerinde bile bırakınız yapsınlar (laissez-faire) en iyi politikadır.

4.2.3. Yeni Keynesyen Konjonktür Teorisi

Keynes'in "İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi" adlı kitabında, ekonomik konjonktürdeki dalgalanmaların sebebi içsel değişkenlere bağlanmıştır. Talebin istikrarsızlığından bahsedilmekte ve en çok yatırım değişkeni üzerinde durulmaktadır. Yatırım talebinin psikolojik faktörlere göre değiştiği ve bu değişimin üretim düzeyindeki değişimin sebebi olduğu belirtilmektedir. Keynes'e göre, fiyatlar ve

ücretler tam esnek değildir. Arz ve talepte meydana gelen değişmeler, fiyatları ayarlamamanın dışında üretim miktarının ayarlanmasına da yol açar.⁴⁹

Yeni Keynesyen iktisatçılara göre; kapitalist sistem ve serbest piyasa ekonomisi, tıkanıklıklar ve iç çelişkiler nedeniyle istikrarsızlıklardan rahatsızdır. Sistemde makro dengeyi sağlayacak otomatik mekanizmalar bulunmadığından, devlet müdahalesi zorunludur. Özellikle planlanan tasarruf miktarı ile planlanan yatırım miktarının uyumsuzluğu zaman zaman ekonomik konjunktürde dalgalanma, işsizlik ve enflasyon yaratır. Ekonomide tam rekabetin varlığı da doğru değildir. Birçok piyasada aksak rekabet ve tekellerin egemenliği sürmektedir. Fiyatlar ve ücretler aşağıya doğru esnek olmadığından, toplam talepteki dalgalanma fiyatlardan çok milli gelir ve istihdam düzeyini etkiler. Bu nedenlerden dolayı, hükümet ekonomik istikrarı sağlamak için öncelikle maliye ve para politikasıyla aktif rol oynamalıdır. Devletin uygulayacağı aktif politikalarla ekonomik konjunktür istikrar kazanacaktır.⁵⁰

Ekonomideki karar birimlerinin kendi çıkarlarını gözetmelerinden, arz-talep dengesinin otomatik olarak saplanması mümkün değildir. Karar birimlerinin kolayca bilgilenmeleri mümkün olmadığı gibi fiyatlar da piyasa dengesini sağlayacak hadde hemen gelemmez. Bu nedenlerden ötürü ekonomik konjunktürde makroekonomik dengesizliklerin ortaya çıkması kaçınılmazdır.⁵¹ Yeni Keynesyen İktisadın temel ilkeleri şunlardır,⁵²

- Yeni Keynesyen İktisatçılar, emek piyasasında ücret ve mal piyasasında fiyatların saptandığını kabul ederek nominal ve reel fiyatlar arasında ayırım yapmışlardır.
- Yeni Keynesyen İktisatçılar, kısa ve uzun dönem ayırımı yaparlar. Kısa dönemde fiyatlar ne sabit ne de tam esnektir. Ücretler ise kısa dönemde yapışkan hatta sabittir. Ücretlerin sabitliği, sözleşmeler nedeniyledir.
- Keynesyen iktisatçılara göre, cari istihdam veya eksik istihdam düzeyi toplam talebe bağlıdır. Piyasaların arınması yavaştır. Nominal ve reel rijitliklerin

⁴⁹ Ç. Arıcıgil, a.g.e., s.27.

⁵⁰ C. Unay, a.g.e., s.205.

⁵¹ Zeynel Dinler, İktisada Giriş, Ekin Kitabevi Yayınları, 9. Baskı, Bursa, 2003, s.305.

⁵² İ. Parasız – M. Bildirici, a.g.e., s.283.

varlığını kabul etmektedirler. Bu rijitlikler nedeniyle mal piyasalarının ve emek piyasalarının şoklara çok yavaş cevap verdiği inancındadırlar.

➤ Yeni Keynesyen İktisatçılar; enflasyona göre işsizlikle mücadele etmekle daha yakından ilgilenilmesi gerektiğini savunurlar.

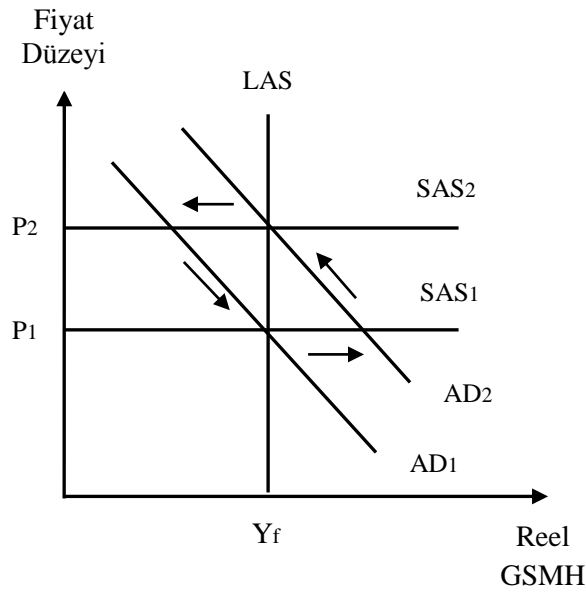
➤ Yeni Keynesyen İktisatçılar; ekonomik konjunktürde ki dalgalanmaları, ekonomik sorunların en önemlisi olarak görmekte ve aktivist politika önermektedirler.

➤ İster beklenilsin, ister beklenilmesin toplam talepte değişimin uzun dönemde tek etkisi fiyatlar üzerindedir. Toplam arz eğrisinin biçimi, ters L şeklindedir. Eğrinin yatay kısmı eksik istihdamı göstermektedir. Bu nedenle toplam talepteki değişiklikler, fiyatlara yansımamaktadır. Ancak bunun için nominal ve reel rijitliklerin kabulü gereklidir. Sadece reel rijitlikler kabul edilirse sistem Klasik iktisat gibi işlemektedir. Ancak nominal ve reel rijitliklerin beraber kabulü modeli Keynesyen yapmaktadır.

Yeni Keynesyenler ekonomiyi etkilemek ve konjunktüre karşı, para ve özellikle maliye politikası araçlarının kullanılması taraftarıdırlar. Ancak, öncelik maliye politikasına verilmelidir. Çünkü; para politikasının fayda ve maliyetlerinin tüm kesimlere yayılmadığı, büyüme üzerinde bozucu etkisi olduğu ve para arzındaki değişmelerin nominal milli gelirden dalgalanmaya yol açtığını düşünmektedirler. Beklenmedik bir talep şoku, tüketim, yatırım veya kamu harcamalarındaki artış kısa dönemli bir enflasyona neden olabilir. Para arzı istikrarlı tutulursa, bu tür talep şoklarının neden olduğu enflasyon kendiliğinden düzelir. Maliye politikasının başarıya ulaşması için ılımlı bir para politikasıyla birlikte uygulanması gerekmektedir. Yeni Keynesyenlere göre uygun maliye politikası enflasyon dönemlerinde pozitif tam istihdam bütçe bakiyesi, ekonomik konjunktürün duraklama-bunalım dönemlerinde ise negatif bir tam istihdam bütçe bakiyesi verilmesiyle gerçekleşir. Sürekli bütçe açığı ve fazlası istikrarsızlık nedenidir. Uzun dönemde ılımlı bir para politikası ile devlet bütçesinin denkliliğini gözetilen bir maliye politikası uygulanmalıdır.⁵³

⁵³ H. Şahin, a.g.e., s.578.

Yeni Keynesyen iktisatçılara göre; bugünkü nominal ücretler dünün rasyonel beklentilerinden etkilenirler. Geçmişte oluşan bu beklentiler, bugün yanlış olarak bilinen eski bilgilere dayanır. Uzun vadeli bir sözleşme yaptıktan sonra hem firmalar hem çalışanlar, toplam talepte fiyatları etkileyecek bir değişmeyi öngörebilir. Ancak sözleşme nedeniyle parasal ücretleri değiştiremezler. Böylece Yeni Keynesgil teoride ücretler yapışkandır. Bu durumda toplam talepte öngörülen bir değişme, ister istemez reel GSYH'yı değiştirecektir.



Kaynak: İ. Parasız-M. Bildirici, a.g.e., s.154.

Şekil 7: Yeni Keynesgil Konjonktür Devresi

Merkez Bankası faizleri düşürücü bir politika izlerse, ekonomide kısa dönemde cari GSYH'nın potansiyel GSYH'yı aşmasına, orta ve uzun vadelerde enflasyona neden olacaktır. Yukarıdaki Şekil 7'de görüldüğü gibi, önce AD₁ eğrisi sağa AD₂ konumuna kayacaktır. Bu durumda enflasyon artmaya başlayacak ve SAS₁ eğrisi yukarıya SAS₂ konumuna kayacaktır. Merkez bankasının toplam talebi azaltıcı yönde önlem almasıyla AD₂, AD₁'e geri kayacaktır. Ekonomi kısa dönemde resesyona sürüklenecektir. Ancak

orta ve uzun dönemde ekonomi yeniden cari ve potansiyel GSYH'nın birbirine eşit olduğu başlangıç denge durumuna dönecektir.⁵⁴

4.2.4. Reel Konjonktür Teorisi

Reel Konjonktür Teorisine göre; para arzı ve fiyat düzeyi gibi nominal değişkenlerin istihdam ve GSMH gibi reel değişkenleri etkilemeyeceği varsayılmaktadır. Reel değişkenlerdeki dalgalanmaları açıklamak için teori, ekonomideki maliye politikasındaki ve üretim teknolojisindeki değişimler üzerinde yoğunlaşmıştır. Reel Konjonktür Teorisindeki “reel” sözcüğü, ekonomik konjonktürü açıklayan nominal değişkenlerin dışlanmasını vurgulamaktadır.⁵⁵

Reel Konjonktür Teorisi, ekonomide meydana gelen konjonktürel dalgalanmaları parasal şoklardan veya talep şoklarından daha çok reel şoklarla yani arz şoklarıyla ilişkilendirmektedir. Bu reel şoklar; teknolojik değişiklikler, yeni ürünler, kötü hava koşulları, yeni ham madde kaynaklarının keşfi, ham madde fiyatlarındaki nispi değişimler, tüketici tercihlerindeki değişiklikler ve benzeridir. Teknolojik değişiklikler, konjonktür dalgalanmalarının arkasındaki en önemli etken olarak kabul edilmektedir.⁵⁶ Reel şoklar; üretim fonksiyonu, işgücünün hacmi, kamu satın alımlarının miktarı ve tüketicilerin tasarruf ve yatırım kararlarını etkiler.⁵⁷ Reel Konjonktür Teorisinin temel ilkeleri şunlardır;⁵⁸

- İktisadi bireyler, kaynakların sınırlı olduğu konularda kar ya da fayda maksimizasyonunu amaçlamaktadırlar.
- Toplam çıktı ve istihdamdaki dalgalanmalar kullanılabilir üretim teknolojisindeki geniş tesadüfî değişkenlerce sürdürülmektedir.
- Ekonomi tam istihdamdadır. Doğal oran hipotezi kabul edilmektedir.

⁵⁴ İ. Parasız - M. Bildirici, a.g.e., s.154.

⁵⁵ İ. Parasız, a.g.e., ss.242-243.

⁵⁶ G. Görmezöz, a.g.e., s.13.

⁵⁷ M. Özer - S. Taban, a.g.e., s.63.

⁵⁸ İ. Parasız – M. Bildirici, a.g.e., ss.441- 442.

➤ Rasyonel beklenti vardır. Asimetrik bilgi söz konusu değildir. Ancak bireyler eksik bilgi durumuyla yüz yüzedirler.

➤ Ücret ve fiyatlar esnektir. Denge ve piyasa açıklığı bu varsayımla garanti edilmektedir. Ancak bu varsayımlar, özellikle; ücret esnekliği varsayımı, son çalışmalarda yumuşatılmıştır.

➤ Para politikası reel değişkenleri etkilememektedir.

➤ İstihdamdaki dalgalanmalar, çalışmayı arzulayan insanların saatlerinin sayısındaki gönüllü değişimi yansıtmaktadır. Çalışma ve boş zaman uzun dönemde ikame edilmektedir.

➤ İçsel ve dışsal para arzının varlığı kabul edilmektedir.

➤ Monetarist iktisatçıların kabul ettiği kısa-uzun dönem ayrımı Reel Konjonktür Teorisi iktisatçıları tarafından kabul edilmez. Emek arzı, hem cari düzeydeki ve cari istihdamdaki hem de üretimdeki değişmelere cevap olarak kaymaktadır. Ekonomideki şoklara emek arzı ayarlanmakta ve tekrar doğal düzeye veya tam istihdama dönülmektedir.

➤ Hane halkı da firmalar da kaynak ve teknoloji kısıtları çerçevesinde amaç fonksiyonlarını maksimum yapmaktadırlar.

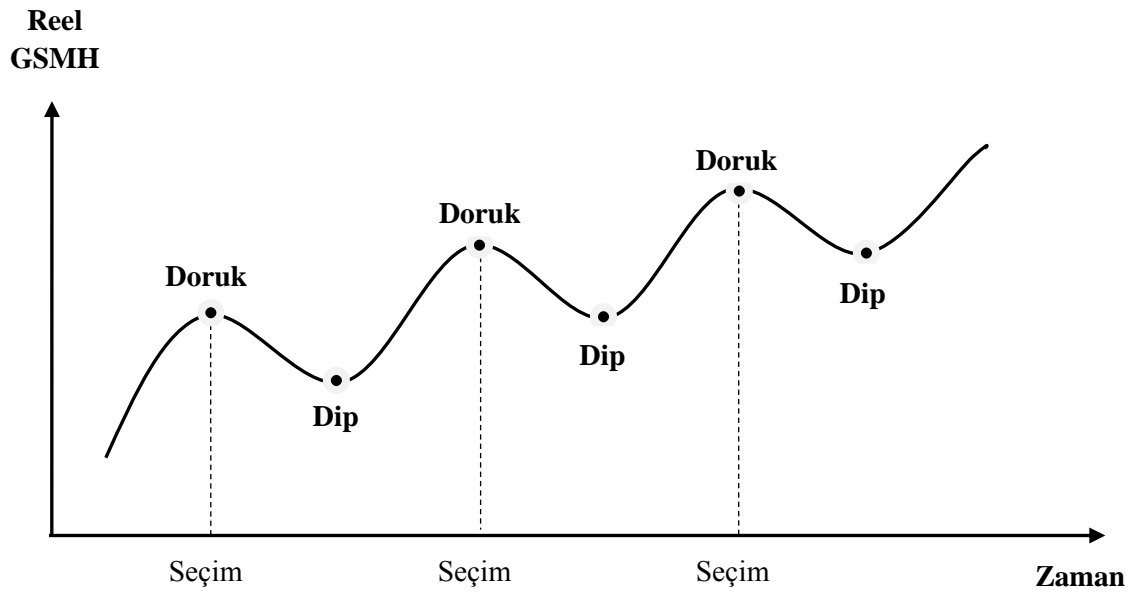
➤ Üretim fonksiyonunun aşağı ya da yukarı doğru kaymasına dışsal teknoloji şokları neden olmaktadır. Bu şokların çıktı üzerindeki etkisi boş zamanın diğer zamanlarla arasındaki ikamesiyle şiddetlenmektedir. Prodüktivitedeki bir artış boş zamanın maliyetini yükseltmekte ve istihdamı arttırmaktadır.

Reel Konjonktür Teorisine göre; vergilerdeki, tercihlerdeki ve para politikasındaki değişmelerin iktisadi faaliyetteki dalgalanmalara etkisi oldukça küçüktür. Ekonomide meydana gelen şoklar, üretim sürecindeki emek ve sermaye stokunu etkileyerek ekonomide pozitif bir etki yapacaktır. Çünkü bu şoklardan etkilenen sektörlerde var olan emek ve sermaye stoku ile geçerli olan fiyat düzeyinde daha çok üretim yapılacaktır. Reel Konjonktür Teorisi, istihdam ve üretimin neden dalgalandığını

açıklamak için emeğin zamanlar arası ikamesini kullanmaktadır. Ekonomide faiz oranlarının yükselmesine veya ücretin geçici olarak yüksek olmasına neden olan şoklar, insanların daha fazla çalışmasına neden olmaktadır. Çalışma çabasındaki artış üretimi artırır.⁵⁹

4.2.5. Politik Konjonktür Teorisi

Politik Konjonktür Teorisine göre; ekonomik konjonktür, yetkili siyasi partiler veya siyasilerin, seçmenlerin kararlarını etkileyerek yeniden iktidara gelmek için uyguladıkları politikalardan kaynaklanır. Bu teoride devlet yönetiminde bulunanlar, çoğunlukla seçimleri kazanmak için ellerinde bulunan ekonomik gücü kullanmakla suçlanırlar. Yönetimde bulunan siyasilerin tekrar seçilmek için, devletin ekonomik kaynaklarını kullandıkları ve olağan dışı ekonomik kararlar aldıklarından yani; seçim politikaları uyguladıklarından dolayı ekonomik konjonktürde dalgalanmaların meydana geldiği iddia edilmektedir.⁶⁰



Kaynak: M. Özer - S. Taban, a.g.e., s.117.

Şekil 8: Seçimler ve Ekonomik Konjonktür

⁵⁹ İ. Parasız, a.g.e., s.245.

⁶⁰ Ç. Arıcıgil, a.g.e., s.36.

Yukarıdaki Şekil 8’ye bakıldığında; zaman içinde Reel GSMH’da her seçim döneminde artan harcamalardan kaynaklanan doruklar yaşanmaktadır. İki seçim dönemi arasında ise dipler görülmektedir.

Ekonomik Konjonktür Teorisinin temel ilkeleri şunlardır;

➤ “Seçmenlerin hafızaları zayıftır. Dolayısıyla davranışları, seçim öncesi yıllardaki reel gelirlerinin gelişimine bağlıdır.”⁶¹

➤ Seçmenler ekonomik koşullara çok duyarlıdırlar. Seçmenler üzerinde en çok etkisi olan iki önemli ekonomik olay: işsizlik oranı ve enflasyon oranıdır. Seçimler yaklaştığında işsizlik oranındaki düşüş, enflasyon düşüşünden daha önemli olacağından, seçim döneminde istihdam artırılır ve enflasyonun yükselmesi kabul edilebilir bir durum olur. Ancak seçimlerden hemen sonra deflasyonist kararlar derhal devreye sokulur.⁶²

➤ Beklenen ekonomik performansta değişikliğin olmadığı bir durumda, bireylerin beklentilerinin statik olduğu varsayılır.⁶³

Yukarıda sayılan temel ilkeler çerçevesinde; kamu iktidarları seçimlerden yaklaşık bir yıl önce genişletici politikalar uygulamaya başlarlar. Böylece seçimlere kadar geçen süre içinde reel gelir artar, işsizlik geriler. Enflasyonun yükselişi ise seçimlerden sonra görülmeye başlar. Enflasyonu frenlemek için önlemler alınmaya başlanır. İstikrar önlemleri, seçimler geride kaldığı için daha rahat uygulanır. Ancak bu sırada bu sırada gelecek seçimlere hazırlık amacıyla yeni bir atılım politikasının hazırlıkları sürdürülür.⁶⁴ Şekil 8’de görüldüğü gibi seçim dönemlerinden hemen önce, ekonomik konjonktürde genişleme ve refah evreleri yaşanarak doruk noktalarına ulaşılmaktadır. Bir sonraki seçim sürecine kadar, duraklama ve bunalım evreleri yaşanarak ekonomik konjonktürde dip görülmektedir.

⁶¹ G. Görmezöz, a.g.e., s.14.

⁶² Ç. Arıcıgil, a.g.e., ss.36-37.

⁶³ M. Özer - S. Taban, a.g.e., s.118.

⁶⁴ İ. Parasız, a.g.e., s.258.

5. EKONOMİK KONJONKTÜRÜN BELİRLENMESİ

5.1. Ekonomik Konjonktürün Belirlenmesinde Kurumların Rolü

Ekonomik konjonktürün nedenlerinin sadece dışsal, yani politik olaylara ve savaşlara tamamen bağlı olmadığı düşüncesi hakim olmaya başlayınca, ekonomik hayattaki aksaklıklar incelenmeye başlandı. Ekonomide birbirine bağlı olayların seyrini ve gelişmelerini; saptama, açıklama, ölçme, tahmin etme ve sınıflandırma çabalarıyla, ekonomik konjoktüre verilen önem artmıştır.⁶⁵ Resmi bir kuruluşun, ekonomik konjonktür hakkında, hükümeti her zaman aydınlatması ihtiyaç haline gelmiştir. Günümüzde neredeyse her ülkede ekonomik konjonktürü takip eden ve gerekli analizleri yapan kurumlar oluşturulmuştur.⁶⁶

İlk olarak 1907 yılında Fransa’da, 1917 yılında Harvard Üniversitesinde ekonomik konjonktürü izlemek üzere benzer kurumlar kurulmuştur.⁶⁷ Türkiye’de Türkiye İstatistik Kurumu (TUIK) ve Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) konjonktürü izlemekte ve analiz etmektedir. Bu kurumlar bir pusula gibi, ekonomik konjonktürde ki gidişatı tespit edip, ilgili otoriteye bildirir ve böylelikle ekonomiye ışık tutarlar.⁶⁸

İktisatçılar, ekonomik konjonktürdeki hareketliliğin büyük ölçüde ekonomik faktörlerden kaynaklandığı konusunda fikir birliğindedirler. Ancak nispeten daha düşük oranda sosyal faktörlerin de ekonomik konjoktüre sebep olabileceği kabul edilmiştir. Konjonktürdeki dalgalanmalara sebep olan her faktörün, aynı zamanda bir konjonktür göstergesi olduğu dikkate alınırca, konjonktür konusunda başlıca iki göstergeden bahsedilebilir. Bunlar; konjonktürün ekonomik göstergeler ve sosyal göstergelerdir.⁶⁹

5.2. Ekonomik Konjonktürün Ekonomik Göstergeleri

Ekonomik konjonktür hareketlerinin önemli bir özelliği, genel olmasıdır. Yani konjonktür dalgalanmaları, ekonominin belli bir kısmında veya birkaç ekonomik değişken de değil; ekonominin genelinde ve tüm ekonomik değişkenlerle birlikte ortaya

⁶⁵ Ç. Arıcıgil, a.g.e., ss.14-15.

⁶⁶ C. Unay, a.g.e., ss.20-21.

⁶⁷ Ç. Arıcıgil, a.g.e., s.15.

⁶⁸ C. Unay, a.g.e., s.21.

⁶⁹ Y. Pamuk, a.g.e., s.36.

çıklarlar. Çünkü ekonomi, bütün değişkenleri birbirine bağlı ve birbiri üzerinde etkide bulunan bir sistemdir.⁷⁰

Ekonomik konjonktür, tek bir değişken değil, bir göstergeler demetiyle ilgilenecek ekonomiyi kavramak zorundadır. Ama değişkenlerin çokluğu ve karşılıklı etkileri sistemin çözülmesine ve kavranmasını güçleştirir. Sorunu kolaylaştırmak için, ekonominin çarkları arasında sıcak noktaları oluşturan, anahtar değişkenlerin saptanılması gerekir. Teorik sistemler, tüm ekonomiyi ayrıntılarıyla kavramaya yetmediğinden, önemli görülen öğeler arasında bir seçim yapmak gerekir. Ekonomik göstergelerin hazırlanmasında ve yayınlanmasında üç noktaya dikkat edilmesi gerekir;⁷¹

➤ **Sürat:** Ekonomik göstergelerin hazırlanmasında ve yayınlanmasında sürat, analizi ve tahmini kolaylaştırarak müdahalenin zamanında yapılmasını sağlar.

➤ **Sadelik:** Ekonomik göstergelerin herkesin anlayacağı sadelikte olması gerekir. Böylece göstergelerin, analizi de yorumu da kolaylaşır.

➤ **Açıklık:** Yayınlanan bilgiler açık olmalıdır. Çalışmanın rakam, grafik ve şekil yığını olması önlenmelidir. Ekonomik olayların çapraşıklığına karşın, bu açıklığın ve yalınlığın sağlanması önemli ama zordur.

Ekonomik göstergelerin hazırlanmasının ve yayınlanmasının ekonometrik, ekonomik ve istatistikî amaçları şunlardır;⁷²

- Ekonometrik analizlerin amaçları:
 - Geçmiş dönemlerdeki olayları amaçlamak,
 - Tam bilgi ile gelecekteki gelişmeleri tahmin etmek,
 - İncelenen dönem için olası sonuçları göstermektir.
- Ekonomik amaçlar:

⁷⁰ Y. Pamuk, a.g.e., s.37.

⁷¹ C. Unay, a.g.e., ss.20-25.

⁷² Ç. Arıcıgil, a.g.e., s.16.

- Çeşitli teorilerin yaklaşımlarını açıklamak ve aralarındaki farklılıkları araştırmaktır.
- Bulunan sonuçların bir bütün olarak, varsayımlara uygunluğunu incelemektir.
- İstatistikî amaçlar:
 - İncelenen dönem için bir takım katsayılar bulmak,
 - Elde edilen bulguların, ilişkili teorilerin varsayımlarına uygunluğunu kanıtlamaktır.

Ekonomik konjonktürü analiz edilen ülke incelenirken, ülkedeki ekonomik göstergelerin dünya konjonktüründen etkilendiği hatırlanarak dünya ekonomisindeki gelişmeler ve beklentiler de dikkate alınmalıdır. Konjonktür analizinde, ekonomik göstergelerin diğer ülkelerdeki yansımaları ile incelenen, ülkedeki durumu karşılaştırmalı olarak analiz edilirse, sadece ülkedeki gelişmeler değil, aynı zamanda ülkenin dünyadaki yeri de periyodik olarak izlenebilir.

5.3. Ekonomik Konjonktürün Sosyal Göstergeleri

Ekonomik konjonktür analizinde, sayısal olmayan bilgilerin de göz önünde bulundurulması gerekir. Çünkü; ekonomi sosyal bir bilimdir ve ekonominin bir alt dalı olan konjonktür analizini toplumsal hayattan soyutlayarak incelemek, yanlış ve yanıltıcı sonuçlar ortaya çıkarabilir. Bu nedenle, tam bir konjonktür analizi yapılabilmesi için konjonktürün nicel göstergelerinin nitel; yani sosyal göstergelerin analizi ile tamamlanması gerekir.⁷³ Ekonomik konjonktür analizinde temel sosyal göstergeler şunlardır;⁷⁴

- Nüfus Hareketleri: Ekonomik konjonktürün canlanma ve refah evrelerinde önemli nüfus hareketleri gözlemlenir. Emek arzı, daha iyi imkan ve daha yüksek ücret beklentisiyle, ekonomik faaliyet düzeyinin yüksek olduğu bölgelere kayar.

⁷³ Y. Pamuk, a.g.e., s.48.

⁷⁴ C. Unay, a.g.e., s.25.

Ekonomik konjonktürün duraklama ve bunalım evrelerinde ise nüfus hareketlerinde önemli bir azalma dikkat çeker. Nüfus hareketlerinin etkileri konjonktür analizinde mutlaka değerlendirilmelidir.

➤ Olaylar: Savaşlar, barış anlaşmaları, önemli kararlar, seçimler ve benzeri ekonomiyi yakından ilgilendiren ve etkileyecek olan konulara, konjonktür analizlerinde yer verilmelidir.

➤ Kanunlar: Yeni kanunlar, kararnameler, tebliğler ve bunların uzantıları ekonomik konjonktörü etkileyen önemli kararlardır ve konjonktür analizinde yer almalıdırlar.

➤ Bilgi: Değişik kanallardan elde edilen nesnel ve tarafsız bilgiler, mevcut konjonktürel durumun analizinde, ileriye tahmin bakımından dikkatle değerlendirilmelidir.

➤ Tasarımlar: Ülke ve dünya çapında önemli tasarımlar dikkate alınmalıdır. Yeni bir planın hazırlanması, uygulanmaya konulması ya da sona ermesi, ekonomik konjonktürün gelişimi bakımından önem taşır.

Ekonominin sosyal göstergeleri yalnızca istatistiki araştırma ve gözlemlerle elde edilemeyeceklerinden, geniş boyutlu bir haber ağı yardımıyla derlenecek her türlü bilgiye gereksinim vardır. Ekonomik yapı değiştikçe, sayısal göstergeler gibi sosyal göstergeler de değişir. Ekonomik konjonktür analizinin sağlıklı yapılabilmesi için, bu değişime ayak uyduracak değerlendirme yöntemlerinin de geliştirilmesi gerekmektedir.⁷⁵

⁷⁵ Zeyyat Hatipoğlu, İktisadi Durgunluğun Sebepleri, Sermet Matbaası, İstanbul, 1965, s.38.

6. EKONOMİK KONJONKTÜRDE TAHMİN VE YATIRIM

Tahmin, geleceğe ait bir bilginin aranmasıdır. İnsan, bugünün ihtiyaçlarını karşılayabiliyorsa, fazlasını yarını ve daha ilerisi için saklamak, böylece geleceğini güvence altına almak ister. İnsandaki güvence isteği bir arayışa döner ve bu arayış geleceğini bilmek arzusu halini alır. Geleceği bilmek mümkün olmadığından, arayışlar tahminlerle sürer gider. Geçmişten günümüze, hayatın her kesiminde olduğu gibi ekonomik konular için de tahmin mutlak bir ihtiyaç olagelmıştır. Tahminler genellikle, geçmişte yaşanmış olaylara, edinilmiş tecrübe ve bilgilere dayanır. Farklı miktarda bilgiden yararlanılarak yapılan tahminlerin olması, isabet ihtimalini değiştirmektedir. Oysa devletler, kurumlar ve bireyler gelecek ile ilgili en doğru kararları alabilmek için en doğru tahminleri yürütebilmeyi isterler.

Ekonomik konjonktür ile ilgili tahminler her iktisadi birimin kaçınılmaz ihtiyacıdır. Ekonomik olayların, sosyal olaylarla bağlantılı olması, ekonomik tahmin konusuna ayrı bir derinlik kazandırmaktadır. Bu sebeple ekonomik tahminler, koşullara dayanır. Ekonomik konularda bilimsel tahmin yürütebilmek için koşullara yani varsayımlara başvurulur. Ekonomik konjonktürde nispeten daha statik süreçler sayılan canlanma ve duraklama evrelerinde tahmin kolaylaşırken; daha dinamik sayılan refah ve bunalım evrelerinde tahmin zorlaşır.

Ekonomik konjonktüre yönelik tahminde bulunabilmek için öncelikle sosyal olayların neden-sonuç ilişkisinin bilinmesine ve bunların istatistikî verilerine ihtiyaç vardır. Tahminin bir de zaman boyutu vardır. Zaman içinde yaşanan olaylar homojen değildir. Öyle ki; yaşanmış olaylarla, yaşanmakta olan olaylar ve yaşanacak olaylar aynı şekilde tekrarlanmazlar. Tahmini zaman boyutunda zorlaştıran önemli durumlardan biri de değerlendirilecek vadedir. Olayların gözlemi nispeten orta vadeye göre kısa vadede, uzun vadeye göre de orta vadede daha kolaydır. Ekonomik hayatın dinamik bir gelişim sürmesi ve bu dinamik gelişmenin sistematik olmaması da tahmin işlemini zorlaştırır. Uzun vadeli hedefler tayin edilip istikrarlı adımlar atılması da ekonomik konjonktürle alakalı tahminleri tam isabetli hale getiremez.

Başarılı bir tahmin, hedeflenen sonuçlara ulaşmayı sağlayan, istenmeyen sonuçlardan uzaklaştırandır. Yaşanacak süreç homojen olmadığından, gelecek beklenilmedik olaylarla doludur. Oysa iktisadi birimler, yatırım kararı alırken beklentilerine göre hareket ederler. İsabetsiz tahminler, başarısız yatırımlara dönüşürse, iktisadi birimler, olayların akışına göre hareket edip, hesaba katılmayan koşulları da dikkate alarak hatalı tercihlerini düzeltebilirler. İktisadi birimler, mevcut ve mümkün olan tüm bilgilerden yararlanarak tahmin yapabilselerdi, tahminlerinin ortalaması isabetli olurdu. Buna rağmen isabetli tahminin ve alınacak kararlarda başarının garantisi yoktur.

19. ve 20. Yy.da Klasik ve Yeni Klasik iktisatçılar, konjonktürü ekonomik sistemin dışındaki öğelerle açıklamaya ve ileri dönük tahminleri bu açıdan bakarak yapmaya çalıştılar. Ama kapitalist sistemi eleştiren bazı iktisatçılar ve Karl Marx, ekonomik konjonktürün daralma ve bunalım evrelerini, kapitalist sistemin iç dinamiklerinden kaynaklandığını savundular. Oysa Keynes 20. Yy.ın ilk yarısında, ekonomik konjonktürü açıklamak için kurduğu teoride, daha önce konjonktürel dalgalanmaları açıklarken kullanılan tarımsal üretim, yeniliklerin uygulanması, para ve kredi sistemi gibi değişkenlerin yerine tüketim ve yatırım sonucu oluşan toplam talebe önem verdi. Çarpan ve hızlandıran katsayıları teorik hesaplamalarında yer buldu ve ekonomik konjonktürde tahmini bu yeni yöntemle gerçekleştirdi. Monetaristler ise 1960'dan sonra ekonomik konjonktür teorilerinin temeline, para arzındaki değişimleri yerleştirerek konjonktürde tahmin gerçekleştirdiler.

Tablo 2: Makroekonomik Kuramlara Göre Kalıplaşmış Gerçekler

Kuramlar / Değişkenler	Monetaristler	Yeni Klasik İktisat	Yeni Keynesgiller	Reel Konjonktür Teorisi
Fiyatlar Genel Düzeyi	Konjonktür Yönlü	Konjonktür Yönlü	Konjonktür Yönlü	Konjonktüre Karşı
İstihdam	...	...	KY	KY
Verimlilik	KK	...	KY	KY
Parasal Büyüklükler	KY	KY	KY	KY
Reel Ücret	KK	...	KY ya da Konjonktürle Uyumsuz	KY
Yatırım Harcamaları	...	...	KY	KY
Tüketim Harcamaları	...	...	KY	KY
Kamu Harcamaları	...	...	KY	...
Nominal Faiz Oranı	KK	KY	...	...
Dayanıklı Mallar Üretimi	KY	KY	...	KY

Kaynak: İ. Parasız – M. Bildirici, a.g.e., s.23.

Yukarıdaki Tablo 2’de kısmen görüldüğü gibi, makroekonomik kuramların kalıplaşmış gerçekleri şöyle sıralanabilir:⁷⁶

- Geniş olarak tanımlanmış sektörlerin üretim düzeyi, örnek olarak tüketim ve yatırım, konjonktür devresi boyunca birlikte hareket ederler.
- Dayanıklı malların üretimi, dayanıksız malların üretiminden daha çabuk dalgalanır. Dayanıksız mal üretimi hizmet üretiminden daha çabuk değişir.
- Parasal toplamalar konjonktür yönlüdür.
- Emeğin verimliliği konjonktür yönlüdür.
- Kısa dönem faiz oranı kısmen konjonktür yönlüdür.
- Üretim ve satışlar, stok davranışının göze çarpan devresel bir yönünün bulunmadığını ifade edecek şekilde yüksek derecede birbirleriyle ilişkilidir.
- Reel ücretler, konjonktüre karşı davranıştan daha çok, konjonktür yönlü ve konjonktürle uyumsuz davranış sergilemiştir.
- Üretim fiyatlarının konjonktür yönlü ya da konjonktüre karşı kalıbı belirgin değildir.
- Verimlilik konjonktür yönlüdür.
- Keynes, konjonktürel dalgalanmaların bir nedeni olarak da yatırım harcamasının değişebilirliğini öngörmektedir. Reel Konjonktür Teorisi’nde nedensellik ters yöndedir ve konjonktür hareketi yatırım harcamalarının değişebilirliğine yol açmaktadır.
- Nedenselliğin yönü, üretimden paraya doğrudur.
- Teknolojik ilerleme, çalışan başına üretimi artırdığı için verimlilik konjonktür yönlüdür.

⁷⁶ İ. Parasız – M. Bildirici, a.g.e., ss.22-23.

➤ Reel Konjonktür Teorisi ile diğer kuramlar arasında bir farklılaşma, reel ücretin konjonktürel davranışı ile ilgilidir.

Konjonktürü oluşturan güçler karmaşık niteliktedirler. Bu karmaşık güçler, içsel ve dışsal olabileceği gibi reel ve parasal da olabilmektedir. Bu değişkenlerden birine ya da birkaçına öncelik verilerek kurulan teoriler çoğu zaman bir biriyle çelişmiştir. Oysa gelişme ve daralma evreleri bir değil birçok kuvvetin etkisindedir. Değişik görüşlerin ortaya kurduğu teorilerden hangisinin geçerli olduğu istatistikî araştırmalarla saptanamaz. Çünkü ekonomik konjonktürün incelenmesiyle bulunan sonucu genelleştirmek mümkün değildir. Ayrıca her ekonomik dalgalanmanın nedeni aynı değildir. Bir ekonomik konjonktür devresini açıklayan teorinin, nedenleri farklı olan başka konjonktür devrelerini açıklaması mümkün değildir. Bu nedenlerden ötürü ekonomik konjonktürü açıklayan teoriler için; konjonktürü tahmin etmede tamamen başarılıdır denilemeyeceği gibi tamamen başarısızdır da denilemez.

Tahminler, beklentiler, yatırımlar her zaman istenilen sonucu verseydi; bireylerin, kurumların ve hatta ülkelerin davranışlarını belirlemek kolay olurdu. Bu kolaylık ekonomik konjonktürde mutlak istikrarı sağlamaya yönelik müdahaleler için yeterdi. Yani duraklama ve bunalım evreleri geçirilebilir, canlanma ve refah evreleri sürekli hale getirilebilirdi. Oysa sürekli tahminler yapmadan ve ekonomiye gerektiğinde müdahale edilmeden bunalımlarla mücadele edilemez, refah sürekli hale getirilemez. Öyleyse, müdahalede geç kalmadan ekonomik konjonktürde istikrar sağlanmak isteniyorsa, tahminler zamanında yapılmalıdır.

II. BÖLÜM

EKONOMİK KONJONKTÜRDE DAVRANIŞSAL FİNANS VE FİNANSAL RİSK YÖNETİMİ

1. DAVRANIŞSAL FİNANS YAKLAŞIMININ ORTAYA ÇIKIŞI VE TANIMI

1.1. Davranışsal Finansın Ortaya Çıkışı

Davranışçılık 20. Yy.ın başında psikoloji biliminde yer almasına karşılık, davranışsal finans yaklaşımı, 18. Yy.ın üçüncü çeyreğinde yayımlanan ve Adam Smith'in az bilinen bir kitabı olan Ahlaki Düşünce Kuramı'na dayandırılabilir. A. Smith bu kitabında, insan psikolojisinde yarar anlayışına vurgu yapmıştır. A. Smith'in insan psikolojisiyle alakalı vurguladıkları, günümüzde davranışsal finans konularının temelidir. Gene aynı dönemde Yeni Klasik İktisat Kuramına önemli katkıları olan Jeremy Bentham, insandaki yarar anlayışının psikolojik boyutu hakkında yayımlar yapmıştır.⁷⁷ 20. Yy.da insan psikolojisi, insan davranışları ve davranışların altında yatan sebepleri Sigmund Freud, Alfred Adler, Carl G. Jung ve John D. Watson gibi pek çok önemli psikiyatrist incelemiş, sınıflandırmış ve geliştirmiştir. Sosyal psikolojide davranışçılık ilk kez, John D. Watson'un 20. Yy.ın ilk çeyreğinde yaptığı tanımlarda karşımıza çıkar. Watson'un davranışçılık tanımına göre; insan davranışlarının temelinde, uyarıcılardan algılanan uyarılara verilen yanıtlar yatmaktadır. Bu tanımıyla Watson, insan davranışlarını belirleyen faktörlerin içsel eğilimler değil, dış çevre etkenleri olduğunu savunmuştur.⁷⁸ 20.Yy.ın ilk yarısında John Maynard Keynes, Irving Fisher ve Vilfredo Pareto gibi yazarların çalışmalarıyla tartışılmaya başlanan davranışsal finans, 20.Yy.ın ortalarına kadar itibar görmemiş ve dikkate alınmamıştır.⁷⁹

⁷⁷ Giuseppe Cornicello, Behavioral Finance and Speculative Bubble, (Universita Commercial Luigi Bacconi, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Milano, 2004, ss.23-24.

⁷⁸ Alper Ateş, Finansal Yatırımların Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi Üzerine Bir Araştırma, (Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Konya, 2007, s.47.

⁷⁹ G. Cornicello, a.g.e., ss.23-24.

Son yarım yüzyıla kadar, ekonomi alanındaki çoğu çalışmalar, insanların tüm yatırım kararlarında mevcut bilgiyi akılcı ve doğru bir şekilde dikkate aldığı fikrine dayanmaktaydı. Oysa ekonomi alanındaki deneysel çalışmalar, insanların yatırım konularındaki karar verme sürecinde, sınırsız rasyonellikten ayrıldığını ortaya çıkartmıştır. Rasyonellikten ayrılmanın; duruma özel, kişisel ya da belirli kişilerle alakalı olmayıp, yatırımcıların çoğunluğunu ilgilendirdiği de tespit edilmiştir. Daniel Kahneman ve Amos Tversky gibi bilişsel psikologlar, insanların karar verme süreçlerine ilişkin yapmış oldukları çalışmalarda, akılcılıktan sistematik sapmaların olduğu sonucuna ulaşmışlardır.⁸⁰

1980'li yıllardan itibaren, özellikle Etkin Piyasa Hipotezi gibi geleneksel kuramların açıklayamadığı piyasa anomalilerine, verilerden ziyade insan psikolojisiyle açıklık kazandırmaya çalışan davranışsal finans, bu tutumuyla kuramların yeterli olmadığına kanıt oluşturmuştur.⁸¹ 2002 yılı Ekonomi Nobel'ini, davranışsal finansın öncülerinden Daniel Kahneman'ın; insan davranışı, beklentileri ve karar alma mekanizmaları üzerine yazdıkları ve sunduğu kanıtlarla kazanması, davranışsal finansın akademi tarafından resmi olarak tanınması anlamını taşımaktadır. Bu süreç sonunda, davranışsal finansın ekonomi literatüründeki yeri genel kabul görmüştür.⁸²

1.2. Davranışsal Finansın Tanımı

Davranışsal finans, genel olarak insanların yatırım sürecinde nasıl davrandıklarını ortaya koymaya çalışmaktadır. Yatırımcıların, yatırım kararlarını alırken neleri dikkate aldıkları incelendiğinde, sadece risk ve getiri değişkenlerini değil bunların yanında başka değişkenleri de gözettileri tespit edilmiştir. Bütün değişkenlerin değerlendirilmesinin kusursuz bir süreç olmadığı, sonuç olarak da alınan kararların, faydayı maksimize eden değil, en iyi ihtimalle karar alıcı durumundaki yatırımcıyı tatmin eden kararlar olduğu varsayımı davranışsal finans konusunda yapılan

⁸⁰ The Royal Swedish Academy of Sciences, Foundations of Behavioral and Experimental Economics, http://www.kva.se/KVA_Root/swe/awards/nobel/economy/press/ecoread2002.pdf, ss.1-2. (07.03. 2010).

⁸¹ G. Cornicello, a.g.e., s.24.

⁸² The Royal Swedish Academy of Sciences, Foundations of Behavioral and Experimental Economics, http://www.kva.se/KVA_Root/swe/awards/nobel/economy/press/ecoread2002.pdf, ss.1-2. (07.03.2010).

araştırmaların çıkış noktasıdır.⁸³ Ekonomi literatüründe davranışsal finans tanımlarının bazıları şöyledir:⁸⁴

- Davranışsal finans, klasik iktisat ve finansın, psikoloji ve karar alma bilimleri ile bir entegrasyonudur.
- Davranışsal finans, ekonomi literatüründe gözlemlenen ve rapor edilen bazı anomalilerin sebeplerini açıklama teşebbüsüdür.
- Davranışsal finans, yatırımcıların karar vermede sistematik olarak nasıl yanlışlar ve bilişsel hatalar yaptıklarını araştırır.
- Davranışsal finans, psikolojinin ekonomik kararları ve finansal piyasaları nasıl etkilediğinin çalışmasıdır.

Yapılan araştırmalar; yatırımcıların, yatırım kararlarında rasyonel olarak tercihlerini maksimize etmek, portföylerini çeşitlendirmek ve riskten kaçınmak istemelerini ortaya koymuştur. Gerçek hayatta yatırımlarında istedikleri sonuca ulaşamadıklarını saptanmıştır. Buna temel gerekçe olarak, bilişsel kusurlar (anlama ve kavrama ile ilgili psikolojik kusurlar) gösterilmektedir. Psikolojik önyargılar sonucunda, bireysel yatırımcıların, kazanan hisseleri olması gerekenden daha erken elden çıkarırken, kaybeden hisseleri ise çok uzun süre elde tuttukları tespit edilmiştir. Bireysel yatırımcıların, sürü davranışı gösterdikleri, kendilerine olan aşırı güvenlerinin sonuçları olarak çok sık ve zararına işlem yaptıkları gözlemlenmiştir. İşlemlerinde aşına oldukları hisselere duygusal olarak bağlandıkları, aşırı ve düşük reaksiyon gösterdikleri, kendi doğrularını destekleyici bilgiyi aradıkları ve diğer bilgileri reddetme eğiliminde oldukları gözlenmiştir. Araştırmalar, yatırım kararlarının rasyonel kararlar olmaktan çıktığını, bunun yerine daha çok kişinin sezgi ve hislerine dayandığını göstermiştir.⁸⁵

Davranışsal finans, geleneksel finansal analizleriyle karşılaştırılırsa; geleneksel finans araştırmalarında genellikle önce bir model ortaya atılmakta, ardından yapılan ampirik çalışmalarla bu modelin doğruluğu araştırılmaktadır. Davranışsal finasta ise; önce piyasadaki davranış biçimleri gözlenmekte, sonra bu gözlemlerin sonucuna göre

⁸³ Faruk Bostancı, Davranışçı Finans Yeterlilik Etüdü, S.P.K. Yayınları, No:57, Ankara, 2003, s.1.

⁸⁴ J. Russel Fuller, Behavioral Finance and Source of Alpha, Journal of Pension Plan Investing, 1998, Vol.2, No:3, s.1.

⁸⁵ Serpil Döm, Yatırımcı Psikolojisi, Değişim Yayınları, İstanbul, 2003, s.xiv.

davranış biçimlerini açıklayan bir model oluşturulmaya çalışılmaktadır. Davranışsal finansta geliştirilen modeller, finansal piyasalarda insanların nasıl hareket etmesi gerektiğini değil, gerçek hayatta nasıl hareket ettiklerini anlamaya çalışmaktadır. Davranışsal finansın, geleneksel finansal analizlerden ayrıldığı bir diğer konu ise rasyonel insan kabulüne yaklaşımdır. Davranışsal finans, bazı finansal problemlerin, rasyonel insan modeli yerine tam anlamıyla rasyonel olmayan insan modeli kullanılarak daha kolay çözülebileceğini savunmaktadır. İnsanlar, geleneksel finansal modellerde öngörüldüğü şekilde rasyonel değilse, rasyonellik varsayımı kaldırıldığında veya daha esnek ele alındığında ne olacağı davranışsal finansın konusunu oluşturmaktadır.⁸⁶

2. FİNANS, PSİKOLOJİ VE DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN KARAR VERME SÜRECİ

2.1. Finansal Karar Süreci

Geleneksel ekonomi ve finans teorileri, ekonomik karar ve davranışların, maddi menfaatler doğrultusunda tamamen rasyonel düşünce ile oluşturulduğunu varsaymaktadır. Daha açık bir ifadeyle, rasyonel karar vericilerin, karar verirken mevcut bütün bilgileri sistematik ve birbirini teyit eder şekilde kullandıkları, alınacak kararın gelecekteki sonuçlarını da düşünerek, yatırımcıların karar verirken mevcut alternatifler içinden uygulanabilecek optimum kararı verdikleri kabul edilmektedir. Yani ekonomik karar sürecini, dışsal faktörlerin şekillendirdiği varsayılmaktadır. İnsan psikolojide ise, mevcut bilgilerin farkında olan, onları rasyonel şekilde kodlayan ve anlamlandıran bir sistem olarak görülmektedir. Ancak, daha az farkında olunan diğer faktörlerin de insan davranışlarını sistematik bir şekilde etkilediği kabul edilmektedir. Yani dışsal faktörlerin yanı sıra içsel faktörlerin de insanların kararlarını ve davranışlarını etkilediği ileri sürülmektedir.⁸⁷

⁸⁶ Ali Yörükoğlu, Davranışsal Finans, (Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 2007, ss.2-3.

⁸⁷ Hüseyin Kara, Davranışsal Finans ve İMKB Hisse Senedi Getirileri, (İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 2005, ss.3-4.

2.2. Psikolojik ve Davranışsal Finans Karar Süreci

Ekonomistler açısından yatırım karar süreci, karar vericinin mevcut alternatifler arasındaki tercihlerini veri olarak kabul ederler. Ayrıca karar vericinin, olayların ve kendi kararlarının etkileri hakkında beklentiler oluşturduğunu ve bunun için mevcut bilgileri, istatistiksel olarak analiz ettiğini varsayarlar. Ekonomistler, yatırımcıların yatırım kararlarını alış süreçlerini Beklenen Fayda Teorisine dayanarak açıklarlar. Alternatiflerin belli olduğu, mevcut piyasa şartlarında karar verme sürecinde beklentilerin olduğu ve karar alacak kişinin olasılıkları doğru hesaplayıp kendisine maksimum faydayı sağlayacak alternatifi seçeceği varsayılır.⁸⁸

İnsan psikoloji açısından yatırım karar süreci, birçok faktörün karşılıklı etkileşimini beraberinde getirmektedir. Karar verecek kişinin olayları algılayış biçimi ve nasıl anlamlandığı, duyguları ve tutumları (psikolojik eğilimleri) ve geçmiş tecrübeleri karar sürecini etkileyen ve kendi aralarında da etkileşimi olan önemli faktörlerdir. Dolayısıyla insan davranışı karar alınacak her hususa özgü farklılıklar içermektedir.⁸⁹

Davranışsal finansın en önemli temsilcilerinden Daniel Kahneman ve diğer birçok araştırmacı, yatırım kararı alınacak kompleks durumlarda insanların, ekonomik rasyonellikten uzaklaştıklarını ve bu sapmaların da küçümsenemeyecek boyutta olduğunu ortaya çıkartmışlardır. Örneğin, insanların her zaman olasılıklarla uğraşmadığını, Beklenen Fayda Teorisinde öngörüldüğü gibi olasılık hesaplarına girilmediğini ve bazen beklenen fayda maksimizasyonunun aksine kararlar aldıklarını belirlemişlerdir. Bu durumda yatırımcıların, özellikle belirsizliğin arttığı kompleks durumlarda verdikleri kararlar önem taşımaktadır. Belirsizlik durumunda verilen kararları açıklamayı amaçlayan Kahneman ve Tversky'nin geliştirdiği Beklenti Teorisi,

⁸⁸ Semra Öncü-Hüseyin Aktaş-Sibel Kargın-Rabia Aktaş-Nilgün Kayalı, Yatırımcıların Anormal Fiyat Değişimlerine Tepkisi, <http://www.finansbilim.com/ufs2006/Makaleler/YATIRIMCILARINANORMAL.pdf>, s.5. (07.03.2010).

⁸⁹ S. Döm, a.g.e., s.xiv.

ekonomi ve finans literatüründe geniş yer tutan Beklenen Fayda Teorisine bir alternatif oluşturmaktadır.⁹⁰

3. DAVRANIŞSAL FİNANSTA YATIRIMCILARIN PSİKOLOJİK ÖNYARGILARI VE YATIRIMCI DAVRANIŞLARINA ETKİLERİ

Kahneman, insanların, çevrelerindeki olayları, nesnelere değerlendirirken bazı kısa yollar (heuristics) kullandıklarını, böylece karmaşık durumlarda karar verme sürecini kısalttıklarını ancak; bu kısa yolların bazen hatalara neden olduğunu ifade etmiştir. Örneğin, subjektif olasılık değerlendirmelerinin, uzaklık veya büyüklük gibi tahminlerden farklı olmadığını, doğruluğundan emin olunmayan bazı kısa yollara dayandığını belirtmiştir.⁹¹

Yatırımcı psikolojisi, finansal piyasalarda oldukça etkili olmakla birlikte, zaman zaman göz ardı edilmiştir. Gerçek hayatta yatırımcıların karar verirken kendilerine sadece ekonomik veya finansal göstergeleri rehber edinmezler, aynı zamanda kendi iç dünyaları, geçmiş deneyimleri ve olaylara bakış açıları da aldıkları kararlarda etkili olmaktadır.⁹² Yatırımcıların karar verme aşamasında irrasyonel eğilimler göstermeleri psikolojik önyargılar olarak açıklanmaktadır.⁹³ Sözü geçen psikolojik önyargıların finans literatüründe sıklıkla değinilenlerine aşağıda yer verilmiştir.

3.1. Aşırı İyimserlik

Aşırı iyimserlik, kişilerin arzu ettikleri sonucun gerçekleşme olasılığını yüksek tahmin ederken, arzu etmedikleri sonucun gerçekleşme olasılığını daha düşük tahmin etmeleri eğilimidir. İnsanlar kendilerini değerlendirirken daha hoşgörülü olabilmekte ve başkalarının kendilerini gördüğünden daha iyi görmektedir. Finansal piyasalarda, aşırı iyimserlik eğilimi, portföy yöneticilerinin yaptıkları yatırım tavsiyeleri ile kazanç

⁹⁰ Daniel Kahneman - Vernon Smith, Foundations of Behavioral and Experimental Economics, Kungl Vetenskapsakademien Information Department, <http://www.nobelprize.org/economics/laureates/2002/eoadv2.pdf> , s.12. (05.03.2010).

⁹¹ Daniel Kahneman, Maps of Bounded Rationality: A Perspective on Intuitive Judgment and Choice, <http://nobelprize.org/economics/laureates/2002/kahnemanlecture.html>, s.465. (05.03.2010).

⁹² Berna Taner - Cenk Akkaya, Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı, Muhasebe ve Finansman Dergisi, C.27, Temmuz 2005, s.47.

⁹³ Osman Barak, Davranışsal Finans Teori ve Uygulama, Gazi Kitabevi, Ankara, 2008, s.105.

tahminleri üzerinde etkili olabilmektedir. Deneysel bulgular finansal analizcilerin kazanç tahminlerinin ortalamada aşırı iyimser olduğunu ortaya koymaktadır.⁹⁴

Literatürde yapılan araştırmalar, insanların aşırı iyimserlik eğilimine karşın uyarılmalarına rağmen bu eğilimlere sahip olduklarını göstermektedir. Aşırı iyimserlik sonucu kendine atfetme ve yanılsama sorunları ortaya çıkmaktadır. Kendine atfetme sorununu, iyi şeylerin kişinin kendi yeteneklerinden kaynaklandığı, kötü şeylerin ise şansa bağlanması olarak tanımlamak mümkündür.⁹⁵ Aşırı iyimserlik, yalnızca bireysel yatırımcılar için değil aynı zamanda kurumsal yatırımcılar için de geçerlidir.⁹⁶

3.2. Aşırı Güven

Kendine inanma önyargısı, aşırı güvenin nedenidir. Bireylerin psikolojileri üzerine yapılan çalışmaların çoğunda insanların objektiflikten uzak, kendilerine aşırı güvenli oldukları saptanmıştır. Aşırı güven, bilim adamları tarafından kendini kandırma kuramının alt başlığı sayılmaktadır. Psikolojik bulgular insanların yeteneklerini olduğundan fazla görmeye, kendi bilgi düzeyini ve akıllarını başkalarından yüksekte görmeye meyilli olduklarını göstermektedir. Çoğu zaman bu önyargılar, bireyleri riski daha düşük tahmin etmeye yönlendirmekte ve cesur yatırım kararları almaya yönlendirmektedir.⁹⁷ Yatırımcılarda sıkça görülen bir eğilim de, başarılı oldukları durumda bunun kendi öngörülerinin bir sonucu olduğuna inanmaları, başarısız olduklarında ise kötü şansa ya da başkalarına bağlamaları bir kural gibi sürekli uygulanmaktadır. Bunun sonucunda yatırımcının kendisini zeki olduğu hissine kapılmasına ve aşırı güven duygusuna sahip olmasına neden olmaktadır.⁹⁸

Kişiler kendi topladıkları bilgiye daha fazla önem atfederler. İnsanlarda, herkes tarafından bilinmeyen bilgilerin doğruluğunu abartma eğilimi vardır. Bu sebeple yatırımcılar finansal tablolara, raporlara dikkat etmezken ortalıkta dolaşan dedikodulara

⁹⁴ Şakir Turan, Davranışsal Finans Perspektifinden Döviz Piyasasında Etkin Piyasalar Hipotezinin Test Edilmesi, (İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 2010, s.24.

⁹⁵ James Montier, Behavioral Finance: Insights into Irrational Minds and Markets, John Wiley And Sons Ltd., West Sussex, 2002, sayfa 2.

⁹⁶ H. Kara, a.g.e., s.14.

⁹⁷ S. Döm, a.g.e., s.61.

⁹⁸ A. Yörükoğlu, a.g.e., s.15.

ve t yolara aŐırsı önem atfederler. Bireyler kendine olan aŐırsı güvenleri nedeniyle elde ettikleri bilgileri kendilerine göre yorumlayarak kendilerini inandırma yoluna gitmektedirler. Piyasadaki aŐırsı riskli yatırım kararlarını ve yüksek işlem hacminin sebebi de genel olarak bu sayılabilir. Piyasaya giriş yapan bir yatırımcı ilk etapta başarılı olduğunda kendine güvenin etkisiyle daha sonraki yatırım kararlarını çok cesurca ve kimseyi dinlemeden alabilecek ve ciddi kayıplarla karŐılaŐacaktır. Başarısız olan bir yatırımcı ise kötü durumu kendine mal etmeyeceğinden yine cesur kararlar alabilecektir. Böylece piyasada yüksek işlem hacmi, anlaŐılamayan fiyat sapmaları, gereksiz işlem maliyetleri ve daha çok kaybeden yatırımcı olmaktadır.⁹⁹ Kendilerine aŐırsı güvenen yatırımcıların piyasalarda yarattığı etkiyi Şu Şekilde özetlemek mümkündür:¹⁰⁰

- Yatırımcıların aŐırsı güvenli olduğu durumda finansal piyasalarda işlem hacmi artmaktadır.
- AŐırsı güvenli yatırımcılar, getirilerde pozitif seri korelasyona yol açarak rasyonel yatırımcıların bilgilerine piyasanın yetersiz tepki vermesine ya da negatif seri otokorelasyonla aŐırsı tepki vermesine yol açmaktadır.
- AŐırsı güven yatırımcıların beklenen faydasını azaltmaktadır. AŐırsı güvenli yatırımcılar portföylerinde farklılaŐtırmaya gitmemektedir.
- AŐırsı güvenli yatırımcılar volatilitiyi arttırmaktadır.

3.3.  rnekleri Genelleme

 rnekleri genelleme, kişinin bir değerlendirme yaparken, karar verirken olasılıklarla uĐraŐmak yerine karar alınacak konuyu/durumu temsil eden veya benzeyen bir örnekten faydalanmasıdır. Farkında olunmadan, benzer özelliklere sahip Şeylerin birbirine benzeyeceği varsayımı yapılmaktadır. Psikolojik araştırmalar insan beyninin, bilgiyi kısa yollar kullanarak analiz ettiğini ve böylece karmaşık analiz sürecini kısalttığını ortaya koymuştur. Bu kısa yollar sayesinde beyin, tüm verileri kullanmadan

⁹⁹ Ali Türkay  oban,  MKB’de Sürü Davranışının Test Edilmesi, (Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Adana, 2009, s.21.

¹⁰⁰ Terrance Odeon, Volume Volatility Price and Profit When All Traders Are above Average, The Journal of Finance, 1998, C.53, No:6, s.1888.

önce tahmini bir sonuç üretebilmektedir. Ancak, kısa yollar bazen yeni bilgilerin tam olarak analiz edilip değerlendirilmesini ve yatırımcıların doğru yatırım kararları alabilmelerini engellemektedir. Örnekleri genellemenin neden olduğu önyargılı yanlış kararlardan biri, örneklerden yola çıkarak genele ilişkin kararlar vermektir. Oysa verilen kararın doğruluğuna dair kesinlik söz konusu değildir. Genele ilişkin alınan bu karar, yatırımcının diğer ihtimalleri göz ardı edip, doğruluğu kesin olmayan bir tercihte bulunmasına yol açabilmektedir.¹⁰¹

Örnekleri genellemenin neden olduğu önyargılı yanlış kararlardan diğeri ise örnek kütesinin büyüklüğünün ihmalinden kaynaklanmaktadır. İnsanlar, genellikle küçük ve büyük örnek gruplarından elde edilen sonuçların aynı olasılık dağılımını vereceği çıkarımı içinde küçük örnek gruplarını kullanma ve genelleme yapma eğilimindedirler.¹⁰² Oysaki örnek sayısı arttıkça ortalamadan sapmalar gittikçe azalmaktadır, buna istatistikte büyük sayılar kuralı denmektedir.

Yatırımcılar, küçük örnek gruplarından etkilenecek geçmişte büyüyen şirketlerin nispeten aynı hatta artan oranda büyümeye devam edeceklerini düşünmekte ve büyüyen şirketleri iyi yatırım araçları olarak algılamaktadırlar. Ancak gerçekte çok az şirket sürekli aynı veya artan oranda büyüebilmektedir. Yatırımcıların iyi şirket olarak algılayıp hisse senetlerini aldıkları şirketlerin hisse senetleri, değer kazansa da bir süre sonra beklenen performansı sunamadığı anlaşılmaktadır.¹⁰³ Bu önyargılı yanlış kararı yatırımcıyı, işlem maliyeti ve alternatif maliyete katlanmak zorunda bırakmaktadır.

3.4. Belirsizlikten kaçma ve Tanıdık Olanı Tercih Etme

Karar verme konusundaki en temel sorunlardan birisi, özellikle bir olayın sonuçlarının ya da olaya dair olasılıkların bilinmediği belirsizlik durumunda seçenekleri analiz etmektir. Belirsizlik durumundaki seçenekler genellikle riskli durumlar ve belirsiz durumlar olarak ikiye ayrılmaktadır. Riskli durumlar, sonuçların gerçekleşme

¹⁰¹ O. Barak, a.g.e., s.107.

¹⁰² Amos Tversky - Daniel Kahneman, Belief in the Law of Small Numbers, Psychological Bulletin, 1971, C.76, No:2, ss.105-110.

¹⁰³ H. Kara, a.g.e., s.19.

olasılıklarının açıkça bilindiği durumlarken, belirsiz durumlar ise sonuçların olay ile ilgisinin bilindiği fakat gerçekleşme olasılıklarının bilinmediği durumlardır. Bireyler genel olarak belirsizlik durumlarında karar vermede tereddüt ederler ve bu eğilim, belirsizlikten kaçınma eğilimi olarak adlandırılır.¹⁰⁴ Belirsizlikten kaçınma eğilimi olan yatırımcılar genellikle şu gibi olumsuzluklarla karşılaşır:¹⁰⁵

➤ Belirsizlikten kaçınma eğilimi sergileyen yatırımcılar, riski önceden bilinen ve daha güvenilir buldukları menkul kıymetleri daha çok talep etme eğilimindedirler. Bu da yatırımcıların, alım satım yaparken muhafazakâr bir tutum içerisine girmelerine sebep olacaktır.

➤ Belirsizlikten kaçınan yatırımcılar, yabancı yatırım alternatiflerine kıyasla kendi ülkelerindeki yatırım alternatifleri daha bilindik olduğu için kendi ülkelerine yatırım yapmayı tercih edeceklerdir. Hatta yatırımcılar, benzer bir şekilde kendi coğrafyalarına yakın olan yatırım alternatifleri üzerinde yoğunlaşarak, fiziksel olarak uzak olan alternatifleri göz ardı edeceklerdir. Bu da yatırımcıların, diğer bölge ya da ülkelerdeki getiri imkânlarından yararlanamamalarına neden olacaktır.

➤ Belirsizlikten kaçınma eğilimi, yatırımcıların, çalıştıkları firmaların hisse senetlerini, diğer firmaların hisse senetleri belirsizlik arz ettiğinden, diğer firmaların hisse senetlerine kıyasla daha güvenilir görmelerini sağlayacaktır. Çeşitli krizler, tek bir hisse senedine yatırım yapmanın apaçık bir tehlike yarattığını gözler önüne sermiştir.

➤ Belirsizlikten kaçınmanın diğer bir şekli de yetkinlik etkisidir. Bu durumda yatırımcılar, belirsizlikten kaçınarak, ihtiyatlılık sergilemeyi bekleseler de belirsiz olasılıklarla karşı karşıya kalmaktadırlar. Her ne kadar kendilerini, ülkelerinde bilindik menkul kıymetlere yatırım yaptıklarından ötürü, karşılaşılabilecek risklere karşı yetkin olarak görseler de, aslında almaları gerektiğinden daha fazla risk alacaklardır.

Yapılan araştırmalarda, bireylerin yüksek riskli yatırımları fırsat olarak gördüğü fakat kayıpların engellemesinde anlamlı bir etki yaratmadığı saptanmıştır. Araştırmalarda belirsizlik durumu, olasılıklar ve sonucun tutarı açısından

¹⁰⁴ Emir Otluoğlu, Davranışsal Finans Çerçevesinde Aşırı Güven Hipotezinin Test Edilmesi: İMKB'de Bir Uygulama, (İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 2009, s.47.

¹⁰⁵ Michael M. Pompian, Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases, John Wiley And Sons Press, New Jersey, 2006, s.134.

incelendiğinde, bireylerin daha çok tutara duyarlılık sergilediğini ortaya koymuştur. Ayrıca cinsiyetin de riskten kaçınma üzerinde etkili olduğunu, kadınların erkeklere kıyasla daha çok riskten kaçınma eğiliminde oldukları saptamıştır. Yatırımcıların belirsizlikten kaçınma eğiliminin sonuçlarından zarar görmemeleri için, portföyün çeşitlendirme etkisinin farkında olmaları gerekmektedir. İyi çeşitlendirilmiş bir portföyün riskinin azalacağını bilen bir yatırımcı sadece fiziken yakın olduğu bölge ya da ülkeye yatırım yapmak yerine birçok ülkede yatırımlarını gerçekleştirecektir. Ayrıca bir yatırımcının yalnızca çalıştığı ve uzman olduğu sektöre yatırım yapmak yerine, farklı sektörlerde yapacağı yatırımlar da bu eğilimin olumsuzluklarından korunmasını sağlayacaktır.¹⁰⁶

3.5. Pişmanlıktan Kaçınma

Pişmanlık, verilen kararın istenilen sonucu üretmemesi veya istenilmeyen bir sonuç üretmesi nedeniyle maruz kalınan duygusal durumdur.¹⁰⁷ Bir başka tanımla pişmanlık, diğer seçeneğin daha iyi bir sonucu olduğunu ve bunu değiştirmek için geç kalındığının anlaşıldığında hissedilen acıdır. Yanlış bir karar verilmesi sebebiyle maruz kalınan duygu olarak da psikolojide tanımlanmaktadır. Pişmanlıktan kaçınma, insanların hatalı olarak davranması sonucu oluşan duygusal reaksiyonun üzerine eğilmektedir.¹⁰⁸ İnsanlar hata yaptıklarında, hataları ne kadar küçük olursa olsun, yaratılışları gereği pişmanlık hissederler bu yüzden de davranışlarını pişmanlık hissetmemek üzere programlamaya çalışmaktadırlar. Yapılan deneylerde, insanların şans oyunları çekilişlerinden önce satın aldıkları bilet veya kuponlarını bedelinden satmayı reddettiklerini gözlemlemişlerdir. Bu davranışa yön veren pişmanlıktan kaçınmadır.¹⁰⁹

Pişmanlıktan kaçınma, hisse senedi piyasasında yapılan işlemleri de etkilemektedir. Yapılan araştırmalar yatırımcıların zarar ederken ellerindeki hisse senetlerini satmakta isteksiz davrandıklarını göstermektedir. Hisse senetleri

¹⁰⁶ Evan C. Moore, An Investing into the Demand for Service Contrats, (Faculty Of The Virginia Polytechnic Institute and State University Doctorate Program of Philosophy in Economics, Yayınlanmamış Doktora Tezi), Virginia, 2002, ss.59 – 60.

¹⁰⁷ H. Kara, a.g.e., s.22.

¹⁰⁸ S. Döm, a.g.e., s.90.

¹⁰⁹ F. Bostancı, a.g.e., s.19.

piyasalarında yatırımcıların zarar ederken satış yapmakta yavaş davranmaları buna karşın kâra geçtikleri zaman satmakta acele etmeleri pişmanlık hissini yaşamak istememeleri ile ilgilidir. Fiyatlar aşağı inerken zarar etmekten duyacağı pişmanlığı yaşamak istemeyen yatırımcı bu zararı realize etmekten kaçınacaktır.¹¹⁰

Yatırımcılar belirli bir yatırımdan para kazanma ümidinden vazgeçmezler. Çünkü başlangıçta yatırdıklarından daha fazlasını kazanmak istedikleri için para yatırmışlardır. Telafi etme güdüsü, psikolojik olarak bakıldığında insanların kayıpları ile barışık olmasındaki güçlükleri ifade etmektedir. Araştırmalar telafi etme eğiliminin hem konusunda uzman olanları hem de sıradan yatırımcıları etkilediğini göstermektedir. Telafi etme, insanları risk almaya teşvik etmektedir bu da kayıptan kaçınmadan ziyade, portföy yatırımlarına başka etkenlerin yapacağından belki de daha fazla zarar vermektedir.¹¹¹ Bir fırsatı kaçırmaktan duyacağı pişmanlığı yaşamak istemeyen yatırımcılar daha kolay risk almakta ve yatırımlarına yön verebileceğine inandıkları yatırım uzmanlarına daha fazla güvenmektedirler.¹¹²

3.6. Bilişsel Çelişki ve Doğrulama Eğilimi

Bilişsel çelişki, insanların inanışları ve varsayımlarının yanlış olduğunu gösteren kanıtlarla karşılaştıklarında yaşadıkları zihinsel bir zıtlaşmayı ifade etmektedir. İnsanlar zihinsel olarak tutarsızlık yaşamamak veya bu tutarsızlığı azaltmak için hızlıca inkâr etme yoluna gitmektedirler. Diğer bir ifadeyle, insanların inançları veya varsayımlarının yanlış olduğunu tecrübe ettiklerinde yaşadıkları pişmanlık duygusu bilişsel çelişkinin kaynağını oluşturmaktadır.¹¹³ Kişinin, bilişsel çelişki yaşamamak için kendi düşünce ve kararlarını teyit eden bilgilere daha çok ilgi göstermesi, aksi yöndeki bilgileri ise dikkate almaması, doğrulama eğilimi olarak bilinmektedir.¹¹⁴

Bir yatırımcı, yatırım kararı aldıktan sonra yapmış olduğu yatırım zarar etmeye başlarsa duygusal çatışma yaşamaya başlayacak, kendini haklı çıkarma çabası içerisine girecek ve kararlarını teyit eden bilgilere yoğunlaşacaktır. Yaşadığı olumsuzluğun

¹¹⁰ A. Yörükoğlu, a.g.e., s.26.

¹¹¹ S. Döm, a.g.e., s.91.

¹¹² F. Bostancı, a.g.e., s.20.

¹¹³ Ş. Turan, a.g.e., s.26.

¹¹⁴ J. Montier, a.g.e., s.4.

geçici olabileceğini ya da yapmış olduğu yatırımın yeniden değer kazanacağı üzerine yoğunlaşan yatırımcı, daha sonra alacağı yatırım kararlarında da bu davranışı sergileyebilecek, karşı karşıya kaldığı bilişsel çelişkiyi, bilişte ya da davranışta değişiklik yaparak ortadan kaldırma çabası içerisine girecektir.¹¹⁵ Bilişsel çelişki aşağıda yer alan hatalı yatırım davranışlarına neden olabilmektedir:¹¹⁶

➤ Bilişsel çelişki, yatırımcıların hatalı karar verdiklerini kendilerine itiraf etmek istemediklerinden dolayı, normal şartlarda kolaylıkla satış kararı verebileceği, değer kaybetmekte olan hisseleri satmaktan kaçınma, portföylerinde tutma eğilimi sergilemelerine neden olabilmektedir.

➤ Bilişsel çelişki, yatırımcıların, hali hazırda yapmış oldukları ve değer kaybetmekte olan bir menkul kıymet yatırımına, objektif ve rasyonel bir biçimde sorgulamadan devam etmelerine neden olabilmektedir.

➤ Bireyler, mevcut kararları ile çelişen bilgilerden, yatırımcıların birlikte hareket etmesini sağlayacak kadar çok çelişen bilgi yayılana ve bu mevcut karar ile çelişen bir davranış akımını yaratana kadar, kaçınma eğilimindedirler. Bu da bilişsel çelişkinin, bireylerin sürü davranışına kapılma eğilimine neden olabileceğini göstermektedir.

➤ Bilişsel çelişki, yatırımcıların “bu sefer farklı” şeklinde düşüncelerine neden olabilmektedir. 1990’ların sonunda, yüksek fiyatlanmış, büyümekte olan menkul kıymetlere yatırım yapan bireyler, en pahalı menkul kıymetlere yatırım yapmanın en yüksek getiriyi sağlamayacağı gerçeğini görmezden gelmişlerdir. Oysa günümüzde bahsi geçen menkul kıymetler, 1990’ların sonlarında ulaştıkları zirve fiyatlarından önemli bir şekilde uzaklaşmışlardır.

Bilişsel çelişkinin yaratacağı olumsuz davranışlardan kurtulabilmek için yatırımcıların çok hızlı bir şekilde hatalı bir bilişin varlığını kabul etmesi gerekmektedir. Eğer bir yatırımcı kötü bir yatırım kararı aldığını düşünüyorsa, bu kararı analiz etmelidir. Yapılan analiz sonucu, karar gerçekten kötü ise, portföy kontrol

¹¹⁵ Berna Bülbül, Risk ve Getiri Kavramlarına Farklı bir Yaklaşım: Davranışsal Finans ve İMKB Üzerine Bir Uygulama, (İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 2007, ss.29-30.

¹¹⁶ M.M. Pompian, a.g.e., s.88.

edilmeli ve yatırım yeniden yapılandırılmalıdır. Bu şekilde uzun vadede, bilişsel çelişki yaşamayan bir yatırımcı haline gelinebilir.¹¹⁷

3.7. Referans Alma

İnsanlar tahmin yaparken, kendilerince belirledikleri bir başlangıç noktasını referans alırlar ve tahminlerini de buna göre yaparlar.¹¹⁸ Referans noktası belirlenirken ise genellikle geçmiş gözlemler ve tecrübelerden faydalanılmaktadır. Ülkelerin para birimleri arasında faiz oranı ve risk primi ile açıklanamayan değer farklılıklarının, bazı yatırımcıların ülkeler arasındaki faiz oranı değişimlerine geç cevap vermesinden, bunun da önceki oranları referans noktası olarak alıp bu referans noktalarına bağımlı kalmalarından kaynaklandığı sonucuna varmışlardır.¹¹⁹

Yatırımcılar, bir tahminde bulunurken bir noktayı referans almaktalar ve buna göre karar vermektedirler. Örneğin bir şirketin değeri hesaplanırken gelecekteki nakit akımlarının indirgenmesi yöntemi yerine piyasadaki hisse senedi fiyatından hareket edilmesi veya en azından bu fiyatın da dikkate alınması, bir referans noktasına olan bağımlılığı göstermektedir.¹²⁰

3.8. Zihinsel Muhasebe

Şirketlerin para akışını izlediği, kategorize ettiği, birbirinden ayırdığı muhasebe sistemleri olduğu gibi, insanın da zihinsel bir muhasebe sistemi vardır. Her karar, eylem ve sonuç zihinde ayrı hesaplarda izlenir. Her hesap, alınan bir kararın maliyetini ve faydasını içerir.¹²¹ Yani insanlar, yaşamlarını zihinsel hesaplarla organize etme eğilimindedirler. Bunun nedeni ise insanların geleceğe ilişkin karar verme problemlerini çözmeye yardımcı olmasıdır. Bireyler, işletmeler gibi yönetsel muhasebe tarzında hesap tutmazlar fakat eski hesapları zihinlerinde yer etmiştir. Karar problemi aşamasında bu bilgileri hafızasından geri çağırırlar. Zihinsel hesapların varlığı bireylerin kararlarını etkileyebilmektedir. Bireylerin bilişsel süreçler ışığında değerlendirme ve organize etme

¹¹⁷ E. Otluoğlu, a.g.e., s.43.

¹¹⁸ D. Kahneman, a.g.e., s.470.

¹¹⁹ J. Montier, a.g.e., s.12.

¹²⁰ H. Kara, a.g.e., s.29.

¹²¹ John R. Nofsinger, The Psychology of Investing, Pearson Education Ltd., New Jersey, 2002, s.15.

gibi finansal faaliyetlerine zihinsel muhasebe denilmektedir. Yani zihinsel muhasebe, bireylerin dünyalarını, ayrı zihinsel hesaplara göre organize etme eğilimine verilen addır.¹²² Bireylerin davranışlarına ilişkin söz konusu gözlemler sonucunda akli muhasebenin üç temel bileşeni ortaya konulmuştur:¹²³

➤ Birinci bileşen, sonuçların algılanması ve tecrübe edilmesini, kararların alınış şeklini ve kararların nasıl değerlendirildiğini kapsamaktadır. Akli muhasebe sistemi fayda maliyet analizleri için gerekli olan bilgileri sağlamaktadır.

➤ İkinci bileşen ise, bireyin faaliyetlerinin belirli hesaplara aktarılmasını kapsamaktadır. Tıpkı gerçek muhasebe sistemlerinde olduğu gibi fon kaynakları ve fon kullanım yerleri kodlanmaktadır. Giderler, kategorilere ayrılmakta (yiyecek, giyecek, vb.) ve harcamalar açık veya gizli bütçe kısıtlamalarına uğramaktadır. Gelirler de giderlere benzer biçimde kodlanmaktadır. Nakit akışları (düzenli veya olağandışı gelirler) ve birikimler (elde bulundurulanan nakit, gayrimenkul, emekli geliri, vb.) olarak.

➤ Akli muhasebenin üçüncü ve son bileşeni zihinsel hesapların ne sıklıkta değerlendirildiğini kapsamaktadır. Hesaplar, günlük, haftalık, yıllık olarak dengelenebilmektedir.

Yatırımcıların zihinsel muhasebe yoluyla nasıl yanlış kararlar alabildikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir:¹²⁴

➤ Yatırımcılar, yatırımlarının birbirinden ayrı hesaplar ya da kategoriler oluşturduğu yanılgısına kapılabilmektedir. Bu ayrı kategoriler üniversite birikimi ya da emeklilik birikimi şeklinde olabilir. Ancak bu kategorileri tamamen birbirinden ayrı olarak değerlendirmek, yatırımcıları bunların arasındaki korelasyonu göz ardı etmelerine ve genel olarak portföyün yetirince farklılaştırılmamasına ve portföy performansının etkilenmesine yol açmaktadır.

➤ Zihinsel muhasebe, yatırımcıların irrasyonel bir şekilde doğrudan gelirden elde edilen ve sermaye değerlenmesinden elde edilen getirileri ayırmasına yol açabilmektedir.

¹²² A.T. Çoban, a.g.e., s.25.

¹²³ Richard Thaler, Mental Accounting Matters, Journal of Behavioral Decision Making, C.12, 1985, ss.184.

¹²⁴ M.M. Pompian, a.g.e., ss.171-172.

➤ Zihinsel muhasebe, işveren hisse senetlerinin olduğu durumda bireylerin varlıklarını farklı değerlendirmelerine yol açmaktadır. Yapılan çalışmalar, işveren hisse senetlerinin olmadığı durumda yapılan emeklilik planlarının bütün varlıklar arasında eşit dağıldığını, ancak işveren hisse senetlerinin olduğu durumda ise işveren stoklarına büyük oranlı bir yatırım yaptığını göstermektedir.

➤ Zihinsel muhasebe, bir zamanlar büyük karlar elde edilmesini sağlamış ancak zamanla fiyatları azalmaya başlayan hisse senetlerinin satımını zorlaştırabilir. 1990'ların boğa piyasasında, yatırımcılar yüksek karlara alıştılar ve fiyatlar azalmaya başladığında birçoğu hisse senetlerini satmakta gecikti ve böylece olası bir daha az zarar etme olanağını kaçırmış oldu.

Zihinsel muhasebe ile diğer psikolojik önyargıların birleşimi, riskin yanlış algılanmasına ve sonucunda da portföy yatırımlarının en önemli ilkesinin yerine getirilmesini engelleyerek düşük çeşitlendirmeye yol açmaktadır. Böylece bireyler yüksek risklere, düşük getirilere ve hatta kayıplara maruz kalabilmektedir.¹²⁵

3.9. Sürü Davranışı

Sürü davranışı, yatırımcıların kendi bilgileri yerine başkalarının işlemlerine göre yatırımlarını değerlendirmeleridir. Sürü davranışını benimseyen yatırımcı tipi, yatırımlarını gerçekleştirirken, piyasaya ilişkin bilgi edinmek yerine diğer yatırımcı kararlarını taklit etmeyi tercih ederler. Ancak yatırımcıların gösterdikleri her benzer davranış, sürü davranışı olarak kabul edilemez. Yatırımcının verdiği bir yatırım kararını, diğer yatırımcıların kararına göre değiştirmesi, bir yatırımcı kararının sürü davranışı olarak kabul edilmesi için ön koşuldur.¹²⁶

Bir yatırımcı, yatırım yapacağı hisse senedinin olması gereken değerini titiz hesaplamalar yaparak bulamıyorsa, hislerine güvenmek zorundadır. Yatırımcı, bu hisse senedi hakkında analistlerin ne dediği, gazetelerin ne yazdığı, televizyonda ne söylendiği, diğerlerinin ne düşündüğü, peşindedir. Yani yatırım kararı başkalarının görüşleri üzerine kurulmuştur. Yatırımcıların yatırım kararlarıyla ilgili bu araştırma ve fikir alışverişleri, sonunda bir fikir birliğine dönüşür. Çoğunluğun fikir birliğine vardığı

¹²⁵ S. Döm, a.g.e., s.118.

¹²⁶ A. Yörükoğlu, a.g.e., ss.32-33.

bir durumda yatırımcı aksini düşünüyorsa, bu kadar kişi nasıl yanılır psikolojisine girip tereddüde düşecektir. Eğer çoğunluk gibi düşünüyorsa, verdiği karardan daha da emin olacaktır. Yatırımcılar, diğer yatırımcıların hangi hisse senediyle ilgili ne düşündüğünü öğrendikçe bir fikir birliği oluşacaktır. Bu fikir birliği aslında bir yatırımcı sürüsü oluşturmaktadır. Yatırımcılar, ne olup bittiğini sürekli takip ederek sürüden geri kalmamak isterler. Sürüyle birlikte hareket etmek, titiz analizler sonucu karar almak yerine psikolojik eğilimlerle, hislere dayanarak karar almayı beraberinde getirir. Ancak, sürüye uyararak kaybettiren bir hisse senedini seçen kişi, diğer birçok kişinin de aynı hisse senedini seçtiğini bilerek fazla pişmanlık duymaz. Aslında, pişmanlıktan kaçınma çabası, sürü davranışının bir parçasıdır.¹²⁷

Sürü davranışı, rasyonel sürü davranışı ve irrasyonel sürü davranışı olarak ikiye ayrılır. Rasyonel sürü davranışı, temsil probleminden kaynaklanmaktadır. Rasyonel sürü davranışının temel nedeni olarak, yöneticilerinin kendi çıkar ve itibarlarını korumak için sahip oldukları bilgi yerine, diğer yatırımcıları taklit etmeleri öne sürülmektedir. Finans yöneticilerinin mutlak performanstan çok görece performansa göre değerlendirilmeleri sonucunda, gerek ücret kaybı, gerekse statü kaybından çekinen yöneticiler kendi bilgilerinden çok diğer yatırımcıları taklit etmeyi seçmektedirler.¹²⁸

Yatırımcı davranışı, rasyonel değilse yani, ekonomik nedenler yerine sadece psikolojik nedenlerden kaynaklanıyorsa buna irrasyonel sürü davranışı denir. Buna göre yatırımcılar, inançlarını ve bilgilerini terk ederek diğer yatırımcıların davranışlarını takip etmektedir. Yatırımcı için diğer yatırımcıların aldığı kararlardan çok farklı kararlar almak cazip değildir. Öyle ki yatırımcı, diğer yatırımcılardan farklı kararlar alarak başarılı sonuçlar elde etmektense, aynı kararları alarak başarısız olmayı kabullenebilmektedir.¹²⁹

Bireyler, hisse senetlerine ilişkin diğer yatırımcıların fikirlerini öğrendikçe o yönde hareket etme eğilimi ortaya çıkmakta, böylece sürü davranışı gelişmektedir. Sürü davranışı, yatırımcıların kararlarını sistematik analizler yerine psikolojik önyargılara dayalı olarak vermesine neden olmaktadır. Duygulara dayalı olarak verilen yatırım

¹²⁷ H. Kara, a.g.e., ss.35-26.

¹²⁸ E. Otluoğlu, a.g.e., ss.63-64.

¹²⁹ A. Yörükoğlu, a.g.e., s.36.

kararları ise düşük getiri ile sonuçlanabilmektedir. Sürü davranışı, finansal krizlerin yaşandığı birçok piyasada olumsuz ve istenmeyen bir davranış tipi olarak değerlendirilmektedir.¹³⁰

4. RİSK, FİNANSAL RİSK ve RİSK YÖNETİMİ

4.1. Riskin Tanımı

Risk, Latince kökenli İtalyanca *risco* kelimesinden gelmektedir. Anlamı, kayıp ve zarar durumunun ortaya çıkma ihtimalidir. Risk, tehlike ile aynı anlama gelir ve ileride ortaya çıkması beklenen ama meydana gelip gelmeyeceği bilinmeyen olaydır.¹³¹ Riskin sözlük anlamı, zarara uğrama tehlikesidir. Riskin genel olarak taşıdığı anlam ise, belirli bir zaman aralığında, belirli bir hedefe ulaşamadığı için katlanılmak durumunda kalınacak zarardır. Hatalı kararlar alma olasılığı, planların başarısız olma ihtimali ve hedefe ulaşamama durumları risk kelimesiyle ifade edilir.¹³²

Teknik olarak risk, getirilere ilişkin olasılık değerlerinin ortalama değer etrafındaki dağılımıdır.¹³³ Bir başka deyişle aktif veya pasif nitelikteki varlıkların değerlerinde beklenmedik değişimlerin ortaya çıkma olasılığıdır. Riskin finans literatüründeki karşılığı, gerçekleşen getiri veya nakit akımlarının beklenen getiri veya nakit akımlarından sapma olasılığıdır.¹³⁴ Yatırımcı açısından risk, para kaybetme tehlikesidir. Risk ile getiri arasında paralellik vardır, öyle ki her zaman riskli yatırımlar yüksek getiri vaat eder. Bu açıdan bakıldığında risk, getiriye ait olasılıkların bilinmesi durumudur, yani denebilir ki, risk belirsizliğin objektif ölçüsüdür.¹³⁵

¹³⁰ S. Döm, a.g.e., ss.134-148.

¹³¹ Mehmet Bayındır, Risk Değerlendirilmesi Ölçümü ve Analizi, (Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 1995, s.24.

¹³² Mehmet Bolak, Risk ve Yönetim, Birsen Yayınevi, İstanbul, 2004, s.3.

¹³³ Serdar Çıtak, Geleneksel Risk Yönetiminden Programlanmış Menkul Kıymet İşlemlerine, Dünya Yayıncılık, Ekonomi Dizisi:7, İstanbul, 1999, s.11.

¹³⁴ Halil Seyidoğlu, Ekonomi ve İşletmecilik Terimleri Açıklamalı Sözlük, Geliştirilmiş 2.Baskı, Güzem Can Yayınları, İstanbul, 2001, s.45.

¹³⁵ Metin Kamil Ercan, Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim, Gazi Kitapevi, Ankara, 2005, ss.177-178.

4.2. Finansal Risk

Finansal risk, finansal verilerin hareketlerinde meydana gelen anormal değişkenlik, öngörülmeven oynaklık ve beklenmedik sonuçlardır. Söz konusu sapma ya da değişkenlik negatif yönde olabileceği gibi pozitif yönde de olabilir fakat; bazı yararlı olanaklar sağlamasına rağmen risk genel olarak negatif sonuçlar üzerine kurulu bir kavramdır. Sonuç olarak finansal risk, beklenen değer ve gerçekleşen değer arasındaki olumlu veya olumsuz farktır.¹³⁶

Finansal kurumların en önemli aktörleri olan bankalar açısından risk, bankanın zarara uğrama olasılığıdır. Diğer işletmelerden farklı olarak bankalar kendi kaynaklarıyla değil haricen sağladıkları kaynaklarla gerçekleştirdikleri plasmanlardan ötürü risk alır; faaliyetlerinin devamlılığını, sağladıkları yabancı kaynakların etkin bir şekilde yönetimine dayandırırılar. Bankacılığın temel hedefi, fon sahipleri ile kaynak ihtiyacı olanlar arasındaki fon aktarım işlemine aracılık etmektir. Bankalar bu aktarım işlevini gerçekleştirirken bir yandan kârlarını maksimize etmeye çalışırken, diğer yandan da karşılaşılabilecekleri zararları azaltmaya ve zararların mali bünyeyi olumsuz etkilemesini önlemeye yönelik tedbirleri almaya odaklanırlar. Günümüz bankacılığında maruz kalınan riskler çeşitlenerek artmaktadır. Riskin artışı karşısında ise, banka bir işletme olarak hem likit kalmak hem de kârlılığını garanti etmek amacıyla karşı karşıya olduğu bu riskleri tanımlamak ve ölçmek zorundadır.¹³⁷

4.3. Risk Yönetimi ve Yatırımcı Başarısı

Risk yönetimi, mevcut ve muhtemel risklerin saptanmasını, bu risklerden sakınılmasını, sakınılamıyorsa oluşacak olumsuzlukların en aza indirilmesi ve telafi edilmesini içeren bir yatırımcı tutumudur. Risk yönetimini uygulama amaçları; sermayenin korunması ve kârlılığın arttırılmasıdır. Risk yönetiminde hedeflenen ise;

¹³⁶ Berkay Emekli, Risk Yönetiminde Riske Maruz Değer Kavramı: Teori ve İMKB Üzerine Uygulamalar, (Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 2008, s.3.

¹³⁷ Hasan Candan - Alper Özün, Bankalarda Risk Yönetimi ve Basel II, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, İstanbul, 2006, s.6.

piyasalarda yaşanan olağanüstü durumlarda, yatırımcının karşılaştığı zararın büyüklüğünü önceden ölçebilmektir.¹³⁸

Risk yönetiminde bireysel yatırımcıların başarısı; bilgi birikimi, tecrübe ve doğru analizle alınacak kararların zamanlamasına dayalıdır. Kurumsal yatırımcılar için risk süreç daha bürokratiktir. Tüzel kişiliğin üst düzey yönetimi ile risk yönetimi grubunun beraber belirlediği ve yönetim kurulunun onayladığı esaslar çerçevesinde, riskin tanımlanması, ölçülmesi, risk politikaları ve uygulama usullerinin oluşturulması gerekir. Kurumsal yatırımcılarda risk yönetim sürecinde başarı; risklerin analizi ve izlenmesi, raporlanması, araştırılması, teyidi ve denetimi safhalarına dayanır.¹³⁹

5. FİNANSAL RİSK TÜRLERİ

5.1. Piyasa Riski

Piyasa riski; yatırımcı portföy yapısının, piyasa fiyatlarındaki dalgalanmalar ya da piyasadaki zıt yönlü fiyat hareketlerinden dolayı maruz kalabileceği riski ifade eder. Piyasadaki dalgalanmalar faiz, kur ve hisse senedi fiyatlarını etkiler reel sektör ve finansal kurumların bilanço içi ve bilanço dışı hesaplarında zarar ihtimalini ortaya çıkarır. Bu bakımdan piyasa riski reel sektörün ve finansal kurumların karşılaşılabileceği en geniş kapsamlı risk türüdür.¹⁴⁰ Piyasa riski, dört farklı piyasada alınan pozisyonlarda yaşanan dalgalanmalardan kaynaklanmaktadır. Bunlar: faiz oranı riski, döviz kuru riski, menkul kıymet riski ve emtia fiyatı değişim riskidir.

➤ **Faiz Oranı Riski:** Faiz oranlarında beklenen ya da beklenmeyen değişimlere bağlı olarak finansal araçların değerlerinde meydana gelen oynamaları ve bu hareketliliğin genel sonucu olarak da yatırımcıların nakit akımlarında ve finansal pozisyonlarında meydana gelen olumsuz etkilerdir.¹⁴¹ Faiz oranlarında oluşan

¹³⁸ Alper Serdar, Bankacılıkta Riskler ve Risk Yönetimindeki Değişim Sürecinin Kriz Sonrası Türk Bankacılık Sisteminin Yapısı Açısından Değerlendirilmesi, (İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 2005, s.17.

¹³⁹ Mehmet Sınay, Türkiye’de Reel Sektörde Faaliyet Gösteren Halka Arzlanmış Uluslararası Firmalarda Risk Yönetimi Uygulamaları ve Fonlama Stratejileri, (İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 2008, s.7.

¹⁴⁰ Emre Alkın – Tuğrul Savaş – Vedat Akman, Bankalarda Risk Yönetimine Giriş, Çetin Matbaacılık, İstanbul, 2001, s.117.

¹⁴¹ Engin Kurun, Faiz Riski Yönetimi ve Türkiye Uygulaması, SPK Yayınları, Ankara, 2005, ss.5-13.

dalgalanmaların başlıca nedenleri; para arzında ortaya çıkan değişimler, fon arz ve talebindeki değişimler, para politikası, piyasa beklentileri, getiri beklentileri, güvenilirlik ve piyasa likiditesidir. Bu nedenlerle yatırımcıların, faizlerde oluşan olumsuz değişimlere karşı kendilerini muhafazakâr bir aktif-pasif yönetimiyle korumaları gerekmektedir.¹⁴²

➤ **Döviz Kuru Riski:** Döviz kurlarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yatırımcıların, gelir ya da sermaye kaybına uğramaları tehlikesidir. Diğer bir ifade ile yatırımcıların aldığı yabancı para pozisyonların beklenmedik yöndeki kur hareketleri nedeniyle gelirlerinde, sermayelerinde, nakit akışlarında ve aktif kalitesinde neden olacağı olumsuzluklara dair risktir.¹⁴³

➤ **Menkul Kıymet Riski:** Kurumlara ortaklık ya da kar payı alma hakkı tanıyan menkul kıymetlere (hisse senetleri, gelir ortaklığı belgesi, yatırım fonları, iştirakler, bağlı ortaklıklar, bağlı menkul kıymetler vb.) yatırım yapmış yatırımcıların, ekonomik konjonktürde meydana gelen olumsuz gelişmeler neticesinde karşılaşılabileceği kâr kaybı ya da zarar tehlikesidir.¹⁴⁴

➤ **Emtia Fiyatı Değişim Riski:** Emtia, organize piyasalarda alım/satımı yapılabilen tarım ürünleri, petrol, gaz, elektrik ve altın hariç, kıymetli madenler gibi fiziksel ürünler olarak tanımlanmaktadır. Emtia fiyatı değişim riski, piyasada oluşan arz üzerinden belirlenir. Yani arzın oynaklığı fiyatı belirler. Bu sebeple emtia fiyatları genelde diğer finansal varlıklara göre daha yüksek bir oynaklığa sahiptir.¹⁴⁵

¹⁴² M. Sınay, a.g.e., s.13.

¹⁴³ İhsan Uğur Delikanlı, Döviz Kuru Riski ve Sermaye Yeterliliği, Active Bankacılık ve Finans Dergisi S:6, Mayıs 1999, s.62.

¹⁴⁴ Şenol Babuşcu, Basel II Düzenlemeleri Çerçevesinde Bankalarda Risk Yönetimi, 4C Basım Hizmetleri, Ankara, 2005, s.37.

¹⁴⁵ Mehmet Uzunoğlu, Matlab ile Risk Yönetimi, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2005, s.55.

5.2. Likidite Riski

Dar anlamda likidite, vadesi gelen borçları herhangi bir şekilde tam ve zamanında ödeyebilme yeteneğidir. Geniş anlamda likidite, kurum varlıklarının daha akışkan, kısa süreli ve daha kolay nakde çevrilebilecek şekilde düzenleyerek, pasiflerle vade açısından uyumlu ve dengeli finansman politikası izlenmesi anlamına gelmektedir. Likidite riski, kurumların nakit akışlarındaki dengesizlik sonucunda nakit çıkışlarını tam olarak ve zamanında karşılayacak düzeyde, nitelikli nakit mevduatına veya nakit girişine sahip olmamaları şeklinde tanımlanır.¹⁴⁶ Bir kurumun varlıkları borçlarını ödemede yeterli ancak borcun ödenme vadesine kadar mevcut varlık nakde çevrilemeyecek karakterde ise gene likidite riski söz konusudur. Likidite riski, kurumların yükümlülüklerindeki azalmayı iyi düzenleyememesi ya da aktiflerindeki artışı karşılayacak şekilde yeterli kaynak bulundurmaması nedenleriyle ortaya çıkmaktadır.¹⁴⁷ Genel olarak likidite riski türleri:¹⁴⁸

➤ **Refinansman Riski:** Finansal kurumların, vadesi gelen borçlarının geri ödemelerine yetecek kadar yeni kaynağı bulunmaması veya hazır fonların getiri sağlayan bir yatırıma aktarılamamasıdır.

➤ **Tahsilâtlarda Gecikme Riski:** Kullanılan kredilerin, anapara ya da faizlerinin belirlenen zamanlarda geri dönmemesi veya gecikme ile dönmesi nedeniyle finansal kurumun kayba uğraması ihtimalidir.

➤ **Beklenmeyen Çelişkiler Riski:** Olağanüstü durumlar nedeniyle müşterinin, vadesi gelmeyen mevduatlarını hızla çekmek istemeleri ya da açılan kredi limitlerinin kullanımının hızlanması sonucu finansal kurumun bunları karşılamakta zorlanmaları ile ilgili oluşan risktir.

¹⁴⁶ M. Sınay, a.g.e., s.16.

¹⁴⁷ Evren Bolgün - Barış Akçay, Risk Yönetimi Gelişmekte Olan Türk Finans Piyasasında Entegre Risk Ölçüm ve Yönetim Uygulamaları, Scala Yayıncılık, İstanbul, 2005, s.197.

¹⁴⁸ B. Emekli, a.g.e., ss.14-15.

5.3. Kredi Riski

Kredi riski, bir finansal kurumun kredi müşterisinin ya da kendisiyle anlaşmaya taraf olanın, anlaşma koşullarına uygun biçimde yükümlülüklerini karşılayamama ihtimalidir. Gelecekteki ödeyememe ihtimalinin artması sonucunda beklenen nakit akışlarının bugünkü değerinin düşmesi de söz konusudur. Yani borçlunun kredi derecesinde meydana gelebilecek ani düşüşler de kredi riski kapsamındadır. Kredi riski yönetiminde hedef, uygun kredi değişkenleri çerçevesinde, kurumun yüklendiği riskleri yöneterek, riske maruz getiriye en yüksek seviyeye ulaştırmaktır.¹⁴⁹

Kredi riskinin en geniş kaynağı, finansal kurumun tahsis ettiği kredilerdir, bunun yanında faaliyetlerine bağlı olarak kredi riskini doğuran diğer başka etmenler de söz konusudur. Finansal kurumlar, kendi ürünleri dışında diğer finansal ürünlere ilişkin kredi riski ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Örnek olarak, bankalar arası para piyasası işlemleri, kabuller, ticaret finansmanları, döviz işlemleri, takas işlemleri, bonolar, opsiyonlar, vadeli işlemler, garanti ve kefaletler kredi riskine neden olan diğer etmenlerdir.¹⁵⁰ Genel olarak kredi riski türleri:¹⁵¹

➤ **İşlemin Sonuçlandırılmaması Riski:** Finansal kurumun, karşı taraftan umulan sürede işleme konu olan finansal aracı ya da fonu/nakdi teslim alamaması, elde edememesi durumudur.

➤ **İşlemi Sonuçlandırma Öncesinde Oluşan Risk:** Kredi işlemine konu olan taraflardan birinin, işlem süresi içinde, sözleşmedeki yükümlülüklerini yenine getiremeyeceğinin anlaşılmasıdır.

➤ **Ülke Riski:** Uluslararası kredi işlemlerinde, krediyi alan kişi ya da kuruluşun faaliyette bulunduğu ülkenin, ekonomik, sosyal ya da politik yapısı nedeniyle yükümlülüklerini kısmen ya da tamamen zamanında yerine getirememesi ihtimalidir.

¹⁴⁹ Ş. Babuşcu, a.g.e., s.24.

¹⁵⁰ H. Candan – A. Özün, a.g.e., s.115.

¹⁵¹ B. Emekli, a.g.e., s.6.

➤ **Transfer Riski:** Krediyi alan kişi ya da kurumun, bulunduğu ülkenin ekonomik durumu ve mevzuatı nedeniyle, döviz borcunu aynı türde veya konvertibl diğer bir döviz ile geri ödeyememesi ihtimalidir.

5.4. Operasyonel Risk

Operasyonel risk, finansal kurumların iç kontrollerinde ki aksamalar sonucu hata ve usulsüzlüklerin görülmemesi, kurum personelinin zaman ve koşullara uygun hareket etmemesi, kurum yönetimindeki hatalar, bilgi sistemlerindeki hata ve aksamalar gibi iç etkenler ile kurum dışında üçüncü kişilerle ilgili sahtekârlık olayları, doğal afetler, terörist faaliyetler, sosyal kargaşa gibi dış faktörlerden kaynaklanabilecek kayıp ya da zarara uğrama ihtimalidir.¹⁵²

Operasyonel riski yönetmenin en önemli adımı, finans kurumunun hangi faaliyetinin operasyonel riske neden olacağını tanımlanmasıdır. Operasyonel riske; yetersiz iç kontroller, yolsuzluk ve sahtecilikler, zayıf kredi kontrolleri, hatalı muhasebe kayıtları, bilgi teknolojisi sistemlerindeki aksama ve hatalar, doğal afetler sonrası oluşabilecek bilgi kayıpları neden olabilecek konu başlıklarıdır. Operasyonel riski yönetmek, metodolojiler, formüller ve modellerden daha çok kurumsal kültür ve kurumsal iletişim alt yapısının sağlanmasıyla mümkündür.¹⁵³

Operasyonel risk ve bu riskin finans kurumları üzerindeki baskısının artmasına neden olan temel etkenler; artan otomasyon(e-finans, kurum dışından hizmet alam vb.), hizmetlerin giderek daha spesifik ve küresel bir hal alması, yeni finansal ürünlerin daha karmaşık yapılarının olmasıdır. Operasyonel riskin yönetilebilmesi için finansal kurumun, tedbirlerin alınabilmesi için gerekli bütçeyi ayırması, operasyonel riske neden olacak konuların belirlenmesi ve denetlenmesi faaliyetlerinde bulunması gerekmektedir.¹⁵⁴ Genel olarak operasyonel risk türleri:¹⁵⁵

¹⁵² BDDK, Bankalar İçi Denetim ve Risk Yönetim Sistemleri Hakkında Yönetmelik, http://www.bddk.org.tr/turkce/mevzuat/bddk_icdenetim_riskyonetimi.doc (17.03.2010).

¹⁵³ E. Bolgün - B. Akçay, a.g.e., s.607.

¹⁵⁴ M. Sınay, a.g.e., s.21.

¹⁵⁵ B. Emekli, a.g.e., ss.10-13.

➤ **Personelden Kaynaklanan Riskler:** Kurum yönetiminin ve personelin yetersizliğinden, ihmallerinden, görevlerini unutmalarından ya da kötüye kullanmalarından veya kasıtlı olarak suç sayılan eylemleri gerçekleştirmelerinden kaynaklanan risklerdir.

➤ **Teknolojik Riskler:** Bilgisayar ve iletişim sistemlerindeki teknik sorunlar ve aksamalar, virüs problemleri, yetersiz ya da eskimiş sistemlerden kaynaklanan risklerdir.

➤ **Organizasyon Riski:** Finansal kurumun örgüt yapısı ve işleyişinden kaynaklanan sorunlardır. Örnek olarak; kurum içerisinde kademeler arasındaki bilgi akışının yetersizliği, yetki sınırlarının kesin olmaması, yapı/işleyiş değişikliklerinden kaynaklanan belirsizlikler vb.

➤ **Yasal Riskler:** Finansal kurumun yanlış ya da eksik yasal belgelere dayanarak işlem yapılması sonucu kayba uğrama ihtimalidir. Finansal kurumlar özellikle yeni tip işlere girerken veya uluslararası ticaret faaliyetlerinde yasal risklere maruz kalmaktadırlar.

6. DAVRANIŞSAL FİNANS VE RİSKLİ SÜREÇLERDE YATIRIM

Ekonomi teorilerinin büyük bir bölümü, yatırımcıların yatırım kararlarını verirken mevcut bilgiyi rasyonel olarak değerlendireceği, dolayısıyla yatırımların kârlı sonuçlanacağı varsayımına dayanmaktadır. İnsan psikolojisinin yatırım kararlarına etkisini temel alan davranışsal finasta, yatırım karar sürecinde bireylerin rasyonel olmayan davranış ve tekrarlanan yargılama hataları gösterdiğine ilişkin birçok durum deneysel olarak ortaya konulmuştur.

Günümüzde ekonomilerin en önemli parçası olan finansal piyasalar, çok değişkenlidir ve bu durum yapılarını karmaşık bir hale getirmektedir. Finansal piyasaların karmaşık yapısı, beklenmedik zamanlarda beklenmedik değişkenlerden çeşitli etkileri ortaya çıkartmaktadır. Beklenmedik etkiler, potansiyel bir belirsizliktir, bu da çeşitli riskleri ortaya çıkartır. Oysa yatırımcıların hesaplarına dâhil etmedikleri potansiyel belirsizliklerin yanında bir de insanları etkileyen psikolojik faktörler vardır.

Davranışsal finansın araştırmaları göstermiştir ki; yatırımcılar yatırım kararlarında kârını maksimize etmeyi ve riskten kaçınmayı istemektedirler. Oysa gerçek hayatta tam olarak bu hedeflerine ulaşamamaktadırlar. Davranışsal finansa göre bunun temel gerekçesi; bilişsel (anlama ve kavrama ile ilgili psikolojik) kusurlardır.

Piyasalarla ilgili risklerin yanında, davranışsal finansın ortaya koyduğu bilişsel kusurlardan kaynaklanan riskler birleşerek yatırımcıyı kâr hedefinden uzaklaştırmakta, hatta zarar etmesine sebep olmaktadır. Mevcut ve muhtemel risklerin yönetimi için önce bunların saptanması ve bu risklerden sakınılması gerekmektedir. Sakınılamıyorsa oluşacak olumsuzlukların en aza indirilmesi ve telafi edilmesini içeren bir yatırımcı tutumu takınılmalıdır.

III. BÖLÜM

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI VE ANALİZİ

1. İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI

1.1. İMKB'nin Tarihçesi

Osmanlı İmparatorluğu'nda, menkul kıymet ticareti niteliğini taşıyan işlemlere, ilk olarak, tanzimattan sonra rastlanmaktadır. Galata'da menkul kıymet ticareti ile uğraşan mubayaacı, dellal olarak adlandırılan gayri müslim kişiler, 1864'te bir dernek kurmuşlardır. Alacaklı yabancı devletlerin de teşviki sonucu, 1866 yılında çıkarılan bir kararname ile İstanbul'da ilk resmi borsa olan "Dersaadet Tahvilat Borsası" kurulmuştur. 1906 yılında çıkarılan bir nizamname ile borsanın adı "Esham ve Tahvilat Borsası" olarak değiştirilmiştir. Osmanlı dönemindeki borsa, 1866-1895 yılları arasında, Avrupa borsaları düzeyine ulaşmıştır. Osmanlı'da borç alınan fonlar, sanayileşme yerine, cari ve tüketim harcamaları için kullanılmıştır.¹⁵⁶

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 1914 yılında kadar az da olsa ilerleme kaydetmiştir. İkinci Meşrutiyetten sonra, yerli şirketlerin menkul kıymetleri de kote edilmeye başlanmıştır. Osmanlı İmparatorluğu'nun parçalanması ile borsa da tarihe karışmıştır. Borsa, kısa sürede, gelişerek yurt çapında girişimcilerin fon ihtiyaçlarının karşılanmasında önemli katkıda bulunmuştur. Ancak, 1929 Krizi, 2.Dünya Savaşı'nın patlak vermesi, Türk iş dünyasını olumsuz etkilemiş ve Borsa'nın başarısını gölgede bırakmıştır. Takip eden yıllardaki endüstri devrimi süresince, hisse senetlerini halka arz eden anonim şirketlerin sayısı da sürekli olarak artmıştır. Bu hisseler çoğu bireysel, bir kısmı da kurumsal olan yatırımcılardan yoğun talep görmüştür.¹⁵⁷

1980'li yılların ilk dönemlerinde sağlıklı sermaye hareketlerine uygun gerek mevzuat gerekse kurumların oluşması yönünden Türk sermaye piyasalarında önemli gelişmeler olmuştur. 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu çıkartılmış, bir sene sonra 1982 yılında menkul kıymetler piyasasının idaresinden, kontrolünden ve mevzuatının

¹⁵⁶ <http://imkb.gov.tr/genel/tarih.htm> (19.03.2010).

¹⁵⁷ <http://imkb.gov.tr/genel/tarih.htm> (19.03.2010).

düzenlenmesinden sorumlu resmi kurum olan Sermaye Piyasası Kurulu Ankara’da kurulmuştur. Ekim 1983 Türkiye’de menkul kıymet borsalarının kuruluşunu öngören bir kararname çıkmış, Ekim 1984’de ise "Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluşu ve Çalışma Esasları" Resmi Gazete’de yayınlanmıştır. Çalışma esaslarına ilişkin mevzuat Olağanüstü Genel Kurul toplantılarında kabul edilmiş ve 26 Aralık 1985 tarihinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) resmen kurulmuştur.¹⁵⁸

1.2. İMKB’nin Kuruluş Amacı, Görev ve Yetkileri

İMKB, 91 sayılı KHK’da öngörülen görevleri yerine getirmek üzere kurulmuştur. Yetkilerini kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak kullanan ve Sermaye Piyasası Kurulunun gözetim ve denetimi altında olan tüzel kişiliği haiz bir kamu kurumudur. İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının kuruluş amacı; menkul kıymetlerin güven ve istikrar içinde işlem görmesi için Menkul Kıymetler Borsasının açık, düzenli ve dürüst çalışmasını sağlamaktır. Ayrıca İMKB; sermaye piyasalarının ekonomik gelişmelerde etkin bir rol oynamasını sağlamak için yönetim, çalışma esasları ve denetlemeleri düzenlemektedir.¹⁵⁹ İMKB’nin başlıca görev ve yetkileri:¹⁶⁰

- Menkul kıymetlerin Borsa kotuna alınması ile ilgili başvuruları, İMKB Yönetmeliğinde belirtilen esaslar dâhilinde incelemek, ek bilgi ve belgeler istemek, başvuruları değerlendirmek ve karara bağlamak.
- Kanuni gerekler yerine getirilerek vadeli işlemlerle ilgili piyasalar açmak.
- Borsada işlem görebilecek menkul kıymetler için türlerine göre menkul kıymetler pazarları oluşturmak, oluşturulan pazarlar ve bunlarda işlem görece menkul kıymetleri belirlemek ve borsa bülteninde yayınlamak, pazarlara borsa binasında yer tahsis etmek.
- Borsada pazarların çalışma gün ve saatlerini belirlemek ve borsa bülteninde ilan etmek.
- Borsa pazarlarında yapılan işlemler sonucunda oluşan fiyatları ve bu fiyatlardan yapılan toplam işlem miktarlarını seans bitimine kadar ilan etmek.
- Borsada yapılan alım-satım işlemlerini güven ve istikrar içinde serbest

¹⁵⁸ <http://imkb.gov.tr/genel/tarih.htm> (19.03.2010).

¹⁵⁹ Mehmet CİVAN, Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi, Gazi Kitapevi, Ankara, 2007, s.189.

¹⁶⁰ Metin Coşkun, Sermaye Piyasaları, Genç Copy Center, Eskişehir, 2008, s.427.

rekabet şartları altında kolayca ve düzenli bir şekilde yürütülmesini sağlamak, bu kuralların dışına çıkan borsa üyelerine İMKB yönetmeliğinde belirtilen müeyyideleri uygulamak.

➤ Borsada olağan dışı menfi gelişmelerin meydana gelmesi halinde, mevzuatın verdiği yetkiler içinde gerekli önlemleri ve tedbirleri almak ile görevli ve yetkilidir.

2. İMKB'deki PİYASALAR

2.1. İMKB Tahvil ve Bono Piyasası

Tahvil ve Bono Piyasası, hisse senetleri İMKB'de işlem gören ortaklıkların ihraç edebileceği ve sermaye piyasası mevzuatında "Nitelikli Yatırımcı" olarak tanımlanan yatırımcılar tarafından satın alınabilecek borçlanma araçlarının ihraç işlemlerinin (birinci el) gerçekleştirildiği Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarı ve ikinci el sabit getirili menkul kıymet işlemlerinin gerçekleştirildiği Kesin Alım-Satım, Repo-Ters Repo, Menkul Kıymet Tercihli Repo ve Bankalar arası Repo Ters Repo Pazarları'ndan oluşmaktadır.¹⁶¹

Tahvil ve Bono Piyasası'nda, Türk Lirası ve döviz ödemeli devlet iç borçlanma senetleri, gelir ortaklığı senetleri ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından ihraç edilen likidite senetleri ihraç edildikleri günden itibaren; özel sektör, Özelleştirme İdaresi Başkanlığı, Toplu Konut İdaresi Başkanlığı, mahalli idarelerce ihraç edilen borçlanma senetleri ile Borsa Yönetim Kurulu tarafından işlem görmesine karar verilen diğer menkul kıymetler Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda duyurulmalarını izleyen ikinci işgünü işlem görmeye başlar. Bunun yanında repo ve ters-repo işlemleri ile menkul kıymet tercihli repo işlemleri yapılmaktadır.¹⁶²

Tahvil ve Bono Piyasası Kesin Alım Satım Pazarı 17 Haziran 1991'de kurulmuş, Repo-Ters Repo Pazarı 17 Şubat 1993'te, Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarı 17 Mayıs 2010'da, Menkul Kıymet Tercihli Repo Pazarı 17 Aralık 2010'da

¹⁶¹ <http://www.imkb.gov.tr/Markets/BondsandBillsMarket.aspx> (12.10.2011).

¹⁶² <http://www.imkb.gov.tr/Markets/BondsandBillsMarket.aspx> (12.10.2011).

Bankalararası Repo Ters Repo Pazarı ise 7 Ocak 2011 tarihinde faaliyete geçmiştir. Tahvil ve Bono Piyasası'nda alım satım işlemleri elektronik olarak çoklu fiyat-süreklilik müzayede sistemine göre yapılmaktadır. Takas ve saklama işlemleri, İMKB ve Üyelerin katılımı ile kurulmuş, ayrı ve bağımsız bir kuruluş olan İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (Takasbank A.Ş.) tarafından gerçekleştirilmektedir. Takas işlemlerinde ödeme karşılığı teslim esası uygulanarak anapara riski ortadan kaldırılmaktadır. Tahvil ve Bono Piyasası'nda işlemler aşağıdaki pazarlarda gerçekleşmektedir:¹⁶³

➤ **Kesin Alım Satım Pazarı:** Kesin Alım Satım Pazarı, ikinci el sabit getirili menkul kıymet işlemlerinin organize ve şeffaf bir piyasada işlem görmelerini sağlamak ve likiditelerini artırmaktadır. Kesin Alım Satım Pazarı'nda Türk Lirası ve döviz ödemeli devlet iç borçlanma senetleri (DİBS), gelir ortaklığı senetleri (GOS), özel sektör borçlanma araçları, Özelleştirme İdaresi Başkanlığı, Toplu Konut İdaresi Başkanlığı ve mahalli idarelerce ihraç edilen borçlanma senetleri, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından ihraç edilen likidite senetleri ile Yönetim Kurulu tarafından işlem görmesine karar verilen diğer menkul kıymetler işlem görebilir. Takas ve saklama işlemleri, İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. tarafından gerçekleştirilmektedir.¹⁶⁴

➤ **Repo - Ters Repo Pazarı:** Dünyadaki sayılı organize repo pazarlarından biri olan Repo-Ters Repo Pazarı sabit getirili menkul kıymetlerin geri alım vaadi ile satım ve geri satım vaadi ile alımını organize piyasa koşulları içinde güvenli bir şekilde gerçekleştirilmesini sağlamaktadır. İMKB Repo-Ters Repo Pazarı, dünyadaki sayılı organize repo pazarlarından biridir. Pazarın faaliyete geçmesiyle repo işlemleri için düşük riskli ve düşük maliyetli bir ortam oluşmuştur. Pazar'da, işlemin başlangıç valöründe yeterli miktarda teminat olarak alınan menkul kıymetler, ters repo yapan taraf adına işlemin bitiş valörüne kadar bloke saklamada tutulmaktadır. Bu menkul kıymetlerde piyasa şartlarına göre günlük yeniden değerlendirme yapılmakta ve değer düşüklüğü tespit edilmesi durumunda ek teminat alınmaktadır. Bitiş valöründeki takas işlemleri otomatik olarak gerçekleştirilmektedir. Yukarıda belirtilmiş tüm hizmetler

¹⁶³ <http://www.imkb.gov.tr/Markets/BondsandBillsMarket.aspx> (12.10.2011).

¹⁶⁴ <http://www.imkb.gov.tr/Markets/BondsandBillsMarket/OutrightPurchasesandSalesMarket.aspx> (12.10.2011).

İMKB tarafından verilmekte olup, söz konusu menkul kıymetler İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. bünyesinde muhafaza edilmektedir.¹⁶⁵

➤ **Menkul Kıymet Tercihli Repo Pazarı:** Organize piyasa içerisinde, tercih edilen menkul kıymetler üzerinde repo yapılmasına ve sonrasında bu menkul kıymetlerin alıcıya teslimine olanak vermektedir. Belirli bir süre için menkul kıymetin el değiştirmesine imkân veren Pazar vadeli ve spot piyasa arasında menkul kıymet akışkanlığını sağlayarak etkin faiz oluşumuna hizmet etmektedir. Pazar'da belirli bir menkul kıymet üzerinde geri alım vaadi ile satım ve geri satım vaadi ile alım işlemleri yapılır. Bu işlemlerde repo oranı yanı sıra menkul kıymetin fiyatı da belirtilerek pazarlık yapmak mümkündür. Pazar'da Türk Lirası cinsinden ihraç edilmiş; devlet iç borçlanma senetleri (DİBS), gelir ortaklığı senetleri (GOS), Borsa kotunda olan özel sektör borçlanma araçları, Özelleştirme İdaresi Başkanlığı, Toplu Konut İdaresi Başkanlığı ve mahalli idarelerce Türk Lirası cinsi ihraç edilen borçlanma senetleri, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından ihraç edilen likidite senetleri işlem görebilir. İşlem sonrası menkul kıymetler bloke tutulmayarak alıcısına teslim edilir. Vade sonunda alıcının aynı tanım ve miktarda menkul kıymeti karşı tarafa iade edilmek üzere Takasbank'a teslimi esastır. İşlemler aynı gün başlangıç valörlü veya en fazla 7 gün olmak kaydıyla ileri başlangıç valörlü olarak yapılabilir.¹⁶⁶

➤ **Bankalararası Repo - Ters Repo Pazarı:** Bankaların organize piyasa koşulları içerisinde geri alım vaadiyle satım ve geri satım vaadiyle alım işlemlerini zorunlu karşılık ayırmak zorunda olmadan gerçekleştirmelerinin sağlanması amacıyla oluşturulmuştur. Bankaların organize piyasa koşulları içerisinde geri alım vaadiyle satım ve geri satım vaadiyle alım işlemlerini zorunlu karşılık ayırmak zorunda olmadan gerçekleştirmelerinin sağlanması amacıyla oluşturulmuştur. Bu pazarda devlet tahvilleri ve hazine bonoları ile TCMB likidite senetlerinin sadece üye bankaların, T.C. Merkez Bankası ve kendi aralarındaki geri alım vaadi ile satım ve geri satım vaadi ile alım

¹⁶⁵ <http://www.imkb.gov.tr/Markets/BondsandBillsMarket/RepoReverseRepoMarket.aspx> (12.10.2011)

¹⁶⁶ <http://www.imkb.gov.tr/Markets/BondsandBillsMarket/repomarketforspecifiedsecurities.aspx>

(12.10.2010)

işlemleri yapılır. Pazar’da bankalar sadece portföy hesabına işlem yapabilir, fon/ortaklık ve diğer müşteriler hesabına işlem yapamazlar.¹⁶⁷

➤ **Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarı:** Sermaye Piyasası Kurulu’nun Seri: II, No: 22 Tebliği’nde tanımlanan ihraççıların aynı tebliğde belirtilen esaslar çerçevesinde, izahname ve sirküler düzenlemeksizin ihraç edebilecekleri ve yalnızca sermaye piyasası mevzuatında tanımlanan “Nitelikli Yatırımcılar” tarafından satın alınabilecek borçlanma araçlarının ihraç işlemlerinin gerçekleştirildiği Pazar’dır. Pazar’da ihracı tamamlanan borçlanma araçları, başka herhangi bir şart aranmaksızın Kesin Alım Satım Pazarı’nda işlem görmeye başlarlar.¹⁶⁸

2.2. Yabancı Menkul Kıymet Piyasası

Yabancı Menkul Kıymetler Piyasası bünyesinde, Uluslararası Tahvil Pazarı faaliyet göstermektedir. Yabancı Menkul Kıymetler Piyasası, 16.04.2007 tarihinde faaliyete geçmiş olup, Türkiye Cumhuriyeti Hazinesi tarafından ihraç edilen ve Borsa kotunda bulunan dış borçlanma araçları olan Euro Tahviller işlem görmektedir. Euro tahvillere ilişkin her bir döviz cinsinden ihraç edilen tahvillerde emirler aynı döviz cinsi ve 100 birim üzerinden fiyatlandırılarak işlem görür. Yabancı Menkul Kıymetler Piyasası’nda, İMKB Tahvil ve Bono Piyasası kesin alım-satım işlem yetkisi bulunan tüm aracı kuruluşlar işlem yapmaya yetkilidir. İşlemler İMKB Tahvil ve Bono Piyasası işlem limitleri kapsamında yapılmaktadır, ayrıca bir teminat talep edilmemektedir. Yabancı Menkul Kıymetler Piyasası’nda İMKB’nin elektronik emir girişi, eşleşme ve raporlama sistemi kullanılır. Pazar çoklu fiyat - sürekli müzayede sistemi ile çalışır. Aracı kuruluş temsilcileri emirlerini uzaktan erişim terminalleri aracılığı ile sisteme iletirler.¹⁶⁹

2.3. Gelişen İşletmeler Piyasası

Borsa kotasyon şartlarını sağlayamayan gelişme ve büyüme potansiyeline sahip, şirketlerin sermaye piyasalarından fon sağlamak amacıyla ihraç edecekleri

¹⁶⁷ <http://www.imkb.gov.tr/Markets/BondsandBillsMarket/interbankrepomarket.aspx> (12.10.2011)

¹⁶⁸ <http://www.imkb.gov.tr/Markets/BondsandBillsMarket/qualifiedinvestorsmarket.aspx> (12.10.2011)

¹⁶⁹ <http://www.imkb.gov.tr/Markets/ForeignSecuritiesMarket.aspx> (12.10.2011)

menkul kıymetlerin işlem görebileceği şeffaf ve düzenli bir ortam yaratmak amacıyla İMKB bünyesinde ayrı bir piyasa olarak Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP) kurulmuştur. GİP'te işlem görecekt paylar Hisse Senetleri Piyasası (HSP) işlemlerinin gerçekleştiği alım-satım sistemi üzerinde aynı teknik olanaklardan faydalanarak işlem görecektir. GİP'teki işlemler büyük ölçüde HSP'de uygulanan kurallar çerçevesinde gerçekleşeceğinden aynı elektronik işlem platformu üzerinde ayrı bir piyasa oluşturulmuştur. Alım-satım işlemlerinin gerçekleştirilmesinde temel olarak "Piyasa Yapıcılı Sürekli Müzayede" işlem yöntemi uygulanır. Piyasa yapıcısı bulunmayan işlem sıralarında "Tek Fiyat" işlem yöntemi uygulanır.¹⁷⁰

2.4. İMKB Hisse Senedi Piyasası

Hisse senetlerinin alım satım işlemlerinin gerçekleştiği piyasalardır. Bu piyasaların kuruluş amacı; borsa üyesi aracı kurumlar arasında menkul kıymet hareketini teşvik etmektir.¹⁷¹ İMKB hisse senetlerinin alınıp satılmasına ilk olarak 3 Ocak 1986 tarihinde başlanmıştır. İMKB hisse senetleri piyasasında, 3 Aralık 1993 tarihinde kısmen uygulamasına başlanılan elektronik alım-satım sistemi, 21 Kasım 1994 tarihinde tamamlanmış ve tüm hisse senetleri elektronik ortamda işlem görmeye başlamıştır. İMKB'de hisse senedi işlemleri, biri sabah diğeri öğleden sonra olmak üzere iki ayrı seansta yapılmaktadır. Elektronik alım-satım sistemi işlem hızını ve buna bağlı olarak günlük işlem hacmini önemli ölçüde artırmıştır.¹⁷²

Hisse senetleri piyasasında fiyatlar, alım ve satım emirlerini fiyat ve zaman önceliği esaslarına göre otomatik eşleştiren elektronik alım-satım sistemi aracılığıyla, çoklu fiyat müzayede yöntemine göre oluşmaktadır. Temsilciler, alıcı ve satıcıların emirlerini İMKB'de ve üye merkez ofislerinde bulunan işlem terminalleri aracılığıyla elektronik alım-satım sistemine girerler. Alıcı ve satıcıların hangi üyeler olduğu ancak işlem gerçekleştikten sonra görülebilir. Üye temsilcilerinin seans sırasında bekleyen emirlerin hangi üyelere ait olduğu dışında, emir ve işlemlere ait her türlü bilgiye erişme imkânı vardır. Bu terminaller ilave olarak her aracı kurumun merkez ofisinde alım-

¹⁷⁰ <http://www.imkb.gov.tr/Markets/EmergingCompaniesMarket.aspx> (12.10.2011).

¹⁷¹ N. Kondak, a.g.e., s.45.

¹⁷² Güray Küçükocaoğlu, Elektronik Emir İletim Yöntemi'nin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Mikro Yapısı Üzerine Etkisi, s.4. www.baskent.edu.tr/~gurayk/kisiselelektronikemir1.pdf (19.03.2010).

satım sistemine erişim imkânı olan terminaller de borsa üyelerinin kullanımına sunulmuştur.¹⁷³

İMKB’de hisseleri işlem görecekt şirketler alanlarına göre sınıflandırılarak borsa kotuna alınırlar. Buna göre İMKB hisse senedi piyasasında yedi Pazar bulunur, bunlar; Ulusal Pazar, İkinci Ulusal Pazar, Yeni Ekonomi Pazarı, Fon Pazarı ve Borsa Yatırım Fonları, Gözaltı Pazarı, Birincil Piyasa, Toptan Satışlar Pazarı.¹⁷⁴

➤ **Ulusal Pazar:** Ulusal Pazar’da yer alan tüm şirketler İMKB tarafından önceden belirlenmiş kotasyon şartlarını tümüyle karşılayan şirketlerdir. Şu anda, Ulusal Pazar’dan seçilmiş 100 şirkete ait hisse senetleri İMKB Ulusal 100 Endeksini oluşturmaktadır.

➤ **İkinci Ulusal Pazar:** İkinci Ulusal Pazar, ülkenin çeşitli bölgelerinde faaliyet gösteren küçük ve orta ölçekli şirketlerin hisse senetlerinin likit, güvenli ve şeffaf bir ortamda işlem görmesini sağlamak amacıyla kurulmuştur. İkinci Ulusal Pazar aynı zamanda, İMKB Ulusal Pazar’ından geçici veya sürekli olarak çıkartılan şirketler ile Ulusal Pazar için geçerli kotasyon ve işlem görme koşullarını sağlayamayan şirketlere ait hisse senetlerini de kapsamaktadır İkinci Ulusal Pazar’da işlem görme koşullarını taşıyan şirketler bu pazara İMKB Yönetim Kurulu kararı ile alınırlar.

➤ **Yeni Ekonomi Pazarı(YEP):** İMKB’de Yeni Ekonomi Pazarı’nın oluşturulmasındaki amaç; telekomünikasyon, bilişim, elektronik, internet, bilgisayar üretim, yazılım ve donanım, medya veya Borsa Yönetim Kurulunca kabul edilecek benzeri alanlarda faaliyet gösteren teknoloji şirketlerinin sermaye piyasasından kaynak elde etmelerini sağlamak ve söz konusu şirketlerin hisse senetlerinin Borsa’da güven ve şeffaflık ortamında, organize ikincil piyasada işlem görmesini temin etmektir.

➤ **Fon Pazarı ve Borsa Yatırım Fonları(BYF):** Fon Pazarı’nda Borsa Yatırım Fonları’nın işlem görmesi esastır. Ancak Borsa Yönetim Kurulu’nca işlem görmesi uygun bulunan A tipi yatırım fonları katılma belgeleri için de Fon Pazarı

¹⁷³ G. Küçükkocaoğlu, a.g.e., s.5.

¹⁷⁴ İMKB Temel Bilgiler Kılavuzu Hisse Senedi Piyasası Pazarları, ss.45-49, <http://www.imkb.gov.tr/Publications/TrainingSet2.aspx> (02.07.2011).

bünyesinde pazar açılabilir. Borsa Yatırım Fonları, bir endeksi baz alır ve bu endeksin performansını yatırımcılara yansıtmayı amaçlar. BYF' nun içerisindeki hisse senetleri baz alınan endeksin içeriğinin birer kopyasıdır. Fon Pazarı, hisse senetleri ve devlet iç borçlanma senetleri fiyatlarına dayalı endekslerden altın fiyatlarına dayalı BYF' ye kadar yatırımcılara geniş bir yelpazede yatırım imkânı sağlamaktadır.

➤ **Gözaltı Pazarı:** İMKB'de hisseleri işlem gören şirketlerin hakkında ortaya çıkan birtakım olumsuzlukların izlendiği pazardır. Aşağıda belirtilen koşulların ortaya çıkması sonucunda, şirketlerin izleme ve inceleme kapsamına alınması durumlarında sürekli gözetim, denetim ve izleme ortamında, yatırımcıların devamlı ve zamanında bilgilendirilmesini sağlayacak önlemlerle birlikte, hisse senetlerinin İMKB bünyesinde işlem görebileceği organize bir pazardır. Gözaltı Pazarı, söz konusu şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmış tasarruf sahiplerine likidite olanağı sunar. Bu koşullar;

- Hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketler ve/veya hisse senetleri işlemleri ile ilgili olarak olağandışı durumların ortaya çıkması,
- Hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketler tarafından kamunun zamanında, tam ve sürekli olarak aydınlatılmasına ve mevcut düzenlemelere uyum konusuna gerekli özenin gösterilmemesi,
- Yatırımcıların haklarının korunması ve kamu yararı gereği hisse senetlerinin Borsa kotundan ve/veya işlem gördüğü pazardan geçici ya da sürekli çıkarılması sonucunu doğurabilecek gelişmelerin oluşması.

➤ **Birincil Piyasa:** Hisse senedi ihraç eden şirketler ile tasarruf sahiplerinin doğrudan karşılaştıkları piyasalardır. İMKB Hisse Senetleri Piyasası bünyesindeki Birincil Piyasa'da, İMKB'de işlem gören/görmeyen şirketlerin Borsa kanalıyla halka arz edilecek hisse senetleri ile İMKB'de işlem gören şirketlerin nakit karşılığı sermaye artırımlarında yeni pay alma (rüçhan) haklarının kullanımı sonrası arta kalan paylarının satışı yapılır.

➤ **Toptan Satışlar Pazarı:** Önceden alıcıları belirli olan veya olmayan, belirli bir miktarın üzerindeki hisse senedi işlemlerinin güven ve şeffaflık ortamında,

organize bir piyasada gerçekleştirilmesini sağlamak amacıyla kurulmuştur. Toptan Satışlar Pazarı'nda, hisse senetleri İMKB'de işlem gören ve görmeyen şirketlerin, sermaye artırımını yoluyla ihraç edilecek hisse senetleri veya bu şirketlerin mevcut ortaklarının sahip oldukları hisse senetlerinin, önceden anlaşma yapılmış ya da yapılmamış alıcılara tahsisli veya toplu olarak satışı yapılır. Özelleştirme kapsamında bulunan şirketlerin hisse senetlerinin blok satışı da Toptan Satışlar Pazarı'nda gerçekleştirilebilir. Toptan Satışlar Pazarı'ndaki takas esasları Ulusal Pazar'da uygulanan genel takas esasları ile aynıdır. Ancak, gerçekleşen işlemlerin takası, alıcı ve satıcının isteği ve İMKB'nin onayıyla Takasbank dışında yapılabilir.

2.4.1. Hisse Senedi Piyasa Endeksi

Hisse senedi piyasa endeksi, genellikle belli bir hisse senedi örneğine bağlı olarak, piyasanın toplam performansını yansıtmak amacıyla oluşturulan istatistikî bir göstergedir. Hisse senedi endeksleri, endeks kapsamındaki hisse senetlerinin fiyatları baz alınarak piyasa performansı hakkında genel bir bilgi verir. Hisse senedi endekslerinde sadece sermaye kazancı ve kaybı gibi fiyat hareketleri dikkate alınabileceği gibi nakit olarak dağıtılan kâr paylarını da dikkate alan toplam getiri hareketlerini de yansıtabilir. Fiyat hareketlerini yansıtan endeksler daha yaygın olarak kullanılmaktadır. Hisse senedi endeksleri, genellikle piyasanın anlık durumunu yansıtır.¹⁷⁵ Dünyada 1884 yılından beri kullanılmakta olan hisse senedi endeksleri genellikle üç ayrı şekilde hesaplanmaktadır.¹⁷⁶

➤ **Alt Endeks:** Borsada işlem gören belli bir özellikteki veya sayıdaki hisse senedini içerecek şekilde hesaplanan endekslerdir.

➤ **Fiyat Endeksi:** Hisse senedinin belli bir tarihteki piyasa fiyatlarına göre hesaplanabilecek piyasa değerinin göz önünde bulundurulması yoluyla hesaplanan endekslerdir. Fiyat endeksleri, belli bir grup ya da tüm hisse senetleri olabileceği gibi belli özelliklere göre seçilmiş belli sayıdaki hisse senedini içerecek şekilde de hesaplanabilir.

¹⁷⁵ Hüseyin Dağlı, Hisse Senedi Piyasa Endeksleri ve Türkiye, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Cilt 3, Sayı:4, Balıkesir, 2000, s.193.

¹⁷⁶ Güven Sayılğan, Finansal Piyasalar ve Finansman Yöntemleri, Turhan Kitabevi, Ankara, 2004, ss.121-122.

➤ **Getiri Endeksleri:** Birikimli endeks olarak da bilinmektedir. Bu tür endekslerin hesaplanmasında hisse senetlerinin piyasa fiyatındaki değişimin yani artış veya azalışların yanında sağladıkları getirinin yani temettüdün elde edildiği tarihte yeniden yatırıma dönüştürüldüğü varsayımı ile yapılan hesaplamalardır.

Endeksler, hisse senedi borsalarına yapılan yatırımın getirisi ile alternatif yatırım getirilerinin karşılaştırılmasına olanak sağlamaları bakımından önemlidirler. Dolayısıyla endeksler, başta hisse senedi borsalarında yatırım yapan yatırımcılar olmak üzere birçok yatırımcı ve ilgili kesimler açısından anlamlı ve vazgeçilemez birer ölçüttürler. Borsaların barometresi olarak da adlandırılan endeksler, çok sayıda bazen binlerce hisse senedinin hareketlerinin yalnızca bir sayı olarak sunulmasına olanak sağlarlar.¹⁷⁷

2.4.2. İMKB Hisse Senedi Piyasa Endeksleri

İMKB Hisse Senetleri Piyasası Endeksleri, borsada işlem gören hisse senetlerinin fiyat ve getirilerinin bütünsel ve sektörel bazda performanslarının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur. 1996 yılı sonuna kadar sadece İMKB 100, Mali ve Sınâf sektör endeksleri hesaplanmakta iken, 1997 yılı başından itibaren sektör ve alt sektör endeksleri hem fiyat hem de toplam getiri olarak hesaplanmaya başlanmıştır. İMKB Fiyat Endeksleri tüm seans süresince, getiri endeksleri ise sadece seans sonunda hesaplanmakta ve yayınlanmakta olup, İMKB Ulusal 100 Endeksi Ulusal Pazar için temel endeks olarak kullanılmaktadır.¹⁷⁸ İMKB Hisse Senedi Piyasa Endeksleri Şunlardır:¹⁷⁹

➤ **İMKB Ulusal 100 Endeksi:** İMKB Hisse Senetleri Piyasası için temel endeks olarak kullanılmaktadır. 1986 yılında 40 şirketin hisse senedi ile başlayan ve zamanla sayısı 100 şirketin hisse senedi ile sınırlanan Bileşik Endeks'in devamı niteliğindedir. Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerle, Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları

¹⁷⁷ G. Sayılğan, a.g.e., s.121.

¹⁷⁸ Hatice Gökçe Demirel, Krizlerin Menkul Kıymetler Borsalarına Etkisi: İMKB Örneği, (Karamanoğlu Mehmet Bey Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Karaman, 2009, ss.101-102.

¹⁷⁹ İMKB Temel Bilgiler Kılavuzu Endeksler, ss.386-387, <http://www.imkb.gov.tr/Publications/TrainingSet2.aspx> (02.07.2011).

arasından seçilen 100 hisse senedinden oluşmakta olup, İMKB 50 ve İMKB 30 endekslerine dâhil hisse senetlerini de kapsar.

➤ **İMKB Ulusal 50 Endeksi:** Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerle, Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları arasından seçilen 50 hisse senedinden oluşmakta olup, İMKB 30 endeksine dâhil hisse senetlerini de kapsar.

➤ **İMKB Ulusal 30 Endeksi:** Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerle, Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları arasından seçilen 30 hisse senedinden oluşur.

➤ **İMKB 10 Banka Endeksi:** Ulusal Pazar'da işlem gören bankalar arasından seçilen 10 hisse senedinden oluşur.

➤ **İMKB 100-30 Endeksi:** İMKB 100 Endeksine dâhil olup, İMKB 30 endeksinde yer almayan 70 hisse senedinden oluşur.

➤ **İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi:** İMKB pazarlarında işlem gören ve belirlenmiş asgari kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip şirketlerin hisse senetlerinden oluşur.

➤ **İMKB Tüm Endeksi:** Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları hariç olmak üzere, İMKB pazarlarında işlem gören şirketlerin hisse senetlerinden oluşur.

➤ **İMKB Tüm-100 Endeksi:** İMKB Tüm endeksine dâhil olup, İMKB Ulusal 100 endeksinde yer almayan hisse senetlerinden oluşur.

➤ **Sektör Endeksleri ve Alt Sektör Endeksleri:** Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları hariç olmak üzere, İMKB pazarlarında işlem gören şirketlerin hisse senetlerinden oluşur.

➤ **İMKB Ulusal Endeksi:** Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin hisse senetlerinden oluşur.

➤ **İMKB İkinci Ulusal Endeksi:** İkinci Ulusal Pazar'da işlem gören hisse senetlerinden oluşmaktadır.

➤ **İMKB Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Endeksi:** İMKB pazarlarında işlem gören menkul kıymet yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinden oluşur.

➤ **İMKB Şehir Endeksleri:** İMKB pazarlarında işlem gören ve ana üretim/hizmet faaliyetlerinin gerçekleştiği ya da şirket merkezinin bulunduğu şehre göre gruplandırılmış hisse senetlerinden oluşur. Holdingler hariç mali sektörde faaliyet gösteren şirketler ile perakende ticaret sektöründe faaliyet gösteren şirketler kapsam dışındadır.

2.4.3. İMKB Hisse Senedi Piyasası Endeksleri Hesaplama Yöntemi ve Düzeltme

Endekslerin hesaplanmasında tescil edilmiş en son fiyatlar kullanılır. Endeksler, kapsamlarında bulunan hisse senetlerinin fiili dolaşımdaki paylarının piyasa değerleri ile ağırlıklı olarak hesaplanır. Endekslerin hesaplanmasında aşağıdaki formül kullanılır:¹⁸⁰

$$E_t = \frac{\sum_{i=1}^n F_{it} * N_{it} * H_{it}}{B_t}$$

E_t = Endeksin t zamandaki değeri

n = Endekse dahil olan hisse (şirket) sayısı

F_{it} = "i" nci hisse senedinin t zamandaki fiyatı

N_{it} = "i" nci hisse senedinin t zamandaki toplam sayısı

H_{it} = "i" nci hisse senedinin t zamandaki fiili dolaşımdaki pay oranı

B_t = Endeksin t zamandaki bölen değeri

¹⁸⁰ İMKB Temel Bilgiler Kılavuzu Endeksler, ss.387-388,
<http://www.imkb.gov.tr/Publications/TrainingSet2.aspx> (02.07.2011)

Endeks Düzeltme: Aşağıda sayılan durumlar nedeniyle endeks formülünün payında değişiklik meydana gelmesi halinde; endekslerin bölen değerinde düzeltme yapılarak devamlılık sağlanır. Endekslerin düzeltilmiş bölen değeri aşağıdaki formül ile hesaplanır:¹⁸¹

$$B_{t+1} = \left(1 + \frac{\Delta PD}{PD_t} \right) * B_t$$

- B_{t+1} = t+1 gününde kullanılacak düzeltilmiş bölen değer
 ΔPD = Aşağıda tanımlanan durumlar nedeniyle hisse senetlerinin fiili dolaşımdaki paylarının piyasa değerinde meydana gelen toplam değişiklik
 PD_t = “t” günü endeks kapsamındaki hisselerin fiili dolaşımdaki paylarının kapanış fiyatından hesaplanan toplam piyasa değeri
 B_t = “t” günü bölen değeri

Endekslerin Bölen Değerinde Düzeltme Yapılmasını Gerektiren Durumlar Ve Düzeltmenin Yapılma Zamanları: Şirketlerin bildirimlerine dayanılarak endekslerde düzeltme yapılması gereken faaliyet türleri ile ilgili olarak, ilgili şirketin söz konusu faaliyetin gerçekleşme tarihinden bir önceki iş günü en geç saat 16:30’a kadar (yarım gün ise en geç saat 12:00’a kadar) bildirimini Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)’a iletmiş olması gerekir. Aksi takdirde ilgili düzeltme, bildirim KAP’a iletildiği günü takip eden ikinci iş günü geçerli olacak şekilde yapılır. Bir sonraki iş günü başlayacak şirket faaliyetlerine ilişkin liste, her gün saat 16:30 itibarıyla kesinleştirilerek KAP’ta ve İMKB’nin Türkçe ve İngilizce internet sitesinde ilan edilir. Nakit temettü ödemesi dışındaki bütün düzeltmeler hem fiyat hem de getiri endekslerinde yapılır.¹⁸²

➤ **Nakit temettü ödemesi:** Düzeltme temettü ödemeye başlama tarihinde, net temettü tutarı dikkate alınarak sadece getiri endekslerinde yapılır.

¹⁸¹ İMKB Temel Bilgiler Kılavuzu Endeksler, s.388,
<http://www.imkb.gov.tr/Publications/TrainingSet2.aspx> (02.07.2011).

¹⁸² İMKB Temel Bilgiler Kılavuzu Endeksler, ss.388-389,
<http://www.imkb.gov.tr/Publications/TrainingSet2.aspx> (02.07.2011).

➤ **Rüçhan hakkı kullanılarak nakit karşılığı sermaye artırım:**

▪ Hisse senedinin hem en son ağırlıklı ortalama fiyatı, hem de temettü ve bedelsiz hakkı kullanılmış olarak hesaplanan fiyatı rüçhan hakkı kullandırma fiyatından yüksekse: Düzeltme rüçhan hakkı kullanımı başlama tarihinde geçerli olacak şekilde yapılır.

▪ Hisse senedinin en son ağırlıklı ortalama fiyatı ve/veya temettü ve bedelsiz hakkı kullanılmış olarak hesaplanan fiyatı rüçhan hakkı kullandırma fiyatının altındaysa: Düzeltme rüçhan hakkı kullanımı ve kalan payların Birincil Piyasa'da satışını müteakip sermaye artırım sürecinin tamamlandığının KAP'a bildirildiği günü takip eden iş günü geçerli olacak şekilde yapılır.

➤ **Rüçhan hakkı kullanılmayarak nakit karşılığı sermaye artırım:**

Düzeltme satış işleminin bitiş tarihini takip eden iş günü geçerli olacak şekilde yapılır.

➤ **Endekslere yeni hisse alınması:** Düzeltme yeni hissenin endekslere alındığı gün geçerli olacak şekilde yapılır.

➤ **Endekslerden hisse çıkarılması:** Düzeltme hissenin endekslerden çıkarıldığı gün geçerli olacak şekilde yapılır.

➤ **Fiili dolaşımdaki pay oranının değişmesi:** Düzeltme dönemsel olarak yapılır. Ancak, MKK tarafından haftalık olarak ilan edilen fiili dolaşımdaki pay oranlarındaki değişimler takip edilerek, sermaye artırım süreci nedeniyle meydana gelenler dışında diğer nedenlerle oluşan değişimlerin büyüklüğüne bakılır. Fiili dolaşımdaki pay oranı; - %50 ve daha küçükse ve oranda 5 puan veya daha fazla bir değişim varsa, - %50'den daha büyükse ve oranda 10 puan veya daha fazla bir değişim varsa düzeltme, MKK tarafından yapılan ilanı takip eden ikinci iş günü geçerli olacak şekilde yapılır. Gerekli görülmesi halinde İMKB Başkanlık kararı ile, MKK tarafından yapılan periyodik ilanı beklemezsizin ve/veya yukarıdaki oranlardan daha düşük olan değişikliklerde de düzeltme yapılabilir.

➤ **Şirketlerin birleşmesi:** Düzeltme birleşme nedeniyle ihraç edilen kaydi payların dağıtım tarihinde geçerli olacak şekilde yapılır.

➤ **Şirketin bölünmesi:** Düzeltme bölünme nedeniyle ihraç edilen kaydi payların dağıtım tarihinde geçerli olacak şekilde yapılır.

Hesaplanmış Endeks Değerlerinde Geriye Dönük Düzeltme: Eş anlı hesaplanarak ilan edilmiş olan endeks değerlerinde geriye dönük düzeltme yapılmaz. Seanslar sonunda hesaplanarak ilan edilmiş olan endeks değerlerinde geriye dönük düzeltme ise ancak İMKB Başkanlık kararı ile yapılabilir.¹⁸³

Hesaplanmış Endeks Değerlerinin Yabancı Para Cinsinden Gösterimi: Çeşitli ülkelerdeki borsaların veya alternatif yatırım araçlarının performanslarının birbirleriyle anlamlı bir şekilde karşılaştırılabilmesini teminen, fiyat ve getiri endeksleri için ayrı ayrı olmak üzere, bütün İMKB Hisse Senedi Endekslerinin seans sonu kapanış değerleri, ABD Doları ve EURO bazında da hesaplanarak günlük olarak İMKB'nin Türkçe ve İngilizce internet sitesinde ilan edilir. Endekslerin yabancı para birimi cinsinden hesaplanmasında aşağıdaki formül kullanılır:¹⁸⁴

$$EY_t = \frac{(E_t / K_t)}{(E_b / K_b)} * EY_b$$

- E_t = "t" günü endeks kapanış değeri
 K_t = "t" günü döviz kuru
 E_b = Endeksin başlangıç günündeki kapanış değeri
 K_b = Endeksin başlangıç günündeki döviz kuru
 EY_t = Endeksin yabancı para cinsinden t zamandaki değeri
 EY_b = Endeksin yabancı para cinsinden başlangıç değeri

2.5. Takasbank

Sermaye Piyasası Kurulu, 1996 yılı sonunda sermaye piyasası araçlarının fiziki olarak bastırılmaksızın kaydi değer halinde işlem görmesine ilişkin ilke ve esasları düzenlemiştir. Yeni sisteme göre, sermaye piyasası tarafından tespit edilecek süre

¹⁸³ İMKB Temel Bilgiler Kılavuzu Endeksler, ss.389-390,
<http://www.imkb.gov.tr/Publications/TrainingSet2.aspx> (02.07.2011).

¹⁸⁴ İMKB Temel Bilgiler Kılavuzu Endeksler, s.390,
<http://www.imkb.gov.tr/Publications/TrainingSet2.aspx> (02.07.2011).

içerisinde, işletmenin hisse senetleri, Takasbank tarafından noter huzurunda iptal ve imha edilecektir. Bunların yerine, saklama senedi düzenlenerek Takasbank'a teslim edilecektir. Böylece, hisse senedi alım satımları, aracı kurumlara verilen emirler doğrultusunda gerçekleştirilip Takasbank kayıtlarında izlenecektir. Takasbank, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından Türkiye'de menkul kıymetlerin takası, saklanması ve uluslar arası standartlarda numaralandırılması ile görevlendirilmiştir. Aracı kurumlar ve bankalar, İMKB'de işlem gören, kendilerine veya müşterilerine ait hisse senetlerini Takasbank dışında hiçbir yerde fiziki olarak saklayamazlar.¹⁸⁵

28 Kasım 2005 tarihinde Takasbank'ta mislen saklama sisteminde fiziken saklanmakta olan hisse senetlerine ilişkin kayıtlar Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) tarafından devralınarak hisse senetleri artık sadece MKK' da kayden hak sahibi bazında izlenmek suretiyle kaydi sisteme geçirilmiştir. Bu tarihten sonra İMKB'de alım-satımı yapılacak hisselerin takasına sadece kaydi hisse senetleri kabul edilmektedir. İMKB'deki piyasaların hızlı bir şekilde gelişmesinin en temel dayanağı, takas ve saklama sistemlerinin sağladığı etkinlik ve güvenilirliktir. Takas ve saklama fonksiyonlarının bir çatı altında toplanmış, sermaye piyasaları ile para piyasalarının buluşturmuş olması nedenleriyle Takasbank, dünyadaki benzer kurumlar arasında özel bir yere sahiptir. İMKB nezdinde ki piyasaların tümünün takas işlemleri Takasbank tarafından sonuçlandırılmakta, bu kapsamda aracı kuruluşlara saklama hizmeti sunulmaktadır. Menkul kıymet kredisi ve ödünç menkul kıymet kredisi ile aracı kuruluşlara kısa vadeli nakit ve menkul kıymet kullanma imkânı sunan Takasbank, kurmuş olduğu para piyasası ile aracı kuruluşlar arasındaki para alış-verişlerinin sağlıklı bir ortamda yapılmasını sağlamaktadır. Takasbank faaliyet süreçlerindeki işlemlerin: şeffaf, hızlı, güvenilir ve düşük maliyetli bir şekilde gerçekleştirilmesi temel hedefleri doğrultusunda en uygun teknolojileri kullanmaktadır.¹⁸⁶

İstanbul Menkul Kıymetler Borsasındaki Takas işlemleri para ve mal takası işlemlerinden oluşmaktadır. Para takası; borsa üyeleri, takas borçlarını borsanın anlaşma yaptığı banka nezdinde ki takas hesabına öderler. Normal satışlarda Takas

¹⁸⁵ Ali Ceylan - Turhan KORKMAZ, İşletmelerde Finansal Yönetim, Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa, 2008, s.513.

¹⁸⁶ H.G. Demirel, a.g.e., ss.96-97.

Merkezi, takas hesabından, bankadaki üye hesaplarına belirli saatlerde belli kurallar çerçevesinde virman yapmaktadır. Bilgisayardan elde edilmiş olan ödeme listesine göre, üye alacaklarının ödenmesini sağlamaktadır. Kıymet takası, üyeler yaptıkları işlemler sonucunda teslim etmeleri gereken menkul kıymetleri Takas merkezine kıymet olarak veya saklama kasasında bulunan kıymetlerinden virman yapmak suretiyle teslim etmektedir. İşlemin yapılmasını izleyen gün belli saate kadar teslim edilmeyen kıymetler yerine, Takas Merkezi mevcut stokundan teslimde bulunur ve temerrüt hali dolayısıyla sorumlu üyeye temerrüt cezası tahakkuk ettirilir.¹⁸⁷

3. İMKB HİSSE SENEDİ PİYASASI ANALİZİ

Analiz kısmında, İMKB'nin Hisse Senedi Piyasası Endekslerinden; temel endeks olarak kabul edilen Ulusal 100, Ulusal 100 Endeksi haricindeki hisselerden oluşan Ulusal Tüm-100 ve finans sektörünü temsilen de Ulusal Hizmet endekslerine yer verilmiştir. Para birimlerini temsilen, dünya ticareti ve borsalarında en çok kullanılan değer olması bakımından ABD Doları ve Avrupa bölgesinde geçerli para birimi olmasından dolayı Euro tercih edilmiştir. Sterlin, Japon Yeni ve diğer para birimleri, İMKB'de kaynak değerlendirmesinde sık rastlanmadığı için çalışmamızın dışında bırakılmıştır. Ayrıca kendinden değerli maden olan altın da, parite ve yatırım eğilimlerindeki geçerliliği bakımından analizlerimize dahil edilmiştir.

Çalışmamızda tüm yıllara ilişkin ilgili İMKB endeksleri, Dolar, Euro ve altın verilerini kullanmak yerine, ülkemizin son yıllardaki ekonomik göstergelerini içeren 01.01.2005 – 31.12.2010 tarih aralığındaki yani, son altı yıla ait veriler irdelenerek birtakım bulgulara ve değerlendirmelere ulaşılmaya çalışılmıştır. Bu çalışmanın tamamlanmak üzere olduğu sıralarda 2011 yılının eylül ayına kadar ki veriler de elimizde mevcut olmasına karşın daha net ve sağlıklı analiz ve yorumlarda bulunabilmek için 2010 sonu itibariyle verilerimiz sınırlandırılmıştır.

¹⁸⁷ M. Civan, a.g.e., s.204.

3.1. İMKB Ulusal 100 Fiyat Endeksi Aylık Kapanış Değerlerinin 2005-2010 Yıllarındaki Dağılımı ve Analizi

Tablo 3: İMKB Ulusal 100 Fiyat Endeksi Aylık Kapanış Değerlerinin Yıllara Göre Dağılımı (2005-2010)

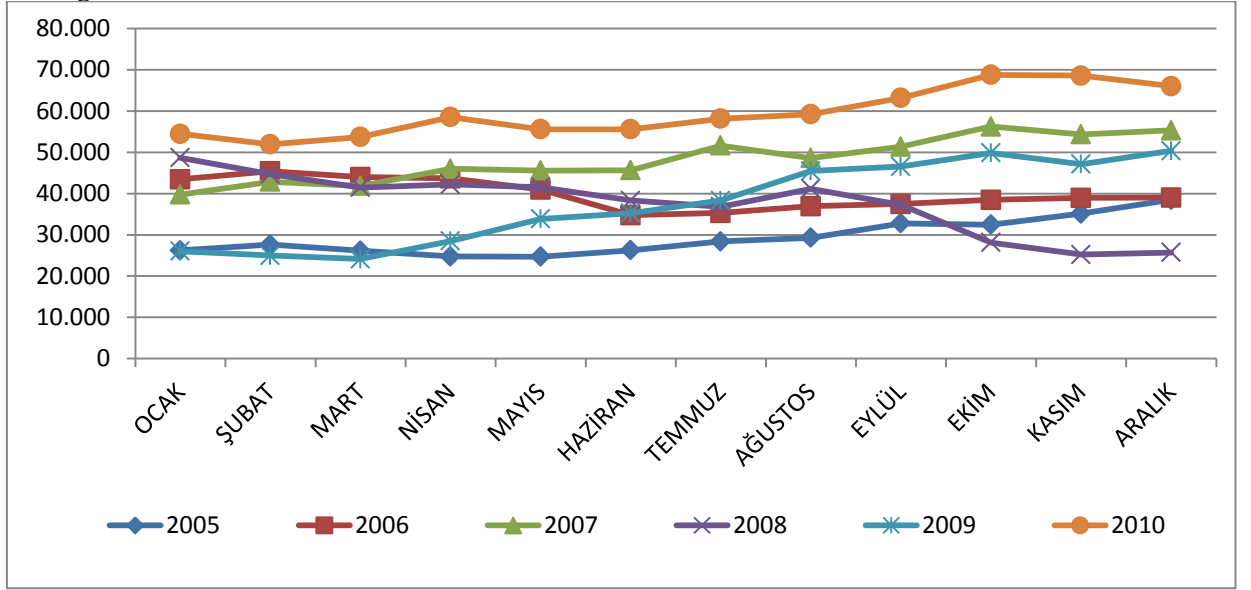
Yıllar	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Aylar						
OCAK	26.226,7947	43.441,1076	39.740,5510	48.662,1027	26.016,8943	54.467,0545
ŞUBAT	27.627,3435	45.366,3090	42.869,7690	44.680,2562	24.963,1490	51.933,6060
MART	26.153,4813	43.972,3330	41.850,2264	41.450,1986	24.113,9318	53.718,3004
NİSAN	24.757,0814	43.661,2085	46.017,6210	42.216,6876	28.491,0686	58.535,8219
MAYIS	24.725,9214	40.973,7886	45.577,5209	41.536,5686	33.852,9826	55.592,1365
HAZİRAN	26.261,2768	34.767,9591	45.666,8914	38.311,2124	35.244,3077	55.584,5123
TEMMUZ	28.409,3386	35.297,8914	51.643,5364	36.798,9491	38.315,9309	58.156,3205
AĞUSTOS	29.303,7168	36.941,0150	48.616,7857	41.168,9871	45.478,5519	59.218,4038
EYLÜL	32.759,7541	37.477,2514	51.346,1585	37.283,9405	46.533,5580	63.180,3965
EKİM	32.480,3333	38.487,4600	56.261,7371	28.118,8240	49.851,0100	68.787,1835
KASIM	35.147,1545	38.929,3605	54.340,7162	25.224,8645	47.111,8047	68.598,8550
ARALIK	38.489,5427	39.010,8981	55.297,2105	25.710,6242	50.347,7265	66.037,1357

Kaynak: TCMB 2005-2010 Yılları Arasındaki Verilerden Derlenmiştir.

*TCMB 01.01.2005-31.12.2010 tarih aralığındaki günlük kapanış verilerinin aylık aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmıştır.

Yukarıdaki Tablo 3 ve aşağıdaki Grafik 1’de görüldüğü üzere; İMKB Ulusal 100 Fiyat Endeksi 2005 yılından itibaren bir yükseliş trendi içindedir. 2007 Yılı sonundan itibaren fiyat hareketlerindeki yavaşlama 2008 Krizi’nin başladığı aynı zamanda, ekonomik konjunktürde yaşanan duraklama evresini, 2008 Yılı’nın genelinde ve 2009 Yılı ilk çeyreğine kadar devam eden fiyat hareketlerindeki düşüşler takip etmektedir. Mevcut durum kriz sürecini yani, ekonomik konjunktürde yaşanan bunalım evresini ortaya koymaktadır. Ekonomik konjunktürün duraklama ve bunalım evreleri aynı zamanda, yatırımcılar için en riskli süreçlerdir. Bu süreçlerde yatırım kararlarında davranışsal finansın ortaya koyduğu yanılgılara sahip yatırımcıların zarardan kaçınmaları imkânsızdır.

Grafik 1: İMKB Ulusal 100 Fiyat Endeksi Aylık Kapanış Değerlerinin Yıllara Göre Dağılımı (2005-2010)



Kaynak: TCMB 2005-2010 Yılları Arasındaki Verilerden Derlenmiştir.

*TCMB 01.01.2005-31.12.2010 tarih aralığındaki günlük kapanış verilerinin aylık aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmıştır.

3.2. Altın Aylık Kapanış Fiyat Değerlerinin 2005-2010 Yıllarındaki Dağılımı ve Analizi

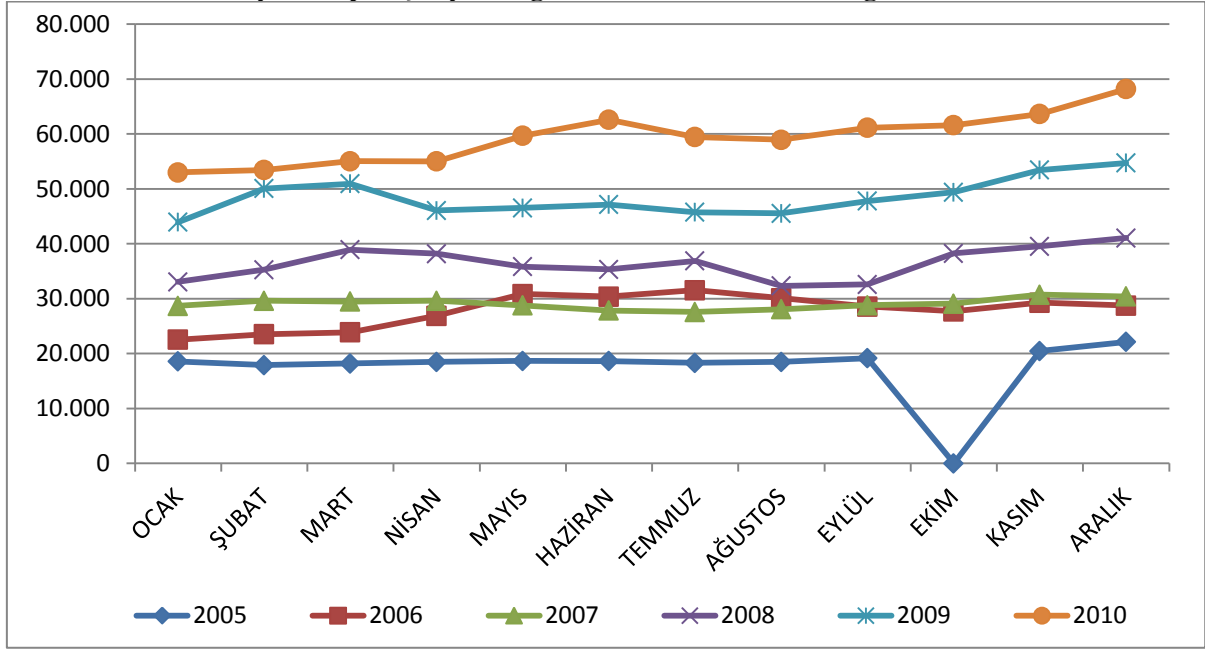
Tablo 4: Altın Aylık Kapanış Fiyat Değerlerinin Yıllara Göre Dağılımı (2005-2010)

Yıllar	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Aylar						
OCAK	18.566,9623	22.520,0000	28.694,0620	33.059,7308	43.942,9010	52.999,2615
ŞUBAT	17.896,5518	23.532,8800	29.625,0000	35.263,4525	50.059,9020	53.434,5090
MART	18.176,5587	23.883,8392	29.469,5278	38.912,6100	50.923,1459	55.049,7161
NİSAN	18.470,8422	26.872,0040	29.616,4086	38.199,2013	46.064,5195	55.017,1324
MAYIS	18.642,9480	30.849,6240	28.778,0616	35.821,7755	46.515,4889	59.666,2570
HAZİRAN	18.613,0344	30.366,0206	27.845,5963	35.335,4736	47.129,8824	62.602,6518
TEMMUZ	18.292,9488	31.540,8915	27.565,5086	36.865,5331	45.750,7096	59.448,3582
AĞUSTOS	18.470,4829	30.090,6791	28.075,9677	32.333,4700	45.536,4976	58.950,0679
EYLÜL	19.152,4457	28.554,6033	28.812,2482	32.595,4427	47.769,6370	61.138,3295
EKİM	0,0000	27.680,7600	29.096,1363	38.254,5333	49.385,2335	61.589,7944
KASIM	20.471,2686	29.278,4685	30.708,6307	39.515,0769	53.435,7500	63.643,5153
ARALIK	22.124,7990	28.743,2300	30.402,8833	41.049,4368	54.723,0204	68.192,3774

Kaynak: TCMB 2005-2010 Yılları Arasındaki Verilerden Derlenmiştir.

*TCMB 01.01.2005-31.12.2010 tarih aralığındaki günlük kapanış verilerinin aylık aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmıştır. Verilerin temin edildiği TCMB resmi internet sitesinde 2005 Yılı Ekim ayına ait altın verisi verilmediğinden, "0" olarak kabul edilmiştir.

Grafik 2: Altın Aylık Kapanış Fiyat Değerlerinin Yıllara Göre Dağılımı (2005-2010)



Kaynak: TCMB 2005-2010 Yılları Arasındaki Verilerden Derlenmiştir.

*TCMB 01.01.2005-31.12.2010 tarih aralığındaki günlük kapanış verilerinin aylık aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmıştır. Verilerin temin edildiği TCMB resmi internet sitesinde 2005 Yılı Ekim ayına ait altın verisi verilmediğinden, “0” olarak kabul edilmiştir.

Yukarıdaki Tablo 4 ve Grafik 2’de görüldüğü üzere altın fiyatı 2005 yılından itibaren yükseliş trendindedir. Verilerimizin başlangıcı olan 2005 yılı fiyatları ile bitiş yılı olan 2010 sonu fiyatları kıyaslandığında, üç mislinden fazla bir artış görülmektedir. Ekonomik konjonktürde duraklama ve bunalım dönemi olarak kabul edilen 2007 sonu ve 2009 ilk çeyreği altın fiyatlarında en yüksek oranlı artışların olduğu dönemdir aynı zamanda. Kriz döneminde, reel sektörü temsil eden ve beklentilerin alınıp satıldığı borsalardaki düşüşler, reel sektöre güvenin azaldığını göstermektedir. Altın fiyatındaki bu artış kriz döneminde, diğer şartlar veri kabul edildiğinde, yatırımcıların altını nispeten daha güvenilir bir yatırım aracı olarak gördüğünün kanıtıdır.

3.3. Euro Aylık Kapanış Fiyat Değerlerinin 2005-2010 Yıllarındaki Dağılımı ve Analizi

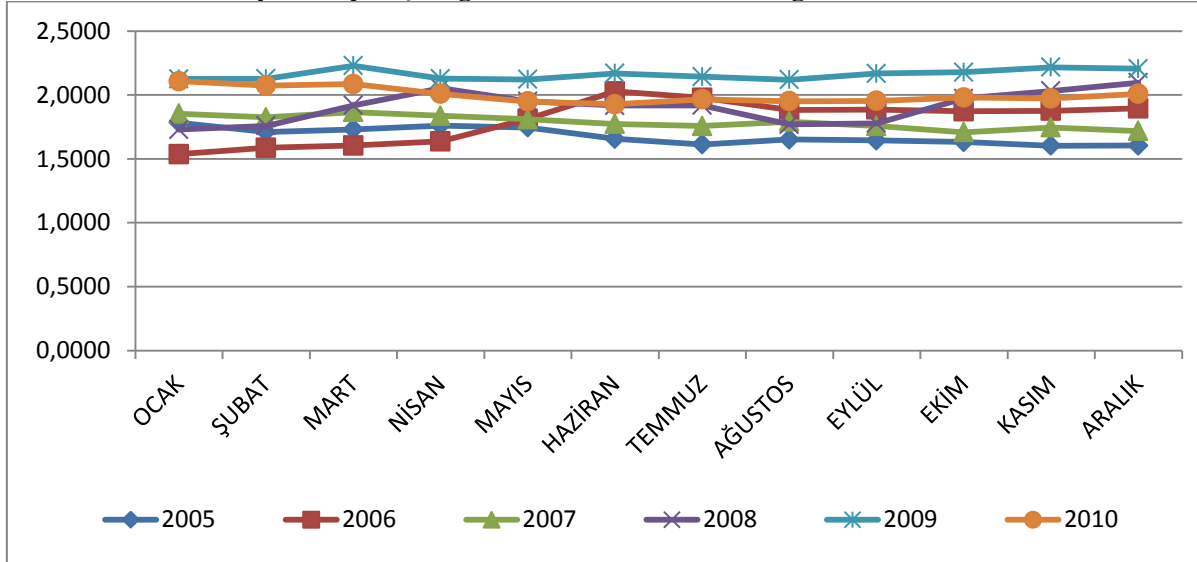
Tablo 5: Euro Aylık Kapanış Değerlerinin Yıllara Göre Dağılımı (2005-2010)

Yıllar Aylar	2005	2006	2007	2008	2009	2010
OCAK	1,7825	1,5367	1,8529	1,7290	2,1251	2,1074
ŞUBAT	1,7108	1,5862	1,8243	1,7587	2,1258	2,0739
MART	1,7302	1,6039	1,8656	1,9188	2,2294	2,0855
NİSAN	1,7605	1,6367	1,8366	2,0540	2,1272	2,0090
MAYIS	1,7460	1,8122	1,8100	1,9497	2,1218	1,9489
HAZİRAN	1,6569	2,0276	1,7726	1,9172	2,1688	1,9273
TEMMUZ	1,6128	1,9767	1,7566	1,9189	2,1420	1,9655
AĞUSTOS	1,6515	1,8820	1,7903	1,7696	2,1186	1,9512
EYLÜL	1,6443	1,8852	1,7572	1,7778	2,1680	1,9532
EKİM	1,6321	1,8724	1,7078	1,9721	2,1771	1,9797
KASIM	1,6032	1,8754	1,7457	2,0312	2,2161	1,9721
ARALIK	1,6038	1,8951	1,7175	2,0966	2,2049	2,0089

Kaynak: TCMB 2005-2010 Yılları Arasındaki Verilerden Derlenmiştir.

*TCMB 01.01.2005-31.12.2010 tarih aralığındaki günlük kapanış verilerinin aylık aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmıştır.

Grafik 3: Euro Aylık Kapanış Değerlerinin Yıllara Göre Dağılımı (2005-2010)



Kaynak: TCMB 2005-2010 Yılları Arasındaki Verilerden Derlenmiştir.

*TCMB 01.01.2005-31.12.2010 tarih aralığındaki günlük kapanış verilerinin aylık aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmıştır.

Yukarıdaki Tablo 5 ve Grafik 3’de görüldüğü üzere, Euro fiyatları 2005-2010 yılları arasında 1.53 – 2.22 fiyat aralığında seyretmiştir. 2008 yılı sonuna kadar 2.00

sınırı sadece bir kez aşılmış olup 2009 yılı boyunca Euro fiyatı 2.00'ın altına hiç inmemiştir. 2010 yılı boyunca Euro, 1.92 – 2.10 fiyat aralığında seyretmiştir. Ekonomik konjonktürde yaşanan duraklama ve bunalım evrelerinde, Euro fiyatlarındaki nispeten gözlemlenen bu istikrar, Avrupa Birliği para birimine dolayısıyla da Avrupa Birliği'ne olan yatırımcı güvenini ortaya koymaktadır.

3.4. ABD Doları Kapanış Fiyat Değerlerinin 2005-2010 Yıllarındaki Dağılımı ve Analizi

Tablo 6: ABD Dolar Aylık Kapanış Değerlerinin Yıllara Göre Dağılımı (2005-2010)

Yıllar	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Aylar						
OCAK	1,3544	1,2699	1,4267	1,1761	1,5967	1,4734
ŞUBAT	1,3155	1,3265	1,3969	1,1939	1,6603	1,5128
MART	1,3113	1,3351	1,4096	1,2383	1,7128	1,5357
NİSAN	1,3600	1,3373	1,3618	1,3030	1,6119	1,4950
MAYIS	1,3716	1,4207	1,3383	1,2530	1,5593	1,5422
HAZİRAN	1,3612	1,6005	1,3215	1,2337	1,5472	1,5779
TEMMUZ	1,3392	1,5583	1,2808	1,2158	1,5210	1,5437
AĞUSTOS	1,3431	1,4692	1,3146	1,1783	1,4864	1,5089
EYLÜL	1,3406	1,4793	1,2674	1,2356	1,4924	1,4961
EKİM	1,3577	1,4834	1,2024	1,4804	1,4692	1,4253
KASIM	1,3602	1,4580	1,1905	1,5955	1,4872	1,4364
ARALIK	1,3522	1,4348	1,1786	1,5462	1,5067	1,5204

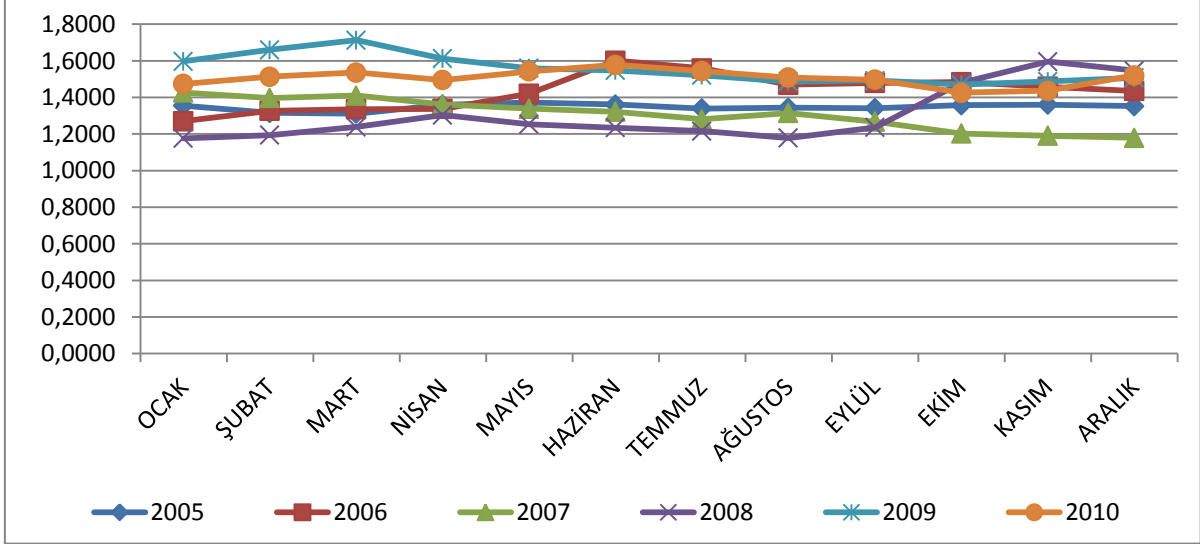
Kaynak: TCMB 2005-2010 Yılları Arasındaki Verilerden Derlenmiştir.

*TCMB 01.01.2005-31.12.2010 tarih aralığındaki günlük kapanış verilerinin aylık aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmıştır.

Yukarıdaki Tablo 6 ve aşağıdaki Grafik 4'de görüldüğü üzere, ABD Doları fiyatları 2005-2010 yılları arasında 1.17 – 1.71 fiyat aralığında seyretmiştir. Ekonomik konjonktürde daralma evresi olarak kabul edilen 2007 yılı boyunca ABD Doları fiyatlarının düştüğü görülmektedir. İncelememize konu olan altı yıl içinde, krizin yaşandığı, ekonomik konjonktürde bunalım evresi olan 2008 yılı son çeyreğine kadar, ABD Doları fiyatlarının en düşük seviyede seyrettiği gözlemlenmektedir. Diğer şartlar veriyken, ABD Dolarındaki bu düşüş, yatırımcıların tercihini dolayısıyla da ABD Doları ve paralelinde ABD ekonomisine güvensizliği ortaya koymaktadır. 2009 yılı ilk

çeyreğinden sonra 2010 yılı sonuna kadar ABD Doları fiyatının 1.42 – 1.61 fiyat aralığında istikrar sergilediği görülmektedir.

Grafik 4: Dolar Aylık Kapanış Değerlerinin Yıllara Göre Dağılımı (2005-2010)



Kaynak: TCMB 2005-2010 Yılları Arasındaki Verilerden Derlenmiştir.

*TCMB 01.01.2005-31.12.2010 tarih aralığındaki günlük kapanış verilerinin aylık aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmıştır.

3.5. İMKB Ulusal Hisse Senedi Fiyat Endeksleri, % Değişimleri ve İMKB Ulusal Endeksi Toplam İşlem Hacmi 2005-2010 Yıllarındaki 3 Aylık Ortalama Kapanış Değerleri

Tablo 7: İMKB Ulusal Hisse Senedi Fiyat Endeksleri, % Değişimleri ve İMKB Ulusal Endeksi Toplam İşlem Hacmi 3 Aylık Ortalama Kapanış Değerleri (2005-2010)

Veri Başlığı	Ulusal 100 Endeksi (Fiyat)	Ulusal Tüm-100 Endeksi (Fiyat)	Ulusal Hizmet Endeksi (Fiyat)	Ulusal 100 Endeks %Değişim	Ulusal Tüm-100 Endeksi %Değişim	Ulusal Hizmet Endeksi %Değişim	İMKB Ulusal Endeksi Toplam İşlem Hacmi (Bin TL)
Tarih							
31.03.2005	26.669,2065	14.176,9671	22.189,3801	0,00	0,00	0,00	1.168.004,7540
30.06.2005	25.248,0932	13.787,6837	30.559,5576	-0,05	0,46	0,38	1.114.478,9250
30.09.2005	30.157,6032	15.088,0207	24.126,1353	0,19	-0,27	-0,21	1.083.993,9896
30.12.2005	35.372,3435	17.020,6929	27.684,0677	0,17	0,13	0,15	1.191.469,0847
31.03.2006	44.259,9166	20.028,3430	33.013,0441	0,25	0,18	0,19	1.619.809,0782
30.06.2006	39.800,9854	19.398,6063	31.303,1352	-0,10	-0,03	-0,05	1.465.294,0647
29.09.2006	36.572,0526	19.725,2278	28.649,2407	-0,08	0,02	-0,08	1.051.080,8488
29.12.2006	38.809,2395	21.596,4531	30.073,7456	0,06	0,09	0,05	1.109.752,1082
30.03.2007	41.486,8488	22.906,7990	33.074,2137	0,07	0,06	0,10	1.402.217,7363
29.06.2007	45.754,0111	24.975,4851	37.041,8802	0,10	0,09	0,12	1.336.851,3084
28.09.2007	50.535,4935	27.890,2433	39.540,1903	0,10	0,12	0,07	1.810.393,3834
31.12.2007	55.299,8880	32.217,0951	40.481,2105	0,09	0,16	0,02	1.596.778,9277
31.03.2008	44.930,8525	30.482,2390	35.167,7615	-0,19	-0,05	-0,13	1.538.099,2494
30.06.2008	40.688,1562	28.856,9067	35.572,3611	-0,09	-0,05	0,01	1.245.255,3916
29.09.2008	38.417,2922	26.307,4103	32.716,9843	-0,06	-0,09	-0,08	1.287.924,9483
31.12.2008	26.351,4376	21.347,1883	20.470,3198	-0,31	-0,19	-0,37	1.239.900,5020
31.03.2009	25.031,3250	22.539,5998	19.307,6972	-0,05	0,06	-0,06	1.139.540,7320
30.06.2009	32.529,4530	24.940,4651	24.363,5849	0,30	0,11	0,26	2.175.521,6232
30.09.2009	43.442,6803	29.846,2027	31.705,5917	0,34	0,20	0,30	2.132.988,3576
31.12.2009	49.103,5138	33.655,8580	35.661,2206	0,13	0,13	0,12	2.230.254,8026
31.03.2010	53.372,9870	36.305,9943	40.266,9492	0,09	0,08	0,13	2.801.448,5886
30.06.2010	56.570,8236	35.378,7071	42.098,9918	0,06	-0,03	0,05	2.430.914,4754
30.09.2010	60.185,0403	37.205,3185	44.388,3957	0,06	0,05	0,05	2.006.625,2444
31.12.2010	67.317,9953	42.741,4189	50.498,6483	0,12	0,15	0,14	2.934.788,3874

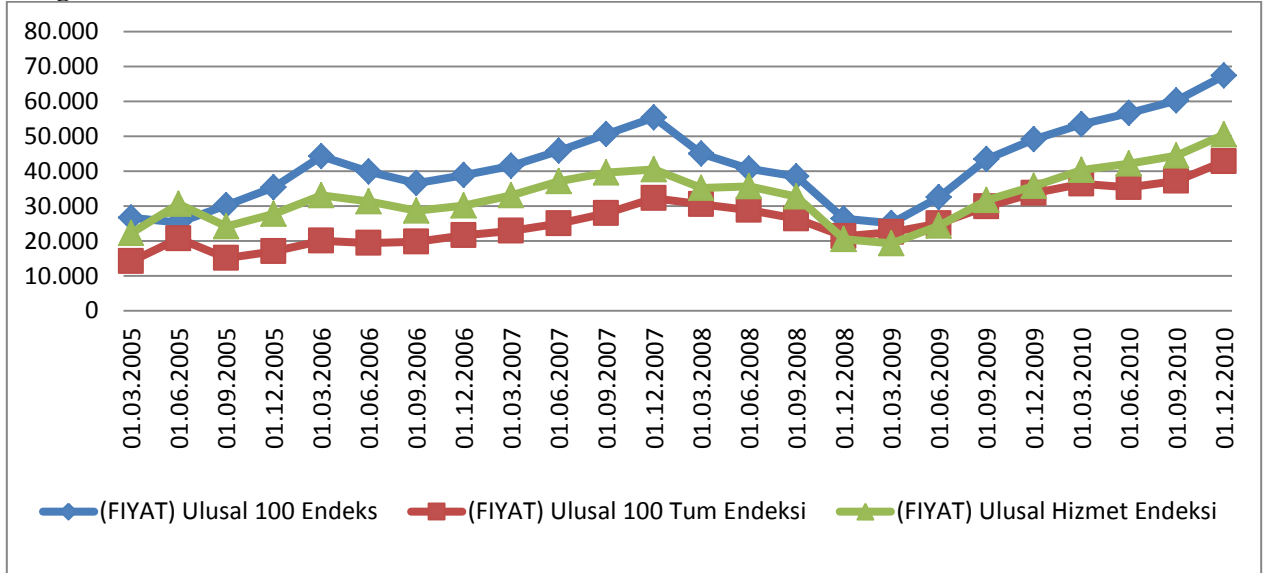
Kaynak: TCMB 2005-2010 Yılları Arasındaki Verilerden Derlenmiştir.

*TCMB 01.01.2005-31.12.2010 tarih aralığındaki günlük kapanış verilerinin 3'er aylık aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmıştır. % Değişim hesaplamasında 31.03.2005 verileri baz alınacağı için sıfır kabul edilmiştir.

Yukarıdaki Tablo 7 ve aşağıdaki Grafik 5 incelendiğinde, analize konu olan altı yıl içerisinde; İMKB Ulusal 100 Endeksinin 25.031 – 67.317 aralığında, İMKB Ulusal Tüm-100 Endeksinin 13.787 – 42.741 aralığında, İMKB Ulusal Hizmet Endeksinin 19.307 – 50.498 aralığında ve İMKB Ulusal Endeksi İşlem Hacminin de 1.050.080 – 2.934.788 aralığında seyrettiği görülmektedir. Endekslerin tamamında iniş ve çıkışlar

olmakla birlikte trend yükseliş eğilimindedir. Ekonomik konjonktürde bunalım evresi olarak kabul edilen 2008 Krizinin yaşandığı, 2008 ikinci çeyrek ile 2009 ilk çeyrek aralığında endekslerde peş peşe gerçekleşen düşüşler dikkat çekmektedir. İMKB Ulusal 100 ve İMKB Hizmet Endekslerinde analize konu olan altı yılın en düşük verilerinin de gene 2009 ilk çeyreğine ait olduğu görülmektedir. Benzer şekilde endekslerin % değişimleri sütunlarında da 2008 son çeyreğinde çok sert düşüşlerin yaşandığı görülmektedir. İMKB Ulusal Endeksi Toplam İşlem Hacmine bakıldığında, 2008 Krizinin hemen öncesi ve sonrasındaki dönemlerle kıyaslandığında, hacim verilerinin nispeten düşük kaldığı fark edilmektedir. Aşağıdaki Grafik 5'e bakıldığında bir diğer dikkati çeken özellik de endeks fiyat hareketlerinin, oransal olarak farklı olmakla birlikte, senkronize hareket etmeleridir. Borsalarda beklentilerin alınıp-satıldığı düşünülünce, ilgili kriz dönemiyle alakalı yatırımcı beklentilerinin olumsuzluğu verilere yansımıştır. İlerleyen dönemlerde, geçmiş yıllardaki krizler dikkate alınınca, hızlı bir toparlanmanın olduğu da verilerden anlaşılmaktadır. Öyle ki, analize konu olan altı yılın ilk verileri, son yıla gelindiğinden iki mislinden fazla artmıştır. Bu yüksek oranlı artış Tablo 7'deki tüm fiyat endekslerinde ve işlem hacminde görülmektedir.

Grafik 5: İMKB Ulusal 100 Hisse Senedi Fiyat Endeksleri 3 Aylık Ortalama Kapanış Değerleri (2005-2010)



Kaynak: TCMB 2005-2010 Yılları Arasındaki Verilerden Derlenmiştir.

*TCMB 01.01.2005-31.12.2010 tarih aralığındaki günlük kapanış verilerinin 3'er aylık aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmıştır.

3.6. Döviz Kurlarının 3 Aylık Kapanış Fiyatı Değerlerinin 2005-2010 Yıllarındaki Dağılımı ve % Değişimi

Tablo 8: Döviz Kurlarının 3 Aylık Kapanış Fiyatı Değerlerinin Yıllara Göre Dağılımı ve % Değişimi (2005-2010)

Veri Başlığı	Euro (Döviz Satış) (Fiyat)	ABD Doları (Döviz Satış) (Fiyat)	Euro % Değişim	ABD Doları % Değişim
Tarih				
31.03.2005	1,7412	1,3270	0,00	0,00
30.06.2005	1,7211	1,3643	-0,01	0,03
30.09.2005	1,6479	1,3419	-0,04	-0,02
30.12.2005	1,6130	1,3567	-0,02	0,01
31.03.2006	1,5756	1,3105	-0,02	-0,03
30.06.2006	1,9199	1,5106	0,22	0,15
29.09.2006	1,9146	1,5023	0,00	-0,01
29.12.2006	1,8809	1,4587	-0,02	-0,03
30.03.2007	1,8476	1,4111	-0,02	-0,03
29.06.2007	1,7913	1,3299	-0,03	-0,06
28.09.2007	1,7680	1,2876	-0,01	-0,03
31.12.2007	1,7237	1,1905	-0,03	-0,08
31.03.2008	1,8021	1,2028	0,05	0,01
30.06.2008	1,9736	1,2632	0,10	0,05
29.09.2008	1,8221	1,2099	-0,08	-0,04
31.12.2008	2,0333	1,5407	0,12	0,27
31.03.2009	2,1601	1,6566	0,06	0,08
30.06.2009	2,1392	1,5728	-0,01	-0,05
30.09.2009	2,1429	1,4999	0,00	-0,05
31.12.2009	2,1994	1,4877	0,03	-0,01
31.03.2010	2,0889	1,5073	-0,05	0,01
30.06.2010	1,9617	1,5384	-0,06	0,02
30.09.2010	1,9566	1,5162	0,00	-0,01
31.12.2010	1,9869	1,4607	0,02	-0,04

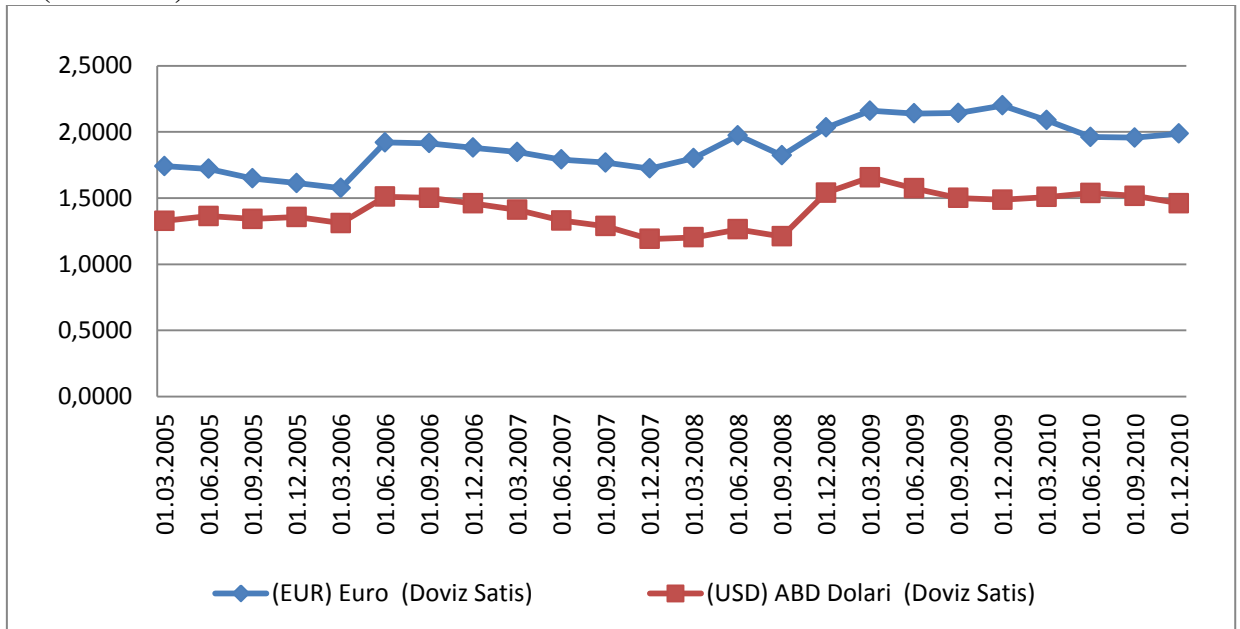
Kaynak: TCMB 2005-2010 Yılları Arasındaki Verilerden Derlenmiştir.

*TCMB 01.01.2005-31.12.2010 tarih aralığındaki günlük kapanış verilerinin 3 aylık aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmıştır. % Değişim hesaplamasında 31.03.2005 verileri baz alınacağı için sıfır kabul edilmiştir.

Yukarıdaki Tablo 8 ve aşağıdaki Grafik 6 incelendiğinde, analize konu olan altı yılın, üç aylık periyotlar halinde aritmetik ortalama alınarak hesaplanmış Euro ve ABD Doları verileri ile % değişimleri görülmektedir. İki para birimi birbiriyle kıyaslandığında Euro'nun daha istikrarlı bir trende sahip olduğu fark edilmektedir. Dolar fiyatındaki iniş çıkışlar istikrarsızlık olarak kabul edilirse, ABD Doları'nın geçmişi ve dünya çapındaki geçerliliği dikkate alındığında, yeni bir para birimi olan Euro'nun istikrarlı fiyat artışı, yatırımcıların ABD Ekonomisine olan güveninin

sarsıldığı söylenebilir. 2008 Krizinde Amerikan ekonomisinin literatüre geçen olumsuz verileri, batan dünya çapındaki bankaları ve tasarrufa yönelik belirlenen politikaları hatırlanacak olursa; ABD Doları'nın istikrarsızlığı, diğer şartlar veriyken, temellendirilmiş olunacaktır. Bu iki döviz cinsindeki fiyat yükselişleri, diğer şartlar veri kabul edilerek, yatırımcı tercihinine bağlı değerlendirildiğinde; yatırımcı eğiliminde istikrarın önemi ortaya çıkmaktadır. Aşağıdaki Grafik 6 incelendiğinde, iki para biriminin fiyat hareketlerinde, oransal farklılıklara rağmen bir senkronizasyon göze çarpmaktadır.

Grafik 6: Döviz Kurlarının 3 Aylık Kapanış Fiyatı Değerlerinin Yıllara Göre Dağılımı (2005-2010)



Kaynak: TCMB 2005-2010 Yılları Arasındaki Verilerden Derlenmiştir.

*TCMB 01.01.2005-31.12.2010 tarih aralığındaki günlük kapanış verilerininin 3'er aylık aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmıştır.

3.7. İMKB Endeksleri, Altın, Euro, Dolar 3 Aylık Kapanış 2005-2010

Yıllarındaki Değerlerinin % Değişimi

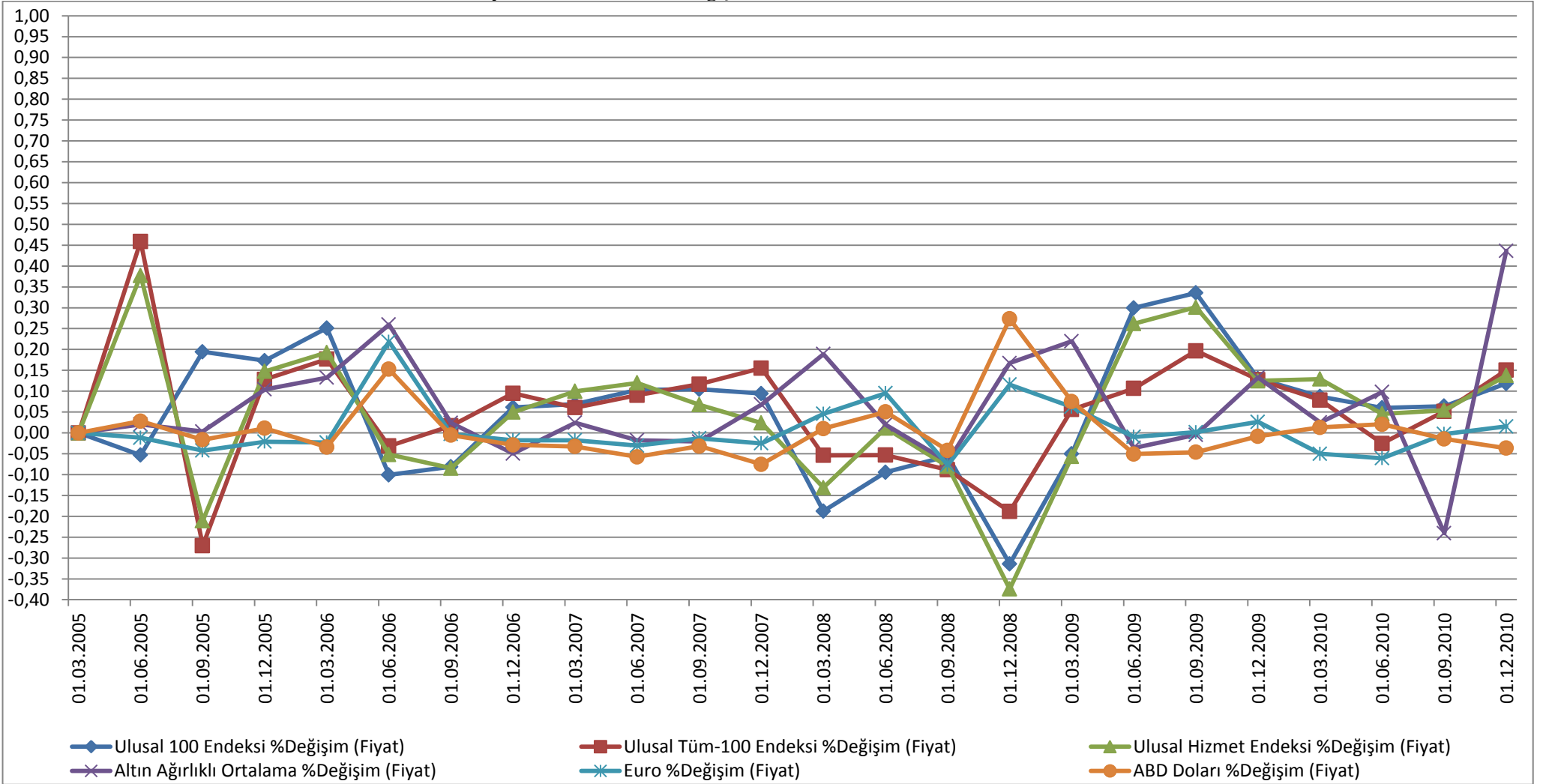
Tablo 9: İMKB Endeksleri, Altın, Euro, Dolar 3 Aylık Kapanış Fiyatı Değerlerinin % Değişimi (2005-2010)

Veri Başlığı	Ulusal 100 Endeksi %Değişim (Fiyat)	Ulusal Tüm-100 Endeksi %Değişim (Fiyat)	Ulusal Hizmet Endeksi %Değişim (Fiyat)	Altın Ağırlıklı Ortalama %Değişim (TL/Kg)	Euro %Değişim (Fiyat)	ABD Doları %Değişim (Fiyat)
Tarih						
31.03.2005	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
30.06.2005	-0,05	0,46	0,38	0,02	-0,01	0,03
30.09.2005	0,19	-0,27	-0,21	0,00	-0,04	-0,02
30.12.2005	0,17	0,13	0,15	0,10	-0,02	0,01
31.03.2006	0,25	0,18	0,19	0,13	-0,02	-0,03
30.06.2006	-0,10	-0,03	-0,05	0,26	0,22	0,15
29.09.2006	-0,08	0,02	-0,08	0,02	0,00	-0,01
29.12.2006	0,06	0,09	0,05	-0,05	-0,02	-0,03
30.03.2007	0,07	0,06	0,10	0,02	-0,02	-0,03
29.06.2007	0,10	0,09	0,12	-0,02	-0,03	-0,06
28.09.2007	0,10	0,12	0,07	-0,02	-0,01	-0,03
31.12.2007	0,09	0,16	0,02	0,07	-0,03	-0,08
31.03.2008	-0,19	-0,05	-0,13	0,19	0,05	0,01
30.06.2008	-0,09	-0,05	0,01	0,02	0,10	0,05
29.09.2008	-0,06	-0,09	-0,08	-0,07	-0,08	-0,04
31.12.2008	-0,31	-0,19	-0,37	0,17	0,12	0,27
31.03.2009	-0,05	0,06	-0,06	0,22	0,06	0,08
30.06.2009	0,30	0,11	0,26	-0,04	-0,01	-0,05
30.09.2009	0,34	0,20	0,30	0,00	0,00	-0,05
31.12.2009	0,13	0,13	0,12	0,13	0,03	-0,01
31.03.2010	0,09	0,08	0,13	0,03	-0,05	0,01
30.06.2010	0,06	-0,03	0,05	0,10	-0,06	0,02
30.09.2010	0,06	0,05	0,05	-0,24	0,00	-0,01
31.12.2010	0,12	0,15	0,14	0,44	0,02	-0,04

Kaynak: TCMB 2005-2010 Yılları Arasındaki Verilerden Derlenmiştir.

*TCMB 01.01.2005-31.12.2010 tarih aralığındaki günlük kapanış verilerinin 3'er aylık aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmıştır. % Değişim hesaplamasında 31.03.2005 verileri baz alınacağı için sıfır kabul edilmiştir.

Grafik 7: İMKB Endeksleri, Altın, Euro, Dolar 3 Aylık Dönemlerde % Değişim (2005-2010)



Kaynak: TCMB 2005-2010 Yılları Arasındaki Verilerden Derlenmiştir.

*TCMB 01.01.2005-31.12.2010 tarih aralığındaki günlük kapanış verilerinin 3'er aylık aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmıştır. % Değişim hesaplamasında 31.03.2005 verileri başlangıç alındığı için sıfır kabul edilmiştir.

Yukarıdaki Tablo 9 ve Grafik 7 incelendiğinde, analize konu olan tüm verilerin % değişimlerinde iniş-çıkışlar olmakla birlikte genel olarak yükseliş trendi görülmektedir. Ekonomik konjonktürde bunalım evresinin yaşandığı 2008 Yılı ilk çeyreğinden itibaren, Tablo 9'da yer alan İMKB endekslerinden; Ulusal 100 Endeksi, Ulusal Tüm-100 Endeksi ve Ulusal Hizmet Endeksi % değişimlerinde, sert düşüşler görülmektedir. 2008 Yılı son çeyreğine gelindiğinde bu üç İMKB endeksinin, analize konu olan 2005-2010 yılları içerisinde en çok % ile düştüğü görülmektedir. Diğer tarafta 2008 Yılı ilk yarısında altın, ABD Doları ve Euro için % değişimde artış gözlemlenmektedir. 2008 üçüncü çeyrekte İMKB endekslerinin düşüş yüzdelerine denk bir düşüş vardır. 2008 son çeyreğe gelindiğinde, tabloda yer alan İMKB endekslerinin en yüksek % ile düşmesine rağmen altın, ABD Doları ve Euro'nun yüksek bir % ile yükseldiği görülmektedir. 2009 Yılı ilk çeyreğinde İMKB endeksleri için bir önceki çeyreğe kıyasla azalmakla birlikte düşüş devam ederken altın, ABD Doları ve Euro için yükselişin devam ettiği görülmektedir. 2009 ikinci çeyreğinden 2010 sonuna kadar İMKB endekslerinin tamamında % değişim artış yönlüdür. 2008 Krizi sonrası İMKB endekslerindeki artışlar dikkate alındığında, yatırımcı beklentilerinin olumluya döndüğü, krizi fırsata çevirme eğilimiyle hareket edildiği ve spekülasyon işlemlerin gerçekleştiği söylenebilir. 2009 ikinci çeyreğinden 2010 Yılı sonuna kadarki sürede altın, ABD Doları ve Euro fiyatlarında ise makul iniş ve çıkışlar vardır.

SONUÇ

20. Yy' dan itibaren makro ekonomiye bakıldığında, Birinci Dünya Savaşı'ndan sonra hükümetlerin müdahaleci politikaları göze çarpmaktadır. 21. Yy içindeki ekonomik gelişmelerin en çarpıcısı ise konjonktür kavramının parçalardan oluşan bir bütün olduğunun fark edilmesiyle, ekonomik konjonktür sürecine müdahale edilebileceği fikrinin devlet politikalarında yer bulması ve uygulanmasıdır. Konjonktür sürecindeki duraklama ve bunalım evrelerine müdahaleler, konjonktürel hareketlerin şiddet ve uzunluğunu önemli ölçüde etkileyerek bunları kontrol altına almayı amaçlamıştır.

Ekonomik konjonktürün daralma sürecinin bertaraf edilmesi için verilen mücadele, ekonomi bütününe parçaları olan sektörlere kadar yansımıştır. Ekonomik konjonktürün duraklama ve bunalım evrelerine müdahaleler, hükümetler tarafından para ve maliye politikaları yoluyla gerçekleştirilmiştir. Sektörel ölçekte ve firma bazında müdahalelere de rastlanmaktadır. Tüketici talebini teşvik etmek için reklam ve tanıtıma önemli bütçeler ayrılması, bunun yanında kârdan kısmen ya da tamamen vazgeçilen kampanyalar yapılması örnek olarak gösterilebilir.

Büyük veya küçük ölçekli müdahaleler, duraklama ve bunalım evrelerini kısaltmakta ve konjonktür devresindeki dibin derinliğini azaltmakta, böylelikle dipten doruğa uzanan canlanma ve refah evrelerini başlatmakta önemli rol oynamaktadır. Benzer müdahaleler canlanma ve refah evrelerinin sürdürülmesi için de yapılmaktadır. Bu durumda derinliği azalan dipler, yüksekliği artan doruklar karşımıza çıkar. İşte bu trend eğrisinin yukarı yönlü ilerleyişinin en önemli sebeplerinden biridir.

Ekonomik konjonktürde bunalıma neden olan sorunların kaynağı tartışma konusudur. Bunun nedeni; yatırımcının rasyonelliğine ve yatırım tercihlerinin her zaman şahsın kârını maksimize edeceği, bunu yaparken de toplum refahını arttıracacağı varsayımına dayanan teorilerin, mevcut ekonomik konjonktür sorunlarını açıklamada yetersiz olduğunun görülmesidir. Ekonomik konjonktürde yaşanan olumsuzlukların nedenleri ve çözüm önerileri, yeni teorilerden davranışsal finansın da dayanağını oluşturmuştur. Bilişsel (anlama ve kavrama ile ilgili psikolojik) kusurlara dikkat çeken davranışsal finans, yatırım kararlarındaki rasyonellikten sapmalara açıklık

getirmiştir. Yatırımcı cephesinden alınan kararların kârı maksimize etmeye yetemeyeceği, yatırım yapılan finansal aracın risk potansiyeliyle de alakalıdır. Finansal piyasaların işleyişindeki döngü; ekonomik konjonktürü açıklarken, yatırımcı kusurlarını, bunu açıklarken de risk yönetimini konuya dâhil etmektedir. Farklı değişkenlerden etkilenen ekonomik verilerin en hızlı nüfuz ettiği finansal kurumsa borsalardır. Bu sebeple borsalar, ekonominin barometresidir.

Beklentilerin alınıp satıldığı borsalar, yükseliş trendinde olduğunda, ülke ekonomisinin verileri de genellikle olumlu bir seyre sahip olmaktadır. Borsalar düşüş trendinde olduğunda ise, mevcut olumsuzluk kendisini ülkenin reel sektöründe de hissettirmektedir. Çünkü reel piyasaların işlemlerini sağlayan kaynak ve fon gücü, finansal sistemin sağlıklı işleyişine bağlıdır. Elde edilemeyen kaynaklar, reel sektöre aktarılamayacağından ekonomik işleyişin yavaşlamasına ve gelişmemesine sebep olabilmektedir.

Çalışmamızın varsayımı olarak belirlenen; “Yatırımların değişmesinde ve gelişmesinde davranışsal finansın yapısı, borsa yatırımlarını etkiler.”in teyit edildiği görülmektedir. Bunun için: Küreselleşmenin makro ekonomik döngüye mikro ölçekteki kurumları entegre etmesinin olumlu ve olumsuz yönleri sayılabilir. Sermayenin ucuzlaması ve kolay ulaşılabilirliği, rantın minimize oluşu ve ülkelerin kalkınmasını kolaylaştırması başlıca olumlu etkileridir. Entegrasyonun başlıca olumsuzluğu ise, risk potansiyelinin artması ve dış kaynaklı risklerin kontrol edilebilirliğinin azalmasıdır. Olumlu ve olumsuz etkileşimler, finansal sistem içinde hassasiyeti yüksek bir kurum olan borsalarda hissedilmekte ve endekslerine çabucak yansımaktadır.

Çalışmada, ülkemizin ekonomik konjonktürün riskli süreçlerinde, nasıl bir yatırımcı eğilimine sahip olduğunu ortaya koyabilmek hedeflenmiştir. Yer verilen bir kısım İMKB endeksleri, para birimleri ve değerli maden üzerine yapılan veri analiziyle; son yıllarda ekonomik konjonktürde kırılmanın en çok hissedildiği, ABD kaynaklı 2008 Krizinin Türkiye’yi nasıl etkilediği anlaşılmaya çalışılmıştır. Analizde İMKB endekslerinin, dış kaynaklı bunalım evresinden bağımsız hareket edemediği ve krizin her türlü etkisinin endekslere yansıdığı görülmüştür. Bir başka deyişle, İMKB endekslerinin gösterge olma işlevini yerine getirdiği de söylenebilir. Bu çalışma ile küreselleşmenin makro ekonomiyi olumlu ve olumsuz yönleriyle mikro ekonomilere indirgediği ve borsaların bu durumu hızlı ve net bir şekilde yansıttığı söylenebilir.

EKLER

EK 1: İMKB Endeksleri, Altın, Euro, Dolar Aylık Verilerinin Dağılımı

TARİH	Ulusal Tüm-100 Endeksi (Fiyat)	Ulusal Hizmet Endeksi (Fiyat)	Altın Ağırlıklı Ortalama Fiyatı(TL/Kg)	Euro (Döviz Satış) (Fiyat)	ABD Doları (Döviz Satış) (Fiyat)
31.01.2005	14.561,7984	21.636,6400	18.566,9623	1,7825	1,3544
28.02.2005	14.197,7230	22.853,4145	17.896,5518	1,7108	1,3155
31.03.2005	13.771,3800	22.078,0857	18.176,5587	1,7302	1,3113
29.04.2005	13.498,4910	20.241,3876	18.470,8422	1,7605	1,3600
31.05.2005	13.795,3610	19.702,3467	18.642,9480	1,7460	1,3716
30.06.2005	14.069,1991	21.175,3809	18.613,0344	1,6569	1,3612
29.07.2005	14.440,2476	22.676,4181	18.292,9488	1,6128	1,3392
31.08.2005	14.828,6382	23.477,5259	18.470,4829	1,6515	1,3431
30.09.2005	15.995,1764	26.224,4618	19.152,4457	1,6443	1,3406
31.10.2005	16.000,2381	25.783,3433	0,0000	1,6321	1,3577
30.11.2005	17.041,1415	27.144,0415	20.471,2686	1,6032	1,3602
30.12.2005	18.020,6991	30.124,8182	22.124,7990	1,6038	1,3522
31.01.2006	18.717,5382	32.014,1559	22.520,0000	1,5367	1,2699
28.02.2006	20.716,6395	33.843,3000	23.532,8800	1,5862	1,3265
31.03.2006	20.650,8513	33.181,6765	23.883,8392	1,6039	1,3351
28.04.2006	20.161,2090	33.778,3200	26.872,0040	1,6367	1,3373
31.05.2006	19.763,0686	32.208,4236	30.849,6240	1,8122	1,4207
30.06.2006	18.271,5414	27.922,6618	30.366,0206	2,0276	1,6005
31.07.2006	18.794,3995	27.970,1795	31.540,8915	1,9767	1,5583
31.08.2006	19.566,7800	29.067,9486	30.090,6791	1,8820	1,4692
29.09.2006	20.814,5038	28.909,5938	28.554,6033	1,8852	1,4793
31.10.2006	21.896,7279	29.112,8932	27.680,7600	1,8724	1,4834
30.11.2006	21.414,2582	30.354,4555	29.278,4685	1,8754	1,4580
29.12.2006	21.478,3733	30.753,8881	28.743,2300	1,8951	1,4348
31.01.2007	22.582,1285	31.092,5600	28.694,0620	1,8529	1,4267
28.02.2007	23.447,8930	34.189,4165	29.625,0000	1,8243	1,3969
30.03.2007	22.690,3755	33.940,6645	29.469,5278	1,8656	1,4096
30.04.2007	24.296,6850	36.382,0645	29.616,4086	1,8366	1,3618
31.05.2007	24.732,1470	37.451,9770	28.778,0616	1,8100	1,3383
29.06.2007	25.897,6233	37.291,5990	27.845,5963	1,7726	1,3215
31.07.2007	28.139,1550	40.148,8577	27.565,5086	1,7566	1,2808
31.08.2007	27.195,8824	38.460,0657	28.075,9677	1,7903	1,3146
28.09.2007	28.335,6925	40.011,6475	28.812,2482	1,7572	1,2674
31.10.2007	30.355,6943	41.732,6629	29.096,1363	1,7078	1,2024
30.11.2007	32.104,1767	39.829,6471	30.708,6307	1,7457	1,1905
31.12.2007	34.191,4142	39.881,3216	30.402,8833	1,7175	1,1786
31.01.2008	30.894,7545	36.673,1073	33.059,7308	1,7290	1,1761
29.02.2008	30.122,8038	34.557,6686	35.263,4525	1,7587	1,1939
31.03.2008	30.429,1586	34.272,5086	38.912,6100	1,9188	1,2383
30.04.2008	29.921,0733	35.433,0081	38.199,2013	2,0540	1,3030
30.05.2008	28.880,4076	36.754,4900	35.821,7755	1,9497	1,2530
30.06.2008	27.769,2390	34.529,5852	35.335,4736	1,9172	1,2337
31.07.2008	25.972,9252	32.909,7235	36.865,5331	1,9189	1,2158
29.08.2008	27.517,0495	34.835,7005	32.333,4700	1,7696	1,1783
29.09.2008	25.432,2562	30.405,5290	32.595,4427	1,7778	1,2356
31.10.2008	21.700,6735	22.680,2135	38.254,5333	1,9721	1,4804
28.11.2008	20.693,8830	19.807,0085	39.515,0769	2,0312	1,5955
31.12.2008	21.647,0084	18.923,7374	41.049,4368	2,0966	1,5462
30.01.2009	22.589,6586	19.433,6910	43.942,9010	2,1251	1,5967
27.02.2009	23.208,4335	19.183,0310	50.059,9020	2,1258	1,6603
31.03.2009	21.820,7073	19.306,3695	50.923,1459	2,2294	1,7128

30.04.2009	23.233,0362	21.186,0210	46.064,5195	2,1272	1,6119
29.05.2009	25.339,1442	24.740,7732	46.515,4889	2,1218	1,5593
30.06.2009	26.249,2150	27.163,9605	47.129,8824	2,1688	1,5472
31.07.2009	27.447,9130	28.430,4848	45.750,7096	2,1420	1,5210
31.08.2009	30.594,0414	32.448,8429	45.536,4976	2,1186	1,4864
30.09.2009	31.496,6535	34.237,4475	47.769,6370	2,1680	1,4924
30.10.2009	33.664,3329	36.164,7190	49.385,2335	2,1771	1,4692
26.11.2009	32.612,7016	34.444,3926	53.435,7500	2,2161	1,4872
31.12.2009	34.690,5396	36.374,5500	54.723,0204	2,2049	1,5067
29.01.2010	38.024,7315	40.000,1015	52.999,2615	2,1074	1,4734
26.02.2010	35.666,3640	39.626,9165	53.434,5090	2,0739	1,5128
31.03.2010	35.226,8874	41.173,8296	55.049,7161	2,0855	1,5357
30.04.2010	37.113,8167	43.626,1300	55.017,1324	2,0090	1,4950
31.05.2010	34.720,9005	41.668,6510	59.666,2570	1,9489	1,5422
30.06.2010	34.301,4041	41.002,1945	62.602,6518	1,9273	1,5779
30.07.2010	34.978,0541	42.457,3445	59.448,3582	1,9655	1,5437
31.08.2010	37.197,6600	43.906,9486	58.950,0679	1,9512	1,5089
30.09.2010	39.440,2415	46.800,8940	61.138,3295	1,9532	1,4961
28.10.2010	42.633,4165	50.318,8695	61.589,7944	1,9797	1,4253
30.11.2010	43.378,9928	49.997,7622	63.643,5153	1,9721	1,4364
31.12.2010	42.211,8474	50.999,5343	68.192,3774	2,0089	1,5204

Kaynak: TCMB 2005-2010 Yılları Arasındaki Verilerden Derlenmiştir.

*TCMB 01.01.2005-31.12.2010 tarih aralığındaki günlük kapanış verilerinin aylık aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmıştır. Verilerin temin edildiği TCMB resmi internet sitesinde 2005 Yılı Ekim ayına ait altın verisi verilmediğinden, “0” olarak kabul edilmiştir.

KAYNAKÇA

Kitaplar

Alkın, Emre – Savaş, Tuğrul – Akman, Vedat. **Bankalarda Risk Yönetimine Giriş**, İstanbul: Çetin Matbaacılık, 2001.

Aren, Sadun. İstihdam, **Para ve İktisadi Politika**, 11. Baskı, Ankara: Savaş Yayınevi, 1998.

Babuşcu, Şenol. **Basel II Düzenlemeleri Çerçevesinde Bankalarda Risk Yönetimi**, Ankara: 4C Basım Hizmetleri, 2005.

Barak, Osman. **Davranışsal Finans Teori ve Uygulama**, Ankara: Gazi Kitabevi, 2008.

Barutça, Hayri. **Parasal Konjunktür Teorileri, Türkiye Ekonomisinde Uygulanan Para Politikalarının Konjunktürel Etkileri**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2000.

Bolak, Mehmet. **Risk ve Yönetim**, İstanbul: Birsen Yayınevi, 2004.

Bolgün, Evren – Akçay, Barış. **Risk Yönetimi Gelişmekte Olan Türk Finans Piyasasında Entegre Risk Ölçüm ve Yönetim Uygulamaları**, İstanbul: Scala Yayıncılık, 2005.

Brenfenbrenner, Martin – Sichel, Werner – Gardner, Wayland. **Macroeconomics**, Massachusetts: Houghton Mifflin Company, 1987.

Candan, Hasan – Özün, Alper. **Bankalarda Risk Yönetimi ve Basel II**, İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 2006.

Ceylan, Ali – KORKMAZ, Turhan. **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 2008.

CIVAN, Mehmet. **Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi**, Ankara: Gazi Kitabevi, 2007.

Coşkun, Metin. **Sermaye Piyasaları**, Eskişehir: Genç Copy Center, 2008.

Dinler, Zeynel. **İktisada Giriş**, 9. Baskı, Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları, 2003.

Döm, Serpil. **Yatırımcı Psikolojisi**, İstanbul: Değişim Yayınları, 2003.

Ercan, Metin Kamil. **Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim**, Ankara: Gazi Kitabevi, 2005.

Güven, Özcan. **Ekonomide Konjunktür Olayları ve Etkileri**, İzmir: İstiklal Matbaası, 1973.

Haberler, Gottfried. **Prosperity and Depression**, First Edition, New York: Harvard University Press, 1963.

Hatipoğlu, Zeyyat. **İktisadi Durgunluğun Sebepleri**, İstanbul: Sermet Matbaası, 1965.

Nofsinger, John R. **The Psychology of Investing**, New Jersey: Pearson Education Ltd., 2002.

Kurun, Engin. **Faiz Riski Yönetimi ve Türkiye Uygulaması**, Ankara: SPK Yayınları, 2005.

Mishkin, Frederic S. **Para Teorisi-Politikası** (Çeviri: İlyas Şıklar-Ahmet Çakma-Suat Yavuz), İstanbul: Bilim ve Teknik Yayınevi, 2000.

Montier, James. **Behavioral Finance: Insights into Irrational Minds and Markets**, West Sussex: John Wiley And Sons Ltd., 2002.

Özer, Mustafa - Taban, Sami. **Modern Konjonktür Teorileri**, 2. Baskı, Bursa: Ekin Kitabevi, 2006.

Samuelsen, P. – Nordhan, W., **Economics**, 4. Press, Princeton: Princeton University, 1994.

Parasız, İlker - Melike, Bildirici. **Modern Konjonktür Teorileri**, 1.Baskı, Bursa: Ezgi Kitabevi, 2006.

Parasız, İlker. **Makro Ekonomi: Teori ve Politika**, 7. Baskı, Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları, 1998.

Pompian, Michael M. **Behavioral Finance and Wealth Manegement: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases**, New Jersey: John Wiley And Sons Press, 2006.

Sayılgan, Güven. **Finansal Piyasalar ve Finansman Yöntemleri**, Ankara: Turhan Kitabevi, 2004.

Seyidoğlu, Halil. **Ekonomi ve İşletmecilik Terimleri Açıklamalı Sözlük**, 2.Baskı, İstanbul: Güzem Can Yayınları, 2001.

Sherman, Horward J. **The business Cycle Growth and Crises Under Capitalism**, 2.Baskı, Princeton: Princeton University, 1991.

Spencer, Milton. **Contemporary Macroeconomics**, Thid Edition, New York: Worth Publishers, Inc., 1977.

Şahin, Hüseyin. **İktisada Giriş**, 5. Baskı, Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları, 1997.

Unay, Cafer. **Ekonomik Konjonktür**, 6. Baskı, Bursa: Ekin Kitabevi, 2001.

Uzunoglu, Mehmet. **Matlab ile Risk Yönetimi**, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2005.

Vane, H.R. – Thompson, J.L.. **Current Controversis in Macroeconomics**. 1.Baskı, Worcester: Billing and Jones Ltd., 1992.

Sürelî Yayınlar

Bostancı, Faruk. **Davranışçı Finans Yeterlilik Etüdü**, Ankara: S.P.K. Yayınları, No:57, 2003.

Çıtak, Serdar. **Geleneksel Risk Yönetiminden Programlanmış Menkul Kıymet İşlemlerine**, İstanbul: Dünya Yayıncılık, Ekonomi Dizisi:7, 1999.

Dağlı, Hüseyin. **Hisse Senedi Piyasa Endeksleri ve Türkiye**, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Cilt 3, Sayı: 4, Balıkesir, 2000.

Delikanlı, İhsan Uğur. **Döviz Kuru Riski ve Sermaye Yeterliliği**, Active Bankacılık ve Finans Dergisi S:6, Mayıs 1999.

Fuller, J. Russel. **Behavioral Finance and Source of Alpha**, Journal of Pension Plan Investing, Vol.2, No:3, 1998.

Odeon, Terrance. **Volume Volatility Price and Profit When All Traders Are above Average**, *The Journal of Finance*, C.53, No:6, 1998.

Schweitzer, M.E., **Productivity Gains During Business Cycles: What's Normal?**, *Economics Commentory*, Vol.17, 1998.

Taner, Berna – Akkaya, Cenk. **Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı**, Muhasebe ve Finansman Dergisi, C.27, Temmuz 2005.

Thaler, Richard. **Mental Accounting Matters**, *Journal of Behavioral Decison Making*, C.12, 1985.

Tversky, Amos – Kahneman, Daniel. **Belief in the Law of Small Numbers**, *Psychological Bulletin*, C.76, No:2, 1971.

Tezler

Arıncıgil, Çiğdem. **Ekonomik Konjonktür ve Türk Emek Piyasası**, (Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 2000.

Ateş, Alper. **Finansal Yatırımların Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi Üzerine Bir Araştırma**, (Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Konya, 2007.

Bayındır, Mehmet. **Risk Değerlendirilmesi Ölçümü ve Analizi**, (Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 1995.

Bülbül, Berna. **Risk ve Getiri Kavramlarına Farklı bir Yaklaşım: Davranışsal Finans ve İMKB Üzerine Bir Uygulama**, (İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 2007.

Cornicello, Giuseppe. **Behavioral Finance and Speculative Bubble**, (Universita Commercial Luigi Bacconi, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Milano, 2004.

Çoban, Ali Türkay. **İMKB’de Sürü Davranışının Test Edilmesi**, (Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Adana, 2009.

Demirel, Hatice Gökçe. **Krizlerin Menkul Kıymetler Borsalarına Etkisi: İMKB Örneği**, (Karamanoğlu Mehmet Bey Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Karaman, 2009.

Emekli, Berkay. **Risk Yönetiminde Riske Maruz Değer Kavramı: Teori ve İMKB Üzerine Uygulamalar**, (Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 2008.

Görmezöz, Gökten. **Türkiye Ekonomisinde Yaşanan Dalgalanmaların İstihdam Üzerindeki Etkisi ve Olumsuz Etkilerin Azaltılmasına Yönelik Önlemler**, TC Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı Türkiye İş Kurumu Genel Müdürlüğü, Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, Ankara, 2007.

Kara, Hüseyin. **Davranışsal Finans ve İMKB Hisse Senedi Getirileri**, (İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 2005.

Moore, Evan C. **An Investing into the Demand for Service Contrats**, (Faculty Of The Virginia Polytechnic Institute and State University Doctorate Program of Philosophy in Economics, Yayınlanmamış Doktora Tezi), Virginia, 2002.

Otluoğlu, Emir. **Davranışsal Finans Çerçevesinde Aşırı Güven Hipotezinin Test Edilmesi: İMKB’de Bir Uygulama**, (İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 2009.

Pamuk, Yalçın. **Devresel Dalgalanma Teorilerinin Analizi ve Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir Uygulama**, (Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Kayseri, 2002.

Serdar, Alper. **Bankacılıkta Riskler ve Risk Yönetimindeki Değişim Sürecinin Kriz Sonrası Türk Bankacılık Sisteminin Yapısı Açısından Değerlendirilmesi**, (İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 2005.

Sınav, Mehmet. **Türkiye’de Reel Sektörde Faaliyet Gösteren Halka Arzlanmış Uluslararası Firmalarda Risk Yönetimi Uygulamaları ve Fonlama Stratejileri**, (İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 2008.

Turan, Şakir. **Davranışsal Finans Perspektifinden Döviz Piyasasında Etkin Piyasalar Hipotezinin Test Edilmesi**, (İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 2010.

Yörükoğlu, Ali. **Davranışsal Finans**, (Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 2007.

İnternet Kaynakları

BDDK, Bankalar İç Denetim ve Risk Yönetim Sistemleri Hakkında Yönetmelik, http://www.bddk.org.tr/turkce/mevzuat/bddk_icdenetim_riskyonetimi.doc. (17.03.2010).

<http://imkb.gov.tr/genel/tarih.htm> (19.03.2010).

<http://www.imkb.gov.tr/Markets/BondsandBillsMarket.aspx> (12.10.2011).

<http://www.imkb.gov.tr/Markets/BondsandBillsMarket/interbankrepomarket.aspx> (12.10.2011).

<http://www.imkb.gov.tr/Markets/BondsandBillsMarket/OutrightPurchasesandSalesMarket.aspx> (12.10.2011).

<http://www.imkb.gov.tr/Markets/BondsandBillsMarket/qualifiedinvestorsmarket.aspx> (12.10.2011).

<http://www.imkb.gov.tr/Markets/BondsandBillsMarket/repomarketforspecifiedsecurities.aspx> (12.10.2010).

<http://www.imkb.gov.tr/Markets/BondsandBillsMarket/RepoReverseRepoMarket.aspx> (12.10.2011).

<http://www.imkb.gov.tr/Markets/EmergingCompaniesMarket.aspx> (12.10.2011).

<http://www.imkb.gov.tr/Markets/ForeignSecuritiesMarket.aspx> (12.10.2011).

İMKB Temel Bilgiler Kılavuzu Endeksler, <http://www.imkb.gov.tr/Publications/TrainingSet2.aspx> (02.07.2011).

İMKB, Temel Bilgiler Kılavuzu Hisse Senedi Piyasası Pazarları, <http://www.imkb.gov.tr/Publications/TrainingSet2.aspx> (02.07.2011).

Kahneman Daniel – Smith, Vernon. Foundations of Behavioral and Experimental Economics, Kungl Vetenskapsak Akademien Information Department,
<http://www.nobelprize.org/economics/laureates/2002/ecoadv2.pdf> (05.03.2010).

Kahneman, Daniel. Maps of Bounded Rationality: A Perspective on Intuitive Judgment and Choice,
<http://nobelprize.org/economics/laureates/2002/kahnemanlecture.html> (05.03.2010).

Küçükkocaoğlu, Güray. Elektronik Emir İletim Yöntemi'nin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Mikro Yapısı Üzerine Etkisi,
www.baskent.edu.tr/~gurayk/kisiselelektronikemir1.pdf (19.03.2010).

Öncü, Semra – Aktaş, Hüseyin – Kargın, Sibel – Aktaş, Rabia – Kayalı, Nilgün. Yatırımcıların Anormal Fiyat Değişimlerine Tepkisi,
<http://www.finansbilim.com/ufs2006/Makaleler/YATIRIMCILARINANORMAL.pdf> (07.03.2010).

The Royal Swedish Academy of Sciences, Foundations of Behavioral and Experimental Economics,
http://www.kva.se/KVA_Root/swe/awards/nobel/economy/press/ecoread2002.pdf, (07.03. 2010).

ÖZGEÇMİŞ

27.05.1984 Tarihinde Şişli/İstanbul'da doğdu. İlk Öğretimi 1999 Yılında Sait Çiftçi İ.Ö.O.'unda tamamladı. Nişantaşı Nuri Akın Lisesini 2002 Yılında üçüncülükle bitirdi. 2006 Yılında Bursa Uludağ Üniversitesi İktisat bölümünü tamamladı. Lisans mezuniyetinin hemen sonrasında iki yıl özel bir bankada çalıştı. 2008 Yılında Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsünde Sermaye Piyasası ve Borsa bölümü Yüksek Lisans programına yerleşti.