

**T.C.
CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ
İKTİSAT TEORİSİ ANABİLİM DALI
İKTİSAT PROGRAMI**

**YATIRIM TERCİHLERİ VE RİSK EĞİLİMİ;
MANİSA İLİ YATIRIMCI PROFİLİ ANALİZİ**

Mehmet YİĞİT

**Danışman
Prof. Dr. Cüneyt Yenal KESBİÇ**

MANİSA-2015

TEZ SAVUNMA TUTANAĞI

TEZ SAVUNMA SINAV TUTANAĞI

Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü 21/05/2015 tarih ve 14/11 sayılı toplantısında jürimiz tarafından Celal Bayar Üniversitesi Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Yönetmeliği'nin 23. Maddesi gereğince Enstitümüz İktisat Anabilim Dalı İktisat Teorisi Yüksek Lisans Programı öğrencisi Mehmet YİĞİT'in "*Yatırım Tercihleri ve Risk Eğilimi; Manisa İli Yatırımcı Profili Analizi*" Konulu tezi incelenmiş ve aday 16/06/2015 tarihinde saat 10,30'da/de jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra 90 dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından jüri üyelerine sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI olduğuna OY BİRLİĞİ
DÜZELTME yapılmasına * OY ÇOKLUĞU
RED edilmesine ** ile karar verilmiştir.

* Bu halde adaya 3 ay süre verilir.

** Bu halde adayın tez konusu değiştirilir veya adayın isteği halinde tezsiz yüksek lisans programına geçişi sağlanır.

BAŞKAN

Prof. Dr. Cüneyt YENİ KESBİÇ

ÜYE

Prof. Dr. İbrahim EROL

ÜYE

Prof. Dr. Ali ÇİMAT

Ev

Hayır

Tez, burs, ödül veya Teşvik programına (Tüba, Fulbright vb.) aday olabilir.

Tez, mutlaka basılmalıdır.

Tez, mevcut haliyle basılmalıdır.

Tez, gözden geçirildikten sonra basılmalıdır.

Tez, basımı gereksizdir.

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum “ Yatırım Tercihleri Ve Risk Eğilimi; Manisa İli Yatırııcı Profili Analizi ” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilen eserlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

.../.../2015

Mehmet YİĞİT

ÖZET

YATIRIM TERCİHLERİ VE RİSK EĞİLİMİ; MANİSA İLİ YATIRIMCI PROFİLİ ANALİZİ

Risk kavramı ekonomi biliminde çokça kullanılmış, fakat tanımlaması pek de kolay yapılamayan bir kavram olmuştur. Riski oluşturan çok farklı unsurların olması, farklı durumlarda farklı sonuçlar göstermesi ve bir de bireylere göre farklılıklar göstermesi bu durumun ortaya çıkmasında etkili olmuştur. Bu anlamda bireysel yatırımcıların risk eğilimlerinin ölçülmesi, pek çok araştırma ve tartışmaya konu olmuştur.

Yatırım kavramı ise, içerisinde risk faktörünü de barındıran daha geniş tanımlamalar gerektirmektedir. Bu tanımlamalar, yatırım konusunda yapılan çalışmalarda, amaçlarına göre, makro düzeyde, işletme düzeyinde ve bireysel düzeyde ele alınmaktadır. Son yıllarda, ekonomi alanındaki yatırım tercihlerine ilişkin çalışmalarda, çoğunlukla, bireylerin yatırım kararlarına ilişkin farklı bir bakış açısı sunan davranışsal modellere dayalı bireysel yatırımlara yer verilmektedir. Bu bağlamda çalışmada, yatırım kavramı, bireysel düzeyde ele alınmış olup, risk, yatırım ve bu ikisi arasındaki bağ ile bu bağı etkileyen faktörlerin, birbirleri ile olan etkileşimleri araştırılmaktadır.

Bireyler tarafından verilecek olan finansal yatırım kararları, çok değişkenli bir karar alma sürecini ifade eder. Rasyonel bir yatırımcının hedefi, elde ettiği gelirlerin bir kısmını tasarrufa ayırabilmek ve bu tasarrufları en düşük riske katlanarak en yüksek getiriye elde edecek şekilde yatırımlara yönlendirmektir. Buna göre, başarılı bir şekilde tasarruf yapmak, bireyler için yeterli olmamaktadır. Bu aşamada elde edilen birikimlerin yatırımlara doğru şekilde yönlendirilmesi önem kazanmaktadır. Bu amaçla, çalışmanın ilk bölümünde, yatırım, yatırımcı ve yatırım araçlarına ilişkin literatür araştırmalarına, ikinci bölümde risk kavramı ve yatırıma etkileyen diğer faktörlere yer verilmiştir.

Çalışmanın uygulama aşamasında ise, bireylerin demografik özellikleri, ekonomik koşulları, içinde buldukları sosyal-kültürel ortam ve ekonomik

gelişmelere ilişkin bilgi seviyeleri, ortaya konulmaya çalışılmıştır. Böylece, bireysel yatırımcıların birikimlerini değerlendirirken tercihlerini ne yönde ve nasıl kullandığı sorularına cevap aranmıştır. Bu amaçla, üçüncü bölümde, Manisa ili ve ilçelerinde yapmış olduğumuz anket çalışması sonucunda elde edilen verilere ilişkin analizlere yer verilmiştir. Bu bağlamda, Manisa ili ve ilçelerinin kentsel alanında yaşayan bireysel yatırımcılara 36 sorudan oluşan anket uygulanmıştır. Uygulanan 400 ankette, kullanılabilir olan 387 tanesi yapılacak analizlerde kullanılmak üzere işlenmiştir.

Buna göre ilk önce bireylere ilişkin veriler grafik yardımıyla görselleştirilmiş, böylece ankete katılanların genel bir profili çıkarılmaya çalışılmıştır. Diğer yandan bireylerin gelir, tasarruf oranları ve demografik özelliklerine göre risk eğilimlerini ölçmek amacıyla hipotezler kurulmuştur. Kurulan bu hipotezlere, SPSS 22 programı yardımıyla Ki-Kare, yüzde ve varyans analizleri uygulanmıştır. Çıkan sonuçlara göre Kabul ve Red tabloları oluşturulmuş, sonuç kısmında ise bunlara ilişkin yorumlara yer verilmiştir.

Buna göre, genel olarak, geçerliliği birçok araştırmayla kanıtlanmış davranışsal eğilimlerin, benzer çalışmalarda olduğu gibi Manisa ili ve ilçelerindeki bireysel yatırımcılar için de geçerli olduğu sonucuna ulaşılrken, bazı analizlerde, yapılan benzer araştırmaların aksi sonuçlara da ulaşılmıştır. Bu benzerlik ve farklılıklar ise hipotezlerin sonuçları verilirken tartışılmıştır.

ABSTRACT

INVESTMENT PREFERENCES AND RISK TENDENCY; ANALYSIS OF INVESTOR PROFILES IN MANISA PROVINCE

The concept of risk is widely used in economics, but it has been a concept that can not be so easy to define. The presence of so many different elements of risk, showing different results in different situations and containing individual differences have been effective on this situation. In this sense, measurement of the risk trend for individual investors has been the subject of much research and debate.

The concept of investment requires a comprehensive definition that include risk factors. These definition are discussed, according to the purpose, at a macro level, micro level and individual level in studies on investment. In recent years, studies related to investor preferences in economics, mostly offering a different perspective on individual investment decisions based on behavioral models. In this context, concept of investment is discussed on individual level. links between risk and investment, the factors affecting this it, and interactions with each other is investigated.

Financial investment decisions taken by individuals, refers to multivariate decision-making process. A rational investor's goal is to save a part of revenue and to convert those savings to invest in the lowest level of risk to obtain the highest return. Accordingly, saving successfully is insufficient for individuals actually. At this stage, it is important to direct the savings towards investments successfully. For this purpose; investment, investor and investment instruments related to the literature is mentioned in the first part of the study , the concept of risk affecting investment and other factors is mentioned in the second section.

In the implementation stage of the study, it is tried to explain; demographic characteristics of individuals, economic conditions, socio-cultural environment and the level of knowledge related to economic development. In this way, the answer to the question how and where to use their savings to assessing the preferences of individual investors is searched. For this purpose, in the third part, analysis of the

data obtained from the survey in the province and district of Manisa is presented. In this context, a survey consisting of 36 questions is applied to 400 individual investors living in urban areas of Manisa and districts of Manisa. 387 of them was processed to be used in the analysis.

Accordingly, first, available data visualized with the help of graphic relating to individuals, so it is tried to understand the general profile of the survey respondents. On the other hand, hypotheses is established to measure the risk level of individual according to demographic trends, income and savings rates. For this hypothesis, SPSS 22 software with the help of Chi-square, percentage and variance analysis were applied. In this hypothesis, Chi-square, percentage and variance analysis is applied with the help of SPSS 22 software. According to the results, Acceptance and Red tables including in the results of the comments is created.

Accordingly, it was reached that, generally, behavioral tendencies verified by many studies, are valid for individual investors in Manisa. On the other hand, it was reached that some analysis is include opposite result when compared with similar studies

TEŞEKKÜR

Bu alıőmanın hazırlanma aşamasında akademik bilgi ve tecrübelerini benimle paylaőan, katkı ve yorumlarıyla tezimin őekillenmesinde büyük emeği olan, tez danıőmanım Sayın Prof. Dr. Cüneyt Yenal KESBİÇ' e sonsuz teőekkürlerimi sunarım.

Araştırmanın sürdürölmesi aşamasında bilgi ve deneyimlerimden yararlandığım Sayın Prof. Dr. İbrahim EROL' a, Doç. Dr. Asena GÜLOVA' ya, Yrd. Doç. Dr. Ece DEMİRAY EROL' a, Yrd. Doç. Dr. Ahmet ŐAHİN ' e, teőekkürlerimi bir borç bilirim.

Çok değerli aileme ve hayatımın her aşamasında, sevgi, destek ve güveniyle yanımda olan eőim, Nergiz YİĞİT' e teşekkür ederim.

Ayrıca, tez çalıőmam sürecinde, her türlü desteği sağlayan, değerli mesai arkadaőım Arő. Gör. İsmet GÜNEŞ' e, teşekkür ederim.

Mehmet YİĞİT

Manisa,2015

İÇİNDEKİLER

TEZ SAVUNMA TUTANAĞI	İ
TEZ VERİ GİRİŞ FORMU	HATA! YER İŞARETİ TANIMLANMAMIŞ.
YEMİN METNİ.....	İ
ÖZET	İ
ABSTRACT.....	İİİ
TEŞEKKÜR.....	V
İÇİNDEKİLER	VI
KISALTMALAR	X
TABLolar LİSTESİ.....	XI
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

YATIRIM, YATIRIM ARAÇLARI VE YATIRIM SÜRECİNDE ETKİLİ OLAN UNSURLAR

1.1 YATIRIM KAVRAMI VE YATIRIMIN AMACI	3
1.2 YATIRIMCI KAVRAMI.....	5
1.2.1 Bireysel Yatırımcı.....	5
1.2.2 Kurumsal Yatırımcı	11
1.3 YATIRIM TEORİLERİ	14
1.3.1 Net Bugünkü Değer Yaklaşımı (NBD).....	20
1.3.2 Sermayenin Marjinal Etkinliği Yaklaşımı	21
1.3.3 Hızlandırıcı Yaklaşımı.....	24
1.3.3.1 Basit Hızlandırıcı Modeli.....	25
1.3.3.2 Esnek Hızlandırıcı Modeli	27
1.3.4 Neo-Klasik Yatırım Yaklaşımı	30
1.3.5 Tobin' in Q Yaklaşımı	33
1.3.6 Hartman–Abel Yaklaşımı	35
1.3.7 Reel Opsiyonlar Teorisi	39
1.3.8 Beklenen Fayda Teorisi	41

1.3.9	Finansal Yaklaşımlar	43
1.3.9.1	Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli	43
1.3.9.2	Arbitraj Fiyatlama Teorisi	45
1.3.9.3	Portföy Teorisi	46
1.3.10	Beklenti Temelli Yaklaşımlar	48
1.3.10.1	Keynesyen Beklentiler	48
1.3.10.2	Adaptif Beklentiler	49
1.3.10.3	Rasyonel Beklentiler	50
1.3.10.4	Beklenti Teorisi	52
1.4	YATIRIM TÜRLERİ	54
1.4.1	Net ve Brüt Anlamda Yatırımlar	54
1.4.2	Reel ve Finansal Anlamda Yatırımlar	55
1.4.2.1	Üretim (Reel) Yatırımları	55
1.4.2.2	Sabit Sermaye Yatırımları	55
1.4.2.2.1	Rasyonelleştirme Yatırımları	56
1.4.2.2.2	Yenileme (İkame) Yatırımları	57
1.4.2.2.3	Genişleme Yatırımları (Tevsi Yatırımlar)	57
1.4.2.3	Stok Yatırımları	57
1.4.2.4	Konut Yatırımları	58
1.4.3	Finansal Yatırımlar	58
1.5	FİNANSAL YATIRIM ARAÇLARI	59
1.5.1	Para Piyasası ve Araçları	60
1.5.1.1	Mevduat	60
1.5.1.2	Repo - Ters Repo	61
1.5.1.3	Döviz	61
1.5.2	Sermaye Piyasası ve Araçları	62
1.5.2.1	Yatırım Fonları	62
1.5.2.2	Tahvil	63
1.5.2.3	Bono	64
1.5.2.4	Hisse Senetleri	64
1.5.2.5	Altın	65
1.5.2.6	Gayrimenkul	66
1.6	YATIRIMLARIN FİNANSMAN BİÇİMLERİ	68
1.6.1.1	Tasarruflar	68
1.6.1.1.1	Özel Tasarruflar	70
1.6.1.1.2	Kamu Tasarrufları	71

İKİNCİ BÖLÜM

BİREYSEL YATIRIMCININ YATIRIM KARARINI ETKİLEYEN UNSURLAR

2.1 RİSK	74
2.1.1 Risk Kavramı ve Risk Algısı	75
2.1.2 Risk Çeşitleri	76
2.1.2.1 Sistematik Riskler	77
2.1.2.1.1 Satın Alma Gücü Riski (Enflasyon Riski)	77
2.1.2.1.2 Faiz Oranı Riski	77
2.1.2.1.3 Piyasa Riski	78
2.1.2.1.4 Politik Risk	78
2.1.2.1.5 Kur Riski	78
2.1.2.2 Sistematik Olmayan Riskler	79
2.1.2.2.1 Yönetim Riski	79
2.1.2.2.2 Finansal Risk	80
2.1.2.2.3 İş ve Endüstri Riski	80
2.1.3 Yatırımcıların Risk Karşısındaki Davranışları	81
2.2 LİKİDİTE	82
2.3 GETİRİ	82
2.4 ÇEVRESEL FAKTÖRLER	83
2.5 BİREYSEL FAKTÖRLER	83
2.5.1 Psikolojik Faktörler (Davranışsal Finans Yaklaşımı)	84
2.5.1.1 Aşırı Güven	85
2.5.1.2 Pişmanlıktan Kaçınma	86
2.5.1.3 Belirsizlikten Kaçınma	87
2.5.1.4 Aşına Olan Tercih Etme	88
2.5.1.5 Bilişsel Çelişki	89
2.5.1.6 Zihinsel Muhasebe	90
2.5.1.7 Çerçeveleme Etkisi	91
2.5.1.8 Sürü Davranışı	93
2.5.1.8.1 Rasyonel Sürü Davranışı:	94
2.5.1.8.2 Rasyonel Olmayan Sürü Davranışı:	94

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BİREYSEL YATIRIMCILARIN RİSK EĞİLİMİ ANALİZİ

3.1 ARAŞTIRMANIN AMACI VE KAPSAMI.....	95
3.2 ARAŞTIRMANIN ÖRNEKLEMİ	95
3.3 ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ	96
3.4 ARAŞTIRMADA KULLANILAN İSTATİSTİKİ ANALİZLER	97
3.5 ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ	97
3.6 ARAŞTIRMA BULGULARI VE DEĞERLENDİRME	100
3.6.1 Bireysel Yatırımcıların Demografik Özelliklerinin Analizi	100
3.6.2 Hipotezlerin Analizi	113
SONUÇ	137
KAYNAKÇA.....	146
EK	159
EK:1 (ANKET FORMU).....	160

KISALTMALAR

AFM: Arbitraj Fiyatlama Teorisi

BDDK: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu

BİST: Borsa İstanbul

GSYİH: Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla

GYO: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

MİGA: Çok Taraflı Yatırım Garanti Kurumu

NBD: Net Bugünkü Değer

OECD: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü

SME: Sermayenin Marjinal Etkinliği

SPK: Sermaye Piyasaları Kurulu

SVFM: Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli

TKYD: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği

VDMK: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1.2.1: Hanehalkı Finansal Varlıkları Dağılımı, (Milyar TL, 2004-2014).....	8
Tablo 1.5.1: Yatırım Araçları Risk Getiri Ölçeği	59
Tablo 1.6.1: Türkiye’de Yatırımlar ve Tasarruflar (%GSYH), 1998-2016	72
Tablo 3.6.1: Yatırımcıların Cinsiyet Durumu	100
Tablo 3.6.2: Bireysel Yatırımcıların Yaş Dağılımı	101
Tablo 3.6.3: Bireysel Yatırımcıların Medeni Hal Dağılımı	102
Tablo 3.6.4: Bireysel Yatırımcıların Eğitim Durumu Dağılımı	103
Tablo 3.6.5: Bireysel Yatırımcıların Meslek Dağılımı	104
Tablo 3.6.6: Bireysel Yatırımcıların Aylık Ortalama Gelir Dağılımı	105
Tablo 3.6.7: Bireylerin Tasarruf Oranları	106
Tablo 3.6.8: Bireysel Yatırımcıların Tasarruf Yapma Amaçları	107
Tablo 3.6.9: Bireysel Yatırımcıların Yatırım Yaptıkları Araçlar.....	108
Tablo 3.6.10: Bireysel Yatırımcının Tecrübesi.....	109
Tablo 3.6.11: Bireysel Yatırımcıların Yatırım Yaparken Kullandığı Bilgi Kaynakları	110
Tablo 3.6.12: Bireysel Yatırımcıların Yatırımlarını Gözden Geçirme Sıklığı	111
Tablo 3.6.13: Bireylerin Risk Alma Davranışları	112
Tablo 3.6.14: Bireylerin Risk Alma Davranışlarının Yaş İle İlişkisi.....	114
Tablo 3.6.15: Bireylerin Risk Alma Davranışlarının Cinsiyet ile İlişkisi.....	115
Tablo 3.6.16: Bireylerin Risk Alma Davranışlarının Medeni Durumları İle İlişkisi	116

Tablo 3.6.17: Bireylerin Risk Alma Davranışlarının Eğitim Durumu İle İlişkisi...	117
Tablo 3.6.18: Bireylerin Risk Alma Davranışlarının Meslek İlişkisi	119
Tablo 3.6.19: Bireylerin Risk Alma Davranışlarının Çocuk Sayısı İle İlişkisi.....	121
Tablo 3.6.20: Bireylerin Risk Alma Davranışları İle Gelir Düzeyi İlişkisi	122
Tablo 3.6.21: Bireysel Yatırımcıların Tasarruf Düzeyi İle Risk Alma Davranışları Arasındaki İlişki	123
Tablo 3.6.22: Bireysel Yatırımcıların Gelecek Dönem Beklentileri İle Geçmiş Dönem Beklentileri Arasındaki İlişki	124
Tablo 3.6.23: Bireylerin Gelirleri İle Tasarruf Oranları Arasındaki İlişki.....	125
Tablo 3.6.24: Pişmanlıktan Kaçınma Davranışı	126
Tablo 3.6.25: Size 1000 TL Verilse, Aşağıdaki Yatırımlardan Hangisini Seçerdiniz?	127
Tablo 3.6.26: Size 2000 TL Verilse, Aşağıdaki Yatırımlardan Hangisini Seçerdiniz?	127
Tablo 3.6.27: Aşına Olanı Tercih Etme Davranışı.....	128
Tablo 3.6.28: Bireysel Yatırımcıların Cinsiyeti İle Risk Azaltma Amaçlı Portföy Çeşitlendirme Davranışı Arasındaki İlişki	129
Tablo 3.6.29: Bireysel Yatırımcıların Eğitim Düzeyi İle Risk Azaltma Amaçlı Portföy Çeşitlendirme Davranışı Arasındaki İlişki	130
Tablo 3.6.30: Bireysel Yatırımcıların Eğitim Düzeyi İle Risk Azaltma Amaçlı Portföy Çeşitlendirme Davranışı Arasındaki İlişkinin Tamhane's T2 Test Analizi	131
Tablo 3.6.31: Bireysel Yatırımcılarda Yaş İle Bankalara Güven İlişkisi	132

Tablo 3.6.32: Bireysel Yatırımcılarda Yaş İle Bankalara Güven İlişkisi Tukey Testi	133
Tablo 3.6.33: Bireysel Yatırımcılarda Yatırım Tecrübesi İle Krizi Fırsat Olarak Görme Davranışı İle Yatırım Tecrübesi Arasındaki İlişki.....	134
Tablo 3.6.34: Bireysel Yatırımcıların Cinsiyeti İle Krizleri Yeni Bir Fırsat Olarak Görme Davranışı Arasındaki İlişki	135
Tablo 3.6.35: Hipotezlerin Kabul ve Red durumları.....	136

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.3.1: Hızlandırıcı Modeline Göre Sermaye Stoku İtibak Prensipleri	29
Şekil 1.3.2: Beklenti Teorisi Değer Fonksiyonu	53
Şekil 1.5.1: Hisse Senetlerinin Piyasalarda İşlem Gördüğü Pazarlar.....	65
Şekil 2.1.1: Yatırımcıların Risk Karşısındaki Tutumları	81

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1.2.1: Hanehalkı Finansal Varlıklar (09. 2014 İtibarıyla)	9
Grafik 1.2.2: Yıl Sonu İtibarıyla BES Fon Büyüklüğü (Milyar TL)	10
Grafik 1.2.3: OECD Ülkelerine ait Emeklilik Fon Büyüklükleri (% GSYİH)	11
Grafik 1.2.4: OECD Ülkelerine Ait Toplam Kurumsal Yatırımlar (2001-2013)	13
Grafik 1.6.1 Türkiye’de Yurtiçi Tasarruf Oranları, (%GSYH), 1998–2016	73
Grafik 1.6.2 Ülkelere Göre Tasarruf Oranları.....	73
Grafik 3.6.1: Bireysel Yatırımcıların Cinsiyet Dağılımı.....	100
Grafik 3.6.2: Bireysel Yatırımcıların Yaş Dağılımı.....	101
Grafik 3.6.3: Bireysel Yatırımcıların Medeni Hal Dağılımı	102
Grafik 3.6.4: Bireysel Yatırımcıların Eğitim Durumu Dağılımı.....	103
Grafik 3.6.5: Bireysel Yatırımcıların Mesleki Durum Dağılımı.....	104
Grafik 3.6.6: Bireysel Yatırımcıların Aylık Ortalama Gelir Durumu Dağılımı	105
Grafik 3.6.7: Bireysel Yatırımcıların Tasarruf Oranları	106
Grafik 3.6.8: Bireysel Yatırımcıların Tasarruf Yapma Amaçları	107
Grafik 3.6.9: Bireysel Yatırımcıların Yatırım Yaptıkları Araçlar.....	108
Grafik 3.6.10: Bireysel Yatırımcının Tecrübesi.....	109
Grafik 3.6.11: Bireysel Yatırımcıların Faydalandığı Bilgi Kaynakları.....	110
Grafik 3.6.12: Bireysel Yatırımcıların Yatırımlarını Gözden Geçirme Sıklığı	111
Grafik 3.6.13: Bireysel Yatırımcıların Risk Alma Davranışları	112

GİRİŞ

Finansal piyasaların önemli bir tarafını oluşturan bireysel yatırımcıların, reel yatırımlar açısından ihtiyaç duyulan tasarruflarını, hangi oranlarda oluşturduğu, bu tasarrufları ne şekilde elde ettiği ve bu tasarrufları hangi araçlarda değerlendirdiği araştırmacılar tarafından her zaman araştırmaya değer bulunmuş ve merak edilmiştir. Bireysel yatırımcıların yatırım tercihlerinde mikro-makro, finansal, sosyal ve kültürel, çevresel ve psikolojik birçok etki bulunmaktadır.

Bunlardan en önemli etkiye sahip faktörlerden biri risk faktörüdür. Risk faktörünün ne oranda etkili olduğu konusu ise bireyin risk algısına göre şekillenmektedir. Buna göre bireyler riskli seven ya da riskten kaçınan bireyler olarak sınıflandırılabilir. Bu araştırmanın amacı Manisa ili ve ilçelerinin kentsel alanlarında yaşayan kişilerin, yatırım tercihlerini ve risk eğilimlerini incelemek, birikimlerini hangi yönde değerlendirdiklerini tespit etmektir.

Üç bölümden oluşan çalışmanın birinci bölümünde, yatırım kavramının sosyal bilimlerde kullanım amacına göre farklı tanımlamalarına yer verilmiş, çalışmanın amacına göre, bireysel yatırım tanımlaması yapılmıştır. Bu kısımda yatırımı etkileyen faktörler araştırılarak, yatırım teorileri incelenmiştir. Bu anlamda klasik iktisattan günümüze literatürde yer alan geleneksel ve modern yatırım teorilerine değinilmiş, bu teorilerin ayrıldığı en temel noktalar vurgulanmıştır. Söz konusu teoriler ele alınırken kronoloji göz önünde bulundurulmuştur.

Bu anlamda sosyal bilimlerdeki son gelişmeler, bireylerin alternatifler arasında yatırım kararı verirken rasyonel varsayımlar altında davranış sergileyeceğini ileri süren geleneksel modellerin sorgulanmasını da beraberinde getirmiştir. Özellikle 1979'ların sonlarında, Kahneman ve Tversky tarafından temelleri atılan ve daha sonra yapılan birçok araştırmalarla geliştirilen, psikolojik faktörlere dayalı davranışsal yaklaşımlar ön plana çıkmaktadır. Davranışsal finans ile insan psikolojisi temel alınarak, belirsizlik altında karar verme durumunda yatırımcıların rasyonel davranmadıklarına dair çok güçlü kanıtlar ortaya konulmuştur. Çalışmada

uygulanan anket sorularında, davranışsal finans temelli bazı sorulara da yer verilmiştir.

İkinci bölümde, risk kavramı ele alınmış, bireysel yatırımcılar açısından risk çeşitlerine ve risk düzeylerinin ölçmekte kullanılan yöntemlere yer verilmiştir.

Üçüncü bölümde ise, Manisa İlinin Merkez ve İlçelerinde yaşayan bireysel yatırımcıların gelir, tasarruf, demografik özellikleri ve risk eğilimleri arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Bu çalışmada uygulanan anket sonuçları “SPSS Programı” kullanılarak grafik ve tablolar yardımıyla değerlendirilmiş ve yorumlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

YATIRIM, YATIRIM ARAÇLARI VE YATIRIM SÜRECİNDE ETKİLİ OLAN UNSURLAR

1.1 YATIRIM KAVRAMI VE YATIRIMIN AMACI

Yatırım kavramını, yatırımın türüne veya amacına göre farklı tanımlamalarla ifade etmek mümkündür. Günlük kullanımda yatırım, genellikle mevcut finansal ya da fiziksel varlık satın almayı ifade eder. Bu tanım hem mali hem de reel yatırımları içermektedir. Hisse senedi, tahvil, bono, döviz veya altın alımı mali yatırımlara dâhil olurken, üretim amaçlı hammadde, araç alımı da reel yatırım kapsamına girmektedir (Dornbusch, Fischer, & Richard, 2007, s. 401).

Sözlük anlamında yatırım, parayı, gelir getirici, taşınır veya taşınmaz bir mala yatırma işlemi, Millî ekonominin veya bir ticari kuruluşun üretim ve hizmet gücü kapasitesini artırıcı nitelikte olan aktif değerlerine yapılan yeni eklemeler, bir çıkar veya kazanç sağlamak için yapılan davranışlar olarak tanımlanmaktadır (TDK, 2015).

Makro iktisatta yatırımın daha teknik bir anlamı vardır. Buna göre yatırım, fiziksel sermaye stokuna eklenen bir harcama akımı olarak ele alınır. Bu akımla sermaye stoku ve sermaye talebi düzenlenmiş olur. Sermaye ise zaman içinde, belli bir andaki bütün binaların, makinelerin ve stokların cari değerini veren bir stoktur (Dornbusch, Fischer, & Richard, 2007, s. 399). Başka bir ifadeyle, yatırım, ekonomide belirli bir dönemde mevcut sermaye malları ve teçhizatına yapılan net ilaveler olarak tanımlanmaktadır (Dinler, 1998).

Literatürde buna benzer birçok tanımlama yapılmıştır. Buna göre (Finnerty, 2007) yatırımı, yatırımcının başlangıç yatırım miktarıyla ilişkili gelecekte beklenen nakit akımını değerlendireceği arazi, tesis ve makine gibi uzun dönemli duran varlıkların satın alınma süreci olarak tanımlamaktadır. Diğer taraftan (Abel & Bernanke, 2001), yatırımları, ülkenin gelecekteki üretim kapasitesini arttıran harcamalar olarak tanımlamaktadır. Buna göre, yatırım malları, gelecek dönemlerde

yapılacak üretimde kullanılan fakat yine tüketim malları gibi üretilmiş mallardır. Samuelson (1973) ise yatırımı, toplumun reel sermayesindeki artış, teçhizat, bina, stok artışı olarak tanımlamaktadır.

Makro açıdan yapılan bu tanımlamalara göre yatırımlar, ekonominin işleyişinde ve üretim kapasitesinin belirlenmesinde önemli yer tutarlar. Bu anlamda yatırımlar, ülkelerin kalkınma planlarının başarıya ulaşmasında en güçlü araçlardan biri olmaktadır. Bu nedenle, yatırımlar, ekonominin en dinamik unsurlarından ve ekonomiyi yönlendiren en önemli etkenlerden biri sayılmaktadır (Emiroğlu, 2002, s. 7).

İşletme seviyesinde ise yatırım, işletmelerin üretim güçlerinde (kapasite) artış ya da süreklilik sağlanması olarak tanımlanmaktadır. Sadece duran varlıklar değil, dönen varlıklarda yatırım kapsamında görülmektedir. İşletme açısından yatırımlar, genellikle bir yıl veya daha uzun süreyi kapsamaktadır. İşletmeleri yatırıma yönlendiren en büyük etkenler ise ekonomik, sosyal ve çevresel değişkenlere ayak uydurma isteğidir. İşletmeler, böylece varlıklarını sürdürebileceklerdir (Güvemli, 2001, s. 3).

Yukarıda yapılan tanımlamalar ülke ve işletmeler açısından yapılan genel yatırım tanımlamalarıdır. Bu tanımlamalar özelde, bireyin yatırım tercihini ele alan tanımlamalar olmamaktadır. Bu çalışmada ele alınan yatırım tanımlaması bireysel anlamda yatırımlardır. Böylece, bireysel yatırımcılar açısından, çok değişkenli bir karar alma süreci olan, yatırım kararı sürecinin anlaşılması amaçlanmıştır. Bireysel anlamda yatırım, temelde bir gelir veya kazanç beklentisi ile eldeki tasarrufun yatırım araçlarında değerlendirilmesidir. Bu anlamda, bir gayrimenkul satın almak bir yatırım olarak görüldüğü gibi bir şirkete ortak olmak yani hisse senedi satın almak da bir yatırımdır. Birincisi, reel yatırım, ikincisi ise finansal yatırım sayılır. Söz konusu iki durum da bireyler açısından yatırım seçenekleri arasında yer almaktadır (SPK, 2012).

Bireyler tarafından verilecek olan finansal yatırım kararları, çok değişkenli bir karar alma sürecini ifade eder. Rasyonel bir yatırımcının hedefi, elde ettiği

gelirlerin bir kısmını tasarruflarına ayırabilmek ve bu tasarrufları en düşük riske katlanarak en yüksek getiriye elde edecek şekilde yatırımlara yönlendirmektir. Buna göre, başarılı bir şekilde tasarruf birikimi yapmak, bireyler için yeterli olmamaktadır. Aynı zamanda, bu tasarruflar yatırımlara doğru şekilde kanalize edilmelidir.

Bireysel yatırımcıların birçoğu, yatırım tercihlerini belirlerken bu süreçte kendilerini etkileyen, rasyonel karar vermelerini zorlaştıran çeşitli sorunlarla karşı karşıya kalmaktadır. Bazı bireysel yatırımcılar hangi yatırım aracını seçeceği konusunda kararsız kalırken, bazıları, tasarruflarını yatırıma hiç yönlendirmemektedir. Bazı bireyler ise, davranışsal etmenlerle karşı karşıya kalmaktadır. Sonuç olarak, rasyonel tavır sergileyememektedir. Her durumda da sonuç, güçlükle kazanılmış ve biriktirilmiş tasarrufların kaybı, erimesi belki de tümüyle yok olması anlamına gelebilir. Diğer yandan, yatırıma yönlendirilmemiş tasarruflar, genel ekonomi için de büyük kayıp sayılmaktadır (SPK, 2012).

1.2 YATIRIMCI KAVRAMI

Yatırımcı, yatırımı faaliyete geçiren, denetlemesini gerçekleştiren, yatırımın sahibi olan gerçek veya tüzel kişi şeklinde tanımlanmaktadır. Yatırımcının bir diğer adı girişimcidir. Bu kişiye, öz sermayenin sahibi denir, ortaktır, riski üstlenen kişidir (Güvemli, 2001, s. 5). Genel kabul gören görüşe göre yatırımcılar, bireysel ve kurumsal olmak üzere iki grupta incelenmektedir. Bireysel yatırımcılar, gelirlerinin tüketim harcamalarından artan kısmı yatırıma ayıran bireylerdir. Bireysel yatırımcıların en temel özelliği, yatırım için ayırdıkları fonların sahibi olmalarıdır (Temizel, Sarıkaya, & Bayram, 2010, s. 4).

Kurumsal yatırımcılar ise, özel sektör kuruluşları ve kamu kuruluşlarıdır. Kurumsal yatırımcılar, ellerinde bulunan artı fonların kullanılması amacıyla sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan kuruluşlar olarak açıklanmaktadır (Unal, 1997, s. 20-21).

1.2.1 Bireysel Yatırımcı

Bu tez çalışması; bireysel yatırımcıların kişisel özelliklerini, psikolojilerini ve davranışlarını, risk eğilimlerini ortaya çıkararak, yatırım tercihlerini daha iyi

anlamaya katkı sağlamaya çalışmaktadır. Yatırım tercihlerinin ve yatırımcıların bu süreçteki hareketlerinin anlaşılması, bireylerin tasarruflarını doğru bir şekilde değerlendirmelerini sağlamaya yönelik çalışmalara katkıda bulunacaktır. Bu bakımdan, bireysel yatırımcının iyi tanınması ve tanımlanması önem arz etmektedir.

Bireysel yatırımcı, kendi nam ve hesapları için yatırım gerçekleştiren, işlem miktarları göreceli olarak küçük olan yatırımcılardır. Bireysel yatırımcılar sermaye piyasasının çok önemli unsurlarıdır. Bireysel yatırımcıların var olmasıyla, sermaye piyasası araçları bir anlam ifade eder. Sermaye piyasasının bir tarafını oluşturan bireysel yatırımcılar, gerçek kişi yatırımcıları olmaktadır ve piyasanın temel taşı oluştururlar. Bireysel yatırımcıların ilgi ve tercihi, yerli-yabancı veya bireysel-kurumsal anlamda diğer yatırımcıların piyasaya olan ilgisini artırır (Barak, 2008, s. 31-33).

Bireysel yatırımcıların tasarrufları, sermaye piyasasına geniş bir fon kaynağı sağlaması bakımından önemlidir. Ülkemizde tasarruf sahibi kişiler, tasarruflarını sahip oldukları kültür seviyesine ve yatırım alışkanlıklarına göre genellikle bir kısmını bankaya yatırmakta ve bir kısmıyla da hisse senedi satın almaktadır. İşletmeler ellerindeki atıl fonları genellikle kendi yatırımlarında kullansalar da, zaman zaman menkul kıymet alımı gerçekleştirmektedirler. Bu açıdan, hisse senedi alıp satan işletmeler de bireysel yatırımcı olarak kabul edilebilmektedirler (Büker, Aşıkoğlu, & Güven, 2009, s. 430).

Bireysel yatırımcılar, yatırımlara aktardığı birikimlerden gelecekte yüksek oranda gelir elde etme amacını taşımaktadırlar. Birikim sahipleri birikimlerini sermaye piyasası araçları aracılığıyla sermaye piyasasına aktarırken, verimli, güvenli ve likiditesi yüksek olan piyasayı tercih etmektedir. Birikim sahiplerinin yatırım tercihlerine yön veren bu beklentiler bireylerin, kendine has özellikleri ve davranış şekillerine göre belirlenmektedir. Bu bağlamda, bireylerin yatırım kararlarında psikolojik ve demografik özellikler de oldukça önemlidir (Karan, 2011 s. 709).

Bireysel yatırımcılar genellikle kurumsal yatırımcılardan daha farklıdır. Onların piyasa algılama biçimleri, risk ve getiriye yönelik düşünceleri kurumsal

yatırımcılar gibi profesyonel ve rasyonel değildir (Karan, 2013, s. 730). Kurumsal yatırımcılarla karşılaştırıldığında, çoğu bireysel yatırımcının, kendisine ait teknik ve profesyonel bilgiye sahip olmayan yatırımcı olduğu düşünülür (Döm, 2003, s. 158). Kendi imkânları ile ayrıntılı analiz yapamayan bireysel yatırımcılar, genel olarak uzmanların görüşlerini dinleyerek karar almaktadırlar (Leeb & Strathy, 2007, s. 74).

Bireysel yatırımcıların hangi yatırımlar araçlarını tercih edileceği yatırımcının kişisel, sosyal ve psikolojik durumuna bağlıdır. Yaş itibarıyla genç olan yatırımcılar, yaşlılardan farklı tercih yapısına sahip olacaklardır. Bu anlamda, riskli araçlara daha yakın olabileceklerdir. Yaşlılar ise daha az kazanan ama güvenli yatırım araçlarını tercih edeceklerdir. Gelir durumu yüksek olan bireysel yatırımcılar, hisse senetlerine ayırdıkları fonları, riskli menkul kıymetlere daha kolay yatırabilirler. Kültür ve eğitim düzeyi yüksek yatırımcıların tercihleri, diğerlerinin tercihlerinden farklı olacaktır. Gelecek hakkındaki beklenti düzeylerine göre bireylerin yatırım tercihleri farklılık gösterecektir (Karlı, 1990, s. 494).

Gelişmiş ülkelerdeki bireysel yatırımcıların büyük bir kısmı, tasarruflarını emeklilik fonlarında veya hisse senetlerinde değerlendirmektedirler. Elde tutulan bu tür finansal varlıkların çoğu toplam tasarruflara bakıldığında aslında oldukça küçüktür ve bunların bileşimi ülkeden ülkeye önemli ölçüde değişiklik gösterir. Bireysel yatırımların büyük bir kısmı, az sayıda zengin aileye aittir. Yine de, bireysel yatırımlar, zaman içinde artış göstermiş ve yaygınlaşmıştır (Levinson, 2007).

Türkiye’de ise, durum daha farklıdır. Bireysel yatırımcıların tasarruflarını değerlendirirken, gelişmiş piyasalarda olduğu gibi uzun vadeli, emekliliğe yönelik bir fon oluşturulması şeklindeki yatırım aracı olarak değil, daha ziyade kısa vadeli, risk ve zarar potansiyeli oldukça yüksek olan ve yüksek getiri potansiyeli üzerine oynanan bir şans oyunu olarak algılandığı görülmektedir (Akbulut & Kaderli, 2009).

Türkiye’de hanehalkının ellerinde tuttıkları varlıklar mali ve mali olmayan varlıklardır. Mali sistemin dışındaki varlıkları tahmin etmek kolay olmamasına rağmen (yastık altı altın ve döviz gibi), mikro düzeydeki veriler sistem dışı miktarların hiç de küçük olmadığını göstermektedir. Diğer yandan; “kayıtlı” hanehalkı mali varlıklarına ilişkin ayrıntılar erişilebilir ve tasarrufları teşvik etmeyi,

mali olmayan ve “kayıt altında olmayan” mali tasarrufları sisteme dahil etmeyi amaçlayan politikaların tasarımına bilgi sağlayabilir niteliktedir (Özel İhtisas Komisyonu, 2014, s. 36). Buna göre 2004-2014 yılları arasındaki hanehalkı finansal varlıklarının gelişimi Tablo (1.2.1)’ de görülebilmektedir. Tabloya göre, hanehalkının elinde bulunan toplam finansal varlıklar 2004 yılından itibaren yıllık ortalama % 15 büyüme kat ederek, 784,4 milyar TL’ ye ulaşmıştır.

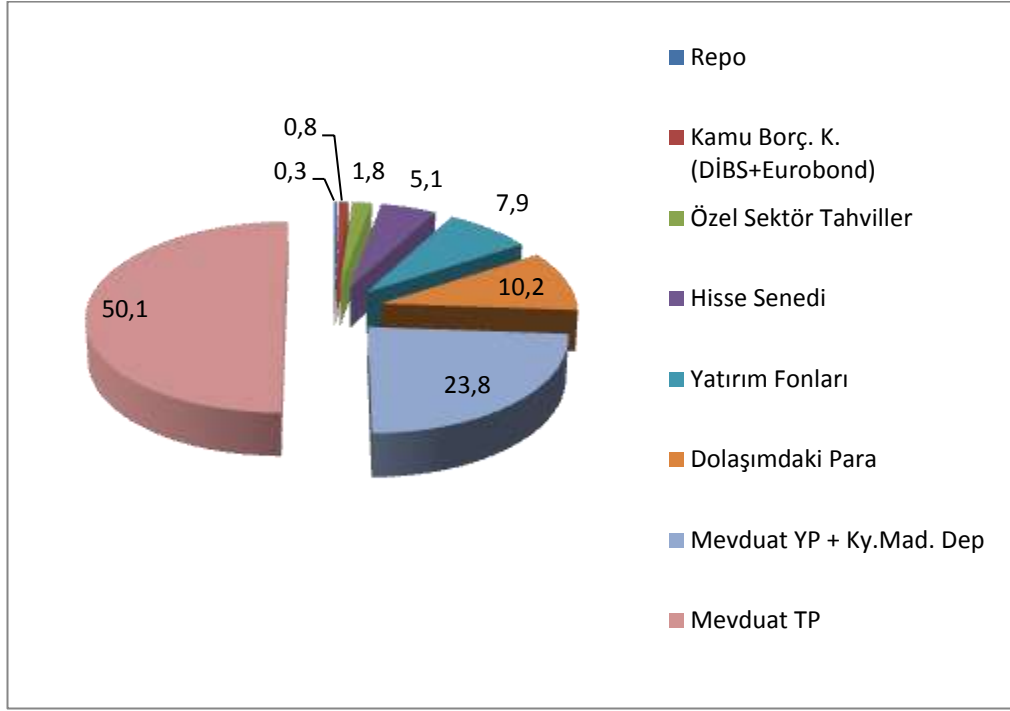
Tablo 1.2.1: Hanehalkı Finansal Varlıkları Dağılımı, (Milyar TL, 2004-2014)

Milyar TL	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Finansal Varlıklar	190,7	216,3	256	281,8	353,8	402	450,3	514,3	572	731,3	784,4
Birey. Emek. Fon.	0,3	1,2	2,8	4,6	6	9,1	12	14,3	20,3	27,8	33,4
Hisse Senedi	12,4	15,8	15,7	17,5	10,8	24,5	32,6	30	37,7	37,1	39,7
Özel Sektör Borçlanma Araçları	-	-	-	-	-	-	-	4,9	10,4	11,8	13,9
Yapılandırılmış Ürünler	-	-	-	-	-	-	-	-	0,01	-	-
Kamu Borç. K. (DİBS+Eurobond)	41	33,3	27,7	19,2	19,7	13	8,4	10,3	5	7,1	6,4
Gerç. Kiş.Tas. Mv., Kt. Fn., Kıym .Mad. Dp.Hs	124,6	150,2	188,8	221,1	278,4	307,7	352,1	405,4	445,2	576,9	610,9
Dolaşımdaki Para	12,4	18,2	24,4	25	29,3	34,3	45,2	49,4	53,4	70,6	80,1

Kaynak: TCMB, BDDK

TCMB tarafından yayınlanan Finansal İstikrar Raporu (Kasım 2014)’ e göre, 2014 yılına ait detaylı varlık raporuna göre oluşan paylaşım ise aşağıdaki pasta grafiği yardımıyla derlenmiştir. Buna göre, Mevduat, hanehalkı için en büyük yatırım aracı olarak yerini korumaktadır. Diğer yandan, yabancı mevduat (döviz), son yıllarda, TL mevduatının yanında önemli seviyeye gelmiş bulunmaktadır.

Grafik 1.2.1: Hanehalkı Finansal Varlıklar (09. 2014 İtibarıyla)

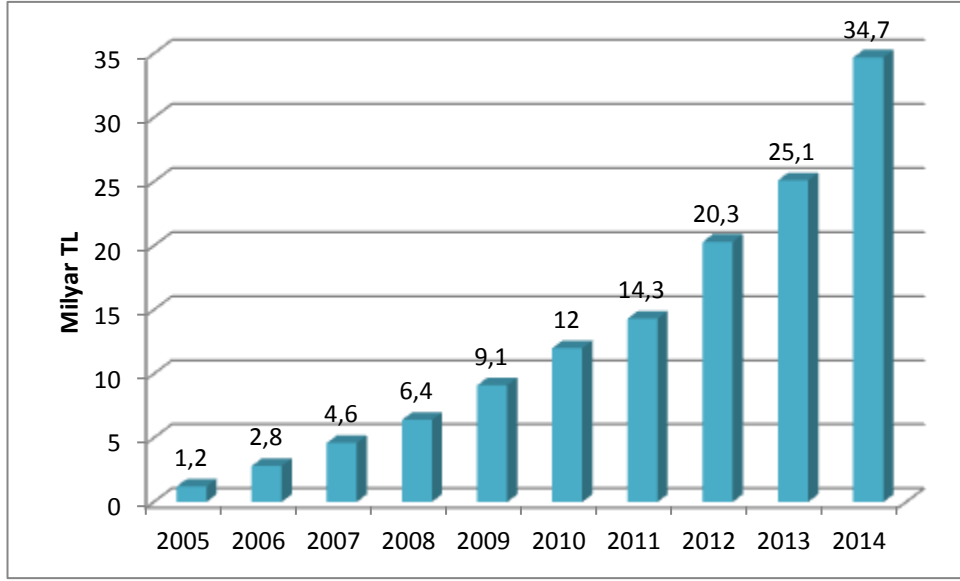


Kaynak: TCMB, BDDK

Diğer yandan, 2014 sonunda bireysel emeklilik fonlarının toplam büyüklüğü 33,4 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 2013 yılında teşvik sisteminin değişmesi sonrasında bireysel emeklilik fonları önemli bir gelişme göstermiş ve sistemin hanehalkı tasarruflarına katkısı artmıştır. (TCMB, 2014, s. 21).

Bu anlamda bireysel emeklilik verilerine bakıldığında, 31.12.2014 itibarıyla, hazırlanan son rapora göre, bireysel emeklilik sisteminde yürürlükte olan sözleşme 5.807.319' a ulaşmıştır. Katılımcı sayısı ise geçen sene sonuna göre yaklaşık %23 büyüyerek 5 milyonu aşmıştır. Aynı dönemde emeklilik yatırım fonu büyüklüğü %38 oranında artarak 35 milyar TL'ye yaklaşmıştır. Devlet katkısı fon büyüklüğü ise geçen yıla göre %162 gibi büyük bir oranda artış göstermiştir. 2005 ve sonrası gelişim aşağıdaki tabloda gösterilmiştir (EGM, 2014, s. 1).

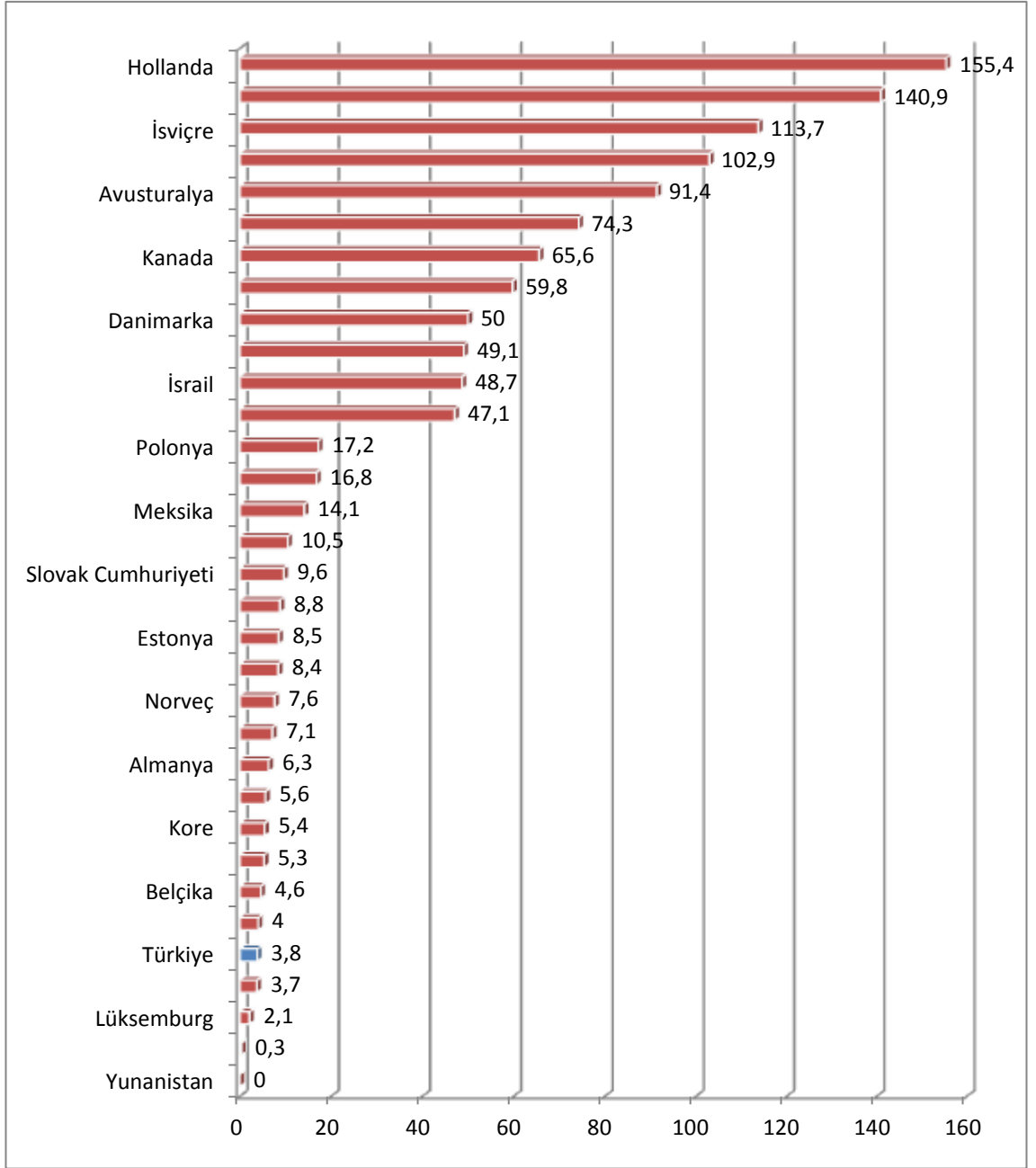
Grafik 1.2.2: Yıl Sonu İtibarıyla BES Fon Büyüklüğü (Milyar TL)



Kaynak: EGM. (2014). *Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim raporu*. İstanbul: EGM.

Grafik 1.2.2’ de görüldüğü üzere, gerek hanehalkının bireysel emeklilik fonlarına olan ilgisinin artması, gerekse fon içindeki finansal ürünlerin fiyatlarındaki yükselişlerin etkisi ile bireysel emeklilik fon büyüklüğü, önceki yıllara göre artarak gerçekleşmiştir. Bireysel emeklilik fonlarındaki hızlı büyümeye rağmen sistemin toplam hanehalkı varlıkları içindeki payı nispeten düşük kalmaya devam etmektedir. Ancak, genç nüfus yapısı ve büyüme eğiliminin devam etmesi emeklilik fonlarının hanehalkı için ağırlığını arttıracığı beklentisini güçlendirdiği söylenebilir (TCMB, 2014, s. 21). Diğer yandan OECD ülkelerinin verildiği Grafik 1.2.3’ de Türkiye’ nin bireysel emeklilik fonlarının geliştirilmesi konusuna, diğer ülkelere göre daha fazla önem vermesi gerektiği söylenebilmektedir.

Grafik 1.2.3: OECD Ülkelerine ait Emeklilik Fon Büyüklükleri (% GSYİH)



Kaynak: OECD

1.2.2 Kurumsal Yatırımcı

Kurumsal yatırımcılar, üçüncü kişiler adına hisse senetlerinin alım satımı ile uğraşan tüzel kişilerdir. Kurumsal yatırımcılar riski dağıtmak amacıyla çeşitlendirmeye büyük önem vermektedirler. Çeşitlendirilmiş büyük kurumsal

portföyler, profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmektedir. Başlıca kurumsal yatırımcılar aşağıdaki şekilde sıralanabilir (Büker, Aşıkoğlu, & Güven, 2009, s. 432);

- Portföy Yönetim Şirketleri
- Aracı Kurumlar
- Yatırım Fonları
- Yatırım Ortaklıkları
- Emeklilik Fonları
- Hayat Sigortası Şirketleri
- Vakıflar
- Bankalar

Yukarda bahsedilen kurumlar, bireylerin tasarruflarını finansal piyasalarda onların adına değerlendiren kurumlardır. Kurumsal yatırımcılar, bu yolla, sermaye piyasalarında arz ve talep dengesini sağlayarak aşırı fiyat dalgalanmalarının ortaya çıkmasını önlemiş olurlar. Bu bağlamda, yatırımcıların gelirlerindeki aşırı dalgalanmalar önlenir ve geleceğe ilişkin belirsizlikler minimize edilmiş olur (TKYD, Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticiler Derneği, 1999). Kurumsal yatırımcının yatırım kararı süreci, bireyin yatırım karar süreciyle benzerlik göstermektedir. Bu benzerlikler, aşağıdaki şekilde sıralanabilir (Finnerty, 2007);

- Yatırımdan beklenen getiri tahmin edilir.
- Risk değerlendirilir, sermayenin maliyeti ve net gelir hesaplanır.
- Beklenen nakit akışlarının bugünkü değeri hesaplanır.
- Toplam yatırımın maliyeti belirlenir ve yatırım değeri ile karşılaştırılır. Yatırım değeri yatırım maliyetinden büyük ise yatırım kararı verilir.

Kurumsal yatırımcıların yerine getirdiği bu işlevler sermaye piyasasının parasal akışkanlığında ve hacminde artışa, fiyat volatilitesinde¹ azalmaya, varlık fiyatlandırma etkinliğine, uluslararası bütünleşme seviyesinin ve kurumsal

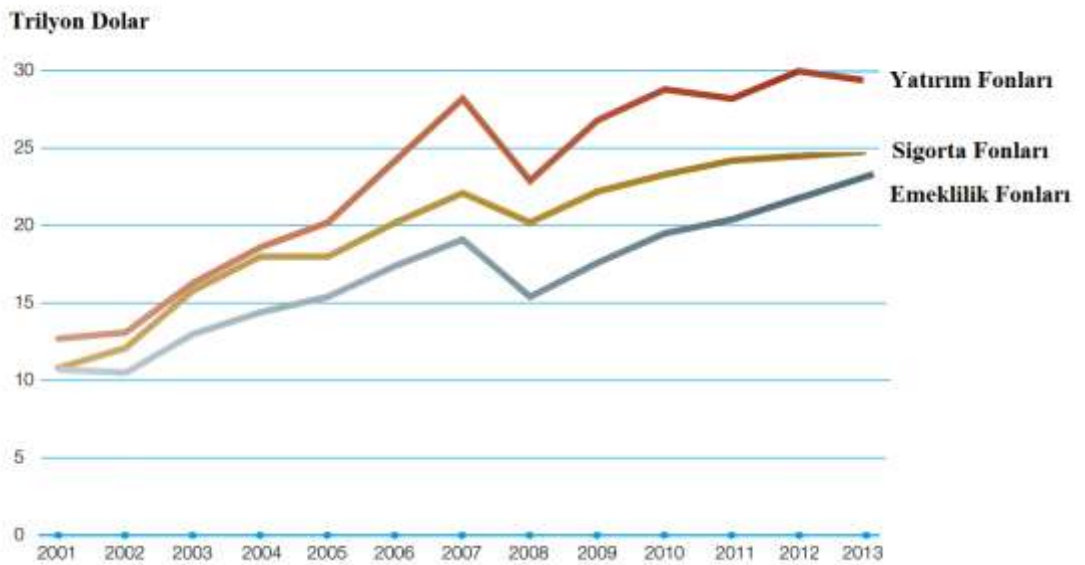
¹ Bir kıymetin fiyatındaki değişkenliğin ifade eder. Çoğunlukla standart sapma ile ölçülmektedir. Yüksek bir volatilitate artan bir belirsizliği ifade etmektedir.

göstergelerin gelişmesine katkıda bulunur. Bu durum sermaye piyasası için, gelişim anlamına gelmektedir.

Sermaye piyasasının gelişmesi ise, bu piyasalardaki finansal varlıkların çeşitlenmesi, finansal alanda yeniliklerin meydana gelmesi, piyasa etkinlik seviyesinin gelişmesi ve finansal istikrarın sağlanmasına olanak sağlayacaktır. Bu gelişmelerde kurumsal yatırımcılara olan talebin artmasına, portföy yapısının gelişmesine yol açacaktır. Ayrıca, oluşan rekabet ortamından dolayı, finansal sisteme çekilecek olan tasarruf hacminden kurumsal yatırımcıların giderek daha fazla pay almasına neden olacaktır (Aras & Müslümov, 1997, s. 3).

Tüm dünyada menkul kıymet piyasalarında yukarıda bahsedilen ve kurumsal yatırımcılar aracılığıyla yapılan işlemlerin payına bakıldığında, giderek daha önemli bir seviyeye ulaştığı görülmektedir (Karan, 2013, s. 731).

Grafik 1.2.4: OECD Ülkelerine Ait Toplam Kurumsal Yatırımlar (2001-2013)



Kaynak: Thompson, C. (2014). *Institutional Investors and Long Term Investment*. St Petersburg: OECD.

OECD üyesi 30 ülkenin 2001-2013 yılları arasındaki verileri incelendiğinde bu ülkelerde bulunan kurumsal yatırımcıların toplam varlıklarının 2013 yılında

yaklaşık 80 trilyon \$' a ulaştığı görülmüştür. Bu varlıkların 2001-2013 yılları arasındaki ortalama büyüme oranı ise yıllık % 9 olarak tespit edilmiştir. Bu büyüme oranları ve kurumsal yatırımcıların boyutu kolektif yatırım araçlarının gelişimine bağlı olarak, ülkeden ülkeye büyük ölçüde değişiklik gösterebilir. Bunun yanı sıra yatırım uygulamaları da ülkeden ülkeye değişebilmektedir. Bu farklılıklar dünyanın ekonomik anlamda en gelişmiş ülkelerinde dahi görülebilmektedir.

ABD bünyesindeki kurumsal yatırımcılar kendi varlıklarının % 44' ünü hisse senedi , % 35 ini ise tahvil olarak değerlendirirken, İngiliz kurumsal yatırımcılar, varlıklarını % 65 oranında hisse olarak düzenlemişlerdir. Japonya'da ise son derece düşük faiz oranlarına rağmen yatırımcıların, varlıkları, %56 oranında tahvil ve sadece % 16' oranında hisse senedi olarak değerlendirdiği görülmüştür (Levinson, 2005, s. 8).

1.3 YATIRIM TEORİLERİ

Yatırım harcamalarının toplam talep içerisindeki payı daha az olmakla beraber, yatırım konusu her zaman akademisyenlerin ilgisini çekmeyi başarmıştır. Tüketim harcamaları, hanehalkına bugün için fayda sağlarken, yatırım mallarına yapılan harcama gelecekte daha yüksek bir yaşam standardı sağlamayı amaçlar. Yatırım, GSYH'nin cari dönem ile gelecek dönem arasındaki ilişkisini kuran bileşendir. Aynı zamanda, yatırım harcamaları GSYH'nin en hareketli değişkenidir. Bu nedenle, yatırım, yalnız uzun dönemde değil, kısa dönemde de ekonomik büyüme üzerinde büyük öneme sahiptir. Mal ve hizmetlere yapılan harcamalar düştüğünde, bu düşüşün önemli bir kısmı yatırım harcamalarından kaynaklanır (Mankiw, 2009, s. 546). Bu bağlamda, yatırım teorisinin gelişimi ve öne çıkan yatırım teorileri aşağıdaki gibidir;

- Bugünkü Değer Yaklaşımı
- Sermayenin ve Yatırımın Marjinal Etkinliği Yaklaşımı (Mec-Mei modeli)
- Basit Hızlandırıcı Modeli
- Esnek Hızlandırıcı Modeli
- Neo-klasik Yatırım Modeli
- Tobin q Modeli
- Hartman -Abel Yaklaşımı
- Reel Opsiyon Teorisi
- Beklenen Fayda Teorisi,
- Beklenti Temelli Yaklaşımlar

İlkel topluluktan uygar topluma geçiş aşaması, insanlık tarihinin toplayıcı ekonomiden üretici ekonomiye geçişi ile bir toplumsal artı üretme gücüne sahip olmalarından başlayıp, bu toplumsal artıyı ellerine geçiren sınıfların oluşmasına ve toplumsal artının kararlı bir biçimde sağlanmasını gerçekleştiren bir toplumsal düzeni sürdüren devletin ortaya çıkmasına kadar uzanan dönemi kapsar. Bu dönem, aynı zamanda toplumun yapısında ekonomik farklılaşmaların olduğu dönemdir. Uygar toplumun sanayiye dayanan döneminde net bir şekilde ortaya çıkan bu özelliklerin tohumları geçiş toplumunda atılmış, ilk uygar toplumlarda ilk biçimlerini almışlar ve tarıma dayalı uygar toplumlarda bu biçimleri doğrultusunda geliştirmişlerdir. Sanayi devrimi ve sanayiye dayanan uygar toplum ile aslında bazı gelişmeler oluşmaya başlamıştır. Bu gelişmeler sonucunda, ekonomik toplumsal düşünsel yapılar arasındaki etkileşim daha yoğun ve daha hızlı bir biçim almış, üretim ve iletişim alanında gerçekleştirilen büyük teknolojik gelişmelerin sağladığı imkanlarla ekonomik birikimin düşünsel gelişmeye dönüştürülmesi düşünsel birikimin üretici güçlere dönüştürülmesi kolaylaşmıştır (Senel, 1995).

Bu dönüşüm, toplumda aşamalı bir üretim süreci olarak ortaya çıkmıştır. Sürecin ilk aşaması, tüccar kapitalistin dağıtık ve kendi evlerinde çalışan zanaatkârlara ilkel üretim malları ve hammaddeleri sağladığı eve iş verme sistemidir. Bu aşamada, temel üretim faktörü emektir. Daha sonraki aşama, kapitalist tüccarın kendisine ait araç ve gereçler ile işçileri kendisine ait binalarda (fabrika) toplayarak

Üretim yaptığı aşamadır. Kapitalizmin bu imalatçı aşamasında temel üretim faktörü yine emektir. Ancak, işçilerin aynı mekânda (fabrika) toplanması ile işbölümü biraz daha belirginleşmekte ve işçi sınıfı yavaş yavaş oluşmaktadır. çnc aşamada ise, üretim ilişkilerinde önemli değişmeler ortaya çıkmıştır. İnsan emeği ve basit aletlerin yerini giderek daha fazla ölçüde makineler almaktadır. Yığın halinde üretim ile birlikte sermaye ve emeğin ayrı ayrı ellerde toplanması, üretim araçlarının sahibi kapitalist sınıf ile birlikte, yaşamak için emek güçlerini satmaktan başka gelirleri olmayan işçi sınıfını ortaya çıkmıştır (Olmezoğulları, 2008).

Bütün bu gelişmelerin geldiği yer, sanayi devrimi olarak bilinen birçok bilimsel teknolojik buluş ve gelişmelerdir. Teknolojik gelişmeler ile üretim ilişkilerinde ortaya çıkan değişmeler, karşılıklı olarak birbirlerini etkilemiş ve gelişimi hızlanmıştır.

Nasıl ki ticari kapitalizm merkantilizmi, Fransa'da tarımın kapitalistleşmesi yolunda gelişmeler Fیزیokrasiyi doğurmuş ise, İngiltere'de sanayi devrimide Klasik İktisat okulunu doğurmuştur. Klasik teori liberal doktrin üzerine kurulmuş ve piyasa ekonomisi kurallarını savunan bir teoridir. Piyasa ekonomisinde bireyler istedikleri ekonomik kararları özgürce belirlemekte; piyasalar ise, bu kararları toplumsal refahı maksimize edecek şekilde koordine etmektedir. Toplumsal refahın maksimize edilmesi; üretim faktörlerinin tümüyle istihdam edildiği, bu üretim faktörlerinin etkin şekilde kullanıldığı varsayımlarını içermektedir (Olmezoğulları, 2008, s. 52-53).

Klasik teoride tam istihdam durumunda toplam arz ve toplam talep eşitliği sağlanmaktadır. Bu eşitlik say yasağı tarafından "her arz kendi talebini yaratır" şeklinde açıklanmaktadır. Klasik teoride, gelirin tamamının harcandığı varsayılr. Gömüleme söz konusu değildir. Paranın sadece işlem fonksiyonu dikkate alınmıştır. Dolayısıyla, rasyonel bireyin atıl para tutmayacağı varsayılmıştır. Buna göre, gelirin harcanmayan kısmı tasarruflara ayrılacaktır. Bireyler tasarruflara ayırdıkları kısım ile faiz geliri elde etmek isteyeceklerdir. Bu mekanizmanın işlemesinde faiz önemli görev üstlenmektedir. Reel faiz oranları ise, tasarruflar (fon arz edenler), ile yatırımlar (fon talep edenler) arasındaki denge ile belirlenir. Buna göre yatırım,

faizin bir fonksiyonu olarak tanımlanmıştır ve yatırımların faiz elastikiyeti yüksek varsayılmıştır. Tasarrufların faizle ilişkisi aynı yönde olurken, yatırımların faizle ilişkisi ters yönlüdür. Bu bağlamda, büyümenin motoru tasarruflardır. Bu ilişki aşağıdaki şekilde ifade edilebilir (Bilgili, 2012, s. 33);

$$S \uparrow \rightarrow S > I \rightarrow r \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow S = I \quad (1.3.1)$$

$$S \downarrow \rightarrow S < I \rightarrow r \uparrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow S = I \quad (1.3.2)$$

Keynes'e göre ise ekonomi, Klasik teoride kabul edildiği gibi tam istihdam seviyesinde değildir. Bunun nedeni, fiyat ve ücretlerin katı olması olarak açıklanmıştır. Bu durum ise toplam harcama denklemindeki kalemlerin, her fiyat değişimine anında cevap verememesinden kaynaklanır. Bundan dolayı, ekonomi her zaman eksik istihdam seviyesindedir. Bu durumun giderilmesi ise toplam harcamaların arttırılmasına bağlıdır. Keynes'e göre büyümenin motoru harcamalardır. Bireyler, gelirlerinin bir kısmını tüketim harcamalarına, arta kalan kısmını da tasarruflara yönlendirirler. Böylece tüketim ve tasarruf gelirin artan bir fonksiyonu olmaktadır. Bu durumda klasiklerin aksine tasarruf, faizin değil gelirin bir fonksiyonu olmaktadır.

Keynes'e (1936) göre yatırım, faiz ve sermayenin marjinal etkinliğine bağlıdır. SME değeri, faiz oranından büyükse, yatırım yapılır, küçükse yatırım yapılmaz. Faiz ise, beklentilerin fonksiyonu olarak tanımlanmıştır. Bu bağlamda, yatırımlar iki faktörün etkisi altındadır. Birinci faktör, yatırımcıyı rasyonel kabul eder ve geçmiş dönemdeki eğilimlerin gelecek dönemde devam edeceğini varsayarak, gelecek konusunda fikir edinmeye çalışır. Bu çerçevede, istatistik-matematik içeren yöntemler yoğun bir şekilde kullanılır. Ancak, uzun dönemli yatırım kararları için bu yöntemler yetersizdir. Uzun dönemde yatırımların geleceğini, istatistiksel olasılıklarla kavramak mümkün değildir. Keynes, bu aşamada, ikinci faktörden söz eder (Paya, 2007, s. 85).

Buna göre yatırımcılar, kendi şahsi kanaatlerinin yetersiz olduğunu düşündüklerinden dolayı, geleceğe yönelik kararlar verirken, belirsizliği mümkün

olduğunca azaltabilmek amacıyla, kendilerinden daha çok bilgi ile donanmış olduklarını düşündükleri kişilerin ve çevrenin, kanaatlerine bel bağlarlar. Yani, çoğunluğun ve ortalamanın davranışlarına ayak uydurmaya çalışırlar. Bu bağlamda, yatırım kararlarının oluşumunda etkili olan faktör hayvani güdüler (animal spirits) olarak tanımlanmıştır (Alada, 2000, s. 81-82).

Yatırım teorileri incelenirken ilk defa sistematik bir şekilde belirsizlik ve beklenti kavramlarına yer vermesine rağmen, J. M. Keynes'in yatırım teorisi, geleneksel yatırım teorisi olarak kabul edilmektedir. Diğer bir yandan, Keynes ile birlikte literatüre giren son dönem yatırım teorilerinin temel aldığı belirsizlik ve beklenti kavramına, yatırımlar için geri çevrilemezlik kavramının eklenmesi ile birlikte modern yatırım teorileri de literatürde yerini almıştır.

Keynes sonrası yatırım teorileri, basit büyüme modelleri ile ilişkili bir şekilde gelişmeye devam etmiştir. Bu süreçte, karşımıza çıkan ilk teori 1950 ve 1960'lı yıllarda çok popüler olan şimdiki modern teorilere de zemin hazırlayan, "Hızlandırıcı Teorisi" olmuştur. Bu teori, yatırımları üretimin doğrusal bir değişim oranı olarak tanımlamaktadır. Artan durumlu sermaye-çıktı oranı ile hedeflenen sermaye miktarına ulaşım gereksinimlerini kolayca hesaplama imkânı veren modelde, beklentiler, karlılık ve sermayenin maliyeti gibi kavramlar yer almamaktadır (Serven & Solimano, 1992, s. 97).

Hızlandırıcı modelin çok kısıtlı varsayımları ve birçok yönden aldığı eleştiriler neticesinde, Jorgenson (1967) , Hall ve Jorgenson (1971) tarafından neoklasik yaklaşım geliştirilmiştir. Günümüze kadar kurulan modern teoriler, daha çok neoklasik yaklaşım üzerinde devam etmiştir (Wachtel, 1989, s. 398). Bunun nedeni, söz konusu yaklaşımın, hem çıktı hem de faiz oranının etkilerini içeren bir teoriye sahip olmasıdır. Faiz oranlarındaki düşüş, yatırım talebine olumlu etki yaparken, faiz oranlarındaki artış yatırım talebini azaltıcı etki yapmaktadır. Şu halde, yatırım talebi çıktı ve faiz, oranlarının bir fonksiyonu olarak aşağıdaki gibi gösterilebilir.

$$I_d = f(Y, i) \quad (1.3.3)$$

Bunun yanında, Jorgenson yaklaşımı, cari sermaye stoku ile arzu edilen sermaye stoku arasında büyük boşluklar meydana getiren, gecikme ve ertelemelere de yer vermektedir. Fakat gecikme ve ertelemeler, ad-hoc çözümlerler şeklinde ele alındığından bu durum eleştiri konusu olmuştur.

Firmaların yatırım kararlarını inceleyen başka bir diğer teori ise, Tobin' in q Teorisidir. 1969 yılında ABD'li İktisatçı James Tobin tarafından geliştirilen bu teoriyle, hisse senedi fiyatları ile sabit sermaye yatırımları arasında fonksiyonel bir ilişki kurulmuştur. Yatırım kararlarına çok farklı bir bakış açısı getiren q teorisi, kurulu sermayenin piyasa değeri ile yenilenme maliyeti arasındaki oransal ilişkiye bakarak karar alma sürecine ilişkin sorulara yanıt vermektedir.

Yukarıda açıklanan teoriler, geleneksel yatırım teorileri olarak adlandırılmaktadır. Bu teoriler içinden Keynes'i bir kenara ayıracak olursak, belirsizlik kavramından hemen hemen hiç bahsedilmemiştir. Bu nedenle, tam bilgi ve tam belirlilik gibi kısıtlı varsayımlar altında geliştirilmişlerdir. Geleneksel yatırım teorilerinde göz ardı edilen belirsizlik etkeninin literatüre dâhil edilmesi ise, Hartman (1972) ve Abel (1983)'in çalışmaları ile mümkün olmuştur. Söz konusu çalışmalarda belirsizliğin yatırımları arttıracak savunulmuştur. Diğer bir yandan Pindyck (1988), ve Dixit & Pindyck (1994)'in çalışmalarının öncülük ettiği reel opsiyonlar teorisi ise, Hartman ve Abel' in savunduklarının aksine belirsizliğin yatırımları azaltacağını ileri sürmektedir. Bu teorinin dayanak noktası, yatırımların geri çevrilemezlik özelliğidir. Her iki yaklaşımda, hem Hartman ve Abel'in, hem reel opsiyonlar teorisinin vardığı sonuçlar, iki temel varsayım üzerine geliştirilmiştir. Bunlar, risk yansız firma ve rekabetçi piyasa varsayımlarıdır (Güven, 2013).

Görülmektedir ki, literatürde yer alan geleneksel ve modern yatırım teorilerinde, yatırım kavramı, çoğunlukla sabit sermaye stokundaki artışlar olarak ele alınmaktadır. Bu yaklaşımı barındıran temel teoriler aşağıdaki şekilde detaylandırılabilir.

1.3.1 Net Bugünkü Değer Yaklaşımı (NBD)

Ekonomi literatürü içinde önemli yer tutan yatırım kararlarının belirleyicilerini açıklamaya çalışan birçok teori geliştirilmiştir. Bu teoriler, beklenti ve belirsizlik kavramlarının modele dâhil edilip edilmemesine göre, geleneksel ya da modern yatırım teorileri olmak üzere iki gruba ayrılabilirler. Bu anlamda, Net bugünkü değer (NBD) yaklaşımı, hem geleneksel hem de bazı modern yatırım teorilerinin temelini oluşturması bakımından önemlidir. Buna göre, firma sahipleri ve hissedarları firma adına her zaman maksimum değer ve kar oranları isterler. Bu amaçlarına ulaşmak için ise, getirisi maliyetinden büyük olan reel yatırımlar yapmak isterler. Yatırımcıların buna karar verebilmek için kullandıkları en iyi yöntem Net Bugünkü Değer Yaklaşımıdır (Brealey, Myers, & Marcus, 2011, s. 20-25).

Net Bugünkü Değer Yaklaşımı, yatırımın, ömrü boyunca dönemler itibari ile elde edilen katma değerler dizisinin belirli bir ıskonto oranı ile güncelleştirilmesi şeklinde hesaplanır. Böylece, bulunan şimdiki değer tutarı, yatırım tutarı ile karşılaştırılarak yatırımın gerçekleştirilip, gerçekleştirilmeyeceğine karar verilir (Güvemli, 2001, s. 147). NBD pozitif ise, söz konusu yatırım kararı gerçekleştirilir, negatif ise bu yatırım kararından vazgeçilir. NBD' in sıfır olduğu durumda ise, yatırımdan sağlanacak getiri sadece yatırım için katlanılan sermaye maliyetini karşılayacaktır (Brigham & Daves, 2002, s. 378). Birden fazla yatırım kararı söz konusu ise yatırımlar iki şekilde değerlendirilir. Bunlardan birincisi, bağımsız yatırım kararları, ikincisi ise, ayrıık yatırım kararlarıdır (Brigham & Houston, 2014).

Bağımsız yatırım kararları, nakit akışları birbirinden etkilenmeyen kararlardır. Ayrıık yatırım kararları ise, biri kabul edildiğinde diğerinin kesinlikle reddedilmesi gereken kararlardır. Bu durumu bir örnek ile açıklayacak olursak, bir firma İstanbul ve Antalya da farklı iki şube açmayı planlıyorsa bu yatırım kararları, bağımsız nitelikli yatırım kararı olacaktır. Birinin gerçekleştirilmesi diğerine engel teşkil etmeyecektir. Bunun yanında fabrikaya kurulması planlanan bir yatırım aracı için farklı iki seçenek varsa ve aynı işlevi görecekseler bu yatırım kararları ayrıık nitelikli yatırım kararları olarak değerlendirilecektir.

Sonuç olarak bu iki yatırım kararından NBD’i pozitif olan seçilecektir. Eğer, her iki değer de pozitif ise bu durumda, daha yüksek NBD oranına sahip olan yatırım kararı tercih edilecektir. Buna göre, “ CF_t ” t zamanda beklenen nakit akışını “r”, yatırımın maliyeti olan faiz oranını, “N” ise, yatırımın ömrünü göstermek üzere, NBD hesaplanırken kullanılacak formül, aşağıdaki şekilde elde edilir (Brigham & Houston, 2014, s. 371);

$$NBD = CF_0 + \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_N}{(1+r)^N} = \sum_{t=0}^N \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (1.3.4)$$

Yukarıda elde edilen (1.3.3) denklemi (CF_0) gibi negatif bir değerden başlamaktadır. Bu değer CF_0 değerinin başlangıç yatırımı olarak kabul edildiği için negatiftir. Bu tür maliyetler, ürün geliştirme, yatırım için gerekli ekipmanın satın alınması, fabrika inşaatının maliyetleri olarak düşünülebilir. Eşitliğin sağ tarafı ise, NBD formülünün genelleştirilmiş şeklidir (Brigham & Houston, 2014, s. 372).

(1.3.4) nolu eşitlikte NBD sabit kabul edilirse, faiz oranının artmasının NBD’ nin azalmasına, faiz oranının azalmasının ise, NBD’ nin artmasına sebep olduğu anlaşılır. Buradan hareketle, net bugünkü değer yaklaşımına göre, faiz oranı ile yatırımlar arasında negatif bir ilişki olduğu söylenebilir.

NBD yaklaşımı, hem modern hem geleneksel yatırım teorilerinin temelini oluşturduğundan iktisatçılar için önem derecesi yüksektir. Fakat yatırım kararında NBD yaklaşımını kullanmanın kesin sonuç vereceğini söylemek her zaman doğru olmayabilir. Firma ve bireyler yatırım kararlarını verirken gelecek nakit akımlarını çok iyi hesap etmelidirler. Aksi takdirde, rasyonel olmayan davranışlar sergilemeleri kaçınılmaz olacaktır (Brealey, Myers, & Marcus, 2011, s. 24).

1.3.2 Sermayenin Marjinal Etkinliği Yaklaşımı

Geleneksel yaklaşımlarda, yatırımlar içsel bir büyüklük olarak tanımlanmaktadır, yani yatırımlar, ekonomik varsayımlar çerçevesinde; modelin içinde yer alan diğer değişkenler tarafından belirlenmektedir. Keynes’in yatırım teorisinde ise, yatırımların endojen ve egzogen bölümleri vardır. Yatırımların endojen tarafı, piyasa faizlerinin etkisi altındadır. Keynes, SME ile piyasa faizleri arasındaki

fark kapanıncaya kadar yeni yatırım eğilimlerinin devam edeceğini ifade eder. Keynes burada, yatırımın marjinal verimi yerine sermayenin marjinal etkinliği demektedir. Bu bağlamda SME, geleneksel iktisadın tanınmış isimlerinden Fisher' in iç getiri oranları kavramından farklı değildir. Keynes, gelecekteki gelir akımının bir beklenti büyüklüğü olduğunu vurgulamak üzere sermayenin marjinal verimliliği yerine, SME' den söz etmektedir (Paya, 2007). Keynes Kendi kitabında bu durumdan şöyle bahsetmektedir;

“SME' yi yaşam süresi boyunca sermaye malından elde edilmesi umulan getirinin sağladığı yıllık gelir serilerinin bugünkü değerini söz konusu sermaye malının arz fiyatına eşitleyen ıskonto oranı olarak tanımlıyorum. Bu bize belli türdeki sermaye mallarının marjinal etkinliklerini vermektedir. Söz konusu marjinal etkinlik değerlerinin en büyüğü genel olarak SME olarak kabul edilir.” (Keynes, 2010).

Sermayenin marjinal etkinliğini tanımlayan “iç verim oranı²” kavramı ile piyasa faiz oranı arasında olan ilişki, yatırım talebini etkilemektedir. Bunun sonucunda, parasal kesimde belirlenmiş olan faiz oranı, yatırım talebi kanalıyla reel sektörü etkilemektedir (Oztürk & Turgut, 2011, s. 117-144).

Sermaye malı satın almayı düşünen bir yatırımcı, yapacağı maliyet-fayda analizinde sermaye malını satın almakla, ek üretimin satılmasından kaynaklanan, gelecekte beklenen bir gelir akımı elde etmeye hak kazanır. Ancak, eş anlı olarak, parasını cari faiz oranı olan “i” den ödünç verme olanağından vazgeçmiş olur. Bunun yanında yatırımcı artan üretim maliyetinden kaynaklanan bazı ek maliyetleri de üstlenmiş olur. Bu durumda sorulması gereken soru, veri koşullar altında hangi yatırım kararlarının optimal olduğudur.

Bilindiği gibi, bugünkü 1 TL ile gelecekteki 1 TL aynı değildir, zira bugünkü 1 TL ile, aradan geçen süre boyunca faiz getirisi elde edilebilir. Bu yüzden gelecekteki net gelirler hesaplanırken indirgenmeleri (ıskonto edilmeleri) gerekir. “n” yıl için düşünülen bir projede her yıl elde edilecek gelir bu hesaba katılacaktır.

² İşletme literatüründe sermayenin marjinal etkinliği yerine kullanılır.

Böylece, İndirgenmiş net gelirlerin toplamı, yatırımın bugünkü değerini oluşturur. Söz konusu sermaye malının ömrü n yıl, yatırım harcamaları (E_j) ve yatırımdan sağlanan gelirler (R_j) kabul edilirse, j yılının net geliri aşağıdakine eşittir:

$$Q_j = R_j - G_j: \quad (J = 1 \dots n) \quad (1.3.5)$$

$$Q_0 = Q_1 + \frac{Q_2}{(1+r)^1} + \frac{Q_3}{(1+r)^2} + \dots + \frac{Q_n}{(1+r)^{n-1}} \quad (1.3.6)$$

Daha önce de belirtildiği gibi Q_1 , birinci yılın başında gerçekleşir ve başlangıç maliyetlerini oluşturur, bu nedenle indirgenmesine gerek yoktur. r uygun bir biçimde seçilmiş indirgeme (ıskonto) oranıdır. Sermayenin Marjinal Etkinliği, bugünkü değeri yatırım giderine eşitleyen bu indirgeme oranından başka bir şey değildir. Öyleyse, (mec) ile göstereceğimiz, sermayenin marjinal etkinliği C_k yatırım projesinin maliyetini göstermek üzere, aşağıdaki denklem tarafından tanımlanır:

$$C_k = Q_1 + \frac{Q_2}{(1+mec)^1} + \frac{Q_3}{(1+mec)^2} + \dots + \frac{Q_n}{(1+mec)^{n-1}} \quad (1.3.7)$$

Buna göre;

$mec > r$ olduğunda yatırım kararı verilir. Bu durumda $NBD > 0$ olur

$mec < r$ olduğunda yatırım kararı verilmez. Bu durumda $NBD < 0$ olur.

$mec = r$ olduğunda yatırım kararsızlığı söz konusudur.

Dolayısıyla, SME, tanımdan kaynaklı faiz oranından bağımsız olmanın yanında, yatırımlar bu noktaya kadar sürdürüldüğü için, her zaman faiz oranına doğru yakınsar. Buna göre, faiz oranı SME yi bu da toplam yatırımı belirlemektedir. Dolayısıyla, yatırım talebi faiz oranına dolaylı olarak da olsa bağımlıdır. Bu durum, matematiksel olarak şöyle açıklanabilir.

$$I = I(\underbrace{i}) \quad (1.3.8)$$

Ayrıca ekonominin bütünü açısından bakıldığında, Keynes, toplam yatırım miktarı artarken, SME' nin azalacağını öne sürmüştür. Çünkü önce en karlı yatırımlar daha sonra daha az karlı olanlar ve en son olarak da, karlılığı ancak mevcut piyasa faiz oranı kadar olan yatırımlar gerçekleştirilir. SME daima faiz oranına doğru yakınsar. Böylece yatırımlar artarken SME düştüğü için faiz oranındaki artış yatırım talebinin düşmesine neden olur (Felderer & Homburg, 2010, s. 113-115).

Keynes temelde, yatırımlar ve faiz arasında, geleneksel iktisatçıların kurmuş olduğu ilişkiye benzer bir ilişki kurmaktadır. Buna göre yatırımlar, düşen faizler ile birlikte genişlemektedir. Ancak, bu ilişki geleneksel iktisatçıların benimsediği yaklaşıma göre bazı farklılıklar içermektedir. Bu farklılıklar şöyle açıklanabilir (Paya, 2007).

- Yatırım eğrisinin negatif eğimli olması azalan verimler kanunu ile ilişkili değildir. Bu, yatırıma konu olan malları fiyatlarının kısa vadede yükselmesi ile ilişkilidir; söz konusu malların fiyatlarının artmasına paralel olarak yatırımların artması faizlerin düşmesine bağlıdır.
- Yatırım malları eğrisi istikrarlı olarak oluşmamaktadır. Girişimcinin beklentileri son derece değişken olmaktadır.

Bu bağlamda, Keynesyen teorinin klasik yatırım teorilerinden temel ayrılış noktasını, yatırım kararlarının sermayenin cari marjinal verimliliğine değil, sermayenin gelecekte beklenen getirisine bağlı olduğunu öne süren hipotez oluşturur. Dolayısıyla, sermayenin marjinal etkinliği yalnızca teknolojiye değil, yatırımcının psikolojisine de bağlıdır. Bu, yalnızca terminolojideki bir değişiklikten ibaret değildir (Felderer & Homburg, 2010).

1.3.3 Hızlandırıcı Yaklaşımı

Hızlandırıcı modeli yatırım kararlarına etkide bulunan faktörleri açıklamaya yönelik en eski yaklaşımdır. Ekonomideki konjonktür dalgalanmalarını açıklamak amacıyla 20. Yy başlarında A.Aftalion, C.F Bickerdike ve J.M Clark gibi iktisatçılar

tarafından ortaya atılmış olmakla beraber hızlandırıcı modelinin esas gelişimini E.Lunberg ve R.F Harrod sağlamıştır (Ak, 1991, s. 161-165).

Buna göre, düşük oranda reel GSYİH (çıkıtı) daha düşük planlanmış yatırım harcamalarına sebep olurken, daha yüksek bir reel GSYİ (çıkıtı) oranlarındaki bir büyüme ise, daha yüksek bir harcama düzeyine sebep olmaktadır. Yani, gelecekte beklenen reel GSYİH ile planlanmış yatırım harcamaları arasında pozitif ilişki vardır. Bu ikili arasındaki ilişki ise Hızlandırıcı Prensipleri olarak adlandırılır (Krugman & Wells, 2005, s. 278).

Hızlandırıcı modeli, literatürde basit ve esnek hızlandırıcı olmak üzere iki farklı şekilde yer almaktadır. Basit hızlandırıcı modelinin çok eleştirilmesine sebep olan eksik noktası, firmaların, istenen sermaye stokuna ulaşırken yaşadığı uyum sürecinin modelde göz ardı edilmesidir. Esnek hızlandırıcı modeli bu sürece cevap vererek, modele dâhil etmeye çalışmaktadır. Yani, basit hızlandırıcı modelin eleştirilene alan yönlerini dikkate alarak geliştirilmiştir.

1.3.3.1 Basit Hızlandırıcı Modeli

Paul Samuelson (1973) tarafından geliştirilmiştir. Firmaların yatırım kararlarını hâsıla, bir diğer anlamda satışlar ile açıklayan bir yaklaşımdır. Faiz oranının etkisi söz konusu değildir. Bu modelde yatırımlar basit sabit oranlı üretim fonksiyonundan elde edilir. Yatırımcılar hızlandırıcı katsayısı olarak da adlandırılan ‘ α ’ ($0 < \alpha < 1$) gibi sabit bir sermaye-hâsıla oranına göre üretim yaparlar. Böylece arzu edilen sermaye stoku olarak yazılacak K^* sayısı, üretim düzeyinin doğrusal bir fonksiyonu olarak şöyle yazılabilir (Caballero, 1997, s. 3).

$$K^* = \alpha Y \quad (1.3.9)$$

Daha önce yatırımı fiziksel sermaye stokuna yapılan net ilaveler olarak tanımlanmıştı. Buna göre, I_t : t zamanındaki yatırımları, “K” Mevcut sermaye stokunu ve K^* arzu edilen sermaye stokunu göstermek üzere şöyle ifade edilebilir.

$$I_t = K_t^* - K_{t-1} \quad (1.3.10)$$

$$I_t = \alpha Y_t - Y_{t-1} \quad (1.3.11)$$

$$I = \alpha \Delta Y \quad (1.3.12)$$

Bu kanuna göre, toplumun stok veya teçhizat şeklindeki sermaye stoku ihtiyacı, geniş çapta gelirin veya hasılanın seviyesine bağlıdır. Sermaye stokuna yapılacak ilaveler, daha alışıktığımız bir deyim ile safi yatırım, ancak gelir arttığı sürece devam edecektir. Bunun neticesinde, tüketim malları satışları mutlak olarak azaldığı için değil, fakat sırf satışlar yüksek bir artış hızında karar kıldıkları veya daha düşük hızla gelişmeye devam ettikleri için refah devresi sona erebilir (Samuelson P. , 1973, s. 292-294).

Stoklarlar açısından incelendiğinde ise, hızlandıran modeline göre firmaların, çıktısına oransal olarak stok bulundurduğu varsayılmaktadır. Bu varsayımı kullanmanın çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Çıktı yüksek olduğunda imalatçı firmalar tamamlanma sürecinde daha fazla mala sahip olduklarından, ellerinde daha fazla materyal ve teçhizat bulundurma ihtiyacını hissederler. Ekonomi canlanma dönemlerinde iken, perakende firmalar müşterilerine göstermek üzere raflarında daha fazla ürün bulundurmaya isterler. Çıktıda bir artış olduğunda, firmalar daha fazla stok bulundurmaya isterler, dolayısıyla stok yatırım artar (Mankiw, 2009, s. 566-567).

Bu durumun aksine olumsuz bir talep şokunda, talepte meydana gelen beklenmedik bir düşüş, stoklarda planlanmamış bir artışla sonuçlanmaktadır. Bu durumda, firmalar stokları azaltmak için üretimi durdurmaktadır. Üretimin durması ise, talepteki azalışı daha da kolaylaştırmakta ve durgunluğun ekonominin geneline yayılmasında önemli bir rol oynamaktadır (Yamak & Topbaş, 2008, s. 2-3).

Hızlandıran modelinin firmalar üzerinde etkisini göstermek üzere literatürde çeşitli ampirik çalışmalar yapılmıştır. Blinder ve Maccini (1991) hızlandıran modelinin oransal uyumun varlığını gözlemleyebilmek için dünya savaşı sonrası durgunluk dönemi için yaptıkları bir çalışmada reel GSYİH ve stok yatırımlar arasında % 87 (farklı bir hesaplama yönteminde daha fazla olduğu görülmüştür.) oranında bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir (Allen, 1995, s. 18).

Diğer taraftan, Ramey (1989), stok talebinin çıktı elastikiyetinin yüksek olduğunu dolayısıyla stok yatırımlarının konjonktürün yayılması konusunda

hızlandıran mekanizması etkisini gösterdiğini belirtmektedir. Ramey (1989) yaptığı bir çalışmada, bütün imalat sanayinin stoklarının üçte ikisini üreten dört endüstrinin, stokları üretimin değişim faktörlerinden birisi olarak değerlendirdiğini söylemektedir. Ramey çalışması sonucunda ekonominin küçülme döneminde stoklara yapılan yatırımlardaki azalmanın % 60'ının stoklara olan talebin kaymasından (azalmasından) kaynaklandığını tespit etmiştir.

1.3.3.2 Esnek Hızlandıran Modeli

Basit hızlandıran modelinde, firmaların arzu edilen sermaye stokuna bir dönemde intikal ettikleri varsayıldığı bilinmektedir. Modelin bu eksikliği, Clark (1944) ve Koyck (1954) tarafından tekrar ele alınarak Esnek Hızlandıran Model'e dönüştürülmüştür. Esnek hızlandıran modeline göre, firmalar her dönem cari sermaye stoku ile arzulanan sermaye stoku arasındaki farkın belli bir oranında yatırım gerçekleştirmektedirler. Yatırımlar devam ettikçe, bir dönem sonra fiili sermaye stoku arzulanan seviyesine gelmiş olur. Bu durum, "sermaye stoku intibak prensibi" olarak karşımıza çıkmaktadır (Caballero, 1997, s. 3).

Firmaların sermaye stoklarını zaman içinde uyarlamayı planladıkları hızla ilgili geliştirilen bu hipotezin arkasındaki bir diğer düşünce şudur; "Mevcut sermaye stoku ile arzulanan sermaye stoku arasındaki fark ne kadar büyükse, bir firmanın yatırım hızı o kadar yüksek olacaktır" (Dornbusch, Fischer, & Startz, 2007).

Esnek hızlandıran modeline göre, firma her dönem arzu edilen sermaye stoku ile fiili sermaye stoku arasındaki farkın λ gibi bir oranı kapatmayı amaçlar. Geçmiş dönem sonundaki sermaye stokunu K_{-1} ile gösterilirse, arzu edilen sermaye stoku ile fiili sermaye stoku arasındaki fark $(K^* - K_{-1})$ olacaktır. Firma, geçmiş dönem sonundaki sermaye stokuna (K_{-1}), bu farkın $(K^* - K_{-1})$ bir oranını (λ) ilave etmeyi planlar. Böylece, cari dönem sonundaki fiili sermaye stoku (K_0) ise şöyle olacaktır:

$$K_0 = K_{-1} + \lambda (K^* - K_{-1}) \quad (1.3.13)$$

Buna göre, firmanın sermaye stokunu K_{-1} ' den denklem (1.3.13)' de gösterilen K_0 düzeyine çıkarabilmesi için, firmanın, net yatırım miktarını ($I_{Net} = K_0 - K_{-1}$) gerçekleştirmesi gerekir. Dolayısıyla net yatırımı şu şekilde yazabilir:

$$I = K_0 - K_{-1} = \lambda(K^* - K_{-1}) \quad (1.3.14)$$

Caballero (1997)' ya göre bu denklem, net yatırımın tedrici ayarlanma formülasyonudur. Bu durumda arzu edilen sermaye tutarına yaklaşırken, her yatırım döneminde kapanan farkın toplamları şöyle gösterilebilir;

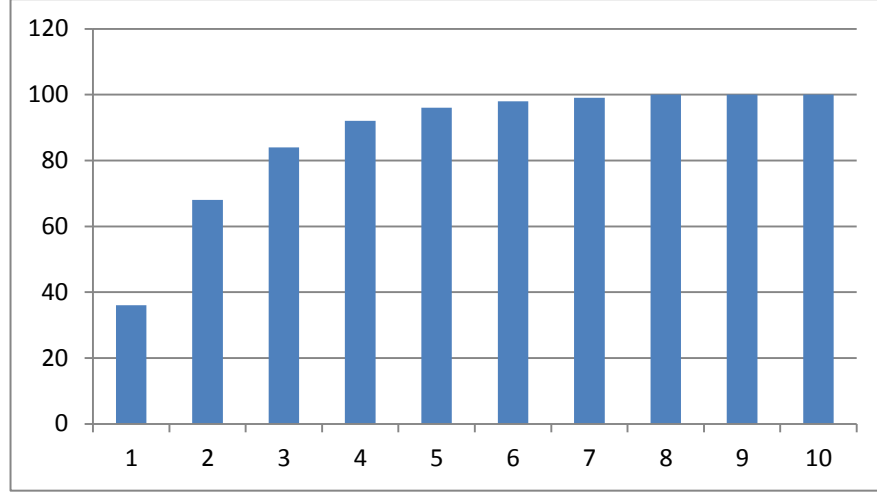
$$I_t = \sum_{m=0}^n \beta_k \Delta K_{t-m}^* \quad (1.3.15)$$

Geçmiş dönem sermaye stoku (K_{-1}) düzeyi 36 Milyon TL, arzu edilen sermaye stoku olan K^* ise 100 Milyon TL ve λ katsayısı 0,5 olarak kabul edilsin. Bu durumda, her bir yatırımda arzu edilen yatırım seviyesine kalan miktarın 0,5 lik kısmı ilave edilir. Böylece, K_0 döneminde yatırım düzeyi (1.3.16)' deki gibi ve K_1 döneminde denklem (1.3.17) elde edilecektir;

$$36 + 0,5 x(100 - 36) = 68 \quad (1.3.16)$$

$$36 + 0,5x (100 - 68) = 84 \quad (1.3.17)$$

Bu işlemler devam ettirildiğinde; sırasıyla 92, 96, 98, 99... şeklinde istenen yatırım düzeyine yaklaştıkça azalarak artan bir durum sergilenecektir.



Şekil 1.3.1: Hızlandırıcı Modeline Göre Sermaye Stoku İntibak Prensibi

Kaynak: Dornbusch, R., Fischer, S., & Startz, R. (2007). *Makroekonomi (S. Ak, Çev.)*. Ankara: Gazi Kitabevi, s.410

Şekil 1.3.1’ de görüldüğü gibi, birinci döneme göre ikinci dönemde fark yarıya indiğinden, yatırım bir önceki dönem hızının yarısıdır. Yatırım, fiili sermaye stoku hedef sermaye düzeyine ulaşmaya kadar devam eder. λ ne kadar büyükse fark o kadar hızlı azalacaktır.

Bununla beraber arzu edilen sermaye stokunu artıran her etken, yatırım hızını da artırır. Dolayısıyla, beklenen çıktıdaki bir artışın, reel faiz oranındaki bir azalışın ya da yatırım indirimindeki bir artışın her biri yatırım oranını artıracaktır. Bu durum, Esnek Hızlandırıcı Modelinin, yatırımın dinamik hareket ³ ile ilgili bakış açıları içerdiğini gösterir. Ampirik çalışmalar ise, esnek hızlandırıcı dinamiklerinin oldukça katı olduğunu göstermektedir. Yapılan çalışmalar, yatırımın zirve yapmasının, sermaye talebindeki değişmeden sonra yaklaşık 2 yıl aldığını gösterilmektedir (Dornbusch, Fischer, & Startz, 2007, s. 409-411).

Esnek hızlandırıcı modeli, literatüre katkılarının yanı sıra birçok eleştiride almış durumdadır. Bu model, mali piyasa bilgilerinin eksikliğinin yanında, birçok önemli zayıflıkları barındırır. Bunlardan birkaçı şöyle sıralanabilir (Paya, 2007, s. 89).

³ Cari dönem dışında kalan dönemlerdeki iktisadi değişkenlerin değerine bağlı hareket

- Yatırımlarda meydana gelen gecikme dağılımlarının ad-hoc çözümlenmeler ile belirlenmesi.
- Çıktı seviyesinin firmanın bir seçim değişkeni olması yerine dışsal olarak kabul edilmesi.
- "Arzu edilen" sermaye stoku kavramının kötü tanımlanmış ve statik bağlamda belirtilmiş olmasıdır. (Paddock, 2010, s. 1-10)
- Sermaye ve hâsıla oranının sabit kabul edilmesi, yani sermaye ve emek arasında hiçbir ikame ilişkisinin olmayacağı tezinin savunulması.

1.3.4 Neo-Klasik Yatırım Yaklaşımı

Jorgenson (1963) tarafından geliştirilen, Neoklasik yatırım modeli, mikro ekonomik temellere dayanmaktadır. Buna göre firma, bir birim net sabit sermaye yatırımının firmaya sağlayacağı getiri ile firmaya yükleyeceği maliyeti karşılaştırarak, kar maksimizasyonu imkânlarını araştırır. Net sabit sermaye yatırımının getirisi, maliyetinden yüksek ise yatırım kararı verilir, değilse vazgeçilir. Ayrıca, yatırım teşviki olarak uygulanan yeni yatırımlara vergi iadesine de yer veren yaklaşım, bu durumun yatırımları arttırıcı etkisinden de söz eder (Bocutoğlu, 2013, s. 140).

Jorgenson'a göre, sermaye stoku talebi net değeri maksimize etmek için belirlenir. Net değer kesintili net gelirlerin integrali olarak tanımlanır. Faiz oranları da dâhil tüm fiyatlar sabit kabul edilmiştir. Net gelir cari ve sermaye hesabından vergi dâhil harcamalar düşülerek hesaplanan cari gelir olarak tanımlanmıştır. Buna göre,

$R(t)$ = t zamanındaki vergi öncesi gelir

$D(t)$ = t zamanındaki direkt vergiler

$r(t)$ = t zamanındaki faiz oranları

W = Net değeri ifade etmek üzere

$$W = \int_0^{\infty} e^{-rt} [R(t) - D(t)] dt \quad (1.3.18)$$

Olarak hesaplanır. Ayrıca; p ürün fiyatlarını s ücret oranını, q sermaye mallarının fiyatını, Q çıktı miktarını, L iş gücünü ve I yatırım oranını göstermek üzere denklem (1.3.18) de geçen t anındaki net gelir şöyle açıklanır.

$$R(t) = pQ - sL - qI \quad (1.3.19)$$

Problemin devamında u direk vergi oranını, v gelire karşılık vergiden düşülebilir aşınma payı oranını, w ücretleri, x gelire karşılık ödenebilir sermaye kayıpları oranını, K sermaye stokunu ve δ ise yenilenme maliyetini göstermek üzere direkt vergiler de aşağıdaki gibi hesaplanır;

$$D = u[pQ - sL - (v\delta q + wrq - x\dot{q})K] \quad (1.3.20)$$

Bu durumda net değer in standart neoklasik üretim fonksiyonu ve sermaye stoku büyüme oranı kısıtı altında maksimizasyonu ile marjinal verimlilik koşullarını elde edilir.

$$\frac{\partial Q}{\partial L} = \frac{s}{p}, \quad ve \quad (1.3.21)$$

$$\frac{\partial Q}{\partial K} = \frac{q \left[\frac{1-uv}{1-u} \delta + \frac{1-uw}{1-u} r - \frac{1-ux\dot{q}}{1-u} \right]}{p} \quad (1.3.22)$$

Eşitliğinde sermaye kazançlarını ifade eden $\frac{\dot{q}}{q}$ oranı ihmal edildiğinde ise, kullanım maliyeti aşağıdaki gibi elde edilmiş olur.

$$c = q \left[\frac{1-uv}{1-u} \delta + \frac{1-uw}{1-u} r \right] \quad (1.3.23)$$

Elde edilen maliyet denklemini incelendiğinde, yukarıda tanımlanan direk vergi oranı (u), gelire karşılık vergiden düşülebilir amortisman oranı (v), ücretler (w), yenilenme maliyeti (δ) ve faiz oranlarının (r) maliyete etkileri görülmektedir. Faiz

ve aşınma payı oranlarının artışı maliyetleri arttırırken, vergi oranlarındaki düşüş ve faizlerdeki düşüşün de maliyetleri azalttığı söylenebilir.

Jorgensen(1963), arzu edilen sermaye stokunu aşağıdaki gibi tanımlamaktadır. Bu ifade, Cobb-Douglas üretim fonksiyonu ve çıktının sermayeye açısından elastikiyeti olan γ ile ele alınarak elde edilmiştir.

$$K^* = \gamma \frac{pQ}{c} \quad (1.3.24)$$

Jorgenson'un yaklaşımında yeni bir yatırım projesinin (I_t^E) tamamlanması için gerekli sürenin dağılımı sabit varsayılmıştır. Yatırım projesinin τ döneminde tamamlanan oranı K_τ , yeni bir yatırım projesi I_t^E ve projenin başlangıç düzeyindeki yatırım oranı I_t^N olarak tanımlanırsa, dağılım gecikmelerini de modele ilave edilmiş olur. Bu durum, aşağıdaki gibi gösterilir.

$$I_t^E = \sum_{\tau=0}^{\infty} w_\tau I_{t-\tau}^N = w(L)I_t^N \quad (1.3.25)$$

Eşitliğin sağ tarafındaki $w(L)$ ifadesi, gecikme operatörlerinin sonsuza giden bir kuvvet serisini ifade eder. Herbir yeni projenin, tamamlanmamış projelerin gecikmeleri arzu edilen sermaye stoku ile cari sermaye stoku arasındaki farka eşit olunca başlatıldığı varsayılır.

$$I_t^N = K_t^* - [K_t + (1 - w_0)I_{t-1}^N + \dots] \quad (1.3.26)$$

$$I_t^E = w(L)[K_t^* - K_{t-1}^*] \quad (1.3.27)$$

Gecikmeler denkleme ilave edildikten sonra ara aşamaları da teoride göstermek mümkündür. Bu durumda, birinci tamamlama yatırım aşamasının dağılımları $v_{0\tau}$, ikinci tamamlama aşamasının dağılımları $v_{1\tau}$ ve yatırım harcamalarının dağılımları da $v_{2\tau}$ olmak üzere;

$$I_t^{S_1E} = \sum_{\tau=0}^{\infty} v_{0\tau} I_{t-\tau}^N = v_0(L)I_t^N \quad (1.3.28)$$

$$I_t^{S_2E} = \sum_{\tau=0}^{\infty} v_{1\tau} I_{t-\tau}^{S_1E} = v_1(L)I_t^{S_1E} \quad (1.3.29)$$

$$I_t^E = \sum_{\tau=0}^{\infty} v_{2\tau} I_{t-\tau}^{S_{2E}} = v_2(L)I_t^{S_{2E}} \quad (1.3.30)$$

Şeklinde ifade edilecektir. Bu durumda ($I_t^{S_{1E}}$) birinci aşamanın tamamlanma yatırımları, ($I_t^{S_{2E}}$) ifadesi ikinci aşamanın tamamlanma yatırımları, sonuç olarak (I_t^E) ise yeni yatırımları temsil etmektedir. Bu durumda, toplam yatırımlar şöyle ifade edilebilir.

$$I_t = I_t^E + I_t^R \quad (1.3.31)$$

Ayrıca jorgensen (1963), yenilenme yatırımları için sermaye stokunun bir oranı ifadesini kullanmaktadır. Bu durum

$$I_t^R = \delta K_t \quad (1.3.32)$$

Şeklinde gösterilebilir. Sonuç olarak, toplam yatırımlar açık bir denklem ile ifade edecek olursa;

$$I_t = w(L)[K_t^* - K_{t-1}^*] + \delta K_t \quad (1.3.33)$$

Eşitliği elde edilecektir. Başka bir deyişle, toplam yatırımlar mevcut sermaye stokunun belli bir oranı ile arzu edilen sermaye stokuna ulaşma sürecinde yapılan yatırımların toplamıdır (Jorgenson, 1963, s. 248-251).

Teoriye göre, ekonomideki rekabetçi firmanın optimal net sermaye stoku ihtiyacı ise, net sabit sermayenin marjinal getirisine, sermaye malının fiyatına, firmanın ürettiği çıktının fiyatına, reel faiz oranına ve net sabit sermayenin yıpranma oranına bağlı olduğu görülmektedir (Bocutoğlu, 2013, s. 140).

1.3.5 Tobin' in Q Yaklaşımı

Neoklasik modele alternatif olarak teklif edilen modellerden biri de, J. Tobin ve W. C. Brainard tarafından geliştirilen ve kısaca "q" modeli diye bilinen yaklaşımdır. "q" modelinde, sermaye piyasasındaki fiyat hareketleri ile reel sermaye sektörü arasında bir ilişki kurulmaktadır. Modelin temel önermesi, bir firma sermayesinin sermaye piyasasındaki değeri ile bu sermayenin yenileme maliyeti (replacement Cost) arasındaki ilişkinin yatırım harcamalarını belirlemede önemli bir işlev gördüğüdür (Ak, 1991, s. 190).

Sermaye piyasası, hanehalkı servetinin bir parçasıdır. Hisse senedi fiyatlarındaki bir düşüş, insanları daha fakir hale getirir ve dolayısıyla tüketim harcamaları düşer bu da aynı zamanda toplam talebi daraltır. Hisse senedi fiyatlarındaki bir düşüş teknolojik gelişme ve uzun dönem ekonomik büyüme hakkındaki kötü haberler yansıtılabilir. Eğer durum böyle ise bu, doğal çıktı düzeyinin ve dolayısıyla toplam arzın gelecekte beklenenden daha yavaş büyüyeceği anlamına gelir (Mankiw, 2009).

Hisse senedi fiyatlarının yükseldiği bir ortamda, firma hisse senedi ihraç ederek yatırımları için ek kaynak oluşturur. Firmanın piyasa değeri arttığında aynı zamanda yatırım genişlemesi yaşanmaktadır. Bu durum literatürde yatırımın q kuralı olarak yer almaktadır. Yatırımın q kuramı, yatırımla hisse senedi piyasası arasındaki bu bağlantıyı vurgulamaktadır. Bir şirketin hisse senedinin fiyatı, şirket sermayesi üzerindeki hakkın fiyatıdır. Şirket yöneticileri, hisse fiyatları yüksekken daha çok yeni sermaye üreterek (yeni yatırımlar yaparak) ve hisse fiyatları düşükken daha az yeni sermaye üreterek (hiç yatırım yapmayarak) hisse senedi fiyatındaki değişikliklere tepki verirler. Tobin' in savunduğu teoriye göre, herhangi bir sermaye türünün yatırım kararı, sermayenin piyasa değerinin, yenilenme maliyeti oranına bakılarak tahmin edilebilir.

$$Tobin'in\ q\ su = \frac{V}{P_k K} \quad (1.3.34)$$

Yukarıdaki ifadede, $P_k K$ ifadesi, sermayenin yenilenme maliyetini, V ise firmanın piyasa değerini ifade etmektedir. Literatürde genellikle "Tobin' in q" su olarak, adlandırılan bu oran, 1 den büyük ise sermayenin getirisi maliyetinden büyük olacağı için karlı bir yatırım olarak kabul edilir. Aynı şekilde, bu oran 1 den küçük olduğu zaman ise karlı bir yatırım olmadığına karar verilir ve yatırımdan vazgeçilir.

Bu anlamda Tobin ve Brainard, "q" oranının, ekonominin malî sektörü ile reel sektör arasındaki tek halkayı oluşturduğu kanaatindedir. Bu nedenle, malî olayların ve para politikalarının ekonominin reel sektörü üzerindeki etkisi ancak "q" oranı

aracılığıyla ortaya çıkabilir. Başka bir deyişle "q" oranı, para ve maliye politikalarının uygun hedefi ve iyi bir göstergesidir (Ak, 1991, s. 193).

Ayrıca, sermayenin beklenen marjinal ürünü (MPK), reel faiz oranları (r) ve sermayenin satın alma fiyatı (P_k) neoklasik teoride olduğu gibi Tobin' in q sunu da etkiler. Sermayenin beklenen marjinal ürünündeki artış, firmanın gelecekte beklenen kazançlarının artmasına, bununla da firmanın sermaye piyasasındaki değerinin artmasına ve takiben q değerinin artmasına neden olur. Aynı şekilde, reel faiz oranındaki bir düşüş, hisse senedi fiyatlarının, dolayısıyla q 'nun artmasına neden olur. Sermaye mallarının satın alma fiyatındaki düşüş ise, q değerinin artmasına yol açar. Bugüne kadarki ampirik çalışmalar, firmanın piyasa fiyatları arttığında (azaldığında) sermaye mallarına olan yatırımların da artma (azalma) eğilimi gösterdiğini göstermiştir (Abel & Bernanke, 2001).

1983 de İngiltere deki yatırım patlaması incelendiğinde, sermayenin kiralama maliyetlerinin yatırım anlamında uygun seviyelerde olmamasına rağmen, Tobin' in q değerinin oldukça yeterli büyüklükte olduğu görülmektedir. Bu nedenle, q ' nun isabetli bir gösterge olduğunu söylenebilir. Ayrıca, Tobin' in teorisinde ihtiyacımız olan q değeri hesaplanırken, kullanacağımız firmanın piyasa değeri hisse senedi piyasası aracılığıyla kolayca edilebilir. Verilerin elde edilme kolaylığı da Tobin'in teorisinin yatırım için çok kullanışlı bir gösterge olmasını sağlamaktadır (Hall & Taylor, 1997, s. 340-344).

Borsa ile ekonomi arasındaki bağlantılar, merkez bankası gibi politika yapıcılar tarafından da dikkate alınmaktadır. Borsa, verilerinin GSYH verilerine göre daha hızlı temin edilmesinden dolayı, reel GSYH'deki değişimleri çoğunlukla öngörebildiğinden, yakından izlenen bir ekonomik göstergedir (Mankiw, 2009, s. 555-558).

1.3.6 Hartman–Abel Yaklaşımı

Belirsizliğin firmaların yatırım kararları üzerindeki etkilerini inceleyen ilk modern yatırım teorileri, Hartman (1972) ve Abel (1983)'e tarafından geliştirilmiştir. Hartman (1972) ve Abel (1983), rekabetçi piyasada faaliyette bulunan risk yansız bir

firmanın, ölçeğe göre sabit getiri ve sermayenin marjinal değerinin fiyata göre dışbükey olduğu varsayımlarından hareketle, belirsizlikteki artışın, sermayenin marjinal değerinde artışa yol açacağını savunmaktadır. Yaptıkları çalışmada, belirsizliğin yatırımlarını arttıracığını göstermişlerdir (Güven, 2013, s. 5).

Richard Hartman (1972) ve Robert Pindyck (1982), belirsizlik altında yatırım kararı alan dışbükey uyum maliyetlerine sahip, rekabetçi piyasada faaliyette bulunan risk yansız bir firma üzerinde yaptıkları çalışmada farklı sonuçlara ulaşmışlardır. Hartman lineer homojen bir üretim fonksiyonu ile rekabetçi bir firmanın, fiyat belirsizliği arttıkça, yatırımlarının da şaşırtıcı bir şekilde artacağını göstermiştir. Pindyck (1982)' ise, sadece marjinal uyum maliyeti fonksiyonu dışbükey olduğunda, çıktı fiyatlarındaki artışın yatırımları arttıracığını iddia etmiştir (Abel A. , 1983, s. 228).

Her iki durum Cobb – Douglas üretim fonksiyonuna üzerinden incelenebilir. Buna göre rekabetçi firmalar üretim yapmak için İşgücü (L) ve sermaye (K) kullanırlar. Firmalar brüt yatırımlar için sabit ücretlerde (W) işgücü kiralarlar. Burada uyarılma maliyet fonksiyonu elastikiyeti ($\beta > 1$) olarak kabul edilecektir. Risk yansız firmanın beklentilerinin bugünkü değerlerini maksimize ettiği varsayımı altında, net sermaye eşitliği ve ürün fiyatının davranışını tanımlayan eşitlikler aşağıdaki gibi tanımlanır:

$$dK_t = (I_t - \delta K_t)dt \quad (1.3.2.1)$$

$$dp_t/p_t = \sigma dz \quad (1.3.2.2)$$

Firmanın değeri nakit akımlarının beklenen şimdiki değerinin maksimize edilmiş halidir. Burada iskonto oranı (r) sabit iken, firma değeri şöyle yazabilir;

$$V(K_t, P_t) = \max_{I_s, L_s} E_t \int_1^{\infty} [P_s L_s^\alpha K_s^{1-\alpha} - w L_s - \gamma I_s^\beta] \exp(-r(s-t)) ds \quad (1.3.2.3)$$

(1.3.2.1) ve (1.3.2.2) denklem kısıtları altında, değer fonksiyonu optimalite koşulu altında şöyle yazılabilir;

$$rV(K_t, P_t)dt = \max_{I_t, L_t} [P_t L_t^\alpha K_t^{1-\alpha} - wL_t - \gamma I_t^\beta] dt + E_t(dV) \quad (1.3.2.4)$$

Optimalite koşulu doğru ekonomik yorumlamalar getirir. Denklemin sağ tarafı, firma sahiplerinin toplam gelir beklentilerini ifade etmektedir. Bu kısım, nakit akımları ve beklenen sermaye kazanç ve kayıplarını da içerir. Optimalite koşulu, beklenen gelirin gerekli ortalama gelire eşit olmasını arar. Sermaye kazanç ve kayıplarını hesaplamak için, firma değeri (dV), K_t ve P_t gibi iki değişkenin fonksiyonu olarak tanımlanır. Elde edilen değer denklem (1.3.2.5) deki gibi hesaplanır.

$$dV = V_K dK + V_P dP + (1/2)V_{KK}(dK)^2 + \left(\frac{1}{2}\right)V_{PP}(dP)^2 + V_{PK}(dP)(dK) \quad (1.3.2.5)$$

(1.3.2.1) ve (1.3.2.2) denklemleri, (1.3.2.5) numaralı denkleme göre düzenlendiğinde, firma değerinin beklenen değişimi şöyle elde edilir.

$$E_t(dV) = [(1 - \delta K_t)V_K + (1/2)P_t^2 \sigma^2 V_{PP}] dt \quad (1.3.2.6)$$

Buradan hareketle (1.3.2.4) denklemini ile birlikte çözüldüğünde ise (1.3.2.7) eşitliği elde edilir.

$$rV(K_t, P_t) = \max_{I_t, L_t} \{P_t L_t^\alpha K_t^{1-\alpha} - wL_t - \gamma I_t^\beta + ((1 - \delta K_t)V_K + (1/2)P_t^2 \sigma^2 V_{PP})\} \quad (1.3.2.7)$$

$$\max_{I_t} \{P_t L_t^\alpha K_t^{1-\alpha} - wL_t\} = h p_t^{1/(1-\alpha)} K_t \text{ ve } h = (1 - \alpha)(\alpha/w)^{\alpha/(1-\alpha)} \quad (1.3.2.8)$$

Burada $h p_t^{1/(1-\alpha)}$ ifadesinin, sermayenin marjinal geliri olduğuna dikkat edilmelidir. (1.3.2.7) denklemin sağ kısmı I_t ' ye göre differansiyellendiğinde aşağıdaki ifade elde edilecektir:

$$\gamma \beta_t^{\beta-1} = V_K \quad (1.3.2.9)$$

Bu denkleme göre, yatırımın optimal oranı, yatırımın marjinal maliyeti ile sermayenin marjinal değerinin eşit olduğu anda belirlenir. Buradan, (1.3.2.8) ve (1.3.2.9) denklemleri (1.3.2.7) numaralı denklemlerle birlikte çözümlendiğinde,

$$rV(K_t, P_t) = hp_t^{1/(1-\alpha)} K_t + (\beta - 1)\gamma I_t^\beta - \delta K_t V_K + (1/2)p_t^2 \sigma^2 V_{PP} \quad (1.3.2.10)$$

(1.3.2.10) denklemini elde edilir. Burada (1.3.2.9) ve (1.3.2.10) denklemleri non-lineer ikinci sıra diferensiyellenebilir eşitlik olarak tanımlanabilir. Pindyck (1982)'e göre genellikle bu tür eşitlikler açıkça çözülemeyen eşitliklerdir. Ama bu noktadan sonra Hartman açık bir çözüm elde etmek için probleme yeterli yapılar eklediğinden bahsetmiştir. Böylece çözüme devam edildiğinde, aşağıdaki gibi birçok çözüm elde edilebilir;

$$V(K_t, P_t) = q_t K_t + \frac{(\beta-1)\gamma(q_t/\beta\gamma)^{\beta/(\beta-1)}}{r - \frac{\beta(1-\alpha+\alpha\beta)\sigma^2}{2(1-\alpha)^2(\beta-1)^2}} \quad (1.3.2.11a)$$

$$q_t = \frac{hp_t^{1/(1-\alpha)}}{r + \delta - \frac{\alpha\sigma^2}{2(1-\alpha)^2}} \quad (1.3.2.11b)$$

$$I_t = (q_t/\beta\gamma)^{1/(\beta-1)} \quad (1.3.2.12)$$

Buradan elde edilen ilk sonuç, firma değerinin sermaye stoklarının doğrusal bir fonksiyonu olduğudur. İkinci elde edilen sonuca göre q_t sermayenin bugünkü değerinin beklenen marjinal gelir değerine eşit olduğunu gösteren orandır. Denklem (1.3.2.12)' ye göre optimal yatırım oranı q_t 'nin artan bir fonksiyonudur. Dahası I_t , K_t ' den bağımsız ve sadece q_t 'ye bağlıdır. (1.3.2.11b)' e göre, belirsizlikteki bir artış optimal yatırım oranlarında bir artışa neden olmaktadır. Pindyck'in sonuçlarının aksine bu sonuç marjinal uyarlama fonksiyonun dış bükey, içbükey veya lineer olmasına bağlı değildir.

Pindyck (1982) yaptığı çalışmada, yatırımlar üzerinde belirsizliğin etkilerini marjinal uyarlama maliyetleri fonksiyon eğrisine göre vurgulamıştır. Abel (1983)' ise, cari çıktı fiyatında daha yüksek bir belirsizliğin, daha yüksek bir cari yatırım

oranına yol açacağını belirtmiştir (marjinal uyarlama maliyet fonksiyonunun eğikliğine bakılmaksızın ki bu eğiklik yatırım oranının beklenen büyüklüğü ile sermaye değerinin beklenen marjinal büyüme oranı arasındaki ilişki açısından önemli bir etkiye sahiptir). Denklem (1.3.2.13)' e göre, artan belirsizlik, sermayenin marjinal gelirin gelecekte için beklenen değerini de artırma eğilimindedir. Bu denklem, Cobb-Douglas üretim fonksiyonu için uygulanmıştır. Sermayenin marjinal geliri katı bir şekilde çıktı fiyatının konveks bir fonksiyonu olduğu müddetçe çıktının gelecekteki fiyatı hakkındaki belirsizlik arttıkça ürünün gelecekteki marjinal geliri artar, hatta q_t ve I_t yatırımlar birlikte artar denilebilir.

1.3.7 Reel Opsiyonlar Teorisi

"Reel Opsiyonlar" kavramı ilk olarak 1977 yılında Stewart Myers tarafından ele alınmıştır. Bu kavram araştırmacıları, çok aşamalı Ar-Ge yatırımları, üretim tesisi, genişletme yatırımları gibi finansal olmayan "reel" yatırımların değerlemesinde opsiyon fiyatlama teorisini uygulamaya sevk etmiştir. Konu özellikle 1980' li ve 1990' lı yıllarda akademisyenler tarafından çok ilgi görmüş ve konu ile ilgili birçok yayın yapılmıştır (Borison, 2003, s. 1).

Pindyck (1988) , Dixit ve Pindyck (1994)'in çalışmalarının öncülük ettiği reel opsiyonlar teorisinin temeli, yatırımların geri çevrilemezlik özelliğine dayanmaktadır. Hem Hartman ve Abel'in, hem reel opsiyonlar teorisinin vardığı sonuçlar, risk yansız firma ve rekabetçi piyasa varsayımları üzerine kurulmuştur. Ancak, Reel opsiyonlar teorisi, Hartman-Abel yaklaşımından farklı olarak, belirsizliğin yatırımları azaltacağını ileri sürmektedir (Güven, 2013, s. 2).

Genel anlamda opsiyonlar, gelecekte belirsizliğin olduğu durumlarda, yatırım kararını en iyi şekilde gerçekleştirmek için, yatırımcıya bir seçenek sunmaktadır. Belirsizlik durumunda yatırımcılar, yatırımdan vazgeçebilecekleri gibi yeni yatırım fırsatları da yakalayabilmektedir. Bu anlamda, firmaların opsiyonlarını ellerinde bulundurmaları yarar sağlayacakları savunulabilir. Ancak, geleceğe ilişkin belirsizlik arttıkça, firmaların ellerinde bulundurdıkları opsiyon değeri de artacaktır (Chambers, 2005, s. 71).

NBD yöntemi, iç verim oranı yöntemi gibi geleneksel yöntemler, yatırımlarda geleceğe ilişkin belirsizlikleri, yatırımcıların erteleme, iptal veya değişiklik fırsatlarını içermediğinden, yatırım fırsatlarını olduğundan düşük hesaplamaktadır. Bu bağlamda, yatırım fırsatları, opsiyonların ekonomik değeri düşünüldüğünde, yatırımın net bugünkü değerine opsiyon değerinin eklenmesiyle hesaplanmalıdır (Taş, Yaşaroğlu, & Tokmakçıoğlu, 2007, s. 352).

Reel opsiyon modeli, beş temel parçaya sahiptir. Bunlar; varlık değeri, uygulama fiyatı, sözleşmenin vadesi, likiditesi ve risksiz getiri oranıdır. Sözleşmenin gerçekleşme zamanı yaklaşırken opsiyon fiyatı artmaktadır. Öbür taraftan, uygulama fiyatı artıkça, opsiyon fiyatı düşmektedir. Triegorgis (1996) reel opsiyonu, menkul kıymetlerin taşıdıkları özelliklere benzer bir şekilde belirli bir varlığa ilişkin alternatif bir fiyatı kullanma zorunluluğu olmadan, yatırımcıya seçenek sunan bir sözleşme tipi olarak tanımlamıştır (Akkaya, 2005, s. 173) . Bir firma için yatırımı şimdi yapmak, yatırım kararını ertelemek, yatırımları aşamalı olarak yapmak, yatırımdan ileride çıkabilmek veya yatırım büyüklüğünü değiştirebilmek seçeneklerinin hepsi şirket için bir reel opsiyondur (Tan, 2004, s. 1).

Pindyck (1991) bu anlamda, özellikle yatırımların geri çevrilemezlik kabulünün ve belirsizliğin, yatırım kararları üzerinde anahtar rol oynadığını ifade etmektedir. Bu ilkeye göre, sermaye yatırımları sadece bir kez kullanılıp, başka bir faaliyet için kullanılmadığından batık maliyetleri temsil eder. Belirsiz bir ortamdaki yatırım kararları, yeni bilgi bekleme sürecinde yatırımcıya farklı opsiyonlar sunabilir (Serven & Solimano, 1992, s. 106-107).

Reel opsiyon yöntemi, teknolojik bakımdan pazarda önemli bir avantaj sağlayabildiği gibi, henüz yeterli iş altyapısına sahip olmayan bir girişimci için projesine doğru bir değer belirlenmesinde önemli avantajlar sağlayacaktır. Mauboussin (1999) yaptığı çalışmada “ reel opsiyon hayal edilemeyeni değerlendirme imkanı vermektedir” şeklinde bir ifade kullanmış ve reel opsiyonun farklı senaryolar için daha gerçekçi bir değerlendirme yöntemi olduğunu belirtmiştir. Pettit (1999) ise çalışmasında, American Online işletmelerinin değer belirlemede %4 geleneksel

iskonto edilmiş nakit akımları (NBD) analizini ve % 96' sının, reel opsiyon seçeneğini tercih ettiğini belirtmiştir (Akkaya, 2005, s. 174).

1.3.8 Beklenen Fayda Teorisi

Beklenen fayda teorisi ilk olarak Von Neumann ve Morgenstern tarafından 1944 yılında ortaya atılmıştır. Bu teori, beklenen faydanın maksimize edilmesi ilkesine dayanmaktadır. Buna göre rasyonel karar alıcılar, servetlerini maksimize edecek seçeneği tercih etmektedirler. Beklenen fayda teorisinin olasılıklar arasındaki seçimler için ortaya çıkan uygulamaları aşağıdaki üç duruma dayanır (Kahneman & Tversky, 1979, s. 263-264).

$A(x_1, p_1; \dots; x_n, p_n)$ ve $(p_1 + p_2 + p_3 = 1)$ olmak şartıyla getiri oranı (x_i) olan, (p_i) olasılıklı bir A sözleşmesi tanımlansın. Bu notasyon daha kolay kullanılmak amacıyla $(x, p; 0, 1 - p)$ yani p ihtimalle, x ve $(1-p)$ ihtimalle '0' durumunu göstermek üzere (x, p) şeklinde gösterilebilir.

- **Beklenti durumu:** U ile gösterilen ifade, olasılıkların toplam faydasıdır ve Toplam fayda da beklenen faydaya eşittir.

$$U(x_1, p_1; \dots; x_n, p_n) = p_1 u(x_1) + \dots + p_n u(x_n). \quad (2.1.1)$$

- **Varlık bütünleşmesi durumu:** (w) varlık durumunda varlıkların bütünleştirilmesi sonucu elde edilen fayda, bu varlıkların tek olarak faydalarını aşıyorsa bu ihtimal kabul edilebilir.

$$(x_1, p_1; \dots; x_n, p_n), \text{ ise } U(w + x_1, p_1; \dots; w + x_n, p_n) > u(w) \quad (2.1.2)$$

- **Riskten kaçınma durumu;** Teori, bireylerin tercihlerinde riskten kaçındıklarını ve beklenen gelirlerini olasılıklarına göre ağırlıklı hesaplandığını varsayar. Buna göre U (fayda) fonksiyonu konkavdır. Eğer kişi kesin ihtimali bir seçeneği, beklenen değeri x olan riskli bir seçeneğe tercih ediyorsa bu kişi riskten kaçmaktadır. Riskten kaçma fayda fonksiyonunun konkav olması ile ilgilidir. Buna göre, doğrusal ise riske kayıtsız, dışbükey ise risk severdir.

İktisatta risk tercihlerini modellerken kullanılan hâkim teori olmasına rağmen, Beklenen Fayda teorisinin eksiksiz olduğunu söylemek mümkün olmayacaktır. Bu anlamda teoriye ilişkin ilk önemli eleştiri 1988 yılında iktisat alanında Nobel Ödülü alan Allais (1953) tarafından getirilmiştir (Taşdemir, 2007, s. 312).

Allais (1953) yaptığı çalışmada, adına kesinlik etkisi verdiği bir seçim durumunun, beklenen fayda teorisinin yukarıda saydığımız temel aksiyomlarına ters düştüğünü gözlemlemiştir. Bu gözlemi yaparken kullandığı sorulardan bir tanesi aşağıdaki gibidir. Buna göre, deneklerden A veya B seçeneklerinden birini tercih etmeleri istenmiştir.

<u>A</u>	<u>B</u>
% 33 olasılık ile 2500 TL kazanç	% 100 kesinlik ile 2400 TL kazanç
%66 olasılık ile 2400 TL kazanç	
%1 olasılık ile 0 TL kazanç	

Bu karar verme sürecinin sonunda, beklenen fayda teorisinin varsayımlarına göre denklem (2.1.3) de görüldüğü gibi, seçeneklerin olasılık dağılımlarına göre ağırlıklı hesaplandığında, A seçeneğinin tercih edilmesi gerekmektedir. Beklenen yanıt aksine yanıt % 82 oranıyla B seçeneği olmaktadır. Bu da karar verme sürecinde kesinlik etkisinin etkili olduğunu göstermektedir (Kahneman & Tversky, 1979, s. 265-266).

$$U(2400) > .33xU(2500).66xU(2400) + .1xU(0) \quad (2.1.3)$$

Allais (1953) ve Ellsberg (1961) tarafından ortaya atılan ve kendi adları ile tanınmakta olan paradokslar, aslında beklenen fayda teorisinin açıklayamadığı davranışları ortaya çıkarmıştır. Bu anlamda yapılan çalışmalar bir çok durumda beklenen fayda aksiyomlarının ihlal edildiğini göstermiştir. Bu durum beklenen faydaya alternatif model arayışları başlamıştır. Bu anlamda henüz yaygın olarak kullanıldıklarını söyleyemesek bile beklenen fayda modelinin açıklayamadığı

davranışları başarıyla modelleyebilen teoriler geliştirilmektedir (Taşdemir, 2007, s. 315).

1.3.9 Finansal Yaklaşımlar

Yatırım teorileri incelenirken makro anlamda teorilerin yanında finansal yatırımların incelendiği teorilerde yer almaktadır. Bunlardan bazıları, Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli, Arbitraj Fiyatlama Teorisi ve Portföy Teorisi'dir.

1.3.9.1 Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli

William Sharpe (1964) tarafından Markowitz'in modern portföy teorisi temel alınarak kurgulanan Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli (SVFM), risk ve getiri arasındaki ilişkileri inceler. Bir hisse senedinin istenen getiri oranının, risksiz faiz oranı ile sadece çeşitlendirme sonrası, kalan riski yansıtan risk priminin toplamı olduğu varsayımına dayanır (Brigham & Houston, 2014, s. 267). Burada riskin önemli yönü pazardaki yatırımcı tarafından algılanan firmanın toplam riskidir. Firmanın toplam riski, yatırım fırsatlarını etkilediği gibi ortakların refah derecesinde etkiler. (Okka, 2009, s. 232) Teorideki varsayımlar şunlardır : (Altay, 2008 , s. 7-13).

- Yatırımcılar alternatif portföyler arasından seçimlerini portföylerin beklenen getiri oranları ve risklerine bakarak yapmaktadırlar. Seçim yatırımcıya en fazla faydayı sağlayacak portföyler arasından yapılmaktadır.
- Tüm yatırımcılar riskten kaçınırlar. Bu yatırımcının rasyonel olmasına bağlanmaktadır. Çünkü yatırımcının servet artışından sağlayacağı ek fayda servet düşüşünden kaynaklanan kayıptan daha az olduğundan riske karşı daha duyarlı hale gelmektedir.
- Yatırımcılar doyumsuzdur. Alternatif yatırım araçları içinde en yüksek beklenen getiri oranına sahip yatırım aracı tercih edilir. Yatırımcılar, her zaman rasyoneldir ve faydalarını maksimize etmeye çalışırlar.
- Tüm yatırımcıların gelecekteki getiri oranına ilişkin aynı olasılık dağılımlarına sahip olması beklenir. Bütün yatırımcılar homojen beklentilere sahip olup, tüm varlıkların beklenen getiri oranları, riskleri ve

kovaryansları hakkında aynı tahminlere sahiptirler. Bu, herkesin aynı bilgiye sahip olduğu anlamına gelmektedir. Bu da etkin bir piyasanın varlığı durumunda gerçekleşir. Yatırımcıların homojen beklentilere sahip olmaması durumunda ise, her varlık için farklı risk beklenen getiri oranı tahmini olacağından birden fazla etkin sınır kümesi olacaktır.

- Yatırımcılar aynı zaman ufkuна sahiptirler. Bu bütün yatırımcıların dönem sonunda servetlerinden elde edecekleri getiriyi maksimize etmek istemelerinden kaynaklanmaktadır.
- Tüm yatırımcılar, risksiz faiz oranı üzerinden borç alıp verebilirler. Modele göre;

- K_{rf} risksiz getiri oranını ifade etmekte ve genellikle, hazine tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin getirileri ile ölçülmektedir.
- β Menkul değerin veya firma riski
- $RP_M = r_M - r_{RF}$ Pazarın risk primini göstermektedir. Yatırımcıların ortalama bir hisse senedine katlanması için istediği primi göstermektedir. Bu primin büyüklüğü yatırımcıların, hisse senedi piyasasının ne kadar riskli olduğu konusundaki düşüncesine ve riskten kaçınma derecelerine bağlıdır. Buna göre k menkul değerinin beklenen getirisi şöyle hesaplanır.

$$r_k = r_{RF} + (r_M - r_{RF})\beta_k \quad (1.3.9.1)$$

Buna göre varlığın sistematik riski, varlığın fiyatının pazar portföyünün değerinde meydana gelen değişikliklere karşı duyarlılığını göstermektedir. Varlıkların beklenen getirileri sistematik riskleriyle uyumludur. Yani, beklenen getiri ile risk arasında pozitif doğrusal bir ilişki vardır. Varlık açısından riski ne kadar yüksek olursa beklenen getiride o kadar yüksek olmaktadır. Portföyü oluşturan varlıkların beta değerleri ve beklenen getirileri arasında pozitif ve doğrusal bir ilişki varsa, pazar portföyünün etkin olduğu söylenmektedir (Yalçiner, 2006, s. 183).

1.3.9.2 Arbitraj Fiyatlama Teorisi

Finans literatüründe varlıkların getirilerindeki değişimi açıklamaya yönelik iki temel yaklaşımdan biri de Arbitraj Fiyatlama Modeli' dir. Ross tarafından 1970'lerde geliştirilen ve yine ilk kez 1976 yılında Stephen A. Ross tarafından formüle edilip yayınlanan Arbitraj Fiyatlama Teorisi (AFT), SVFM modeline alternatif olarak ortaya konulmuştur.

SVFM belli varsayımlar altında ortalama varyans analizini kullanarak beklenen getirileri belirleyen tek unsurun varlıkların pazar ortalama getirisi ile ilişkili olduğu sonucuna varır. Sistemik risk olarak ifade edilen bu ilişki beta katsayısı ile hesaplanmaktaydı. Arbitraj Fiyatlama modelinin ise, finansal varlık getirilerinin aynı doğrusal tekli veya çoklu indeks modeli tarafından oluşturulduğu varsayılmaktadır. Buna göre varlık getirilerinin birden fazla riski bulunmaktadır. Ross'un formülasyonu FVFM' ne göre daha az sınırlayıcı özellik taşımaktadır. Hem tek dönemli hem de çok dönemli örneklemelere uygulanabilir (Güçlü, 2015, s. 2).

Modelde herhangi bir j hisse senedinin getiri oranı bütün menkul değerler içinde geçerli olan birçok faktörün doğrusal bir fonksiyonu kabul edilir. J menkul değerinin getiri oranı k_j şöyle gösterilebilir:

$$k_j = a_j + b_{j1}F_1 + b_{j2}F_2 + \dots + b_{jN}F_N + e_j \quad (1.3.9.2)$$

Burada k_j j menkul değerinin gerçek getiri oranı, a_j bütün faktörlerden etkilenmediğinde j menkul değerinin beklenen getiri oranını, b_j , menkul değerinin 1,2...N' e kadar olan faktörlere karşı olan duyarlılığı F, söz konusu menkul değerinin getirisi için ortak olan faktörleri, e_j ise, j menkul değere özgü etkileri gösterir. SVFM' den farklı olarak, Arbitraj Fiyatlama Modelinde risk primi aslında birçok risk primleri toplamının bir setidir. Buna göre;

$$k_j = k_{rf} + \sum_{n=1}^N b_{jn}(k_n - k_{rf}) \quad (1.3.9.3)$$

Burada k_n n adet faktör için istenen getiri oranı, $(k_n - k_{rf})$ n adet faktörün riskinin pazar değerini ve son olarak $\sum_{n=1}^N b_{jn}(k_n - k_{rf})$ ifadesi de risk primini göstermektedir. AFM, SVFM modelinden daha fazla bilinir olmasına rağmen modelin temelini teşkil eden faktörler önceden tahmin edilemez. Faktörlerin çok olması bu tahmini zorlaştırır. Yapılan ampirik çalışmalar, pazar portföyü getiri oranının bir çok girişimci için önemli bir risk değişkeni olarak görüldüğünü ortaya koymuştur. Bu bağlamda SVFM modelinin risk-getiri ilişkisini belirlemek için büyük ölçüde kullanıldığı söylenebilir (Okka, 2009, s. 244).

1.3.9.3 Portföy Teorisi

Modern portföy yaklaşımının temelleri, Harry Max Markowitz'in ortaya koymuş olduğu optimum portföy kuramıyla atılmıştır. Markowitz (1952 ve 1959) çalışmalarında, mümkün olabilecek en yüksek getiriye garanti eden ve en az riski üstlenen bir yatırımcı tipinden bahsetmiş ve portföyde yer alan menkul kıymetlerin, belirli risk seviyelerinde mümkün olan maksimum getiri oranının nasıl sağlanabileceğini araştırmıştır (İskenderoğlu & Karadeniz, 2011, s. 237). Markowitz modelinin temel varsayımları şu şekilde sıralanabilir (Civan, 2007 s. 313 ve West, 2006 s. 3 Toraman & Yürük, 2014, s. 135):

- Yatırımcılar kararlarını verirken risk ve beklenen getiriye göz önünde bulundurlar. Buna göre varlıklarının, ortalama ve varyanslarını ölçerek karar verirler.
- Modern Portföy Teorisi, sermaye piyasasının etkin olduğunu varsayar. Bu etkinlik, bilgilerin doğru ve hızlı bir şekilde sağlanabileceği ve menkul kıymetlerin fiyatlarına yansıtacağı varsayımına dayanmaktadır.
- Bireylerim, portföy yatırımlarından beklenen getirilere göre risk tahminleri değişiklik arz etmektedir.
- Yatırımcılar her risk düzeyinde en yüksek getiriye sağlayan menkul kıymetleri tercih etmek isterler. Bu bağlamda aynı getiri seviyesinde daha düşük risk, yüksek risk düzeyine tercih edilir.
- Portföy yatırımcısı ya da portföy yöneticisi beklenen faydalarını maksimum hale getirmeyi amaçlamaktadır. Bireyler, yatırımlardan

beklenen faydalara bakarak olasılık dağılımına göre menkul kıymetleri talep ederler.

Buna göre birden fazla yatırım projesinden oluşan bir portföy için beklenen getirisi ve risk hesaplanabilir. Portföy getirisi, portföyde yer alan varlıkların getirilerinin ağırlıklı ortalamasına eşittir. Buna göre (Anbar & Alper, 2009, s. 278);

$E(R_p)$: Portföyün beklenen getirisi

$E(R_{ij})$: Tek bir varlığın beklenen getirisi

W_j : j varlığının portföy içindeki oranını göstermek üzere denklem aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$E(R_p) = W_1E(R_1) + W_2E(R_2) + W_3E(R_3) + \dots + W_nE(R_n) \quad (1.3.9.4)$$

$$E(R_p) = \sum_{j=1}^n W_jE(R_{ij}) \quad (1.3.9.5)$$

Modern portföy teorisine göre beklenen getiri ve getirinin riskini gösteren varyans ise şöyle hesaplanmaktadır:

σ_p^2 : portföy varyansı

W_i : i. Varlığın portföy içindeki ağırlığını

σ_i^2, σ_j^2 : i. Ve j. Varlığın varyansını göstermek üzere aşağıdaki gibi hesaplanır;

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{i=1}^n W_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j} \quad (1.3.9.6)$$

Yatırımcı portföy seçerken birden fazla finansal varlığa yatırım yapmaktadır. Markowitz portföy çeşitlendirmesi yaparken portföyüne kattığı varlıkları pozitif ve mükemmel korelasyona sahip olmayanlardan seçmiştir. korelasyon iki değişken

arasındaki doğrusal ilişkinin yönü ve derecesi hakkında bilgi vermektedir. Korelasyon değeri -1 ile +1 arasında değer almaktadır. Korelasyon değeri -1'e yaklaştıkça iki değişken arasında zıt yönde güçlü bir doğrusal ilişkiden, +1'e yaklaştıkça aynı yönlü güçlü bir doğrusal ilişkiden söz edilmektedir. Bu durumda, portföye eklenecek menkul değerlerin seçiminde negatif kovaryansa sahip olanlar seçilmelidir. Kovaryans iki menkul değer arasındaki ilişkiyi gösterdiğinden bir menkul değerın değer düşüklüğü diğer menkul değerın artması anlamına gelecektir. Bu durum, portföy riskini azaltacaktır (Okka, 2009, s. 229).

1.3.10 Beklenti Temelli Yaklaşımlar

Keynes makro analizi geliştirirken beklentilere büyük önem vermektedir. SME' ye ilişkin beklentiler, faiz düzeylerine ilişkin beklentiler, Keynesyen görüşte stratejik noktaları oluşturmaktadır. Keynes sonrası Parasalcı ve Yeni Klasik oluşumlarında, beklentiler bu önemini korumaya devam etmiştir. Bu bağlamda, Adaptif ve Rasyonel beklenti kuramları geliştirilmiştir. Bunların dışında beklenti teorisi ise bireylerin davranışlarına yön veren etmenleri davranışsal anlamda ele almıştır. Beklenti temelli yaklaşımlar başlığı altında bu kuramlar ele alınacaktır.

1.3.10.1 Keynesyen Beklentiler

Geleceğin tam anlamda bilinemediği bir dünyada insan davranışları önemli ölçüde beklentilere bağlı olmak zorundadır. İktisadi olgular en azından kısmen psikolojik etmenlerden etkilenirler. Keynesyen teori, söz gelimi, tam istihdamdan sapmaları girişimcilerin kötü beklentilerine, ya da yatırımcıların belirli bazı beklentilerine bağlar. Keynes "Genel Teori" adlı eserinde bu anlamda kısa ve uzun dönem beklentilerden bahseder (Felderer & Homburg, 2010, s. 252).

Gerçekleştirilen tüm üretim, tüketicinin beklentilerinin tatmin edilmesine yönelik olarak yapılır. Bununla birlikte, üreticilerin katlanmak zorunda kaldığı maliyetler ile nihai tüketici tarafından satın alınan çıktı arasında genellikle bir süre geçmektedir. Girişimci, ürettiği malı arz ettiğinde tüketicilerin buna karşılık ne ödeyebileceği konusunda, olabilecek en iyi beklentiye şekillendirmelidir (Keynes, 2010, s. 49).

Keynezyen ekonomide, beklenti ve belirsizlik, kısa ve uzun dönem olarak iki farklı şekilde incelenmiştir. Kısa dönem fiyat beklentisi ve gerçekleşen fiyatlar arasındaki farkı fazla önemsemeyen Keynes, yatırım kararlarının önemli bir rol oynayan uzun dönem beklentilerin üzerinde durmuş ve uzun dönem beklentilerin tahmin edilemeyeceğini ifade etmiştir (Marchionatti, 1999 s. 418). Keynes'in uzun dönem beklentileri, tahmin edilemez olarak nitelendirmesinin arkasında, belirsizlik kavramına ilişkin görüşleri bulunmaktadır. Keynes belirsizliği sadece "kesinliğin olmaması" şeklinde tanımlamıştır (Lawson, 1985 s. 913).

Keynes'e göre yatırım kararları dâhil olumlu yönde alacağımız kararlar, yapılacak yatırımın getirisine ilişkin matematiksel beklentilerden ziyade kendiliğinden (içgdüsel) gelişen iyimserliğe bağlıdır. Keynes'e göre uzun dönem beklentilere yönelik gerçekçi bir hesaplama, ancak ve ancak söz konusu hesaplamanın güdüler (animal spirits) ile desteklenmesi durumunda ortaya çıkacaktır. Bu doğrultuda Keynes, beklentilerin teorik olarak modellenemeyeceğini belirterek, makroekonomik faaliyetlerin güdülerde meydana gelen değişimlere bağlı olarak ciddi dalgalanmalar gösterebileceğini vurgulamıştır. Güdü (animal spirits) kavramı, Keynes'ten sonra gerek Keynesyen gerekse Keynesyen olmayan iktisatçıların büyük bir çoğunluğu tarafından bilimsel araştırmaların dışında bırakılmıştır. Bununla birlikte günümüzde, Yeni Keynesyen iktisatçılar içerisinde yer alan modern Güneş Lekeleri Teorisyenleri (Sunspot Theorists) Keynes'in güdü kavramını beklentilerin modellenmesinde yoğun bir biçimde kullanmaktadırlar (Blinder, 1987 s. 130).

1.3.10.2 Adaptif Beklentiler

P. D. Cagan (1956), M. Friedman (1957) ve M. Nerlove (1958) tarafından geliştirilen Adaptif Beklentiler Hipotezi; bireylerin iktisadi değişkenlerin gelecekteki değerlerine ilişkin beklentilerini, değişkenlerin geçmiş dönem ağırlıklı ortalama değerlerine bağlı olarak oluşturduğunu savunmaktadır. Yani Adaptif Beklentiler Hipotezi'ne göre bireyler beklentilerini düzenli olarak gözden geçirmekte ve beklenen değerler ile gerçekleşen değerler arasında bir fark oluştuğunda, beklentilerini düzeltmektedirler. Beklentilerin gecikmeli olarak düzeltildiği konusunda yaptığı çalışmalarda I. Fisher (1920-1930), enflasyona ilişkin

beklentilerdeki gecikmeli değişimin; üretim, istihdam ve faiz hadlerini nasıl etkilediğini incelemiştir. Bununla birlikte beklentilerin gerçekleşen değerlere gecikmeli bir biçimde tepkisini sistematik olarak; P. D. Cagan, M. Friedman ve M. Nerlove ele almıştır (Snowdon ve Vane, 2002 s.7).

Adaptif Beklentiler Hipotezi, özellikle enflasyona ilişkin beklentilerin modellenmesinde yaygın bir biçimde kullanılmışsa da, ilerleyen zamanda, başta Yeni Klasikler ve Lucas (1972, 1976) olmak üzere pek çok iktisatçı tarafından şiddetli bir şekilde eleştirilmiştir. Bu eleştirilerden bir tanesi, bir değişkene ait beklenti oluşturulurken, insanların değişkene ait geçmiş verilerden daha fazla bilgi kullandıkları gerçeğinin göz ardı edilmesidir. Enflasyona ilişkin beklentiler, mevcut ve geçmiş para politikalarından olduğu kadar gelecekteki para politikalarından da etkilenir. Ayrıca, insanlar çok sık olarak yeni bilgiler ışığında beklentilerini değiştirirler (Mishkin, 2010, s. 157).

Adaptif Beklentiler Hipotezi 'ne yönelik olarak yapılan bir diğer eleştiri ise; beklentilerin gerçekleşen değerlere göre düzeltilmesinin oldukça yavaş bir biçimde gerçekleşmesidir. Hipoteze göre genişletici bir para politikası sonucunda, enflasyona ilişkin beklentilerde bir artış olabilmesi için, öncelikle enflasyonun yükselmesi gerekmektedir. Bu varsayım gerçek hayat ile bağdaşmamaktadır (Begg, 1982 s.6-14).

1.3.10.3 Rasyonel Beklentiler

Rasyonel beklentiler teorisi ilk kez, 1961 yılında John Muth'un tarafından mikro ekonomik sorunlar çerçevesinde Rational Expectations and the Theory of Price Movements adlı çalışmalarda ele alınmıştır. Muth, 1970' lere doğru bu hipotezi makro modellere uyarlanarak önemli gelişmelere yol açmıştır (Paya, 2007, s. 352).

J. Muth yaptığı çalışmada, beklentilerin sahip olunan bilgilerin ışığında oluşturulan gelecek tahminleri olduğunu belirterek; beklentiler ile ekonomiyi doğru bir biçimde temsil eden modelin tahminlerinin birbirine eşit olduğunu iddia etmiştir. J. Muth'a göre Rasyonel Beklentiler Hipotezi çerçevesinde; beklentilerin olasılık dağılımı, aynı bilgi setinde konuyla ilişkili bilimsel teorinin bulguları ile uyumaktadır (Muth, 1961 s. 316).

Muth'a göre bilgi, kıt olduğundan dolayı kıymetlidir. Ekonomik sistem kıt olan ve değer taşıyan bilgilerin israf edilmesini önler. Karar alıcılar da ekonomik gelişmeleri değerlendireceği bu bilgileri israf etmez, gerekli bilgileri titiz bir şekilde toplarlar ve daha sonra bu bilgileri, gelişmeleri tutarlı bir şekilde açıklayan modellerde işleyerek beklentilerini oluşturur. (Paya, 2007). J. Muth'un Rasyonel Beklentiler yorumu ya da dar anlamda Rasyonel Beklentiler Hipotezi' nin beklentilerin oluşturulması bakımından iki ortak noktaya işaret eder (Mishkin, 2010, s. 159):

- Bir değişkenin izlediği yolda bir değişim olduğu takdirde, bu değişkene ilişkin beklentilerin oluşturulma şekli değişir.
- Beklentilerdeki tahmin hataları ortalama olarak sıfırdır ve daha önceden öngörülmesi mümkün değildir. Yani bireyler yaptıkları tahminleri hata değerini gelen yeni bilgilerle sıfır olacak şekilde sürekli revize ederler.

Rasyonel Beklentiler Hipotezinin katı yorumuna yönelik bir eleştiri, iktisadi birimlerin ekonomiyi temsil ettiği varsayılan modeli özümseyecek bir süreci tamamladığı ile ilgilidir. Rasyonel Beklentiler Hipotezinin katı yorumuna göre, iktisadi birimler ekonomistlerin karşı karşıya olduğu, modelin nasıl hesaplanacağı sorunuyla karşılaşmadan modeli doğru hesaplama yöntemleriyle çözmekte ve geleceğe yönelik tahminler yapabilmektedirler. Bu gerçek hayatla bağdaşacak bir durum değildir (Paya, 2007, s. 354).

Rasyonel Beklentiler Hipotezine ilişkin diğer bir eleştiri, beklentileri düzenleyecek gerekli bilginin her zaman mevcut olmayacağı ve ulaşımın maliyetli olmasıdır. Rasyonel bir birey, yalnızca kendisi ile ilgili net faydaya haiz olan bilgiyi kullanarak bilgiye ilişkin bir fayda maliyet analizi formu gerçekleştirecektir. Gerekli olan bilgi çok pahalı olduğundan araçlar bir araya gelip ya bu bilginin elde edilmesi için gerekli finansmanı sağlayacaklardır veya hükümet bu bilgiyi bir şekilde elde edip kamuya sunacaktır. Sonuç olarak, her iki durumda da bilgi edinme süreci kolay olmayacaktır (İslatince, 2002, s. 17).

Rasyonel Beklentiler Hipotezi' ne yönelik bir diğer eleştiri de, ekonomiyi temsil ettiği kabul edilen modelin bütün iktisadi birimler tarafından bilinmesi ve bu doğrultuda iktisadi birimlerin beklentilerinin aynı olabileceği varsayımıdır. Bu varsayım, özellikle makro iktisatta ciddi bir sorun anlamına gelmektedir. Makro iktisatta, iktisatçılar arasında dahi ekonomiyi doğru bir biçimde temsil ettiği kabul edilen tek bir model üzerinde uzlaşmaya varılması güçtür. Dolayısıyla, aynı iktisadi olguya ilişkin farklı teori ve modellerin bulunması, farklı yorumlara ve farklı beklentilere yol açabilmektedir (Shaw, 1987 s. 193).

1.3.10.4 Beklenti Teorisi

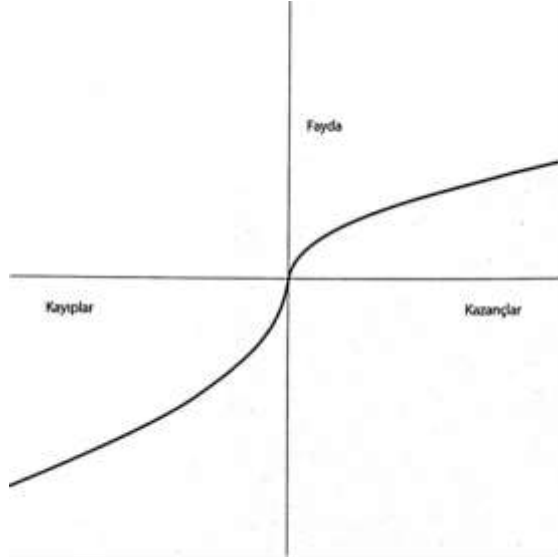
Daniel Kahneman ve Amos Tversky (1979) tarafından geliştirilen beklenti teorisi, gerçekleşme olasılıkları bilinen riskli seçenekler arasında insanları takip edecekleri yolları açıklayan bir teoridir. Bu teori, insanların yatırım sonucunda elde edecekleri optimal çıktıdan çok sezgilerine dayanan hareketleriyle yatırımlarına yön verdiğini varsayan bir yaklaşımdır (Karan, 2013, s. 721).

Beklentiler teorisi, Portföy seçimi gibi belirsizlik altında karar verme durumlarını, rasyonel seçimler varsayımı için kabul eden beklenen fayda teorisine karşıt olarak geliştirilmiştir. Beklenen riskten daha çok algılanan riske ağırlık veren beklentiler teorisi (prospect theory) insanların kazanç ile kayıplara, farklı olasılık düzeylerinde farklı ağırlık verdiğini öne sürmektedir (Döm, 2003, s. 1-13).

Beklenti teorisinde karar süreci Düzenleme ve Değerleme olmak üzere iki aşamadan oluşmaktadır. Düzenleme aşamasında çeşitli sezgisel yaklaşımlara göre verilebilecek kararlar sıraya konulmaktadır. Bu aşamada, kişilerin referans noktaları önem kazanmaktadır. Kimileri yeni bilgileri, kimileri de bazı önyargıları referans noktası olarak seçebilirler. Böylece daha az kaybetmek ve daha çok kazanmak olasılıklarına göre sıralama yaparlar. Değerlendirme aşamasında ise belirlenen potansiyel seçenekler arasında en fazla faydayı verecek kararı onaylarlar (Karan, 2013, s. 721).

Yatırım davranışlarının çoğu beklenti teorisinin bir sonucudur. Bu teori, insanların belirsizlik içeren bir karara nasıl değer biçtiğini ve nasıl çerçeveleme yaptığını anlatmaktadır. İlk olarak, bireyler seçenekleri potansiyel kazançlar ve

belirli referans noktalarıyla ilişkili kayıplara göre çerçeveler. Çerçeveleme, fikirleri ve kararları etkileyebilen, ortak ve yaygın bir davranıştır. Beklenti Teorisine göre, yatırımcıların kazanç ve kayıpları Şekil 1.3.2' de gösterildiği gibi S şeklinde olan bir değer fonksiyonuna göre açıklanmaktadır (Nofsinger, 2014, s. 36).



Şekil 1.3.2: Beklenti Teorisi Değer Fonksiyonu

Kaynak: Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory : An analysis of Decision Making Under Risk. *Econometrica* , s.279.

Değer fonksiyonu, kazançlar için konkav, kayıp bölgesinde ise konvektir. Kahneman ve Tversky tarafından yansıtma etkisi olarak nitelendirilen bu durum bireyin referans noktasından her iki yönde de varlık değişimine karşı duyarlılığının azalması olarak tanımlanmaktadır (Döm, 2003, s. 17).

Yatırımcılar \$500'lık bir kazanç elde ettiklerinde, kendilerini iyi hissederler. \$1.000 bir kazanç elde ettiklerinde ise kendileri daha iyi hissederler. Ancak yatırımcılar, \$1000 kazandığında kendilerini \$500 kazandıkları zamana göre iki kat daha mutlu hissetmezler. Diğer yandan yatırımcılar bir kayıpla karşılaştığında kendilerini kötü hissederler ancak iki kat zarar elde ettiklerinde kendilerini iki kat kötü hissetmezler. Ayrıca fonksiyon kayıp bölgesinde, kazanç bölgesine göre daha diktir. Kazanç ve kayıplar arasındaki asimetri, kazanç ve kayıp pozisyonları ile ilgili farklı reaksiyonlara yol açmaktadır (Nofsinger, 2014).

Beklenti Teorisinin bir diğ er yönü de insanların kayıp ve kazançlarını izlemek için her bir yatırımı ayırması ve periyodik olarak pozisyonlarını yeniden gözden geçirmesidir. Bu tür hesaplar mental muhasebe olarak adlandırılmaktadır. Her bir yatırımı, bir portföy yaklaşımıyla değil de ayrı ayrı incelemek yatırımcıların riski minimize, getiriye maksimize etme kabiliyetini sınırlamaktadır (Thaler, 1985).

1.4 YATIRIM TÜRLERİ

Yatırım türleri, girişimcisine, gelir ve gider yapısına, yatırımın niteliğine, yatırımlar aralarındaki ilişkiye ve güdülen amaca göre farklı şekilde sınıflandırmalara tabi tutulabilir. Buna göre yatırımlar; uygulandıkları varlıkların türüne göre, finansal olmayan (reel) yatırım ve finansal yatırımlar şeklinde, aşınma payının dikkate alınıp alınmamasına göre net ve brüt yatırımlar şeklinde, girişimcisine göre ise Kamu ve Özel Sektör yatırımları şeklinde sınıflandırılabilirler (Esmé , 2006, s. 15-16).

1.4.1 Net ve Brüt Anlamda Yatırımlar

Brüt yatırımlar sermaye stokuna yapılan net ilavelerdir. Net yatırımlar ise bir dönem sermaye stokuna yapılan ilavelerden amortismanların çıkarılması ile elde edilen yatırımlardır. Amortisman, genel olarak yıpranmadan kaynaklanan masraflar olarak anlaşılmaktadır. Fakat sermayenin bir parçasının iktisadi ömrü sadece yıpranmadan dolayı değil, girdi fiyatlarındaki değişiklik nedeniyle de dolmuş olabilir

Bu anlamda amortisman, kullanım ve yaştan doğan fiziksel yıpranma ve aşınmanın ötesinde bir kavram olmaktadır. Çok benzin tüketen arabanın benzin fiyatlarındaki artış sonucu iktisadi ömrünün tükenmesini bu duruma örnek verilebilir. Teknolojik eskime, iktisadi amortismanın hızlanmasına da neden olabilir. Bu durum özellikle kalitedeki gelişmenin çok çarpıcı olduğu bilgisayarlar için geçerlidir. Yatırımlar kısa ömürlü sermaye mallarına (bilgisayarlar vb.) kayarsa bu malların sermaye stokundaki payı büyüyeceği için amortismanın da genel oranı yükselecektir (Dornbusch, Fischer, & Richard, 2007, s. 401).

1.4.2 Reel ve Finansal Anlamda Yatırımlar

Yatırım geniş anlamda, tasarruf edilen değerlere üretimde kullanılmak üzere yön verilmesi şeklinde tanımlanabilir. Bu tanım; hisse senedi, tahvil gibi menkul değerlerin veya gayrimenkullerin alımını da içermektedir. Bu tür yatırımlara mali yatırım denir. Diğer yandan, makro açıdan değerlendirildiğinde yatırımlar bir ekonomide belli bir dönemde üretim araçlarına yapılan ilaveler olarak tanımlanmaktadır (Danışoğlu, 1983, s. 1).

Bu iki tanım ilk bakışta birbirinden biraz farklı görünse de, finansal piyasalardan satın alınan değerli kâğıtların, reel yatırımların gerçekleştirilebilmesine direk olmasa da dolaylı olarak katkı sağladığı unutulmamalıdır. Bu anlamda, güdülen amaç açısından yatırımlar, üretim yatırımları ve finans yatırımları olmak üzere iki başlık altında sınıflandırılabilir (Türko, 1999).

1.4.2.1 Üretim (Reel) Yatırımları

İşletmeler başkalarının ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla üretim faktörlerini bir araya getirerek mal veya hizmet üretirler. Bu bağlamda, yeni işletmelerin kurulması, mevcut işletmelerin kapasitelerinin artırılması veya işletmenin sürekliliğini sağlamak amacıyla yapılan harcamalar birer üretim yatırımdır. (Anbar & Alper, 2009, s. 15). Bu yatırımları iktisat bilimi açısından sınıflandırmak mümkündür. Mankiw (2009)' e göre, üretim anlamında üç tip yatırım harcaması bulunmaktadır. Bunlar; Sabit İşletme yatırımları, Konut yatırımları ve stok yatırımları olarak sıralanabilir.

1.4.2.2 Sabit Sermaye Yatırımları

Yatırımların en büyük parçasını oluşturan sabit işletme yatırımları, toplam yatırımların yaklaşık dörtte üçlük kısmını oluşturmaktadır. Sabit işletme yatırımındaki "işletme" ifadesi, yatırım mallarının gelecek üretim için kullanılmak amacıyla firmalar tarafından satın alındığını ifade etmektedir. Sabit terimi ise, harcamanın kısa sürede kullanıldığı ve satıldığı stok yatırımının aksine uzun süreli kullanım amacıyla sermaye için yapıldığını göstermektedir. Faks cihazlarından

imalathanelere, bilgisayardan şirket araçlarına kadar her şey sabit işletme yatırımı içinde yer alır.

Sabit işletme yatırımlarının standart modeli, neoklasik yatırım modeli olarak adlandırılır. Neoklasik modelde firmanın sermaye mallarına sahip olmasının fayda ve maliyetleri analiz edilir. Model sermaye stokuna yapılan ilaveler şeklinde tanımlanan yatırım düzeyinin sermayenin marjinal maliyeti, faiz oranı ve firmaları ilgilendiren vergi kanunları ile nasıl bir ilişki içinde olduğunu açıklamaya çalışmaktadır (Mankiw, 2009, s. 548).

Sabit sermaye yatırımlarının içinde yenileme ve idame yatırımları, tamamlama yatırımları ve yeni yatırımlar vardır. (Danışoğlu, 1983, s. 1). Devlet Planlama Teşkilatı tarafından esas alınan sabit sermaye yatırım türleri aşağıdaki şekilde sıralanmaktadır (Yılmaz, 1997, s. 10-12);

- Etüd-proje yatırımları
- Yeni yatırımlar
- İdame ve Yenileme Yatırımları
- Tevsii yatırımları
- Tamamlama / Darboğaz yatırımları
- Modernizasyon / Rasyonelleştirme
- Araştırma - geliştirme yatırımları

1.4.2.2.1 Rasyonelleştirme Yatırımları

Rasyonelleştirme yatırımları, işletmelerin daha çok maliyet tasarrufu sağlamak, üretim kapasitesini yükseltmek amacıyla yaptıkları yatırımları içerir. Rasyonelleştirme yatırımları bazen yenileme yatırımları ile karıştırılabilir. Yenileme yatırımlarında amaç, mevcut üretim kapasitesini devam ettirmek olduğu halde, rasyonelleştirme (modernizasyon) yatırımlarında amaç, maliyet tasarrufu sağlamak ve ürün kalitesini yükseltmektir (Ceylan, 2000, s. 246).

1.4.2.2 Yenileme (İkame) Yatırımları

Eskiyen, yıpranan, hasar gören veya teknolojik gelişmelerden dolayı üretimdeki etkinliğini kaybeden, kısacası görevini yapamaz duruma gelen fabrika, tesis veya sabit sermaye mallarının işlevini yitirmemesi, mevcut üretimini devam ettirmesi için üretim kapasitesi ve nitelikleri değiştirilmeden yapılan yatırımlardır (Ceylan, 2000, s. 245).

1.4.2.2.3 Genişleme Yatırımları (Tevsi Yatırımlar)

Var olan bir üretim kapasitesinin genişletilmesi amacıyla yapılan yatırımlardır. Genişleme yatırımlarına talep karşılayamama durumu, kar artırma amacı veya tam kapasiteye ulaşma isteği gibi nedenlerle, işletmenin mevcut faaliyet dalında üretim kapasitesini genişletme veya mevcut faaliyetlerine ek olarak yeni mal ve hizmetler üretmek yoluyla kapasitesini genişletmek üzere yapılabilir (Güvemli, 2001, s. 17).

1.4.2.3 Stok Yatırımları

Genel yatırım tanımına dahil olan stokların devamlı, düzenli ve rasyonel bir üretim ve dağıtım için optimal seviyede hammadde, yarı ve tam mamul olarak işletmenin deposundaki mevcudiyeti zorunludur. Bu amaca hizmet ettiği sürece stoklar geniş anlamda bir üretim aracıdır (Danışoğlu, 1983, s. 2).

Yatırım harcamaları içerisinde GSYH'nin %'ini teşkil eden en küçük bileşenidir. Bu yüzden ihmal edilebilir gibi görünebilir. İktisadi dalgalanmaların yaşandığı dönemlerde dikkate değer oynaklığı kendisini ekonomik analizinde odak noktası haline getirmektedir. Bunun yanında durgunluk dönemlerinde ise, firmalar malların satılması ile boşalan stoklarını yenilemeyi durdururlar ve stok yatırımlar negatif olur. Sıradan bir durgunlukta harcamaların yarısındaki düşme asıl olarak stok yatırımdaki düşmeden kaynaklanır (Mankiw, 2009, s. 565).

1.4.2.4 Konut Yatırımları

Konut, içinde yaşayan insanlara ekonomik ve toplumsal yararlar sağlayan ve bu yoldan ekonomik gelişmeye katkıda bulunan dayanıklı tüketim mallarından biridir. Konut yatırımlarına sermaye birikimi gözüyle bakılması, konutun ekonomiyeye ve sayılmaktadır. Ayrıca konut ekonomik ve sosyal gelişimin bir göstergesidir denilebilir (Kömürlü & Önel, 2007, s. 90). Bu anlamda konut yatırımları bireylerin barınma amacıyla veya kiraya vererek gelir elde etmek amacıyla yaptığı harcamalar olarak tanımlanmaktadır.

1.4.3 Finansal Yatırımlar

Finansal yatırımlar, finansal araçlara (varlıklar, menkul kıymetler) yapılmaktadır. Bu araçlar alacaklılık hakkı veren senetler ve ortaklık hakkı veren senetler olarak sınıflandırılırlar. Tahvil ve bonolar yatırımcısına alacaklılık hakkı sağlayan araçlara, hisse senetleri ise, ortaklık hakkı veren araçlara örnek verilebilir (Karan, 2013, s. 3). Bu araçlarla ilgili işlemler ise finansal piyasalarda gerçekleşmektedir.

Finansal piyasalar çok farklı biçim ve farklı faaliyet yolları ile işlevini yerine getirmektedir. Bu işlemler, son derece organize ve son derece iyi bilgilendirilen kurumların (SPK, BİST vb.) gözetiminde, fiyat düzenlemesi, varlık değerlemesi, Sermaye artışı, Alım-Satım, Yatırım ve Risk Yönetimi gibi temel fonksiyonlarla hizmet vermektedir. Finansal araçların, finansal piyasalarda üstlendiği iki temel görevi vardır. Bunları işlevler şöyle sıralanabilir.

- Fon fazlası olup, bu fona ihtiyacı olanlara ihraç ettikleri finansal varlıklar vasıtasıyla yatırım yapabilmeleri için fon transferi sağlamak.
- Fon arayanlar ile bunu temin edenler arasında, riski dağıtmaya yardımcı olmak.

Finansal piyasaların bu işlevleri daha etkin bir şekilde yerine getirebilmesi tasarruf oranlarına bağlıdır. Tasarruf eğilimi yüksek olan ülkelerde finansal piyasaların yatırımlara daha fazla öncülük ettiği söylenebilir. Bunun yanında

tasarruflardan elde edilen fonların etkin yatırım alanlarına kanalize edilmesi, en az tasarruf hacminin artırılması kadar önemlidir. Etkin yatırım alanların belirlenmesi ve fonların bu alanlara aktarılması ise alternatif yatırım alanlarına yönelik bilgilerin toplanmasını ve işlenmesini gerektirmektedir. Söz konusu bu fonksiyonların yerine getirilebilmesi, ancak profesyonel kadrolar tarafından yönetilen kurumsal yatırımcıların varlığı durumunda söz konusu olmaktadır (Unal T. , 1995, s. 1).

1.5 FİNANSAL YATIRIM ARAÇLARI

Bireyler geleceklerini garanti altına alacak bir yatırım anlayışı içinde olmalıdırlar. Bunun için birikimlerini kendi yatırım objektifleri çerçevesinde, yatırım araçlarının risk ve getirisini dikkate alarak yatırım kararlarını vermelidirler. Genel olarak yatırım araçlarını ve risk derecelerini şu şekilde sıralanabilir. (TKYD, 1999)

Tablo 1.5.1: Yatırım Araçları Risk Getiri Ölçeği

<u>Yatırım Araçları</u>	<u>Çeşitleri</u>	<u>Riski</u>	<u>Getirisi</u>
Sabit Getirili	Mevduat faizi, Tahvil ve Bono, REPO, VDMK, Borçlanma Senetleri vb.	Düşük	Düşük
Gayrimenkul	Ev, iş yeri, arazi, arsa vb.	Normal	Normal
Hisse Senedi	Yerli, Yabancı, Teknoloji, Gıda vb.	Yüksek	Yüksek
Türev Piyasa	Futures, Opsiyons vb.	Çok Yüksek	Çok Yüksek

Kaynak: TKYD. (1999). *Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticiler Derneği*. Nisan 18, 2015 TKYD: <http://www.tkyd.org.tr/t/yatirimci.aspx>

Yatırım araçları içerisinde yer alan menkul ve gayrimenkul değerler risk ve getirisine göre tasnif edildiği gibi, likidite derecesine göre de tasnif edilebilirler. İMKB-30 endeksinde yer alan hisse senetlerinin riski ve beklenen getirisi diğer hisse senetlerine göre daha azdır ve likiditesi daha fazladır (TKYD, 1999).

1.5.1 Para Piyasası ve Araçları

Vadeleri bir yıl ve daha kısa olan menkul değerler ve kredilerin el değiştirdiği bir piyasadır (Karlı, 1994, s. 23). Genellikle işletmeler kısa vadeli nakit ihtiyaçları olduğu zaman, büyük miktarlı ödemeleri yaklaştığında, bankalar ise yatırım yapmak istediğinde, ya da hükümetler büyük mevsimsel dalgalanmalar yaşadığında ve zorunlu bazı ödemeler ile karşılaştığında kısa vadeli likidite işlemlerini bu piyasada gerçekleştirirler (Levinson, 2005, s. 37).

Genel olarak bu tür günlük, haftalık veya aylık, kısa vadeli nakit ihtiyaçlar, bankalardan sağlanan krediler, senet iskontosu, senet teminatı gibi yöntemlerle giderilir. Para piyasasında vade kısa olduğu için faiz oranları, sermaye piyasalarına göre genellikle daha düşüktür. Fakat Türkiye için bu durumun tersi de gerçekleşebilmektedir. Yani daha yüksek faiz oranlarına da rastlanmaktadır (Aydın, Başar , & Coşkun, 2007, s. 36).

1.5.1.1 Mevduat

Banka veya benzeri kurumlara yazılı ve sözlü olarak veya herhangi bir şekilde halka duyurulmak suretiyle ivazsız veya bir ivaz karşılığında, istendiğinde ya da belli bir vadede geri ödenmek üzere kabul edilen para olarak tanımlanmaktadır (BDDK, 2005).

Mevduatlar TCMB tarafından, bankanın iznine gerek duyulmadan hesap sahibi tarafından istenildiği zaman kısmen veya tamamen çekilebilen, herhangi bir ihbar veya vade koşulu taşımayan ve faiz tahakkukları yıl sonunda veya hesabın kapatılmasında yapılan mevduatlar **vadesiz mevduat** olarak, bunun yanı sıra, 1 aya kadar vadeli (1 ay dâhil), 3 aya kadar vadeli (3 ay dâhil), 6 aya kadar vadeli (6 ay dâhil), 1 yıla kadar vadeli ve 1 yıl ve daha uzun vadeli (1 ay, 3 ay, 6 ay ve yıllık faiz

ödemeli) olarak açılacak mevduatlar ise vadeli mevduat olarak sınıflandırmıştır (TCMB, 2007).

Genel uygulamaya bakıldığında vadesiz mevduat hesaplarının daha çok, faiz veya kar elde etme amacı gütmeyen kişi ve kurumların nakit akışları için kullanmış oldukları hesap olduğu görülürken, vadeli mevduat hesabının ise, belirli dönemlerde faiz geliri sunması sebebiyle yatırım amacıyla kullanıldığı görülmektedir.

1.5.1.2 Repo - Ters Repo

Ülkemizdeki düzenlemelerde repo ve ters repo işlemlerine ilişkin temel tanımlar Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından yayımlanan Seri: V, No: 7 sayılı Menkul Kıymetlerin Geri Alma veya Satma Taahhüdü ile Alım Satımı Hakkında Tebliği'nde (Tebliğ) yer almaktadır. Söz konusu Tebliğ'in ikinci maddesinde bulunan tanıma göre repo işlemi menkul kıymetlerin geri alma taahhüdü ile satımını ve ters repo işlemi de menkul kıymetlerin geri satma taahhüdü ile alımını ifade etmektedir.

Repo ve ters repo işlemleri, küresel finansal piyasaların yanında, ülkemiz finansal piyasaları açısından da önemli bir fonksiyona sahiptir. Repo ve ters repo işlemleri güncel borsa işlemleri anlamında önemli olmasının yanında, ülkemiz sermaye piyasalarının tarihsel gelişimi bağlamında da öneme sahiptir. Bu kapsamda sermaye piyasası mevzuatının ve İMKB'nin hayata geçirilmesinde rol oynayan başlıca etkenin teminatlı borçlanma ve bu kapsamda terminolojideki ifadesiyle repo- ters repo işlemleri olduğunu belirtmek gereklidir (Coşkun, 2012, s. 1).

1.5.1.3 Döviz

Döviz pazarı yabancı paraların alınıp satıldığı yani bir ulusal paranın diğer ülkelerin paralarıyla değiştirildiği, mekândan bağımsız ve iletişim araçlarıyla tüm dünyayı kapsayan kurumsal bir yapılanmadır. Bu pazarda bir ülkenin parası başka bir ülkenin parasıyla değiştirilir. En çok ticareti yapılan paralar dolar (\$), euro (€), sterlin (£), yen(¥)'dir. Döviz pazarının en önemli özelliği tezgâh üstü olması, ticaretin sadece bir mekânda yapmamasıdır. Döviz pazarının en önemli özelliği tezgâh üstü

olması, ticaretin sadece bir mekânda yapılmamasıdır. Döviz pazarları incelendiğinde aşağıdaki grupların aktif olarak pazara katıldıkları görülür (Okka, 2009, s. 986-988).

- Döviz pazarına yön veren pazar yapıcılarını,
- Ülkeye mal ithal eden ve dövize ihtiyaç duyan ithalatçılar,
- Elleriindeki dövizleri ulusal paraya çevirmek isteyen ihracatçılar,
- Alım-satım emirlerini denkleştiren döviz komisyoncularını,
- Yabancı menkul kıymet portföylerini yönetenler,
- Uluslararası pazarlarda faaliyet gösteren firmaların finansal yetkilileri,
- Bireysel yatırımcılar ve spekülâtörler,
- Çeşitli sebeplerle yurt dışına çıkmak isteyen veya küçük ihtiyaçlarını karşılamak isteyen bireyler.

1.5.2 Sermaye Piyasası ve Araçları

Sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve türevi olan araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçlarıdır. Menkul kıymetler; paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikaları ile borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikaları olarak tanımlanmaktadır. Paylar ortaklık hakkı sağlayan menkul kıymetlere, tahvil ise alacaklılık hakkı sağlayan menkul kıymetlere örnek olarak gösterilebilir. Bunun yanında para, çek, poliçe ve bono sermaye piyasası aracı değildir (SPK, Sermaye Piyasası Araçları, 2010, s. 1).

1.5.2.1 Yatırım Fonları

Yetki sahibi kurumlar tarafından, katılma belgesi karşılığında tasarruf sahiplerinden kaynakların, çeşitli sermaye piyasası araçlarına dengeli bir şekilde dağıtılarak değerlendirilmesini sağlayan kurumlara "Yatırım Fonu" denir. Ülkemizde yürürlükteki mevzuata göre; bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri, emekli ve yardım sandıkları, Sermaye Piyasası Kurulunun izni ile yatırım fonu kurabilmektedirler. Yatırım fonları, A ve B Tipi olmak üzere iki gruba ayrılırlar. Portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalama bazda en az %25' ini, devamlı olarak Türk

şirketlerinin hisse senetlerine yatıran fonlar A Tipi fonlar, bu şart aranmayan fonlar ise B Tipi fonlar olarak adlandırılır. Ayrıca A tipi fonların teşvik edilmesi amacıyla vergi avantajları bulunmaktadır (TKYD, 1999).

Yatırım fonları bireylerden topladıkları fonlar ile , hisse senedi, tahvil/bono, özel sektör borçlanma araçları, ters repo gibi sermaye piyasası araçlarından ve kıymetli madenlerden oluşan portföyleri yönetirler. Her bireysel yatırımcı, fonun sahip olduğu portföyün bir kısmını temsil eden katılma payını satın alarak fona katılım sağlamış olur. Tasarruf sahipleri, şirketlerden, aracı kuruluşlardan veya menkul kıymet borsalarından hisse senedi ve tahvil alma yoluyla tasarruflarını değerlendirebilirler. Ancak, menkul kıymetlere yatırım yapmak bilgi ve uzmanlık gerektirmektedir. Ayrıca, birikimler genel olarak istenen büyüklüğe ulaşamadıklarından, bunlarla oluşturulan portföyler de gerekli risk dağılımları yapılamaya bilmektedir. Bahsedilen risk anapara açısından olabileceği gibi portföyün getirisi açısından da önemli olabilir. Bu nedenle sermaye piyasasında kolektif yatırım kuruluşları olarak bilinen yatırım fonları oluşturulmuştur (SPK, 2010, s. 5).

1.5.2.2 Tahvil

Tahvil, kamu ya da özel sektör şirketlerinin borçlanarak orta ve uzun vadeli fon sağlamak üzere çıkarttıkları borç senetleridir. Tahviller halka arz edilerek veya halka arz edilmeden satılabilir. Halka arz edilmeden yapılacak satışlar, tahsisli satış ve nitelikli yatırımcıya satış olmak üzere iki şekilde yapılabilir. Tahviller sahiplerine herhangi bir ortaklık hakkı vermez, sadece ihraç edene karşı alacaklılık hakkı sağlar. Tahviller iskontolu, primli ve/veya kupon ödemeli olarak ihraç edilebilmektedir. Satın almadan önce, tahvillerle ilgili olarak şu üç hususa dikkat etmekte fayda vardır (SPK, Sermaye Piyasası Araçları, 2010):

- Nominal değer, tahvil ve bononun vadesi geldiğinde yatırımcının eline geçecek olan para miktarıdır.
- Kupon oranı, nominal değer üzerinden yüzde olarak belirtilen, tahvil sahibinin alacağı faiz miktarını ifade eder. Tahvillere ödenecek olan faiz oranı ile ödeme koşullarına ilişkin esaslar, ihraca ilişkin belgelerde açıkça belirtilmek koşuluyla ihraç edenler tarafından belirlenir.

- Vade, anaparanın ve son faiz ödemesinin yapılacağı tarihi ifade eder ve tahvilin vadesi 1 yıldan az olmamak üzere serbestçe belirlenebilir. Tahvillerin anaparası, vade bitiminde bir defada veya vade içinde taksitler halinde ödenebilir. Halka arz edilecek tahvillerin taksitli itfa edilmesi durumunda itfa esasları ihraca ilişkin belgelerde yer alır.

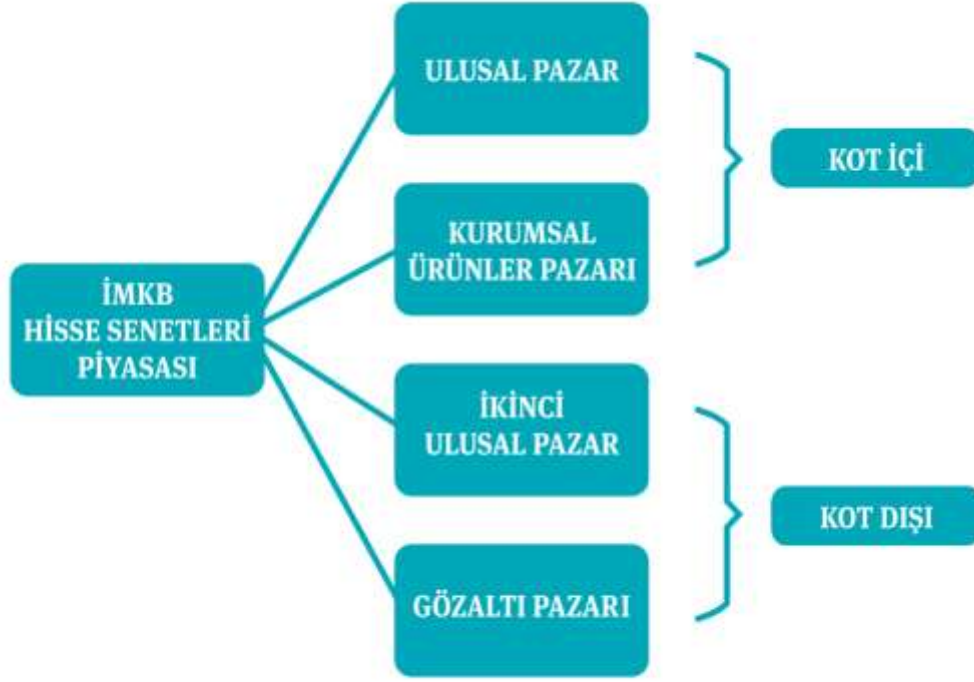
1.5.2.3 Bono

İhraç edenlerin borçlu sıfatıyla düzenleyerek sattığı ve nominal değerinin vade tarihinde yatırımcıya geri ödenmesi taahhüdünü kapsayan, vadesi 30 günden az 364 günden fazla olmayan menkul kıymetlerdir. İhraç eden tarafından belirlenen vadeye uygun iskonto oranları ile iskonto edilerek elde edilen fiyat üzerinden satılır. Kupon ödemeli olarak ihraç edilmesi de mümkündür. Bankalar tarafından ihraç edilecek bonolar, vade boyunca satışa sunulabilir. Diğer yandan, bankalar tarafından ihraç edilmiş bonolar ikinci el piyasada bunları ihraç eden bankalar tarafından yeniden satılmak şartıyla geri alınabilmektedir (SPK, Sermaye Piyasası Araçları, 2010, s. 5).

1.5.2.4 Hisse Senetleri

Hisse senetleri anonim şirketler tarafından çıkarılan ortaklık belgeleridir. Hisse senedi alan yatırımcı, temettü payı alır ve hisse senedi satışından sermaye kazancı elde eder. Hisse senedi borsalarında çok sayıda alıcı ve satıcının bulunduğu, serbest rekabet şartlarının gerçekleştiği düşünülürse, oluşan fiyatın denge fiyatı olduğu kabul edilir (Okka, 2009, s. 299).

Ayrıca, şirketlere, uzun vadeli ve uygun maliyetli alternatif bir finansman kaynağı sağlamakla birlikte kurumsallaşma, yurt içi ve yurt dışında tanınma; şirket ortaklarına ise likidite sağlar. Bu bağlamda, kotasyon koşullarını sağlayan şirketlerin hisse senetlerinin işlem görebileceği kot içi pazarların yanı sıra, bu koşulları sağlayamayan küçük ve orta ölçekli şirketlerin hisse senetlerine de işlem görme imkânı veren kot dışı pazarlar bulunmaktadır. Bu itibarla, şirketlere ait hisse senetleri aşağıdaki yer alan pazarların birinde işlem görebilmektedir (BİST, 1985, s. 1-3).



Şekil 1.5.1: Hisse Senetlerinin Piyasalarda İşlem Gördüğü Pazarlar

Kaynak: BİST. (1985). *BİST*. 04.14.2015 [http://www.borsaistanbul.com/data/Brosurler/Hisse %20Senetleri %20 Piyasas%C4%B1.pdf](http://www.borsaistanbul.com/data/Brosurler/Hisse%20Senetleri%20Piyasas%C4%B1.pdf)

1.5.2.5 Altın

Türkiye’de yatırımcıların tercih ettikleri yatırım araçlarına bakıldığında hiç tartışmasız altın, en ön sıralarda gelen yatırım araçlarından biri olmaktadır. Başka bir ifadeyle altının en geleneksel yatırım aracı olduğu ifade edilebilir. Güvenilir bir yatırım aracı olarak algılanmasının yanında işleminin basit ve anlaşılır olmasından dolayı şüphesiz kurumsal ve bireysel yatırımcılar açısından önemini kaybetmemektedir. Türkiye altın ithalatçısı bir ülke olmakla birlikte, Türkiye’de altın fiyatları uluslararası fiyatlara paralel bir şekilde gerçekleştiği söylenebilmektedir. Türkiye ham altın konusunda ithalatçı konumda iken, diğer yandan işlenmiş altınları da ihraç eder pozisyonundadır (İbicioğlu, 2012 & Karan 2004, s. 46).

Türkiye’de finansal yatırımcılar bu piyasadaki yatırımlarını aracı kurumlar vasıtası ile İstanbul’da kurulan altın borsasında değerlendirmektedir. Bir finansal

yatırım aracı olarak altın, arzının sınırlı olması ve kriz dönemlerinde güvenli bir liman olarak görülmesi nedeniyle her ülkede ve her dönemde finansal yatırımcılar için cazip bir tasarruf ve yatırım aracı olma özelliğini korumaktadır (Kaplan, 2004, s. 11).

- Üretim hacminin sınırlı olması
- İnelastik arz yapısı: Altın arzının, altın fiyatında meydana gelen değişikliklere kısa vadede cevap verememesi ancak uzun vadede etkilenmesi.
- Aynı veya benzer özelliğe sahip başka bir madenin olmayışı
- Rezerv aracı olması

Son yıllarda altın stokları, küresel krizlerle beraber, kâğıt paraya olan güvenin azalmasıyla tekrar gözden geçirilmiştir. Merkez bankaları son yüzyılda en yüksek altın talebini gerçekleştirmiş durumdadır. Gelişmekte olan ülkelerde esnek fakat gerektiğinde müdahaleci döviz kuru politikası benimsenmesi, döviz ve altın rezervlerinin önemini bir kat daha artırmıştır. Altının ülkemizde bankaların varlık çeşitliliğini ve verimini artırması, ekonomide getiri oranının iyileştirilmesi, ticaret açığını düşürmesi, makroekonomik riskleri azaltması gibi olumlu etkileri, finansal sistem içindeki önemini artırmaktadır. Küresel krizin etkisiyle Merkez Bankası'nın altın ve döviz rezervlerini yükseltme amaçlı araçlara başvurması, yüksek getiri ve güvenli liman özelliğini ön plana çıkartmış yastık altı stokunun ekonomiye kazandırılma girişimlerini artırmıştır. Özellikle bankacılık sisteminde altına dayalı enstrümanlar, ürünler ve türev işlemler hızlı bir gelişim göstermeye başlamıştır (Saraç & Bayhan, 2013, s. 402-403).

1.5.2.6 Gayrimenkul

Gayrimenkul, en yalın anlamda, fiziksel olarak arazi ve bu arazi üzerine inşa edilmiş yapılar olarak tanımlanabilir. Bu tanım içerisinde gayrimenkulleri oturmaya elverişli olan konut tipindeki yapılar ve oturmaya elverişli olmayan yapılar (ofis, fabrika, imalathane, hastane, kreş, idari yapılar ve arazi gibi yerleşime imkân vermeyen yapılar) şeklinde iki gruba ayırmak mümkündür. Konut olarak adı geçen yapılar ise belirtilen bu türler içerisinde en fazla önem verilmesi gereken

gayrimenkul çeşididir. Arsa piyasası, yapı ve inşaat malzemesi, araç-gereç, dayanıklı tüketim ve iş gücü piyasalarıyla olan ilişkiai nedeniyle geniş anlamda gayrimenkul, dar anlamda da konut, ülke ekonomilerinin lokomotif sayılabilecek sektörlerinden biri olmuştur. Gelecek dönemler adına bir güvence, bir yatırım aracı ya da gerektiğinde teminat olarak gösterilebilen konut niteliğindeki gayrimenkuller fiyatlarının hanehalkı gelirleriyle karşılaştırıldıklarında çok yüksek olmaları ve yaşanan ülkenin ekonomik koşullarından kaynaklanan problemler nedeniyle, gayrimenkul edinmek isteyen birçok yatırımcı finansman sorunu ile karşılaşmaktadır (Hepşen, 2010, s. 3).

Konut finansmanı 2003 yılın öncesinde, çoğunlukla kişilerin kendi birikimleri veya doğrudan finansman olarak adlandırılan şekilde, yakınlarına ve konut yapımıcısına ya da satıcıya borçlanma yoluyla sağlanmakta iken, son yıllarda uygun faiz ve enflasyon oranları, yeni konut finansman sistemine hazırlık yapan bankaları konut kredilerine doğru yönlendirmeye başlamıştır. Kurumsal finans sisteminin oluşumu için öncelikle toplumda yüksek gelir düzeyindeki bireylerin hemen yararlanabileceği orta ve düşük gelir seviyesindekilerin ise ileride yararlanabilecekleri bir finansman sisteminin oluşturulması gündeme gelmiş ve mortgage sisteminin Türkiye’ de de uygulanması için 2007 yılından itibaren girişimlere başlanmıştır (Yükseler, 2009, s. 36).

Diğer yandan devletin konut ve gayrimenkul sorununu kamusal olarak algılaması sonucunda uygulanan vergi teşvikleri, gayrimenkul finansmanında gayrimenkul yatırım ortaklığı (GYO) modellerini görünür hale getirmektedir. Gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı yatırımların, yatırımcılar için psikolojik bir güven unsuru oluşturduğu da bilinen bir gerçektir. Ayrıca, çeşitlendirme yoluyla riskin dağıtılması yatırımcılar için GYO’ ları cazip kılan önemli bir başka unsurdur. Portföyündeki gayrimenkullerin alım satımından kâr sağlayan gayrimenkul yatırım ortaklığı, yıl sonunda bu kârı ortaklarına temettü olarak dağıtarak gayrimenkul gelirini ortaklarına aktarmaktadır. Böylece gayrimenkul yatırım ortaklığının paylarını satın alarak ortak olmuş bir yatırımcı, yüksek getirili gayrimenkullerin gelirlerinden dolaylı olarak faydalanmış olmaktadır. Gayrimenkul yatırım ortaklığı sisteminde, likiditesi daha düşük olan gayrimenkulün kendisinden ziyade, ona yatırım yapan bir

şirketin paylarının satın alınması, gayrimenkul yatırımının likidite sorununu bertaraf etmektedir.

1.6 YATIRIMLARIN FİNANSMAN BİÇİMLERİ

1.6.1.1 Tasarruflar

Tasarruf oranları bir ekonominin genel dengesini sağlayan temel değişkenlerden biridir. Bir ülkedeki tasarruf eğilimi, o ülkede ne oranda yatırım yapılacağı, ne oranda dış tasarruf kullanılacağı ve dolayısıyla cari işlemler dengesinin ne yönde gelişeceği sorularına yanıt olmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler için yurtiçi tasarruf oranları, sermaye birikimi ve büyümenin sürdürülebilirliği açısından daha fazla önem arz etmektedir. Bir ülkedeki servet birikiminin gelişimi, bireylerin refahlarının artışı ve hayat standartlarını arttırması açısından, tasarruf oranı önemli bir göstergedir (Ozel & Yalçın, 2013, s. 2-4).

Mal ve hizmetlere ait arz talep denkleminin ilişkin eşitlikten tasarruf-yatırım eşitliği elde edilebilmektedir. Buna göre tüketimler yatırım ve vergilerin bir fonksiyonu olmak üzere toplam planlanan harcama denkliğinden hareketle kapalı makroekonomi modelinde denge şartı aşağıdaki gibi sağlanmaktadır (Mankiw, 2009, s. 70-72).

$$C = C(Y - T) \quad (1.6.1)$$

$$Y = C + I + G \quad (1.6.2)$$

Buna göre toplam talep tüketim, yatırım ve hükümet harcamalarından meydana gelmektedir. Tüketim, kullanılabilir gelire ve yatırım, reel faize bağlı olup, hükümet harcamaları ve vergiler ise maliye politikası yapıcıları tarafından belirlenen dışsal değişkenlerdir. Üretim faktörleri ve üretim fonksiyonunun ekonomiye arz edilen çıktı miktarını belirlediği bilinmektedir.

$$Y = F(K, L) \quad (1.6.3)$$

Arz ve talebi tanımlayan denklemler bir araya getirildiğinde tüketim ve yatırım fonksiyonlarını ulusal gelir hesabı özdeşliğindeki yerine konulduğunda denklem (1.6.3) elde edilir. Bunun yanında G ve T maliye politikası tarafından ve çıktı düzeyi Y üretim faktörleri ve üretim fonksiyonunca belirlendiğinden (1.6.4) eşitliği elde edilecektir.

$$Y = C(Y - T) + i(r) + G \quad (1.6.3)$$

$$Y = C(Y - T) + I(r) + G \quad (1.6.4)$$

(1.6.4) denklemi çıktı arzının tüketim, yatırım ve hükümet harcamalarının toplamı olan çıktı talebine eşit olduğunu ifade etmektedir. Bu denklikte yatırımların (r) faiz oranına bağlı olduğu görülmektedir. Faiz oranı, finansal piyasalarda borçlanmanın maliyeti ve borç vermenin getirisidir. Sonuç olarak ulusal gelir hesabı özdeşliği yeniden yazıldığında aşağıdaki eşitlik elde edilecektir;

$$Y - C - G = I \quad (1.6.5)$$

Bu denklikte “Y-C-G” terimi tüketicilerin ve devletin talepleri karşılandıktan sonra kalan çıktı miktarıdır ve ulusal tasarruf ya da kısaca tasarruf (S) olarak adlandırılmaktadır. Bu biçimiyle, ulusal gelir hesabı özdeşliği tasarrufların yatırımlara eşit olduğunu göstermektedir. Bu özdeşliği tam anlaşılması için ulusal tasarruf iki parçaya ayırabilir. Oluşan son eşitlikte, denklemin bir parçası özel sektör ve diğer parçası devletin tasarruflarını temsil etmektedir.

$$S = (Y - T - C) + (T - G) = I \quad (1.6.6)$$

“(Y-T-C)” terimi kullanılabilir gelirden tüketim ve vergilerin çıkartılmış şeklidir, yani özel sektör tasarrufudur. (T-G) terimi ise devlet gelirlerinden hükümet harcamalarının çıkmış halidir. Yani kamu tasarrufudur. Hükümet harcamaları devlet gelirlerini aşıyorsa devlet bütçesi açık veriyor demektir ve kamu tasarrufu negatiftir. Ulusal tasarruf ise, özel ve kamu tasarruflarının toplamına eşittir.

Türkiye’de hanehalkı Bütçe ve Harcama Anketi kullanarak tasarruf eğilimlerini inceleyen Van Rijckeghem ve Üçer (2008) , tasarrufları etkileyen faktörleri araştırmış ve ekonomik konjonktürün tasarruflar üzerinde belirleyici olduğunu bulmuşlardır. Cilasun ve Kırdar (2009) , ise tasarrufların ekonomik konjonktüre ve cari gelişmelere duyarlılığını arındırdıktan sonra, tasarrufun yaşam döngüsü içerisinde analizini yapmışlardır. Bu anlamda ülkemizde hanehalkı bütçe ve harcama anketleri kullanılarak yapılan tüm çalışmalar, Türkiye’nin “az tasarruf eden ülkeler” grubunda olduğunu, %10,1’lik hanehalkı tasarruf oranıyla Latin Amerika ülkelerine benzer bir yapıda olduğunu ortaya koymaktadır (Ozlale & Karakurt, 2012, s. 1-6).

Türkiye’de emeklilik sistemi bazı sorunları içermekte, kamu tarafından yürütülen mevcut emeklilik sisteminin özel emeklilik planlarıyla desteklenmesiyle bütçe üzerindeki yükün azaltılması önemli bir politika seçeneği olarak ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda, özel emeklilik sisteminde yapılan reformlar, son yıllarda makroekonomik istikrar açısından risk teşkil etmeye başlayan yurtiçi tasarruf oranındaki düşüşün durdurulması açısından da büyük önem taşımaktadır (Ozel & Yalçın, 2013, s. 2-4).

1.6.1.1.1 Özel Tasarruflar

Yaşam döngüsü hipotezine göre, insanların birçoğu emeklilik finansmanı için tasarruf ederler. Ancak tasarrufla ilgili başka amaçlarda vardır. Yapılan araştırmalarda tasarrufların birçoğunun çocuklara miras bırakmak için yapıldığı veya sıkıntılı günlere karşı ihtiyat güdüsüyle yapıldığı yolundaki görüşü destekleyen çok sayıda kanıt vardır. Diğer bir deyişle tasarruflar, iyi günlerde tasarruflara ilave olarak, kötü günlerde ise tüketimi sürdürmek amacıyla ihtiyat stoku ile kullanılmaktadır (Dornbusch, Fischer, & Startz, 2007, s. 382-383).

Tasarruf üzerine yapılan diğer çalışmalar özel tasarrufların olası belirleyicilerinin hükümet politikaları, finansal değişkenler, gelir ve büyüme değişkenleri, demografik değişkenler, belirsizlik, dış etkenler, sosyoekonomik değişkenler, eğitim ve iş durumu değişkenleri gibi başlıklar altında sayılabileceğini göstermektedir. Tasarrufların, rasyonel ekonomik birimler tarafından zamanlar arası

foyda maksimizasyonu sonucunda belirlendiği söylenebilir. Bir anlamda tasarruflar tüketimin ertelenmesidir. Bu bakış açısı ‘yaşam döngüsü’ yaklaşıminin temelini oluşturur. Bu yaklaşıma göre bireyler tüketimi tüm zamana yaymakta, kötü günlerde de tüketim yapabilmek için iyi günlerde tasarruf yapma eğiliminde olmaktadır. Bu anlamda ihtiyat güdüsünün, tasarruf davranışlarını birçok yönden etkilediği söylenebilmektedir (Uygur, 2012, s. 5).

Ayrıca gelişmeye başlayan davranışsal iktisat dalı tasarruf alışkanlığının gelişmesi adına bazı yaklaşımlar önermektedir. Yaklaşımlardan biri, tasarrufu kolaylaştırma çalışmasıdır. Bu anlamda çalışanlarını emeklilik programlarına otomatik olarak kaydeden firmalarda, bu işlemi form doldurarak yapan firmalara göre çok daha fazla tasarruf katılım oranlarına rastlanmıştır. Bu durum aslında işçilerin davranışının büyük atalet gösterdiği kanıtlamaktadır.

Tasarrufları artırmak isteyen politika oluşturucular, söz konusu tasarruf programlarına otomatik kaydı daha yaygın hle getirerek bu ataletten yararlanabilirler. Başka bir yaklaşımla ise, insanlara anlık hazzla yönelik arzularını kontrol fırsatı tanımaktır. Richard Thaler tarafından yapılan bir çalışmada insanların gelecekteki maaş artışlarının bir bölümünü emeklilik tasarruf hesabına yatırmayı önceden taahhüt etmeleri istenmiştir. Birkaç firmada bu yöntem uygulandığında % 78 oranında katılım sağlanmıştır. Ayrıca kaydolanların % 80’ i en az dördüncü yıllık ücret artışına kadar programda kalmıştır. Programa dâhil olanların ortalama tasarruf oranları 40 aylık süre zarfında yüzde 3,5’ten yüzde 13,6’ya çıkmıştır. Tasarrufun hem kişisel hem de ulusal iktisad refah açısından önemi göz önüne alınırsa birçok iktisatçı bu önerilerin denenmeye değer olduğuna inanmaktadır (Mankiw, 2009, s. 541).

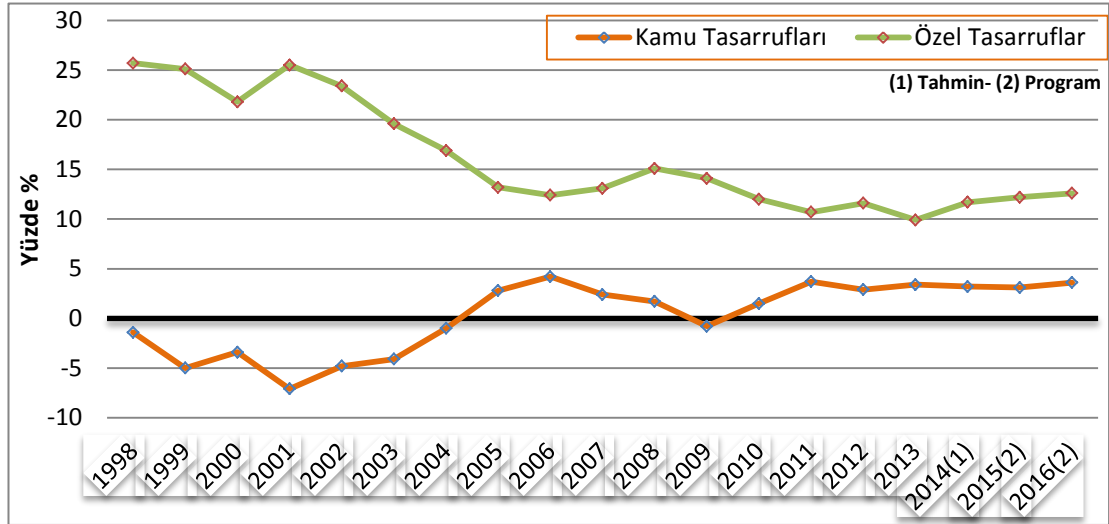
1.6.1.1.2 Kamu Tasarrufları

Devletin bütçe gelirlerinin giderlerinden daha çok olması, bütçenin fazla vermesi anlamına gelmektedir. Diğer bir deyişle kamu kesimi harcanabilir geliri ile cari giderleri arasındaki farktır (BSTS, 2004). Kamu tasarrufları ve kamu politikaları, özel tasarrufu etkilemektedir. Hükümet, kendi tasarruflarını doğrudan belirlerken diğer taraftan hanehalkı tasarrufunu bire bir etkileyecektir. Bunun nedeni, kamu

faaliyetlerini dengelemek için ekonomik bireylerin tepki vermesidir. Barro' nun Ricardiyan Eşitliği Hipotezi' ne göre, kamu harcamalarını finanse etmek için hükümetin yapacağı tahvil ihracı, özel tasarrufta eşit bir artışa neden olacaktır. Tasarruf artışının arkasındaki sebep, tahvillerin gelecekte geri ödenebilmesi için vergilerin artacağı beklentisidir. Bir başka deyişle, kamu tasarrufundaki azalma, özel tasarruftaki artışla telafi edilecektir. Barro (1974), bu anlamda kamu ve özel tasarrufların birbirinin ikamesi olduğunu ifade etmektedir (Düzgün, 2009, s. 177).

Bu durum ülkemizde de görülmektedir. Tablo 1.6.1' de 1998-2014 yıllarına ait özel ve kamu yatırımlarının değişim grafiği verilmiştir. Buna göre 1998-2014 yılları arasında kamu ve özel tasarrufların simetrik bir grafik oluşturmaktadır. Yıllara göre incelendiğinde kamu tasarruflarındaki azalmanın özel tasarruflar ile telafi edildiği görülmektedir.

Tablo 1.6.1: Türkiye'de Yatırımlar ve Tasarruflar (%GSYH), 1998-2016

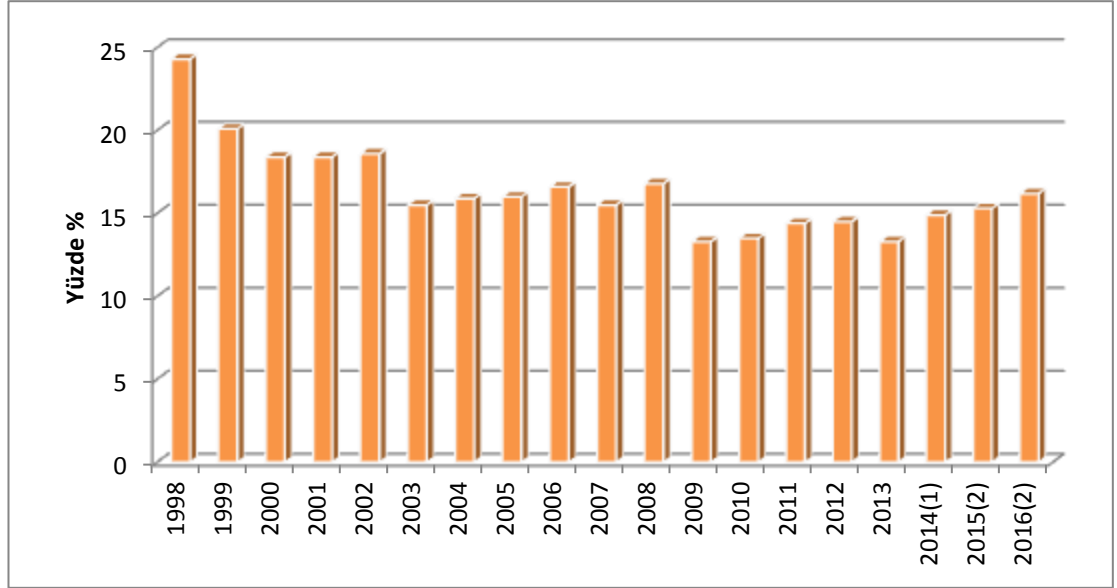


Kaynak: Özel İhtisas Komisyonu (2014) *Onuncu Kalkınma Planı Türkiye'de Cari İşlemler Açığı*. Ankara: TC Kalkınma Bakanlığı s.14

Diğer bir yandan kamu tasarruflarının ve özel tasarrufların toplamını ifade eden Türkiye'deki toplam yurtiçi tasarruf, 1980 ve 1988 yılları arasında politika yapısındaki belirsizlikler ve yüksek enflasyona bağlı keskin artış döneminden sonra 1988'den bugüne kadar azalma eğilimi göstermiştir. 1988 sonrası dönemde başlayan düşüş 1998'den sonra ivme kazanmış, 2009 yılında yüzde 13,2'ye kadar gerilemiştir.

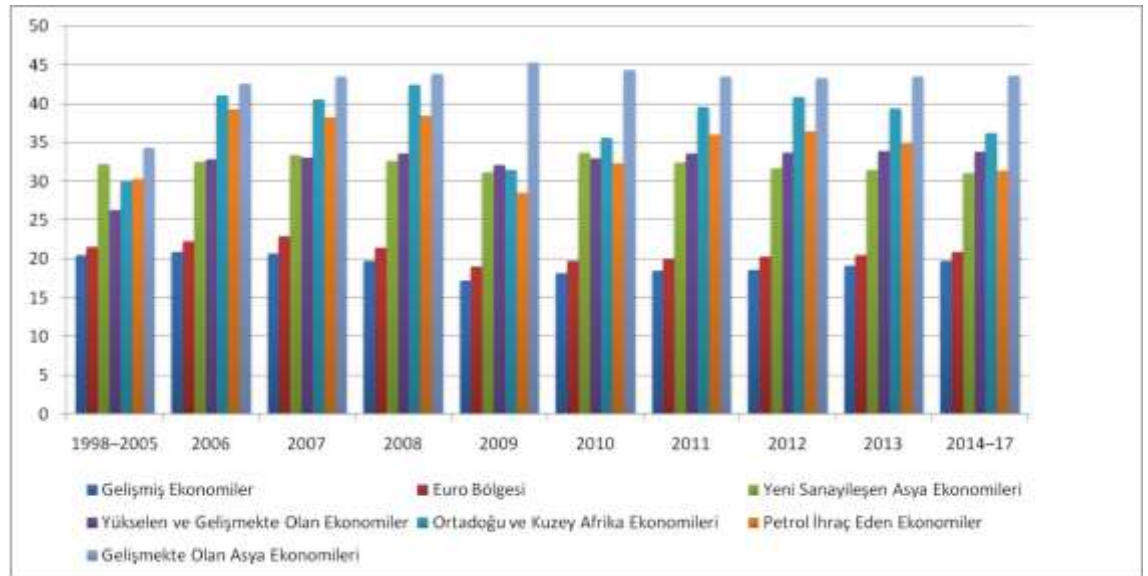
Bu oran 1980’den bugüne ve daha öncesinde 1975’ten bugüne en düşük tasarruf oranı olmuştur (Tablo 1.6.2). 2009 sonrası etkisiz bir toparlanma görülse de, 2013’ de tekrar 2009 yılı seviyesine çok yakın bir oran oluşmuştur (Özel İhtisas Komisyonu, 2014, s. 9). Buna göre Türkiyede yıllara göre tasarruf oranları ve belli ortak özelliklerine göre gruplanmış ülkelerin tasarruf oranları Grafik 1.6.1 ve Grafik 1.6.2’ de görülmektedir.

Grafik 1.6.1 Türkiye’de Yurtiçi Tasarruf Oranları, (%GSYH), 1998–2016



Kaynak: Özel İhtisas Komisyonu. (2014). *Onuncu Kalkınma Planı Yurtiçi Tasarruflar*. Ankara: Kalkınma Bakanlığı.

Grafik 1.6.2 Ükelere Göre Tasarruf Oranları



Kaynak: IMF, WEO 2012, OECD, WEO

İKİNCİ BÖLÜM

BİREYSEL YATIRIMCININ YATIRIM KARARINI ETKİLEYEN UNSURLAR

2.1 RİSK

Günlük hayatta yatırımlarla ilgili karar aşamasında karşılaştığımız risk kavramı ile ilgili birçok tanımlama mevcuttur. Riskin ne olduğundan ziyade nasıl ölçüleceğine dair sorulara verilen cevaplar biraz daha zayıf kalırken, riskin ne olduğu ile ilgili sorulara alınan cevaplar muhtemelen daha çok sezgisel olacaktır. Yaralanma, incinme olasılığı beklenmeyen tehlikeli bir durumu, kayıp olasılığının bir derecesi veya bir sigorta şirketi için kaybedebileceği miktar olarak ifade edilebilir (Levy, 2006, s. 1).

Finansal anlamda belirlilik şartları altında yatırım ile ilgili nakit akımları, sermaye maliyeti ve ekonomik ömür önceden bilindiği halde; risk altında bir yatırımın gerçekleşmesi için, için en az bu parametrelerden birisinin bilinmediği varsayılır. Bu durumda risk; yatırımın gerçek nakit akımlarının beklenen nakit akımlarından sapma olasılığı, yani gelecek nakit akımlarındaki potansiyel değişme durumu olarak tanımlanabilir (Okka, 2009).

Risk toleransı bireylerin uygun portföy seçiminde önemli bir rol oynar. Risk alabilen bireyler için yaş, zaman algısı, likidite ihtiyaçları, portföy büyüklüğü, gelir, yatırım hakkında bilgi düzeyi ve fiyat dalgalanmalarına karşı tutum gibi karakteristik özelliklerine bağlı olabilir. Bu nedenle portföy yöneticileri subjektif ölçüleri kullanarak (bazen de objektif), her yatırımcının risk tolerans seviyesini belirlemek için bir çaba harcamaktadır (Sung & Hanna, 1996, s. 1).

Bireyler gibi firmalar için de benzer riskler geçerlidir; Günümüzde uluslararası rekabet artarken, hızlı bir değişim içerisinde bulunan teknoloji ve hükümetlerin verdiği kararlar sürekli ekonomi üzerinde yeni oluşumlara sebebiyet verirken risk ve belirsizlik durumu firma kararları üzerinde daha önemli bir rol

oynamıştır. Bu durumda yatırımların riskli ortamlarda ele alınması, değerlendirilmesi gerekir. Farklı risk derecelerine sahip yatırım projeleri ile karşılaşıldığı durumda bunlardan birisinin kabul edilmesi firmanın toplam riskini etkiler. Riskin varlığında aynı risk derecesinde maksimum getiri sağlayan veya aynı gelir derecesinde minimum riske sahip olan yatırım projelerin seçilmesi gerekir (Okka, 2009).

2.1.1 Risk Kavramı ve Risk Algısı

Risk ile ilgili araştırmalarda, risk kavramına yönelik birçok tanımlama yapılmaktadır. Bu durumun en temel nedeni riskin çok boyutlu bir olgu olması ve riskli durumu tanımlayan koşulların kişiden kişiye farklılık göstermesidir. Yates ve Stone (1992), risk unsurlarına ilişkin bir konsensüsün sağlanamamasını birçok faktöre bağlamıştır. Bunlar birçok farklı unsurun genellikle bir bütün olarak riskin yapısıyla karıştırılması, riskin farklı durumlarda, farklı özellikler sergilemesi ve riskin özünde subjektif olmasıdır (Kesbiç, 2006, s. 3).

Sonuçların kesin olarak bilinemediği durumlar; risk ve belirsizlik olarak iki kısımda incelenmektedir. Bunlardan risk; bir olayın olasılık dağılımının bilindiği durumları kapsamaktadır. Başka bir ifadeyle, verilen bir kararın hangi koşullarda hangi sonuçları doğurabileceği ve bu koşulların gerçekleşme olasılıkları biliniyorsa riskli bir durumdan söz edilir. Hangi koşullarda hangi sonucun ortaya çıkacağı bilinmekle birlikte, söz konusu koşulların gerçekleşme olasılıkları bilinmiyorsa belirsizlik durumu vardır (Bolak , 2004, s. 39).

Risk altında karar almaya ilişkin ilk teorilerde, karar vericilerin, olasılıklar arasında bir seçim yaptığı savunulmuştur. Karar ise, şans oyunlarının mantıksal bir analizi olarak görülmektedir. Bu teorilerde karar alıcı kişinin normatif varsayımlarla hareket ettiği kabul edilmiştir. Bu teorilerin ortak özelliği karara ilişkin risk ve değer psikolojik olarak değerlendirilmesi olmayıp, gerçek insan davranışlarının tanımlanması göz ardı edilmiştir. Normatif teoriler, insanların geçmiş tecrübelerinden ders çıkardıklarını varsaymaktadır. Böylece tercihlerini kendilerine en fazla yararı sağlayan seçeneğe göre belirledikleri kabul edilir. Ayrıca optimal kararın ancak rekabetçi bir ortamda alınabildiği ve ayakta kalabilmek için rekabetin

şart olduğu kabul edilmektedir. Rekabet ise girişimcilerin rasyonel hareketini gerekli kılar. Diğer yandan kişilerin rasyonel seçim ilkelerinin içsel olarak kabulü bu tür teorilerin bir diğer varsayımdır.

Risk her şeyden önce, karar almanın bir özelliğidir. Sitkin ve Pablo (1992) riski, alınan kararlar sonrasında potansiyel açıdan önemli ve istenmeyen sonuçların gerçekleşmesi konusunda belirsizlik olması durumu olarak tanımlamıştır. Bu tanım riskin anlaşılması için gerekli üç unsuru içermektedir. Bunlar, sonuçlar hakkında belirsizlik, beklentiler ve gerçekleşme potansiyelidir (Kesbiç, 2006, s. 4).

2.1.2 Risk Çeşitleri

Başta finansal kuruluşlar olmak üzere bütün kurum ve kuruluşlar faaliyetlerini yürütürken çeşitli risklerle karşı karşıya kalabilmekte, bu risklerin doğurabileceği olumsuz sonuçları yaşayabilmektedir. Bu bakımdan, tüm kuruluşların faaliyetlerini sürdürürken karşılaşılabilecekleri riskleri tanımlayıp yaşayabilecekleri olumsuz durumlardan korunmak amacıyla gerekli tedbirleri öncesinden almaları gerekir. Aksi takdirde söz konusu riskler, faaliyetlerinin geçici olarak veya tamamen durmasına sebep olabilir. Piyasaların hareketliliği, küreselleşme, karmaşık finansal ürünler ve işlem şekilleri, gelişen bilgi ve iletişim teknolojileri yeni riskler doğurmaktadır (Ozbilgin, 2012, s. 86).

Döviz kurlarının son derece oynak olduğu bir durum düşünüldüğünde, her yatırımın döviz kuru riskinden aynı derecede etkilenmeyeceği söylenebilir. Nakit akımları kontratlarla korunmuş olan projeler diğerlerine göre kur riskinden daha az etkilenecek veya hiç etkilenmeyecektir. Bu bağlamda her proje kendine ait risk türleri ile ele alınmalıdır. Risk yönetimi açısından riskler, proje yöneticisinin kontrolü altında olup olmamasına göre, sistematik ve sistematik olmayan riskler şeklinde iki sınıfa ayrılabilir. Buna göre proje yöneticisinin kontrolü dışında olan ve çeşitlendirme ile ortadan kaldırılamayan riskler sistematik risk olarak değerlendirilir (Anbar & Alper, 2009, s. 270).

2.1.2.1 Sistematik Riskler

Portföy çeşitlendirmesi ile azaltılamayan risklerdir. Sistematik risk menkul kıymetlerin getirilerindeki dalgalanmaların, piyasadaki tüm finansal varlıkların fiyatlarını aynı zamanda etkileyen faktörlerden kaynaklanan kısmıdır. Sistematik riskin kaynakları ekonomik, politik ve sosyal çevredeki değişikliklerdir. Piyasadaki menkul kıymetlerin tümü, farklı farklı oranlarda olmakla birlikte, sistematik riskten aynı doğrultuda etkilenir (Aydın, Başar , & Coşkun, 2007, s. 299).

2.1.2.1.1 Satın Alma Gücü Riski (Enflasyon Riski)

Riskin ikinci kaynağı enflasyon ve enflasyona karşı alınacak tedbirlerden doğan risktir. Enflasyon olayı firmalarda geleceği belirsiz hale getirir, ürün maliyetlerini, finansal maliyetleri, hammadde, işçilik ve enerji giderlerini artırır, fiyatlandırma politikalarını bozar. Enflasyonun tipi firma üzerinde farklı etkiler meydana getirir. Talep enflasyonu firmaya daha az risk yüklerken, maliyet enflasyonu veya durgunluk halinde enflasyon daha ağır bir yük oluşturur. Bu dönemlerde faiz oranları yükselir, vergi oranları artar, sıkı para politikası sebebiyle kredi bulma zorlaşır ve kredi maliyetleri yükselir. Enflasyondan doğan maliyetlerin tüketicilere yansıtılmasında firma başarılı olamazsa bütün riski kendisi yüklenmiş demektir. Enflasyon bütün sektörleri aynı oranda etkilemez. Gıda sektörü, enflasyondan daha az etkilenirken; makine, inşaat vb. sektörler enflasyondan daha fazla etkilenmektedir. Enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde, firmalar üzerindeki tahribatı daha çok olacaktır. Düşük enflasyon oranlarında firma, enflasyonla yaşamaya alışmışsa enflasyonun firma üzerinde oluşturacağı risk daha az olacaktır (Okka, 2009, s. 233).

2.1.2.1.2 Faiz Oranı Riski

Piyasa faiz oranlarındaki değişimler ile tedavüldeki menkul kıymetlerin piyasa değerleri arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Bu durum faiz oranı riski olarak ifade edilir. Faiz oranı riski, mali piyasalarda faiz oranlarında meydana gelen değişmelerin, finansal varlıkların verimliliklerinde meydana getirdiği olumsuz

değişmeler olarak tanımlanabilir. Faiz oranlarındaki değişmeler, finansal varlıklardan, getirisi sadece faiz olanları daha çok etkiler. Bu nedenle tahvil, hazine bonusu, finansman bonusu gibi menkul kıymetler ile vadeli mevduat hesapları, emeklilik fonları faiz oranı riskine daha fazla maruz kalmaktadır (Tekin, 1999, s. 142).

2.1.2.1.3 Piyasa Riski

Piyasada oluşan konjontürel dalgalanmalardan dolayı yapılan yatırımın istenildiği kadar kârla sonuçlanmamasını içeren risktir. Aslında piyasa riski, birçok riskin temelini oluşturmaktadır. Piyasada meydana gelebilecek dalgalanmalarla ortaya çıkan faiz riski, bununla beraber ortaya çıkabilecek likidite riski ve sonucunda vadesinde yerine getirilemeyen yükümlülükler ve böylece ortaya çıkan itibar kaybı, belkide iflas durumu, daha en başta piyasa riskinin iyi yönetilememesi sonucu kurumun kolayca karşı karşıya kalabileceği risklerdir. Piyasa riskinin ortaya çıkmasına neden olan etkenlerden biri faiz oranlarının değişmesi, bir diğeri ise döviz kuru riskidir. Piyasa riski kapsamında ele alınabilecek bir diğer risk de yoğunlaşma riskidir. Yoğunlaşma riski, aynı kişi, kurum veya varlıkla işlem yapılması riskidir (Ozbilgin, 2012, s. 89).

2.1.2.1.4 Politik Risk

Politik riskler, daha çok hükümet kararları ile ilgili olarak oluşan ve gerçekleştiğinde dış ticaret ya da yatırımla uğraşanların gelirlerini düşürme ihtimali yüksek olan olayları kapsar. Ayrıca, politik risklerde, risk oranı oldukça yüksektir (Yiğit, 1999, s. 15).

2.1.2.1.5 Kur Riski

Özellikle dış ticaret firmaları, ve döviz pozisyonu taşıyan birimler kur hareketinden kaynaklı önemli riskler ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Döviz kuru, iki ülke paralarının birbiriyle değiştirilme oranını ifade etmektedir. Kurlar, ülkelerin reel gelir düzeylerine, ülkeler arası fiyat ve faiz oranı farklılıklarına göre

şekillenmektedir. Kur riski, bir işletmenin bilançosunun aktif ve pasif kısımlarında aynı tutarda ve cinstе yabancı para bulunmaması nedeniyle zarara uğraması durumunu ifade eder. Ulusal paranın yabancı paralar karşısındaki değerin düşmesi ihtimali, kur riskinin doğurur. Yabancı para cinsinden aktifleri pasiflerinden daha fazla olan bir işletmede ulusal paranın yabancı paralar karşısında değeri kazanması zarar doğurucu niteliktedir. Tersine, eğer işletmenin yabancı para cinsinden pasifleri aktiflerinden daha fazla ise (yani açık pozisyonu varsa) ulusal paranın yabancı paralar karşısında değeri kazanması, işletmenin borçlarının ulusal para cinsinden azalması nedeniyle kâr doğurucu niteliktedir (İşleyen, 2011, s. 178-179).

2.1.2.2 Sistematik Olmayan Riskler

Bu riskler daha çok işletme faaliyetleri ile azaltılabilen risklerdir. Grevler, yönetim hataları, yeni buluşlar, reklam kampanyaları, tüketici tercihlerinde değişiklikler, kanuni uygulamalar firmaların getiri oranlarında dalgalanmalara yol açabilmektedir. Bu faktörler firma veya ilgili endüstri kolu için söz konusu olduğundan diğer endüstrilerden ve sermaye piyasasını etkileyen faktörlerden bağımsızdır. Bu nedenle de sistematik olmayan riskin her firma için ayrı ayrı tahmin edilmesi gerekir (Aydın, Başar , & Coşkun, 2007, s. 298). Ayrıca birey ve firma açısından menkul değere ait risk payını ifade eder. Bu açıdan risk ise portföyün çeşitlendirilmesi suretiyle kontrol edilebilir (Okka, 2009, s. 224).

2.1.2.2.1 Yönetim Riski

Finansal yöneticiler her tür firmanın finansal olan veya olmayan, özel veya kamu, küçük veya büyük, kar amaçlı veya hizmet amaçlı, finansal faaliyetleri ile ilgilenir. Yani firmayı finansal açıdan yönetir. Firmanın fon ihtiyacının tedariki, finansal planlama, satış politikalarının tespiti, büyük harcamaların ve yatırım kararlarının değerlendirilmesi, firmanın işletme sermayesi politikalarının tespiti, birleşme ve devralmalar, finansal riskin yönetimi ve diğer finansal olaylarla ilgili birçok işlem, finansal yönetici tarafından gerçekleştirilir. Kararı finansal yönetici geliştirir (Okka, 2009, s. 5).

Yapılan araştırmalara göre firmaların başarı veya başarısızlık durumları büyük oranda yukarıda saydığımız sebeplerden dolayı yönetici kadroların yeteneklerine bağlıdır diyebiliriz. Yönetim hataları, firmanın satışlarını dolayısıyla da kar durumunu olumsuz etkileyecektir (Aydın, Başar , & Coşkun, 2007, s. 298).

2.1.2.2.2 Finansal Risk

Sistematiik olmayan risk kaynaklarının içinde en büyük öneme sahip olan finansal risk, işletmelerin borç ve sermaye yapısının oluşumu ve etkinliği ile ilgilidir (Usta & Demirelli, 2010).

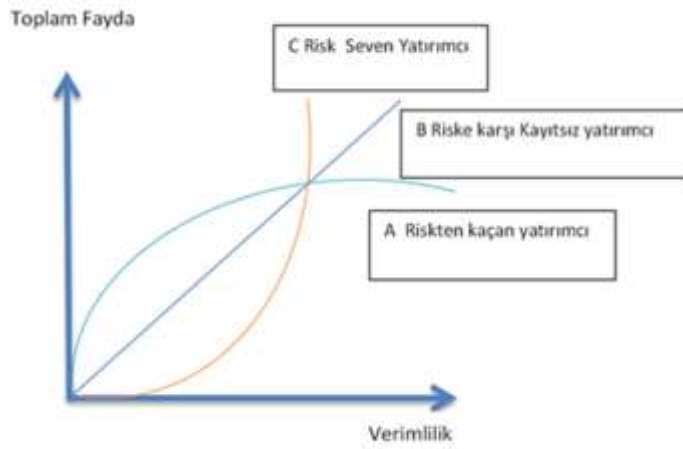
Finansal risk, işletmenin borç ödeme gücünün zayıflamasıdır. Buradaki risk unsuru, firmanın faaliyetlerini öz kaynaklarla veya yabancı kaynaklarla finanse etmesine bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Başka bir ifadeyle finansal risk, firma gelirlerinin borçlanmayla birlikte sürekliliğini yitirmesi ve başta ekonomik olmak üzere, çevresel koşullarda değişikliklere ayak uyduramayarak, faiz ve kar payı ödemelerini gerçekleştirmek gelir düzeyinin altına düşmesi tehlikesidir. Hisse senedi ve tahvil ile kıyaslandığında hisse senedinin finansal riskinin daha yüksek olduğu görülebilir. Fakat faiz borcunun büyüklüğü, hisse senedi sahiplerine ayrılacak kar tutarında büyük dalgalanmalara neden olabilir (Ceylan & Korkmaz, 2006, s. 502).

2.1.2.2.3 İş ve Endüstri Riski

Belli bir veya birkaç iş alanında faaliyet gösteren firmaların, karlarında meydana gelen değişiklikler, bu firmalara ait hisse senedi fiyatlarında belirgin dalgalanmalara neden olmaktadır. Bu hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcı, sermaye ya da gelir kaybına uğramaktadır. Endüstride meydana gelmesi beklenen olası değişiklikler, yalnızca o endüstri içindeki işletmeleri etkilemektedir. Bu anlamdaki riskler iş ve endüstri riski olarak tanımlanmaktadır (Aydın, Başar , & Coşkun, 2007, s. 298).

2.1.3 Yatırımcıların Risk Karşısındaki Davranışları

Projelerin riskleri doğrultusunda kabul edilip edilmemeleri riski kabullenme durumlarına göre yatırımcı tiplerinin ortaya konmasında yarar vardır. Çünkü bir karar vericinin, riskli olduğu gerekçesiyle reddettiği bir yatırım projesini, diğer bir karar verici kabul edebilir. Risk karşısındaki tutumları doğrultusunda üç tip yatırımcıdan söz edilebilir. Bunlar riski seven, riske karşı duyarsız ve riskten kaçan tipler olarak adlandırılır (Anbar & Alper, Yatırım Projeleri Analizi, 2009).



Şekil 2.1.1: Yatırımcıların Risk Karşısındaki Tutumları

Kaynak: Ceylan, A., & Korkmaz, T. (2006). *Sermaye piyasası ve Menkul Değer Analizi*. Bursa: Ekin Kitabevi, s.258

Riskten Kaçan yatırımcılar: Risk sevmeyen yatırımcıların β katsayısı 1 den küçüktür. Volalitesi daha düşük yatırımlara yönelme eğilimindedirler. Varlıklarının değerinin düşme riski az olsun isterler. Buna karşın elde edebilecekleri gelir de ona göre düşük olacaktır (Levinson, 2005, s. 146).

Riske Kayıtsız Yatırımcılar: Riske karşı duyarsızdır. Riske karşı kayıtsız kalan bu tür yatırımcılar, riskle ilgilenmezler ve hangi yatırımın seçileceği onlar için çok önemli değildir. Ancak, eğer yatırımın vadesi çok uzun ise hisse senetlerine yatırım yapmayı tercih ederler (Asness, 1996, s. 33).

Risk Seven Yatırımcılar: Riski seven yatırımcıların fayda-verimlilik analizinde β katsayısı 1 den büyüktür. Getiriye %5 arttırmak için aldığı riski % 5 den daha fazla arttırabilir. Risk artarken daha düşük oranda bir getiriye razıdırlar. Riske karşı böyle bir tutum içerisinde olan finansal yöneticinin kararlarının firmanın lehine olmayacağı açıktır (Okka, 2009, s. 223).

2.2 Likidite

Varlık talebini etkileyen bir diğer faktör, bir varlığın düşük maliyetlerle ve hızlı biçimde nakde çevrilebilme özelliğini yansıtan likiditesidir. Piyasasında çok alıcı ve satıcı bulunan varlıklar likittir. Örneğin, bir ev çok likit bir varlık değildir, çünkü satış durumunda hızlı bir şekilde alıcı bulmak zordur. Ayrıca bir evi satmanın işlem maliyeti de (emlakçı komisyonu, avukat ücretleri gibi) yüksektir. Bunun aksine hazine bonoları oldukça likit varlıklardır. Bu bonolar, pek çok alıcının bulunduğu iyi organize olmuş piyasalarda düşük maliyette ve çok hızlı bir biçimde satılabilirler. Bu anlamda değerlendirildiğinde diğer şeyler sabitken, daha likit bir varlığın daha çekici olacağı açıktır ve bu yüzden de talep edilen miktarı daha yüksek olacaktır (Mishkin, 2010, s. 93).

2.3 Getiri

Risk ve beklenen getiri arasındaki ilişki, risk-getiri ilişkisi olarak bilinir. Risk ve getiri arasındaki ilişki doğru yönlüdür. Başka bir deyişle, daha yüksek risk alındığında, birçok insan daha fazla getiri talep eder (Aydın, Başar , & Coşkun, 2007, s. 280).

Bir tahvilin getirisi o varlıktan ne kadar kazanacağımızı gösterir. A firmasının tahvilleri için ilk dönem % 15 ikinci dönem %5 getirisi var ise bu tahvilin beklenen getirisi % 10 dur. Eğer A firmasının beklenen getirisi diğer varlıkların beklenen getirisine oranla artarsa veya diğer varlıklardan elde edilecek getiri A firmasının tahvillerinden elde edilecek getiriden az olursa diğer şeyler sabitken, söz konusu tahvili almak daha çekici hale gelecektir ve talep edilen miktar da artacaktır (Mishkin, 2010, s. 92).

2.4 Çevresel Faktörler

Günümüzde yatırım konuşmalarına her ortamda rastlamak mümkündür. Televizyonlarda ekonomi kanalları veya ekonomi içerikli programlar, internetin yaygınlaşması, bilgiye erişimin kolaylaşması, sosyal ortamların artması kısacası iletişim ve ulaşım teknolojilerinin geçmiş yıllara nazaran çok gelişmiş olması insanların yatırım davranışlarına etki etmektedir.

Bireylerin en çok etkilendiği sosyal çevrelerden biri de akran grubudur. Akran grubu, sosyal normlarını grubun öncelikli inançlarına göre geliştirir. Yatırım hakkındaki inançlarda bu sosyal normların bir parçasıdır. Akran etkisinin ne kadar çarpıcı olduğunu örneklendirmek için Esther Duflo ve Emmanuel Saez, 436 kütüphane görevlisinin emeklilik planına katılım oranlarını incelemiştir. 11 farklı binadan alınan katılım oranlarına göre bir binadaki görevlilerin % 73 plana dâhilken diğer binalarda bu oran % 14 olmuştur. Kütüphaneciler homojen bir grup olduğundan katılım oranları arasındaki büyük farklılıklar dikkat çekicidir. Her bir binadaki sosyal normlar bu büyük farkı açıklamaktadır (Nofsinger, 2014, s. 99).

2.5 Bireysel Faktörler

Günümüzde birçok insan çeşitli durumlarda sezgilerine dayanarak karar vermektedir. Şaşırtıcı bir şekilde birçok büyük yatırımcı ve fon yöneticisi de benzer şekilde davranmaktadır. Aslında sezgisel davranış kişilerin karmaşık ve belirsiz ortamlarda karar vermede kullandıkları bir çeşit pratik iş görme usulüdür. Birçok insan tecrübelerine dayalı olarak sezgileriyle karar verirken, bazı insanlar da psikolojik nedenlerle böyle bir yol izleyebilir. Kahneman & Tversky (1974)' in öne sürdüğü gibi, karar verme süreci tüm ilgili bilgilerin toplanıp, objektif biçimde değerlendirildiği tam anlamıyla rasyonel bir işlem değildir, aksine karar verici bu süreçte bazı zihinsel kısa yollar kullanılır. Ancak yetersiz bilgi, kısıtlı zaman, psikolojik faktörler nedeniyle yatırımcılar yanılabilmektedir. Bu yanılgıları ise davranışsal finans yaklaşımı bireysel faktörler altında açıklamaya çalışmaktadır (Karan, 2013, s. 724).

2.5.1 Psikolojik Faktörler (Davranışsal Finans Yaklaşımı)

Tarihsel olarak, örgün bir finans eğitimi, bir kişinin psikolojisinin, o kişinin iyi bir yatırım kararı almasına zarar verebileceği düşüncesini reddetmektedir. Son otuz yıldır, finans alanı iki varsayıma dayalı olarak gelişmiştir. İlk varsayıma göre insanlar rasyonel kararlar alırlar, ikinci varsayıma göre ise insanlar gelecek hakkındaki tahminlerinde ön yargılı değillerdir. İnsanların kendi çıkarlarını en iyiye ulaştıracak şekilde hareket ettiklerini varsaymak, yatırımcılar için finans alanında bazı güçlü araçlar oluşturmaktadır. Yatırımcılar, geleneksel finans teorilerine göre hareket edebilir, beklenen getiri ve risk konusunda öngörü sağlayabilirler. Bu fikirler, finans alanına arbitraj teorisi, portföy teorisi, varlık fiyatlama teorisi ve opsiyon fiyatlama teorisini kazandırmıştır (Nofsinger, 2014).

Ancak psikologlara göre insanlar çoğunlukla irrasyonel bir şekilde hareket etmektedir ve öngörülerinde tahmin edilebilir hatalar söz konusudur. Finans alanında da ekonomik kararların tahmin edilebilir ön yargılar içerebileceği ihtimali yavaş yavaş kabul edilmeye başlamıştır. Geleneksel finans yaklaşımlarına alternatif olarak davranışsal finans, insanların finansal ortamda nasıl davranacağını araştırır. Bu anlamda davranışsal finans alanı genç bir alandır. Fakat bu alan, etkin piyasa hipotezinin yeterince iyi bir şekilde açıklayamadığı hisse senedi piyasalarının davranışına ilişkin bazı konuların açıklanmasında umut vaat etmektedir (Mishkin, 2010, s. 174).

Davranışsal finansın önceki savunucuları çoğunlukla geleneklere ters kimseler olarak düşünülmüştür. Ancak bugün, davranışsal finansın önceki savunucuları geleneklere ters kimseler olarak görülmemekte hatta vizyon sahibi kişiler olarak görülmektedir. Psikolojinin yatırım kararlarını neden, nasıl ve ne zaman etkilediği tartışmaları sürerken, birçok kişi 2002 yılında Nobel Ekonomi ödülünü alan psikolog Daniel Kahneman ve deneysel iktisatçı Vernon Smith'in davranışsal finans alanını haklı çıkardıklarına inanmaktadır (Nofsinger, 2014).

Davranışsal ekonomi alanındaki düşüncelerin pek çoğunun kökü çok eskilere dayanmaktadır. Adam Smith “Ahlaki Duygular Kuramı” adlı kitabında ekonomik

gözelemlerin altında yatan birey davranışlarının bazı psikolojik temellere dayandığından bahsetmiştir. 20. Yüzyılın sonlarına doğru özellikle 1960'larda bilişsel psikolojinin gelişimiyle, finasta yaşanan ama ekonomistler tarafından rasyonel olarak açıklanamayan anomalilerle birlikte davranışsal finansın gelişimine büyük katkıda bulunulmuştur. Yani psikoloji ve sosyolojinin finans alanına aktarılması ile oluşan bir teoridir (Karan, 2013). Davranışsal finansın finans alanına katkıları şöyle sıralanabilir;

- Gerçek yatırımcı davranışının ortaya çıkarılması.
- Geleneksel modellerde rasyonel yatırımcı davranışları ile tutarsızlık gösteren fiyat yapılarının tespit edilmesi.
- Bu davranış ve yapılarını açıklayan yeni teorilerin geliştirilmesi.

Belki de en önemli şey, insandan kaynaklanan hataların, insanların yatırım kararını ve sonuçta varlıklarını etkileyebileceğidir. Bunun yanında modern yatırım araçlarını iyi bilen bir yatırımcı, psikolojik ön yargılarının kararlarını kontrol etmesine izin verse bile yine de başarılı olamayabilir (Nofsinger, 2014).

2.5.1.1 Aşırı Güven

Aşırı güven, psikologlara göre, insanın kendi bilgi birikimini abartma, riskleri hafife alma ve yeteneklerini olduğundan daha fazla görme şeklinde açıklanmaktadır. Aşırı güvenin hatalı ölçümleme ve ortalamanın üstü etkisi olmak üzere iki etkisi bulunmaktadır. Hatalı ölçümleme, insanların olasılık dağılımlarına ilişkin çok dar bir aralık belirlemesidir. Ortalama üstü etki ise basitçe, insanların kendileri hakkında gerçek dışı pozitif izlenimlere sahip olduklarını ifade etmektedir (Nofsinger, 2014).

Svenson (1980) , ABD' de yaptığı bir çalışmada, ehliyeti olan deneklere araba sürme yeteneklerinin ne kadar güvenli olduğunu sormuştur. Çalışma sonucunda deneklerin kendilerini ortalama bir sürücüden daha yetenekli olduklarına inanma yönünde güçlü bir eğilim ortaya çıkmıştır. Preston & Harris (1965) trafik kazalarına karışan 50 sürücü ile herhangi bir kaza kaydı olmayan 50 sürücüye, ilişkili değişkenlere sadık kalmak şartıyla, yaptıkları test sonucunda yüksek oranda ve

benzer şekilde her iki grupta da kendilerini ortalama bir sürücüden daha yetenekli olduğu inancını tespit etmişlerdir (Svenson, 1981, s. 146-147). Yine, yatırımcılar arasında yapılan başka bir ankette ise katılımcıların yarıdan fazlasının ortalama üstü bir yeteneğe sahip olduklarını düşündükleri sonucuna ulaşılmıştır (Moore & Kurtzberg, 1999, s. 96).

Yatırımcılar, kendilerinin diğer yatırımcılardan daha zeki olduklarını düşünürler. Çünkü yatırımcılar, gerçekler yerine inançları ile hareket ederler. Bu teori, etkin piyasa hipotezinin öngörmediği bir husus olan, menkul kıymet piyasasındaki baloncuklara da bir açıklama getirebilir. Hisse senedi fiyatları yükseldiğinde yatırımcılar karlarını kendi zekâlarına bağlarlar ve piyasayı göklere çıkarırlar. Sözlü ifade edilen bu heves ve medya haberleri ise daha fazla yatırımcının gelecekte fiyatların artacağını düşünmesini sağlayacaktır. Sonuç, fiyatların yükselmeye devam ettiği pozitif bir döngü olacaktır. Bu da spekülasyon bir baloncuk oluşturacak ve sonunda fiyatlar piyasa gerçeğinden çok fazla uzaklaştığında kriz patlayacaktır (Mishkin, 2010, s. 174).

2.5.1.2 Pişmanlıktan Kaçınma

Yapılan araştırmalara göre, insanların ileride kaybedecekleri kaygısı, onları daha sağlam yatırım seçeneklerine yönlendirirken, riskten kaçınma davranışlarını güçlendirmektedir. İnsanların duyacakları zihinsel acı aslında maddi acılarında ötesine geçebilmektedir. Bazı insanlar olaylara daha kapsamlı bir şekilde bakmadan en küçük hatalarından bile pişman olabilmektedir. Bu duygu zaman zaman çok cazip yatırım fırsatlarını kaybetmelerine yol açmaktadır. İnsanlar bu nedenle bilinmeyen yatırımlar yerine kendilerine göre daha bilinen yatırımlara yönelirler. Adam Smith aşağıdaki ifadesinde bir bakıma kayıptan kaçma ve pişmanlıktan kaçma davranışlarını tarif etmiştir.

“İyi bir durumdan daha kötüsüne geçtiğimizde hissettiğimiz acı, kötü bir durumdan daha iyi bir duruma yükselmemizde yaşadığımız sevinçten daha fazladır.”

Yatırımcıların değeri düşen hisse senetlerini satmayı geciktirerek, değeri yükselenleri çok çabuk elden çıkarma eğilimi pişmanlık teorisiyle açıklanmaktadır (Karan, 2013).

Hersh Shefrin ve Meir Statman, çalışmalarında, pişmanlıktan kaçma ve gurur duyma isteğinin yatırımcılarda, kazanan hisseleri erkenden satıp, kaybeden hisse senetlerini uzun süre elde tutmaya yol açtığını tespit etmişlerdir. Shefrin ve Statman, bu durumu yatınlık etkisi olarak adlandırmaktadır (Nofsinger, 2014).

2.5.1.3 Belirsizlikten Kaçınma

Belirsizlik ve risk yakın ilişkili kavramlardır. Belirsizliğin çok yüksek olduğu dönemlerde risk de o oranda artmaktadır. Çünkü bu durumda yatırımcı elinde mantıklı verileri veya göstergeleri olsa bile objektif tahminleri olmadığı için karar vermekten kaçınacaktır. Bir yatırımdan beklenen gelecekteki getirilerin gerçekleşebilirliği yükseldikçe belirsizlik durumu ve yatırımın riski de azalacaktır. Belirsizlik ve risk kavramları birbirinden farklı anlamlar içermesine rağmen yatırımlar söz konusu olduğunda eş anlamlı olarak kullanılabilirler (Anbar & Alper, 2009).

Eğer risk ve belirsizlik kavramları eş anlamda kullanılırsa, her yatırım projesinin farklı derecelerde risk taşıdığı söylenebilir. Ekonomik hayattaki gelişmeler, tüketici zevk ve tercihlerindeki değişmeler, iş uyumsuzlukları, rekabet vb. faktörler nedeniyle, geleceği kesin bir şekilde tahmin etmek mümkün değildir. Bu nedenle, bir yatırımın sağlayacağı tahmin edilen nakit girişlerine, nakit çıkışlarına ve ekonomik ömrüne kesin olarak bakılamaz (Ceylan, 2000).

Daniel Ellsberg (1961)'e göre belirsizlikten kaçma, insanların bilinmeyen olasılıklardan çok, bilinen olasılıklara dayalı riskler almayı tercih ettikleri anlamına gelmektedir. Ellsberg (1961) yaptığı bir çalışmada çeşitli gruplardan, her birinin içinde 100'er top bulunan iki ayrı kavanozdan kırmızı ya da siyah birer top çekme olasılığı üzerine bahse girmelerini istemiştir. Birinci kavanozda iki renkten de 50'er top olduğu bilinirken, diğer kavanozdaki renk dağılımı bilinmemektedir. Buna

rağmen deneklerin büyük çoğunluğu ikinci kavanozdan top çekmeyi ve bahse girmeyi tercih etmiştir.

Tversky ve Craig Fox ise, belirsizlikten kaçma durumunun Ellsberg'in öne sürdüğünden daha karmaşık olduğunu ifade etmişlerdir. İnsanların belirsiz olasılıklar yerine açık olasılıkları tercih etmesinin her durumda mı, yoksa yalnızca şans oyunlarında mı ortaya çıktığını anlayabilmek için yaptıkları çalışmalarda insanların, kendilerini özellikle bilgili hissettikleri durumlarda kanaatleri üzerinde hareket ederken, aksi durumlarda da işi sansa bıraktığını belirtmektedir (Bernstein, 2005, s. 315-316).

2.5.1.4 Aşına Olanı Tercih Etme

İnsanlar, kendilerine daha yakın olan durum veya olguları tercih ederler. Yerel spor takımlarını destekleyen taraftarlar ve kendi şirketlerinin hissesini seven çalışanlar bu duruma birer örnek teşkil etmektedir. Bunun sebebi, spor takımı ve firmanın onlara daha tanıdık gelmesidir. Bireyler iki riskli seçenekle karşı karşıya kaldıklarında ve biri hakkında daha fazla bilgiye sahip olduklarında, daha aşına oldukları seçeneği tercih edeceklerdir. Bireyler, kazanma ihtimalleri aynı ancak birinde diğerine göre daha fazla deneyim sahibi oldukları iki farklı oyun verildiğinde, daha iyi bildikleri oyunu seçmektedir. Bireyler, kazanma ihtimalleri daha düşük olsa bile, aşına oldukları oyunları tercih ederler (Heath & Tversky, 1991, s. 7).

Bu durum dünya borsalarına bakıldığında da görülebilir. Buna göre ABD borsası, değer olarak, dünya çapındaki bütün hisselerin % 43'ünden fazlasını temsil etmektedir. Japonya ve İngiltere'deki borsalar ise dünya genelindeki hisse senedi piyasalarının sırasıyla %10 ve %7'sini temsil etmektedir. Bu nedenle, tamamen çeşitlendirilmiş bir hisse senedi portföyü oluşturmak için, yatırımcılar portföylerinin % 43'nü ABD hisselerinden, %10'nu Japon hisselerinden ve %7'sini İngiltere hisselerinden edinmeleri gerekir. Aksine veriler bu durumun gerçekleşmediğini göstermektedir. Bu bağlamda bireylerin, kendi ülkelerine ait olan yatırım araçlarını daha fazla tercih ettiği görülmektedir (Nofsinger, 2014, s. 88).

Benzer olarak Boston Üniversitesi ve Harvard Üniversitesinde okuyan 486 denekten kendilerine büyük miktarda paranın miras kaldığını varsayarak, bu mirası yüksek riskli, orta riskli şirket, hazine bonusu ve arasında değerlendirmeleri istenmiştir. Çalışma sonucunda kendilerine kalan mirasın o anki portföy şeklinin, denekler tarafından yapılan seçimleri büyük oranda etkilediği görülmüştür. Eğer miras yüksek riskli şirkette yatırım şeklinde bırakılmışsa yine yüksek riskli şirketin tercih edildiği, hazine bonusu şeklinde bırakılmışsa yine hazine bonusunun tercih edildiği görülmüştür. Buna göre kendilerine miras kaldığını varsayan bireyler mevcut durumu koruma yönünde karar almışlardır (Samuelson & Zeckhauser, 1988) .

Aşına olma eğilimi olarak adlandırılan bu durumda belirsizlikten kaçınma ile birlikte yatırımcıların seçimlerinin şekillendiği gözlenebilmektedir. Aşına olma eğilimi yatırımcıların risk algılamalarında farklılaşmaya neden olabilmekte ve yatırımcıların kazanma ihtimali düşük olan ve daha fazla risk taşıyan seçeneğe yöneldikleri görülebilmektedir. Yapılan araştırmalar profesyonel yatırımcıların da, bireysel yatırımcılar gibi, hakkında bilgiye sahip oldukları işletmelere yatırım yaptıklarını ortaya koymaktadır. Profesyonel yatırımcıların, çok çeşitli bilgi kaynaklarına ve analiz araçlarına sahip olmalarına rağmen yerel işletmelere yatırım yapma eğiliminde oldukları gözlenebilmektedir. Aşına olanı tercih etme eğilimi, özellikle piyasada riskli olarak kabul edilen, küçük yerel işletmelerin hisse senetlerine çok fazla yatırım yapılmasına neden olabilmektedir (Döm, 2003, s. 83).

2.5.1.5 Bilişsel Çelişki

Psikologlara göre kişi, kendisini zeki ve almış olduğu kararları da başarılı olarak görür. Bunun aksini gösteren ve hatırlatan durumlar ise zihninde rahatsızlık uyandırır. Bireyler, bu psikolojik acıdan kaçınmak için pozitif imajları ile çelişen herhangi bir bilgiyi görmezden gelme, reddetme ya da minimize etme eğilimindedir. Bu durum bilişsel çelişki olarak adlandırılmaktadır (Montier, 202, s. 3).

Yatırımcılar, geçmişteki yatırım tercihlerinin başarısı hakkındaki düşüncelerini düzelterek, psikolojik acılarını azaltma yoluna giderler. Yatırım fonu almaya karar veren yatırımcı, ya zaman ilerledikçe, fon seçimi sebebiyle iyi bir karar

verdiğini düşünecek, ya da fonu alma kararını sorgulayacaktır. Bu durumda bilişsel çelişkiyi azaltmak için yatırımcının beyni negatif bilgileri filtreler ve pozitif bilgiler üzerine odaklanır. Bu yüzden yatırımcıların geçmiş performanslarına ilişkin hafızası, gerçekleşen geçmiş performanstan daha iyi bir durumu yansıtır. Goetzmann ve Peles, bu durumu görmek için yüksek eğitimli mimarlar üzerinde bir çalışma yapmıştır. On iki mimar, yatırım esaslı emeklilik planları vasıtasıyla sahip oldukları yatırımlara göre soruları cevaplamıştır. Mimarlar, yatırım performanslarını gerçek getirilerinden ortalama % 6.22 daha yüksek hatırlayarak, gerçekleşen performanslarından daha iyi bir performans sergilediklerini düşünmektedir. Buna göre geçmiş yatırım performanslarınıza ilişkin yatırımcı hafızası, beynindeki imajı ile tutarlılık göstermek için kendini bu duruma uyarlar, insanlar gerçek performanslarını gözetmeksizin, yapmış oldukları iyi şeyleri hatırlarlar (Nofsinger, 2014).

Bilişsel çelişki eğilimi, yatırımcıların çeşitli hatalar yapmalarına neden olmaktadır. Verdikleri kararların kötü olduğunu bilmek onları zihinsel olarak rahatsız edeceğinden satmaları gerektiği halde, zarar pozisyonlarını ellerinde tutmayı tercih edebilirler. Daha önce vermiş oldukları kararın aleyhine olan bilgilerden kaçınırlar. Ayrıca bilişsel çelişki bir yatırımcının bu sefer farklı olduğuna inanmasına yol açabilir. (Pompian, 2006, s. 88)

2.5.1.6 Zihinsel Muhasebe

Zihinsel muhasebe kavramı ilk olarak, Thaler (1980, 1985) tarafından ortaya atılmıştır. Buna göre, zihinsel muhasebe insanların mali işlemleri nasıl değerlendirdiği ve düşündüğüne ilişkin süreci ifade etmektedir (Thaler, 1985, s. 183).

Bireyler bazen servetlerini zihinlerinde bir arada hesaplamak yerine ayrı ayrı hesaplar ve biriktirebilirler. Bir öğrencinin gelirini ikiye bölmesi, yarısını ihtiyaçları için harcarken, diğer yarısını eğlence için biriktirmesi buna iyi bir örnektir. Bu öğrenci eğlence için biriktirdiği parayı kafasında ayrı bir şekilde muhasebeleştirerek sınırsızca harcayabilmekte, buna karşılık günlük hayattaki harcamalarda çok dikkatli olmaktadır. Yine bir kimse, otomobil almak için yüksek faizle borçlanırken aynı anda emeklilik günleri için düşük faizle para biriktiriyor olabilir (Karan, 2013).

İşletmeler, hükümetler ve kurumlar; paranın akışını kategorize etmek, ayırmak ve izlemek için muhasebe sistemini kullanırlar. Diğer yandan, insanlar ise mental muhasebe sistemini kullanırlar. İnsan beyninin dosya dolabına benzer bir muhasebe sistemi kullandığı düşünülürse her bir karar, faaliyet ve sonuç, dosya dolabında başka bir klasörün içinde yer almaktadır. Dosyalar belli bir kararla ilişkili olan fayda ve maliyetleri içermektedir. Bir sonuç bir mental dosyaya atfedilmişse bu sonucu başka bir şekilde görmek veya değerlendirmek zordur. Mental muhasebenin dalları beklenmedik bir şekilde bireylerin kararlarını etkileyebilir (Nofsinger, 2014, s. 59).

Thaler (1999)'a göre zihinsel muhasebe, üç faktöre dayandırılarak değerlendirilmektedir. İlk faktör, sonuçların algılanması, ayrıca kararların değerlendirmesi süreçleriyle ilgili değerlendirilmeleri kapsamaktadır. Muhasebe sistemi bu süreçte hem önceden tahmin edilen hem de geçmişe yönelik maliyet-fayda analizi için gerekli bilgileri sağlamaktadır. İkinci faktör, belirli aktivitelerin belirli hesaplara atanmasından oluşmaktadır. Tıpkı Muhasebe işlemlerinde olduğu gibi, zihinsel muhasebede de sermayenin kaynakları ve kullanımı etiketlenmektedir. Tüketim, türlerine göre kategorilere ayrılıp, harcamalar bütçeler tarafından sınırlandırılmakta. Üçüncü faktör ise hesapların değerlendirilme sıklığını içerir. Hesaplar günlük, aylık ya da yıllık değerlendirilebilmektedir. Tüm bu faktörler ekonomik teoremin değiştirilebilirlik prensibini ihlal etmektedir ve sonuç olarak zihinsel muhasebe, seçimleri etkilemiş olmaktadır (Sefil & Çilingiroğlu, 2011, s. 256).

2.5.1.7 Çerçeveleme Etkisi

Bir soruyu sorma biçimi verilen cevap veya karar üzerinde oldukça güçlü bir etkiye sahiptir. İnsanların karar çerçeveleri, bireylerin yapmış oldukları tercihler çerçevelemeden etkilenmektedir. (Nofsinger, 2014, s. 57). Kahneman ve Tversky (1981) çerçeveleme etkisine ilişkin bir çalışmada deneklerden, salgın bir hastalıkla mücadele etmek için bir programı seçmelerini istemiştir. Verilen yanıtlar üzerinde çerçeveleme etkisi araştırılmak istenmiştir. Bunun için şöyle bir soru hazırlanmıştır.

ABD’ da 600 insanın ölümüne neden olacağı düşünölen beklenmedik bir salgın hastalık için hazırlık yapılmaktadır. Hastalıkla mücadele etmek için iki alternatif program önerilmektedir. Her iki programda da farklı iki seçenek sunulmuştur. Birinci programa göre;

- Eğer A seçeneği uygulanırsa 200 insan hayatta kalacak buna karşın B seçeneği uygulanırsa 1/3 olasılıkla 600 insan hayatta kalacak 2/3 olasılıkla da kimse kurtulamayacaktır.

Aynı hastalık için ikinci programa göre;

- Eğer C seçeneği uygulanırsa 400 insan ölecek buna karşın D uygulanırsa 1/3 olasılıkla kimse ölmeyecek ve 2/3 olasılıkla 600 insan hayatta kalacaktır.

Her iki soruda A ile C ve B ile D seçenekleri aslında aynıdır. İlk soruda hastalığın herkesin hayatını alacağı durum referans gösterilmiş, ikinci durumda hastalıktan kimsenin ölmeyeceği durum referans olarak gösterilmiştir. Ancak bireyler, hayatların kurtarılması seçeneğinde riskten kaçınan, hayatların yok olması seçeneğinde ise risk almaya istekli davranışta bulunmuşlardır (Tversky & Kahneman, 1981, s. 453).

Bu durum çerçevelemenin pozitif ve negatif bir örneğidir. Çünkü katılımcıların %72'si pozitif çerçeve çizen ve kesinlik içeren program A'yı seçerken, katılımcıların yalnızca %28'i riskli program B'yi seçmiştir. Hayat kurtarma düşüncesi ile çoğu insan risk almayı istememiştir. Ancak negatif çerçeveli örnek gösterildiğinde, katılımcıların yalnızca %22'si kesin neticeler içeren program C'yi ve %78'i riskli program olan D'yi seçmiştir. Negatif çerçevede katılımcılar riskli programla daha fazla ilgilenmişlerdir. Buna göre yöneltilen sorunun çerçevesine bağlı olarak insanlar farklı seçimler yapmaktadırlar (Nofsinger, 2014, s. 49).

Diğer yandan aktif yatırımcılar da bilişsel etkileri incelemek için bir çalışma yapan Moore ve Kurtberg (1999), çerçeveleme etkisinin yatırım kararlarında etkili

olduğu sonucuna varmıştır. Buna göre bireyler nominal anlamdaki işlemlere daha duyarlı çıkmıştır. Bu durumu ise şöyle açıklamıştır. % 4 enflasyon bulunan bir ortamda % 2 gelir elde eden bir kişi (pozitif nominal değişim negatif reel değişim), enflasyonsuz bir ortamda % 2 kayıp yaşayan bir kişiden daha iyi hissedecektir. Bu sonuç reel durum aynı olsa da algılanan durumun farklı olduğunun göstermektedir (Moore & Kurtzberg, 1999, s. 98).

2.5.1.8 Sürü Davranışı

Bireysel yatırımcıların davranışlarının sermaye piyasasında ortaya çıkardığı en önemli kavramlardan birisi sürü davranışı olarak adlandırılmaktadır. Yatırımcıların yatırım kararlarını verirken kendi kişisel değerlendirmelerini göz ardı ederek diğer yatırımcıların kararlarını taklit etmeleri olarak tanımlanabilen sürü davranışı özellikle Banerjee (1992), Bikchandani, Hirshleifer ve Welch (1992) ve Welch (1992)'in çalışmalarından itibaren son yıllarda giderek artan sayıda araştırmaya konu olmaktadır. Sürü davranışının geçerli olduğu piyasalarda yatırım kararını oluşturan asıl unsur, yatırımcıların kişisel değerlendirmeleri değil, diğer yatırımcıların kararları olarak ortaya çıkmaktadır (Altay, 2008 , s. 28).

Problem, sürü davranışının psikolojik ön yargıları artırmasıdır. Bu durumda kararlar formel analizlerin kesinliği yerine sürü duygusuna dayanılarak alınır. Birçok yatırımcı, ortak psikolojik önyargılardan etkilendiğinde bir sürü oluşur. Bu bütün piyasayı etkileyebilir. Online oyuncak perakendecisi olan ve 1999 yılında halka açılan eToys firması bu duruma iyi bir örnektir. İlk halka arzdan kısa bir süre sonra, hisse senedinin yüksek fiyatı firmanın toplam değerini 8 milyar dolara ulaştırmış ve eToys 30 milyon dolarlık satıştan 28,6 milyon dolar negatif kazanç elde etmiştir. eToys firması doğal olarak, perakende oyuncakçılığının öncüsü olan Toys "R" Us ile karşılaştırılmaktadır. Toys "R" Us, \$376 milyon kâr elde etmiş olmasına rağmen, piyasa değeri yalnızca 6 milyon dolardır. Başka bir ifade ile Toys "R" Us, eToys'a göre satışlarından 12 kat daha fazla kazanç sağlamasına rağmen daha düşük piyasa değerine sahiptir (Nofsinger, 2014, s. 104).

Bir piyasada yatırımcıların benzer kararları almaları ve bu doğrultuda benzer işlemler yapmaları her zaman sürü davranışının var olduğu anlamına gelmemektedir. Özellikle etkin bir piyasanın geçerli olduğu koşulda bilgi hızla tüm yatırımcılara ulaşmakta ve rasyonel yatırımcılar bu bilgiyi doğru bir şekilde değerlendirerek işlem yapmaktadırlar. Böyle bir ortamda yatırımcıların rasyonel karar vermesi, alım satım işlemlerinin bilginin gerektirdiği doğrultuda olmasına ve hepsinin benzer yatırım kararı vermelerine neden olmaktadır. Bu şekilde ortaya çıkan ve yatırımcıların benzer alım satım işlemleri yapmaları, “sahte sürü davranışı” (spurious herding) olarak adlandırılmaktadır. Söz konusu olgu, yatırımcıların diğer yatırımcıların davranışını taklit etme nedeniyle değil, varlıkların temel değerlerindeki değişimden kaynaklanmaktadır. Bu nedenle sahte sürü davranışının, irrasyonel yatırımcı davranışından ayrı tutulması gerekir (Altay, 2008 , s. 29). Sürü davranışı genel olarak ikiye ayrılabilir. Bunlar rasyonel ve rasyonel olmayan sürü davranışlarıdır (Chang, Cheng ve Khorana, 2000 s. 1652).

2.5.1.8.1 Rasyonel Sürü Davranışı:

Yatırımcıların, potansiyel yatırım araçları ile ilgili olarak yeterli bilgiye sahip olmamaları ya da sahip oldukları bilgilerin doğruluğuna ilişkin güvenlerinin düşük olması durumunda, kişisel yargılarını bir kenara bırakarak diğer yatırımcıları taklit etmeleri rasyonel bir davranış olarak değerlendirilebilmektedir. Teoride üç tür rasyonel sürü davranışından söz edilmektedir. Bunlar, bilgiye dayalı sürü davranışı, ücrete dayalı sürü davranışı ve itibara dayalı sürü davranışı olarak sayılabilir (Altay, 2008 , s. 30-31).

2.5.1.8.2 Rasyonel Olmayan Sürü Davranışı:

Yatırımcıların sosyal baskı, moda ve sosyal fikir birliği şeklinde ortaya çıkan davranışsal özellikleri nedeniyle bireysel kararlarını görmezden gelerek diğer yatırımcıların yatırım davranışlarını taklit etmeleri irrasyonel sürü davranışı şeklinde adlandırılmaktadır. Diğer yatırımcıların davranışlarından etkilenerek psikolojik önyargıların oluşması ve yatırım analizi yöntemlerini uygulayarak yatırım kararı vermek yerine sürü davranışının sergilenmesi, piyasa fiyatlarının olması gereken düzeyden daha farklı oluşmasına neden olabilmektedir (Döm, 2003, s. 48).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BİREYSEL YATIRIMCILARIN RİSK EĞİLİMİ ANALİZİ

3.1 ARAŞTIRMANIN AMACI VE KAPSAMI

Bu çalışmadaki amaç, risk, yatırım ve bu ikisi arasındaki bağ ile bu bağı etkileyen faktörlerin incelenerek, birbirleri ile etkileşimlerini anlamaktır. Riski oluşturan farklı unsurların olması, farklı durumlarda farklı sonuçlar göstermesi ve bir de bireylere göre farklılıklar göstermesi bakımından bu araştırma önem arz etmektedir. Bu anlamda gerek bireysel gerekse durumsal birçok faktöre bağlı olarak bireylerin yatırım tercihleri ve risk eğilimleri ortaya konulmuş olacaktır.

Bu amaçla araştırmada; Manisa ili Merkez ve İlçelerinde ikamet eden 387 gelir sahibine 36 sorudan oluşan bir anket, birebir mülakat yöntemi ile uygulanmıştır. Ankette, Manisa İli ve İlçelerinde yaşayan bireylerin, demografik özellikleri ile ilgili soruların yanında, gelir ve tasarruf eğilimlerini, içinde buldukları sosyal konumlarını, ekonomik gelişmelere ilişkin bilgi seviyelerini, risk alma eğilimlerini, birikimlerini değerlendirirken tercihlerinin ne yönde, nasıl ve ne kadar etkilendiğini anlamaya çalışan sorulardan faydalanılmıştır. Bireylerin, ekonomik açıdan ne durumda olduğunu anlamak ve risk eğilimlerinin yatırım tercihlerinde ne ölçüde etkili olduğunu göstermesi bakımından bu anketler önem arz etmektedir.

3.2 ARAŞTIRMANIN ÖRNEKLEMİ

Ankete katılacak bireysel yatırımcıların sayısının belirlenmesi için çeşitli formüller mevcuttur. Evren birim sayısı 10,000'in üzerinde olduğu durumda aşağıdaki formüller kullanılarak ankete katılacak kişi sayısı belirlenir (Keskin & Demirer, 2012) .

$$n = \frac{\sigma^2 \cdot Z_{\alpha}^2}{d^2} \quad \text{ve} \quad n = \frac{p \cdot q \cdot Z_{\alpha}^2}{d^2}$$

N: Ana kütle büyüklüğü (Manisa Nüfusu)

n: Örneklem büyüklüğü (Ankete Katılacak Kişi Sayısı)

p: Evrendeki X' in gözlenme sayısı

q: 1-p (veya Evrendeki X' in gözlenmeme sayısı)

σ : Evren Standart Sapması

d: kabul edilen \pm örnekleme hata oranı

Z_{α} : $\alpha = "0,05"$, $"0,01"$ ve $"0,001"$ için tablo değerleri sırasıyla 1,96 - 2,58 ve 3,28 olmaktadır. Çalışmada kullanılacak α katsayısı, %5 anlam düzeyi ve %5 örneklem hatası dikkate alınarak hesaplanmıştır. Bu durumda örneklem sayısı 384 olarak hesaplanmıştır.

$$n = \frac{0,5 * 0,5 * 1,96^2}{0,05^2} \cong 384$$

3.3 ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Araştırmada yüz yüze anket uygulaması kullanılmıştır. Bu anket çalışması ile Manisa İl Merkezi ve ilçelerinin farklı kesimlerinden 387 birey ile görüşülerek kategorik veri tabanı oluşturulmuştur. Bu veri türüne ilişkin oranlar, SPSS 22 İstatistik programında, tanımlayıcı istatistikler ve varyans analizleri yardımıyla, yüzde paylarına göre düzenlenerek, tablo ve grafikler ile birlikte değerlendirilmiştir.

3.4 ARAŞTIRMADA KULLANILAN İSTATİSTİKİ ANALİZLER

Araştırmada SPSS 22 paket programı kullanılmıştır. Analizde iki değişken arasındaki farkı bulmak için varyans analizi kullanılmıştır. Bağımsız örneklem T testi ve Tek Yönlü ANOVA, bu varyans analizlerindedir. Buna göre söz konusu analizde iki değişken vardır. Bunlardan birisi kategorik özellikler gösteren bağımsız değişken iken, diğeri de metrik özellik gösteren bağımlı değişkendir. Bağımsız değişken içerisinde iki veya daha fazla grup olabilir. İki grup için T testi, daha fazla grup için Tek Yönlü ANOVA testi uygulanmıştır. Analizlerde ayrıca, iki kategorik değişken arasındaki ilişkiyi test etmek amacıyla ki-kare testi (X^2 dağılımı) kullanılmıştır ve iki metrik değişken arasındaki ilişki için ise Korelasyon testi uygulanmıştır.

3.5 ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ

Araştırmada alternatif hipotezler test edilmiştir. Dolayısıyla, istatistiksel analizler sonucunda “Kabul” ya da “Red” edilen hipotezler alternatif hipotezlerdir. Araştırmanın amacı çerçevesinde araştırmayla ilgili geliştirilen hipotezlerde, yatırımcıların demografik özellikleri ile risk alma davranışları arasındaki ilişki altı alt hipotezden oluşan tek hipotezle incelenmiştir. Burada alt hipotezlerin yarıdan fazlasının kabulü temel hipotezin de kabulü anlamına gelecektir. Bireylerin diğerk ekonomik özelliklerine göre, gelir-tasarruf ilişkisi incelenmiştir. Buna göre araştırmanın hipotezleri aşağıdaki gibi oluşturulmuştur.

H1: Bireylerin risk alma davranışları ile demografik değişkenler arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H1a: Bireylerin risk alma davranışları ile yaşları arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H1b: Bireylerin risk alma davranışları ile cinsiyetleri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H1c: Bireylerin risk alma davranışları ile medeni durumları arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H1d: Bireylerin risk alma davranışları ile eğitim durumları arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H1e: Bireylerin risk alma davranışları ile meslekleri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H1f: Bireylerin risk alma davranışları ile çocuk sayıları arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H2: Bireylerin risk alma davranışları ile gelir düzeyi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H3: Bireysel yatırımcıların tasarruf düzeyi ile risk alma davranışı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H4: Bireysel yatırımcıların gelecek dönem beklentileri ile geçmiş dönem beklentileri arasında istatistiki açıdan anlamlı bir ilişki vardır.

H5: Bireylerin gelirleri ile tasarruf oranları arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H6: Bireysel yatırımcılarda belli orandaki bir kaybın verdiği üzüntü aynı orandaki kazancın vereceği mutluluktan daha büyüktür.

H7: Yatırımcılar kesin kazanç durumunda riskten kaçınır, kesin kayıp durumunda ise risk sever bir tutum içinde bulunurlar.

H8: Yatırımcılar Aşına Olanı Tercih Etme eğilimleri neticesinde daha az kazançlı olsa bile tanınmış firmaları, diğer firmalara tercih ederler.

H9: Bireysel yatırımcıların cinsiyeti ile risk azaltma amaçlı portföy çeşitlendirme davranışı arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H10: Bireysel yatırımcıların eğitim düzeyi ile risk azaltma amaçlı portföy çeşitlendirme davranışı arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H11: Bireysel yatırımcılarda yaş ile bankalara güven ilişkisi arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H12: Bireysel yatırımcılarda yatırım tecrübesi ile krizi fırsat olarak görme davranışına arasında anlamlı bir farklılık vardır.

H13: Bireysel yatırımcıların cinsiyeti ile krizleri yeni bir fırsat olarak görme davranışı arasında anlamlı bir farklılık vardır.

3.6 ARAŞTIRMA BULGULARI VE DEĞERLENDİRME

3.6.1 Bireysel Yatırımcıların Demografik Özelliklerinin Analizi

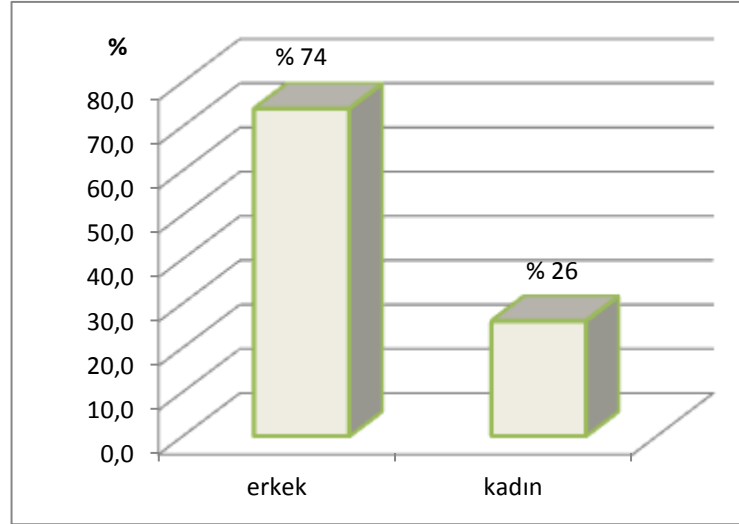
Araştırmanın bu bölümünde, bireysel yatırımcılara ait bazı demografik özellikler (cinsiyet, medeni hal, yaş, gelir, tasarruf oranı, eğitim, meslek) ile analiz sonuçlarına ilişkin araştırma sonuçları verilmiştir.

Tablo 3.6.1: Yatırımcıların Cinsiyet Durumu

<u>Cinsiyet</u>	<u>Birey sayısı</u>	<u>Yüzde (%)</u>	<u>Birikimli Yüzde (%)</u>
Kadın	100	26	26
Erkek	287	74	100
Toplam	387	100	0

Tablo 3.6.1’de görüldüğü üzere ankete katılan bireysel yatırımcıların büyük çoğunluğu (%74) erkeklerden oluşmaktadır. Katılımcıların yüksek oranda erkek olmasında, anket uyguladığımız hanelerde daha çok erkek bireylerin yatırım tercihinde karar sahibi olması etken olmuştur.

Grafik 3.6.1: Bireysel Yatırımcıların Cinsiyet Dağılımı

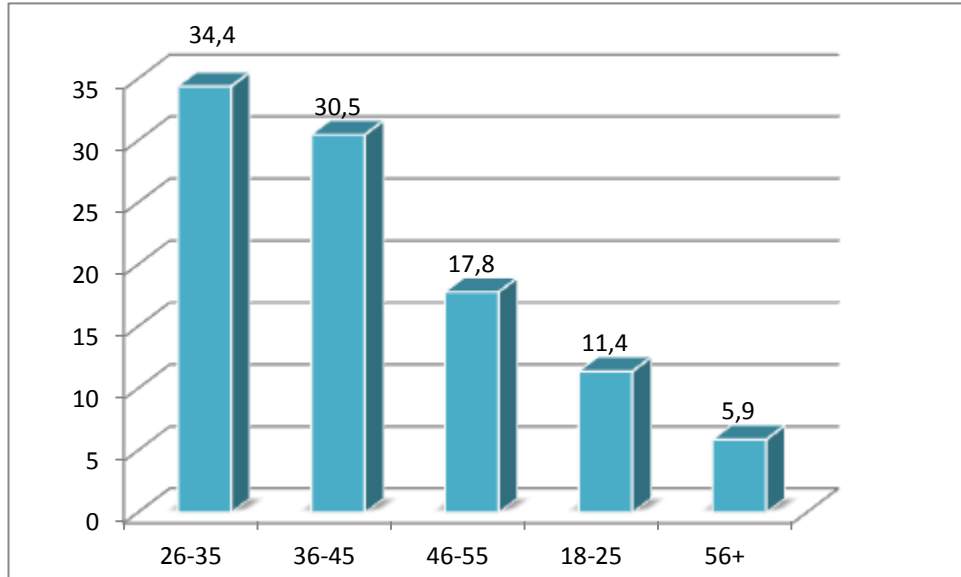


Tablo 3.6.2: Bireysel Yatırımcıların Yaş Dağılımı

<u>Yaş</u>	<u>Birey sayısı</u>	<u>Yüzde (%)</u>	<u>Birikimli Yüzde (%)</u>
18-25	44	11,4	11,4
26-35	133	34,4	45,7
36-45	118	30,5	76,2
46-55	69	17,8	94,1
56+	23	5,9	100
Toplam	387	100	

Tablo 3.6.2’ de bireysel yatırımcıların yaş dağılımı verilmiştir. Buna göre anket çalışmasına katılan bireysel yatırımcıların %11,4’ ü 18-25 yaş, %34,4’ ü 26-35 yaş, % 30,5’ i 36-45 yaş 17,8’ i 46-55 yaş, % 5,9’si 56 ve üzeri yaş aralığında yer almaktadır. Yaş sorusunda aralıklar Tüik anketlerinden faydalanılarak hazırlanmıştır. Katılımcıların büyük çoğunluğunu ise % 94,1 oranında aktif nüfustan oluşmaktadır.

Grafik 3.6.2: Bireysel Yatırımcıların Yaş Dağılımı

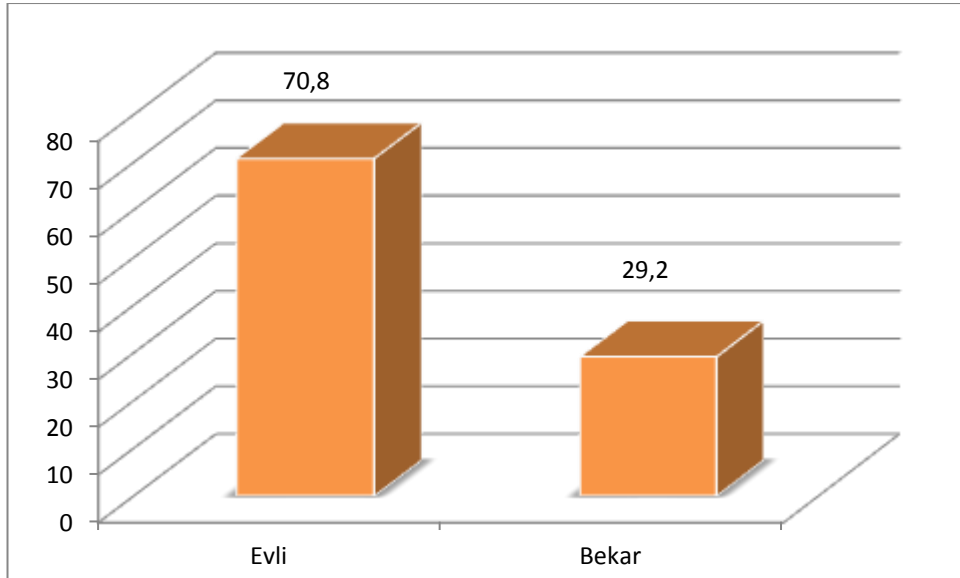


Tablo 3.6.3: Bireysel Yatırımcıların Medeni Hal Dağılımı

<u>Medeni Durum</u>	<u>Birey sayısı</u>	<u>Yüzde (%)</u>	<u>Birikimli Yüzde (%)</u>
Evli	274	70,8	70,8
Bekâr	113	29,2	100
Toplam	387	100,0	

Tablo 3.6.3’ de bireysel yatırımcıların medeni hallerinin yüzde ve ‘‘birikimli yüzde’’ olarak dağılımı verilmiştir. Buna göre ankete katılanların % 29,2’ i bekâr iken % 70,8’ si evlilerden oluşmaktadır. Dağılım, tabloda da görüldüğü gibi büyük oranda evlilerden oluşmaktadır.

Grafik 3.6.3: Bireysel Yatırımcıların Medeni Hal Dağılımı

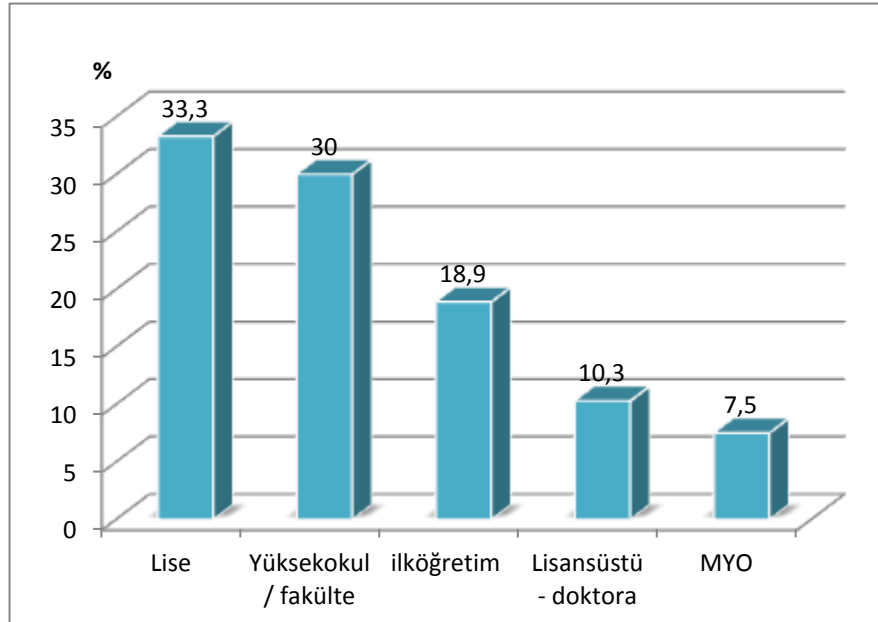


Tablo 3.6.4: Bireysel Yatırımcıların Eğitim Durumu Dağılımı

<u>Eğitim Durumu</u>	<u>Birey sayısı</u>	<u>Yüzde (%)</u>	<u>Birikimli Yüzde (%)</u>
İlköğretim	73	18,9	18,9
Lise	129	33,3	52,2
Meslek yüksekokulu	29	7,5	59,7
Yüksekokul / fakülte	116	30,0	89,7
Lisansüstü - doktora	40	10,3	100,0
Toplam	387	100,0	

Bireysel yatırımcıların eğitim durumlarına göre dağılımı bakıldığında Tablo 3.6.4' ya göre ankete katılan bireysel yatırımcıların % 18,9' ının ilköğretim ve altı, % 33,3' ünün lise, % 37,5' inin üniversite mezunu ve % 10,3 nün ise yüksek lisans veya doktora düzeyinde mezun oldukları görülmektedir. Lise ve altı mezunlarının, toplama katılımcılar içindeki payı %52,2 oranında, lise üstünün ise payı % 47,8 olarak görülmektedir.

Grafik 3.6.4: Bireysel Yatırımcıların Eğitim Durumu Dağılımı

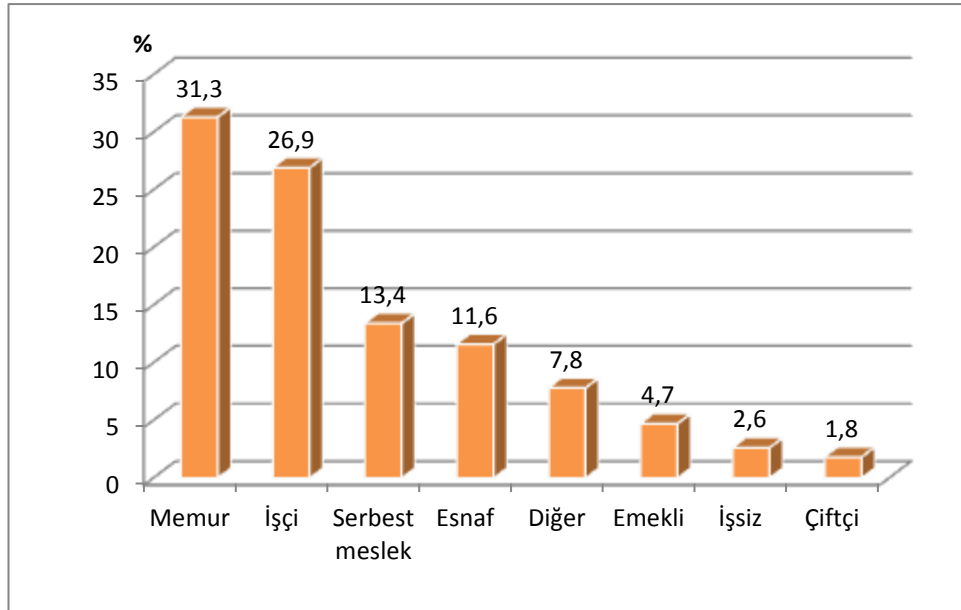


Tablo 3.6.5: Bireysel Yatırımcıların Meslek Dağılımı

<u>Meslek</u>	<u>Birev sayısı</u>	<u>Yüzde (%)</u>	<u>Birikimli Yüzde (%)</u>
Memur	121	31,3	31,3
İşçi	104	26,9	58,1
Esnaf	45	11,6	69,8
Serbest meslek	52	13,4	83,2
Emekli	18	4,7	87,9
Çiftçi	7	1,8	89,7
İşsiz	10	2,6	92,2
Diğer	30	7,8	100,0
Toplam	387	100,0	

Tablo 3.6.5’ de mesleklerin dağılımlarına yer verilmiştir. Bu tabloya göre meslek grubu olarak en yüksek orana sahip olanların % 31,3 oranı ile memurlar olduğu görülmektedir. Bu oranı % 26,9 ile işçi mesleği ve % 13,4 ile serbest meslek takip etmektedir. Ayrıca anket yapılanlar içinde % 2,6 oranında ise iş arayan veya aramayan durumda olan işsiz de bulunmaktadır. Böylece, tasarruf ve yatırım anlayışı iş arama sürecinden başlayarak incelenmiş olacaktır.

Grafik 3.6.5: Bireysel Yatırımcıların Mesleki Durum Dağılımı

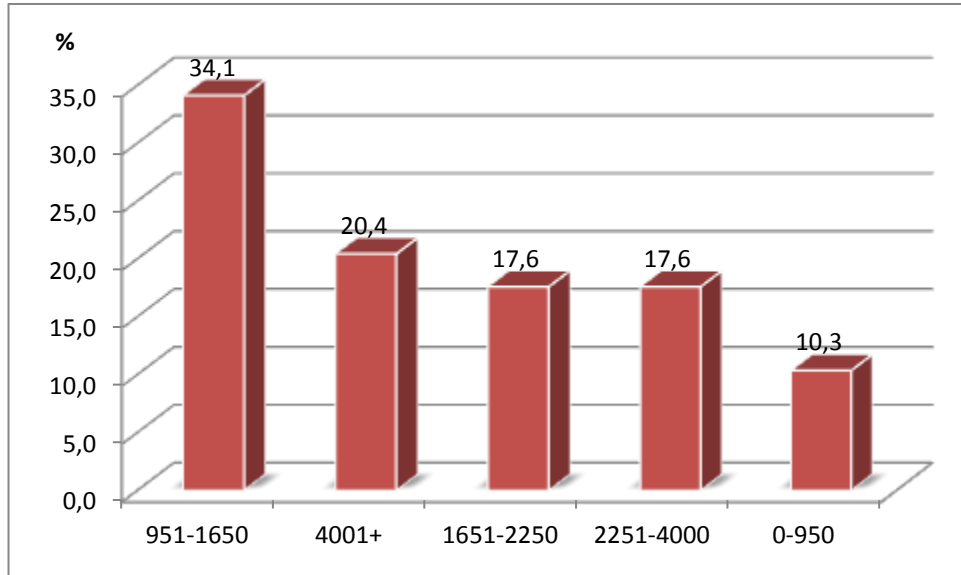


Tablo 3.6.6: Bireysel Yatırımcıların Aylık Ortalama Gelir Dağılımı

<u>Gelir Düzeyi</u>	<u>Birey Sayısı</u>	<u>Yüzde</u>	<u>Birikimli Yüzde</u>
0-950	40	10,3	10,3
951-1650	132	34,1	44,4
1651-2250	68	17,6	62,0
2251-4000	68	17,6	79,6
4001+	79	20,4	100,0
Toplam	387	100,0	

Tablo 3.6.6’da bireysel yatırımcıların aylık ortalama gelir dağılımları verilmektedir. Tablo’ya göre katılımcıların % 10,3’ ü asgari ücret düzeyinde %34,1’ i 951-1650 TL arasında gelir elde etmektedir. Diğer yandan, bireylerin % 55,6’sı 1650 TL üzeri gelire sahipken %20,4’ ü ise 4000 TL ve üzeri gelire sahip olmaktadır. Böylece katılımcıların büyük çoğunluğunun asgari ücretin üzerinde gelire sahip olduğu görülmektedir.

Grafik 3.6.6: Bireysel Yatırımcıların Aylık Ortalama Gelir Durumu Dağılımı

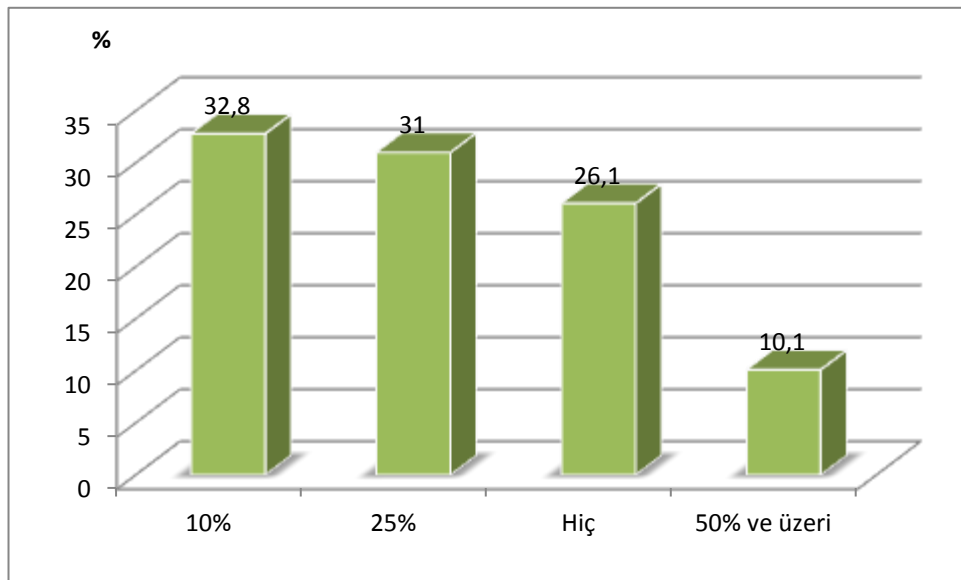


Tablo 3.6.7: Bireylerin Tasarruf Oranları

<u>Tasarruf Oranı</u>	<u>Birey sayısı</u>	<u>Yüzde (%)</u>	<u>Birikimli Yüzde (%)</u>
Hiç	101	26,1	26,1
10%	127	32,8	58,9
25%	120	31,0	89,9
50% ve üzeri	39	10,1	100,0
Toplam	387	100,0	0

Tablo 3.6.7' ye göre tasarruf oranlarına bakıldığında ankete katılanların % 26,1' inin hiç tasarruf yapamayan grupta olduğu görülmektedir. % 32,8'i gelirinden % 10 oranında tasarruf yapabiliyorken %31'lik kısım ise gelirinden %25 oranında tasarruf yapabilmektedir. Genel tabloya göre bireylerin % 89' unun, gelirlerinin en fazla % 25 i kadarını tasarruflarına ayırabildiği görülmektedir. Söz konusu oranlar aşağıdaki grafikte görülmektedir.

Grafik 3.6.7: Bireysel Yatırımcıların Tasarruf Oranları

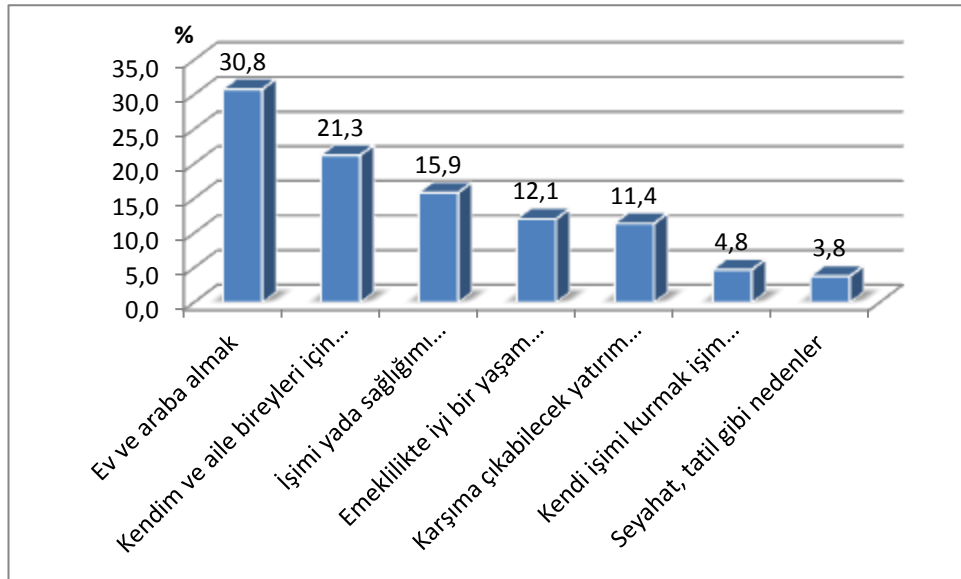


Tablo 3.6.8: Bireysel Yatırımcıların Tasarruf Yapma Amaçları

<u>Tasarruf Yapma Amacı</u>	<u>Yüzdeler Oran %</u>
Ev ve araba almak.	30,8
Kendim ve aile bireyleri için daha iyi eğitim.	21,3
İşimi ya da sağlığımı kaybettiğimde hayatımı idame ettirmek.	15,9
Emeklilikte iyi bir yaşam sürmek.	12,1
Karşıma çıkabilecek yatırım fiyatlarını değerlendirmek.	11,4
Kendi işimi kurmak işim varsa değerlendirmek.	4,8
Seyahat, tatil gibi nedenler.	3,8

Tablo 3.6.8 verilerine göre tasarruf yapan bireylerin, % 30,8 gibi yüksek bir oranı ev ve araba almak amaçlı tasarruf eğiliminden söz etmektedir. Bunun yanında “kendi ve aile bireyleri için daha iyi bir eğitim” nedeniyle tasarruf yapma eğilimi % 21,3 iken, “işimi veya sağlığımı kaybettiğimde hayatımı idame ettirmek için tasarruf yapıyorum” diyenlerin oranı %15,9 olmaktadır. Diğer yandan “karşıma çıkabilecek yatırım fırsatlarını değerlendirmek için tasarruf yapıyorum” diyenlerin oranı ise %11,4 olarak belirlenmektedir.

Grafik 3.6.8: Bireysel Yatırımcıların Tasarruf Yapma Amaçları

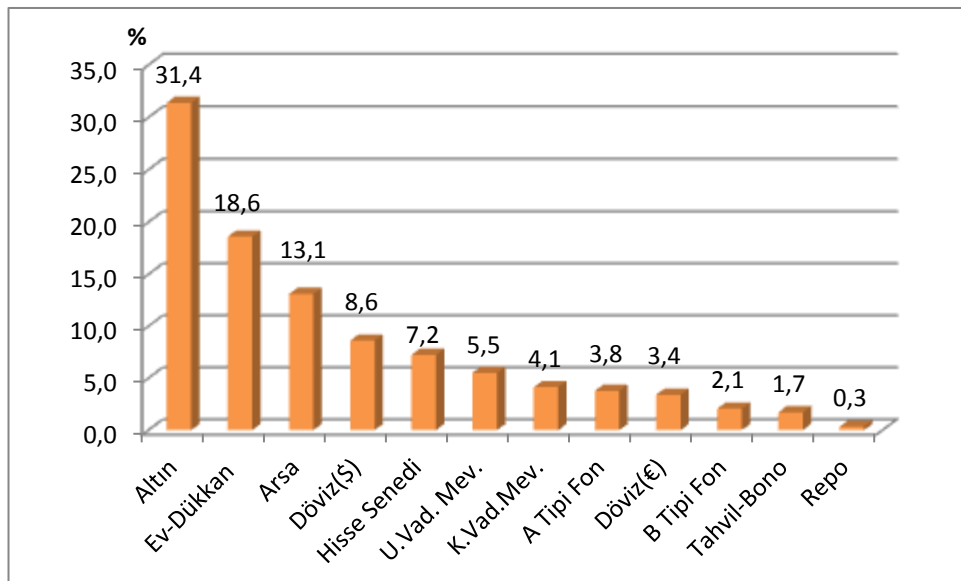


Tablo 3.6.9: Bireysel Yatırımcıların Yatırım Yaptıkları Araçlar

<u>Yatırım Aracı</u>	<u>Yüzde (%)</u>	<u>Birikimli Yüzde (%)</u>
Altın	31,4	31,4
Ev-Dükkan	18,6	50,0
Arsa	13,1	63,1
Döviz(\$)	8,6	71,7
Hisse Senedi	7,2	79,0
U.Vad. Mev.	5,5	84,5
K.Vad.Mev.	4,1	88,6
A Tipi Fon	3,8	92,4
Döviz(€)	3,4	95,8
B Tipi Fon	2,1	97,9
Tahvil-Bono	1,7	99,6
Repo	0,3	100,0
Toplam	100	

Tablo 3.6.9'a göre ankete katılan bireylerin en çok tercih ettikleri yatırım aracının %31,4 oranı ile altın olduğu görülmektedir. Bunun yanında gayrimenkul olarak sınıflandırılan Ev-Dükkan-Arsa tercih oranları birleştirildiğinde yaklaşık % 32 gibi bir oran olarak karşımıza çıkmaktadır. Diğer yandan, tahvil-bono, A ve B tipi fon gibi yatırım araçlarının çok az tercih edildiği görülmektedir.

Grafik 3.6.9: Bireysel Yatırımcıların Yatırım Yaptıkları Araçlar

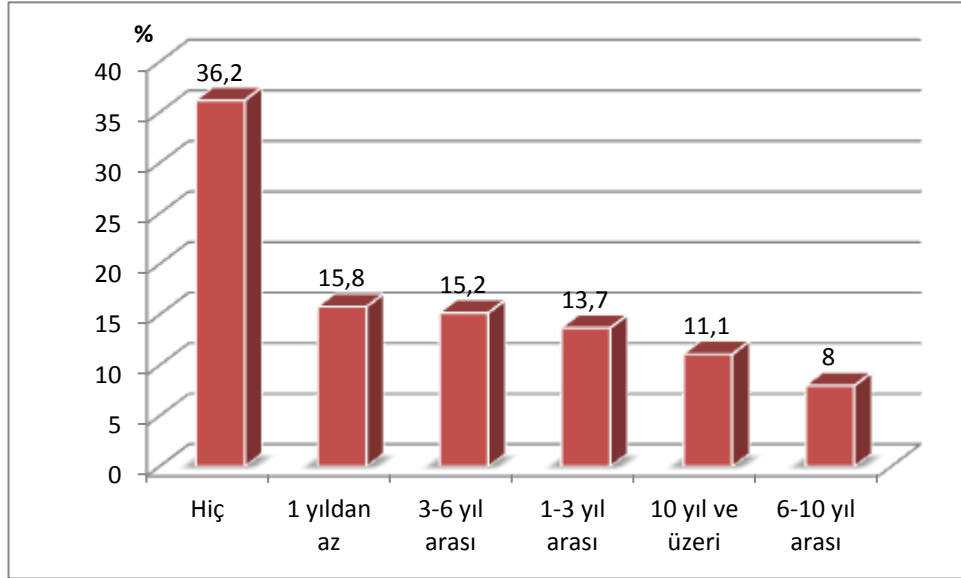


Tablo 3.6.10: Bireysel Yatırımcının Tecrübesi

<u>Yatırım Tecrübesi</u>	<u>Birey sayısı</u>	<u>Yüzde (%)</u>	<u>Birikimli Yüzde (%)</u>
Hiç	140	36,2	36,2
1 yıldan az	61	15,8	51,9
1-3 yıl arası	53	13,7	65,6
3-6 yıl arası	59	15,2	80,9
6-10 yıl arası	31	8,0	88,9
10 yıl ve üzeri	43	11,1	100,0
Toplam	387	100,0	

Tablo 3.6.10' a göre, katılımcılarının % 51,9 gibi büyük bir çoğunluğu 1 yıldan az tecrübe sahibi olduğunu belirtmektedir. Bunun yanında % 36,2 ise hiç yatırım tecrübesine sahip olmadığını belirtirken, % 11,1' inin "10 yıl ve üzeri" yatırım tecrübesine sahip olduğu görülmektedir.

Grafik 3.6.10: Bireysel Yatırımcının Tecrübesi

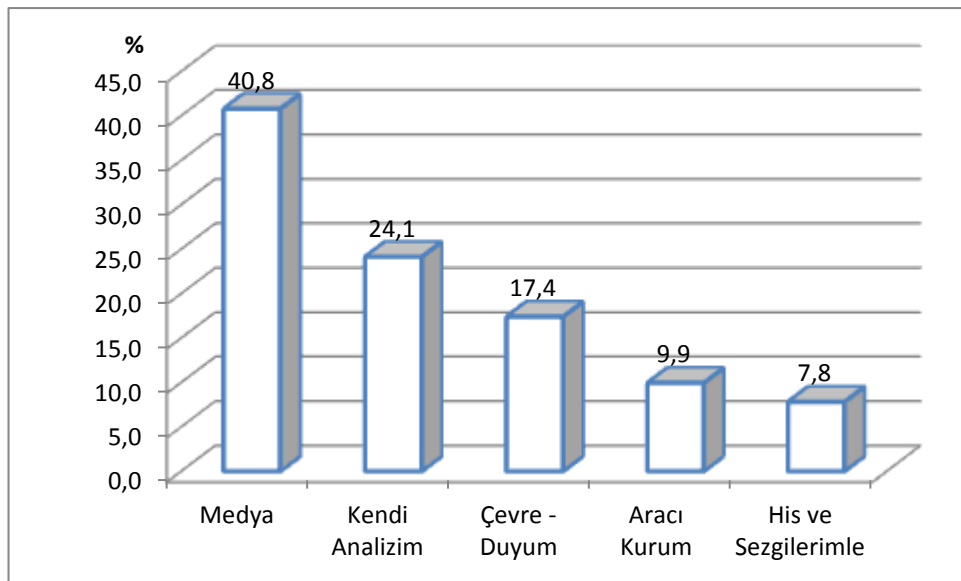


Tablo 3.6.11: Bireysel Yatırımcıların Yatırım Yaparken Kullandığı Bilgi Kaynakları

<u>Kaynak</u>	<u>Yüzde (%)</u>	<u>Birikimli Yüzde (%)</u>
Medya	40,8	40,8
Kendi Analizim	24,1	64,9
Çevre - Duyum	17,4	82,3
Aracı Kurum	9,9	92,2
His ve Sezgilerimle	7,8	100,0
Toplam	100,0	

Tablo 3.6.11’de bireysel yatırımcıların yatırım kararlarına etki eden kaynaklar ve bu kaynaklara ilişkin oranlar verilmektedir. Yapılan ankette bireysel yatırımcılardan, yatırım kararı verirken en fazla etkilendikleri faktörler arasından çoklu seçim yapmaları istenmiştir. Tablo 3.13’ de işaretlenme sıklığına göre elde edilen oranlara yer verilmiştir. Buna göre % 41 oranında katılımcı yatırımlarına yön verirken yazılı, görsel ve dijital medya’ dan faydalandığını belirtmiştir. Bu oranı % 24 oranı ile “Kendi Analizlerim” cevabı ve % 17 oranı ile de “Çevre ve Duyum” cevabı takip etmektedir. Birçok alanda önemli görülen medyanın ankete katılanların yüksek bir oranı için, yatırım anlamında da önemli olduğu görülmektedir.

Grafik 3.6.11: Bireysel Yatırımcıların Faydalandığı Bilgi Kaynakları

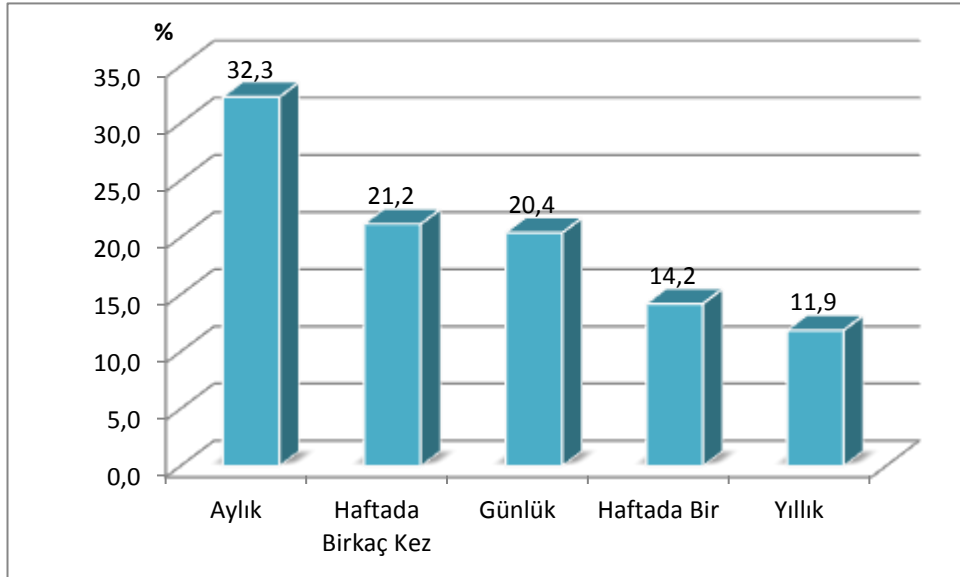


Tablo 3.6.12: Bireysel Yatırımcıların Yatırımlarını Gözden Geçirme Sıklığı

<u>Sıklık</u>	<u>Birey sayısı</u>	<u>Yüzde (%)</u>	<u>Birikimli Yüzde (%)</u>
Günlük	55	20,4	20,4
Haftada Birkaç Kez	82	21,2	41,6
Haftada Bir	125	14,2	55,8
Aylık	79	32,3	88,1
Yıllık	46	11,9	100,0
Toplam	387	100,0	

Gözden geçirme sıklığı cevaplarına göre Tablo 3.6.12’ de görüldüğü üzere, bireysel yatırımcıların % 32,3 gibi büyük bir oranı, yatırımlarını aylık olarak kontrol ettiklerini belirtmiştir. “Günlük” gözden geçirenlerin sayısı % 20,4 olurken, “haftada birkaç kez” seçeneği %21,2 oranı ile en çok tercih edilen üçüncü seçenek olmuştur. İlgili oranlar Grafik 3.12’ de görülmektedir

Grafik 3.6.12: Bireysel Yatırımcıların Yatırımlarını Gözden Geçirme Sıklığı

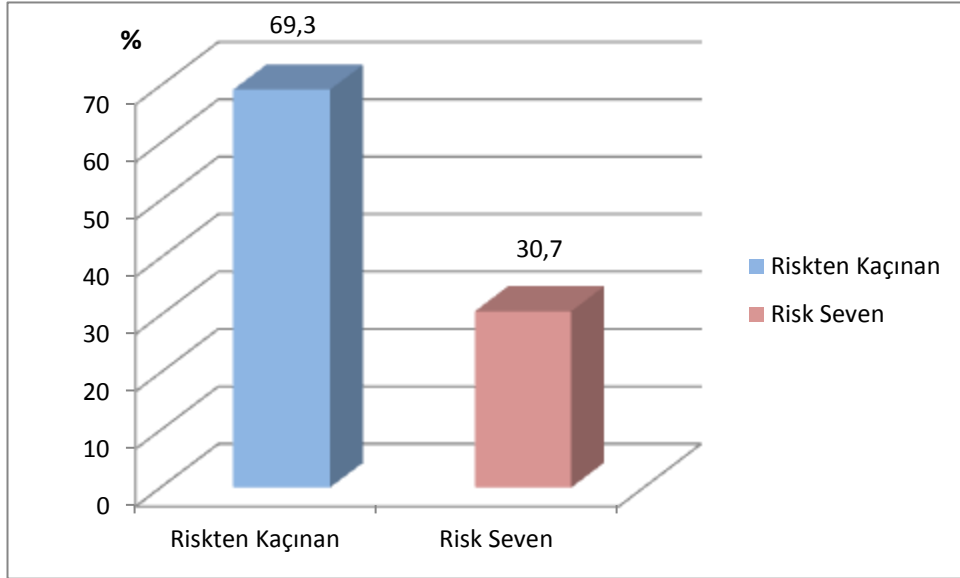


Tablo 3.6.13: Bireylerin Risk Alma Davranışları

<u>Risk Davranışı</u>	<u>Birey Sayısı</u>	<u>Yüzde %</u>	<u>Birikimli Yüzde %</u>
Risk Seven	119	30,7	30,7
Riskten Kaçınan	268	69,3	100
Toplam	387	100	

Yatırımcıların risk alma düzeyi sorusuna verdikleri cevaba göre, hangi davranışı sergileyeceği analiz edilmiştir. Buna göre yapılan analiz tablo 3.6.13’de gösterilmiştir. Tablo 3.6.13’ e göre ankete katılanların 119’ u risk seven, 268’i riskten kaçınan bir davranış sergilemektedir.

Grafik 3.6.13: Bireysel Yatırımcıların Risk Alma Davranışları



3.6.2 Hipotezlerin Analizi

Araştırmada test edilmek üzere kurulan ilk hipotez alt hipotezlerden oluşturulmuştur. Buna göre, ana hipotezde demografik özellikler ile risk alma davranışları arasındaki ilişki araştırılmıştır, alt hipotezlerde ise demografik özellikler ile risk alma davranışları arasındaki ilişkiler ayrı ayrı analiz edilmiştir. Analizlerde kurulan diğer hipotezler için farklı testler ve analizler kullanılmıştır. Buna göre kategorik ve metrik değişkenler arasındaki farklılığın anlamlılığını test etmek amacıyla Bağımsız Örneklem T testi ve Anova Testi kullanılmıştır. Diğer yandan iki farklı kategorik değişken arasındaki ilişkiyi test etmek amacıyla Ki-Kare Testi (Chi – Square Test) kullanılmıştır. Ki-kare testinin doğru kullanılabilmesi için çok önemli iki temel varsayım bulunmaktadır. Bu varsayımlar şunlardır (Güngör & Bulut, 2008, s. 87);

- Gruplar birbirinden bağımsız olmalıdır.
- Ki-kare dağılımı, sürekli bir dağılımdır. Tablolarda beklenen sıklıkların %20 den fazlası 5' in altında olmamalıdır. Bu değer 5'den küçük ise dağılım kesikli ve çarpık olur. Bu yüzden, test sonucunda elde edilen ki-kare değeri ki-kare dağılımına uygunluk göstermez. Böyle bir durumda;
 - 2×2 düzenlerinde, Fisher kesin ki-kare testi uygulanır.
 - 2×c veya r×2 düzenlerinde ki-kare testi uygulanmak isteniyorsa satır veya sütunlar birleştirilerek 5'den küçük değer ortadan kaldırılmasına çalışılır. Bu mümkün olmazsa Kolmogorov - Smirnov testi uygulanır.
 - r×c düzenlerinde, beklenen sıklıkların %20 den fazlası 5'den küçük olması testin sonucunu büyük oranda etkilemeyecektir. Satır veya sütunların birleştirilerek 5'ten küçük değer ortadan kaldırılması daha uygun olur.

Buna göre, ilgili analizde yatırımcılar, ankette yer alan risk eğilimine ilişkin soruya (18. soru) verdikleri cevaba göre, risk seven veya riskten kaçınan yatırımcılar olarak iki ayrı bağımsız kategoriye ayrılmıştır. Bu bağlamda, oluşan hipotezlerin değerlendirmesi aşağıdaki gibidir:

H1: Bireylerin risk alma davranışları ile demografik değişkenler arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H1a: Bireylerin risk alma davranışları ile yaşları arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Tablo 3.6.14: Bireylerin Risk Alma Davranışlarının Yaş İle İlişkisi

<u>Yaş</u>	<u>Davranış Biçimi</u>		<u>Toplam</u>
	<u>Risk Seven</u>	<u>Riskten kaçınan</u>	
18-25	23	21	44
	52,30%	47,70%	100,00%
26-35	36	97	133
	27,10%	72,90%	100,00%
36-45	37	81	118
	31,40%	68,60%	100,00%
46-55	19	50	69
	27,50%	72,50%	100,00%
56+	4	19	23
	17,40%	82,60%	100,00%
Toplam	119	268	387
	30,70%	69,30%	100,00%

$$x^2 = 12,701 \quad p < 0,05$$

Yaş grupları ile risk alma davranışı arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığını anlamak için ki kare testi sonucuna bakılmıştır. Testin sonucuna göre, p değeri “ ,013 ” çıkmıştır. Bu değer $p < 0,05$ şartını sağladığından yaş ile risk alma davranışı arasındaki ilişkinin anlamlı olduğu söylenebilir.

Bu bulguya göre, Tablo 3.6.14 incelendiğinde bireysel yatırımcılardan sadece 18-25 yaş aralığındakiler yüksek oranda riski seven davranış göstermektedir. Bu aralıktaki yatırımcıların %47,7’sinin riskten kaçınan, %52,3’ünün ise riski seven davranış göstermesi beklenmektedir. Diğer yaş gruplarının ise, riskten kaçınan davranışa yakın olduğu görülmekte, 56 ve üstü yaştaki yatırımcıların ise %82,6 gibi çok yüksek bir oranının riskten kaçınma eğiliminde oldukları görülmektedir. Buradan hareketle *H1a kabul edilmiştir.*

H1b: Bireylerin risk alma davranışları ile cinsiyetleri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Tablo 3.6.15: Bireylerin Risk Alma Davranışlarının Cinsiyet ile İlişkisi

<u>Cinsiyet</u>	<u>Risk Alma Davranışı</u>		<u>Toplam</u>
	<u>Risk Seven</u>	<u>Riskten kaçınan</u>	-
Kadın	16	84	100
	16,0%	84,0%	100,0%
Erkek	103	184	287
	35,9%	64,1%	100,0%
Toplam	119	268	387
	100,0%	100,0%	100,0%

$$x^2 = 13,776 \ p < 0,05$$

Erkek ve kadın grupları arasındaki risk davranışında anlamlı bir farklılık olup olmadığını anlamak için ki kare testi sonucuna bakılmıştır. Testin sonucuna göre, p değeri “0,000” çıkmıştır. Bu değer $p < 0,05$ şartını karşıladığından cinsiyet ile risk alma davranışı arasındaki ilişkinin anlamlı olduğu söylenebilir.

Tablo 3.6.15, risk alma davranışlarının, bireysel yatırımcıların cinsiyetlerine göre dağılımını göstermektedir. Tablo 3.6.15 değerlerinde yatırımcıların genel olarak riskten kaçınan bir tavır sergiledikleri görülmektedir. Buna göre bayan yatırımcıların %84,0’ ü, erkek yatırımcıların ise % 64,1’ i riskten kaçınan tavır sergilemektedir. Elde edilen sonuçlar, Grable ve Lytton (1999) ,Kahyaoğlu ve Saraç (2011) ve Küçüksille (2004)’nin çalışmalarından elde ettikleri bulgular ile benzerlik göstermektedir. Genel olarak, kişiler yaşlandıkça her konuda daha az risk aldıkları varsayılmaktadır. Anbar ve Eker’e (2009 s.136) göre, yaş arttıkça risk algısının arttığı varsayımının arkasında yatan temel düşünce, genç yatırımcıların riskli yatırımlar nedeniyle maruz kaldıkları zararları telafi etmek için daha uzun zamana sahip oldukları gerçeğidir (Saraç & Kahyaoğlu, 2011, s. 141). Buna göre *H1b kabul edilmiştir*.

H1c: Bireylerin Risk Alma Davranışları İle Medeni Durumları Arasında Anlamlı Bir İlişki Vardır.

Tablo 3.6.16: Bireylerin Risk Alma Davranışlarının Medeni Durumları İle İlişkisi

<u>Medeni Durum</u>	<u>Risk Alma Davranışı</u>		<u>Toplam</u>
	<u>Risk Seven</u>	<u>Riskten kaçınan</u>	
Evli	67	207	274
	24,50%	75,50%	100,00%
Bekâr	52	61	113
	46,00%	54,00%	100,00%
Toplam	119	268	387
	30,70%	69,30%	100,00%

$$x^2 = 17,473 \text{ } p < 0,05$$

Bireylerin risk alma davranışları ile medeni durumları arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığını anlamak için ki kare testi sonucuna bakılmıştır. Testin sonucuna göre, p değeri “0,000” çıkmıştır. Bu değer $p < 0,05$ şartını sağladığından medeni hal ile risk alma davranışı arasındaki ilişkinin anlamlı olduğu söylenebilir.

Yukarıda, Tablo 3.6.16 'de bireysel yatırımcıların medeni durumlarına göre, risk alma davranışlarının dağılımı görülmektedir. Tablo değerlerinde yatırımcıların her iki gruba göre de risk alma davranışında riskten kaçınan bir tavır sergiledikleri görülmektedir. Evli yatırımcılarından % 75,5' inin riskten kaçınırken, % 24,5' inin riski seven davranış göstermesi beklenmektedir. Bekâr yatırımcıların ise genel olarak riskten kaçır bir davranış sergilese de evlilere oranla risk alma davranışına daha yakın oldukları söylenebilir. Buna göre bekâr yatırımcıların % 54' ü riskten kaçınırken, % 46' sı riski sever bir davranış göstermektedir. Bu bağlamda *H1c kabul edilmiştir*.

Medeni durumun finansal risk algılaması üzerinde etkili olup olmadığına ilişkin birçok araştırma yapılmıştır. Ortaya çıkan sonuçlar Sunden ve Surette (1998), Grable ve Joo (2004)' in buldukları sonuçlar ile uyum sağlamaktadır. Benzer şekilde Yao ve Hanna (2005), Amerikan Merkez Bankası'nın Tüketici Finans Araştırması

veri tabanını kullanarak yaptıkları çalışmada, finansal risk toleransları açısından bekâr erkek ve kadınlar ile evli erkek ve kadınları incelemiştir. Bekâr erkeklerin evli erkeklere göre, bekâr kadınların, evli kadınlara göre daha fazla risk toleransına sahip olduklarını bulmuşlardır (Anbar & Eker, 2009, s. 138).

H1d: Bireylerin Risk Alma Davranışları İle Eğitim Durumları Arasında Anlamlı Bir İlişki Vardır.

Tablo 3.6.17: Bireylerin Risk Alma Davranışlarının Eğitim Durumu İle İlişkisi

<u>Eğitim Durumu</u>	<u>Risk Alma Davranışı</u>		<u>Toplam</u>
	<u>Risk Seven</u>	<u>Riskten kaçınan</u>	
İlköğretim	13	60	73
	17,8%	82,2%	100,0%
Lise	50	79	129
	38,8%	61,2%	100,0%
Meslek yüksekokulu	10	19	29
	34,5%	65,5%	100,0%
Yüksekokul / fakülte	37	79	116
	31,9%	68,1%	100,0%
Lisansüstü - doktora	9	31	40
	22,5%	77,5%	100,0%
Toplam	119	268	387
	30,7%	69,3%	100,0%

$$x^2 = 11,168 p < 0,05$$

Yatırımcıların eğitimi düzeyi ile risk alma davranışları arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını anlamak için ki kare testi sonucuna bakılmıştır. Anket verilerinde “Okuryazar değil”, “Okuryazar-ilkokul Terk”, “İlkokul” durumunda katılımcıya yeterli sayıya ulaşamadığından bu gruplar “ilköğretim ve altı” olarak tek bir gruba dönüştürülmüştür. Böylece Ki-Kare Test varsayımlarına göre, tablolarda beklenen sıklıkların %20 den fazlası 5’ in altında olmama şartı gerçekleştirilmiştir.

Testin sonucuna göre, p değeri “ ,025 ” çıkmıştır. Bu değer $p < 0,05$ şartını karşıladığından eğitim düzeyi ile risk alma davranışı arasındaki ilişkinin anlamlı olduğu söylenebilmektedir. Tablo 3.6.17’de yatırımcıların eğitim düzeyine göre risk alma davranışlarının dağılımı görülmektedir. Tabloya bakıldığında, yatırımcıların her eğitim düzeyinde riskten kaçınan bir tavır sergiledikleri gözlemlenmektedir. Buna göre eğitim düzeyi ilköğretim ve altı olanların %82,2’si, lise mezunlarının %61,2’si, meslek yüksekokulu mezunlarının % 65,5’ i, fakülte veya yüksekokul mezunlarının % 68,1’i, lisansüstü ve doktora mezunlarının ise % 77,5’ inin riskten kaçınan bir davranış sergilediği tespit edilmiştir. Buna göre *H1d kabul edilmiştir*.

Bulgular, Küçüksille (2004)’ nin yaptığı çalışmanın aksi yönünde, Saraç&Kahyaoğlu (2011)’ nun yaptığı çalışmaya ise benzer yönde sonuçlara ulaşmıştır. Ortaya çıkan sonuca göre eğitim düzeyi yükseldikçe riskten kaçınma oranı artmaktadır. Fakat ilköğretim mezunu durumundaki bireysel yatırımcıların risk alma toleransının bu genellemeye uymadığı ve görece çok düşük olduğu görülmektedir. Ortaya çıkan bu durum genel sonucun aksini göstermektedir. Literatürde bu durum, eğitim seviyesi ve gelir seviyesi ilişkisi ile açıklanmaktadır.

Hallahan & diğ. (2004), genel olarak, eğitim seviyesi arttıkça, gelir ve net mal varlığının da arttığını ileri sürmüşlerdir. Buna göre eğitim seviyesinin net mal varlığı ve gelir düzeyini artırmasının (azaltması) sonucu olarak finansal risk toleransının arttığı (azaldığı) kabul edilmektedir. Bu bağlamda ilköğretim eğitim düzeyindeki bireylerin, yüksek oranda riskten kaçınma davranışı sergilemesi, gelir düzeyinin diğerlerine göre daha belirgin bir şekilde düşük olması ile açıklanabilmektedir (Saraç & Kahyaoğlu, 2011, s. 143).

H1e: Bireylerin Risk Alma Davranışları İle Meslekleri Arasında Anlamlı Bir İlişki Vardır.

Tablo 3.6.18: Bireylerin Risk Alma Davranışlarının Meslek İlişkisi

<u>Meslek</u>	<u>Risk Alma Davranışı</u>		<u>Toplam</u>
	<u>Risk Seven</u>	<u>Riskten kaçınan</u>	
Memur	37	84	121
	30,6%	69,4%	100,0%
İşçi	17	87	104
	16,3%	83,7%	100,0%
Esnaf	29	16	45
	64,4%	35,6%	100,0%
Serbest meslek	20	32	52
	38,5%	61,5%	100,0%
Emekli	3	15	18
	16,7%	83,3%	100,0%
Çiftçi	2	5	7
	28,6%	71,4%	100,0%
İşsiz	1	9	10
	10,0%	90,0%	100,0%
Diğer	10	20	30
	33,3%	66,7%	100,0%
Toplam	119	268	387
	30,7%	69,3%	100,0%

$$x^2 = 39,387 p < 0,05$$

Yatırımcıların mesleği ile risk alma davranışları arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığını anlamak için ki kare testi sonucuna bakılmıştır. Testin sonucuna göre, p değeri “ ,000 ” çıkmıştır. Bu değer $p < 0,05$ şartını karşıladığından mesleki durum ile risk alma davranışı arasındaki ilişkinin anlamlı olduğu söylenebilir.

Ki-Kare Testi temel varsayımlarına göre, tablolarda beklenen sıklıkların %20 den fazlası 5' in altında olmamalıdır. Bu analizde emekli ve işsizler iki kategoriye ayrıldığından istenilen veri sayısında problem yaşanmıştır. Bundan dolayı işsiz (iş arayan) ve işsiz (iş aramayan) sayıları birleştirilmiş ve işsiz kategorisi oluşturulmuştur. Aynı zamanda emekli ve çalışan emekli sayıları da birleştirilmiş ve

emekli kategorisi oluşturulmuştur. Bu durumda verilerin % 18' inin 5 in altında kalması sağlanmıştır. Bu da analizin temel varsayımına uygun olmaktadır.

Tablo 3.6.18 bireysel yatırımcıların mesleki durumlarına göre risk alma davranışlarının dağılımını vermektedir. Tablo değerlerine göre sadece “esnaf” grubunda yer alan bireysel yatırımcıların ağırlıklı olarak riski seven bir davranış sergilemesi beklenmektedir. Buna göre esnaf grubunda yer alan bireysel yatırımcıların % 64,4'ü riski seven yapıdadır. Bireysel yatırımcıların mesleklere göre genel itibari ile riskten kaçınan yapıda oldukları görülmektedir. Ancak ankete katılan işsizlerin % 90 oranında riskten kaçınan davranış sergilediği görülmektedir. Böylece *H1e kabul edilmiştir.*

Kendi işinde çalışanlar ile avukat, doktor, yönetici gibi üst meslek gruplarında çalışanların daha yüksek risk toleransına sahip olduğu varsayımına karşın, meslek faktörü yorumlanırken dikkatli olunmalıdır. Çünkü kendi işinde çalışanlar veya üst meslek gruplarında çalışanlar, genellikle daha yüksek gelire ve/veya net mal varlığına sahip olmakta ve ayrıca, üst meslek gruplarında çalışanların, genellikle beşeri sermaye ve finansal bilgi seviyeleri de daha yüksek olabilmektedir. Bu nedenle, söz konusu kişilerin, daha yüksek finansal risk toleransına sahip olmaları da normal olarak değerlendirilebilecektir (Anbar & Eker, 2009, s. 142).

H1f: Bireylerin risk alma davranışları ile çocuk sayıları arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Tablo 3.6.19: Bireylerin Risk Alma Davranışlarının Çocuk Sayısı İle İlişkisi

<u>Cocuk Sayısı</u>	<u>Risk Alma Davranışı</u>		<u>Toplam</u>
	<u>Risk Seven</u>	<u>Riskten kaçınan</u>	
0	41	83	124
	33,1%	66,9%	100,0%
1	31	93	124
	25,0%	75,0%	100,0%
2	35	59	94
	37,2%	62,8%	100,0%
3	7	24	31
	22,6%	77,4%	100,0%
4 veya daha fazla	5	9	14
	35,7%	64,3%	100,0%
Toplam	119	268	387
	30,7%	69,3%	100,0%

$$x^2 = 5,227 p > 0,05$$

Yatırımcıların sahip oldukları çocuk sayısı ile risk alma davranışları arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığını anlamak için ki kare testi sonucuna bakılmıştır. Testin sonucuna göre, p değeri “ ,265” çıkmıştır. Bu değer $p < 0,05$ şartını karşılamadığından çocuk sayısı ile risk alma davranışı arasındaki ilişkinin anlamlı olduğu söylenemez.

Tablo 3.6.19’ a göre çocuk sayısı ve risk alma davranışı arasındaki ilişki incelenmiştir. Buna göre yatırımcıların genel olarak riskten kaçınan bir davranış sergilediği görülmektedir. Fakat bu ilişkiler arasında belirgin bir fark görülmemektedir. Buradan hareketle çocuk sahibi olanların, olmayanlara göre riskten daha fazla kaçındıkları söylenebilir. Fakat bu davranışın çocuk sayısı ile bir ilişkisi görülmemektedir. Buna göre, *H1f Red edilmiştir.*

Medeni durum ile yakın ilişkili olan çocuk sayısının, finansal risk toleransı üzerindeki etkisini incelemek amacıyla yapılan çalışmalarda farklı sonuçlar bulunmuştur. Buna göre, Faff (2008), bakmakla yükümlü olunan kişi sayısı arttıkça

finansal risk toleransının arttığını bulmuştur. Sung ve Hanna (1996), hane halkı sayısının, kadın veya erkeklerin finansal risk toleransları üzerinde bir etkisinin olmadığını bulmuşlardır. Jianakoplos ve Bernasek (1998 s. 627), çocuk ve bakmakla yükümlü olunan kişi sayısının, bekâr kadınların risk alma toleranslarını azalttığını, buna karşın, evli çiftlerin risk toleranslarını arttırdığını bulmuşlardır (Anbar & Eker, 2009). Yukarıda yapılan analizlerden yola çıkarak demografik değişkenlere ilişkin 6 alt hipotezden 5' ünün kabul olması sonucunda *H1 hipotezi kabul edilmiştir.*

H2: Bireylerin Risk Alma Davranışları İle Gelir Düzeyi Arasında Anlamlı Bir İlişki Vardır.

Tablo 3.6.20: Bireylerin Risk Alma Davranışları İle Gelir Düzeyi İlişkisi

<u>Aylık Gelir</u>	<u>Risk Alma davranışı</u>		<u>Toplam</u>
	<u>Risk Seven</u>	<u>Riskten Kaçınan</u>	
0-950	12	28	40
	30,0%	70,0%	100,0%
951-1650	27	105	132
	20,5%	79,5%	100,0%
1651-2250	22	46	68
	32,4%	67,6%	100,0%
2251-4000	25	43	68
	36,8%	63,2%	100,0%
4001+	33	46	79
	41,8%	58,2%	100,0%
Toplam	119	268	387
	30,7%	69,3%	100,0%

$$x^2 = 12,326 \quad p < 0,05$$

Yatırımcıların gelir durumu ile risk alma davranışları arasındaki ilişkinin anlamlı olup olmadığını anlamak için ki kare testi sonucuna bakılmıştır. Testin sonucuna göre, p değeri “ ,015” çıkmıştır. Bu değer $p < 0,05$ şartını sağladığından dolayı gelir durumu ile risk alma davranışı arasındaki ilişkinin anlamlı olduğu söylenebilir.

Tablo 3.6.20, bireysel yatırımcıların gelir durumuna göre risk alma davranışlarının dağılımını vermektedir. Buna göre, bütün gelir grupları genel olarak

riskten kaçınan davranış sergilemektedir. Tablo 3.6.20'ye göre, 4000 TL üstü bireylerin diğerlerine göre daha fazla risk seven davranış gösterdiği görülmektedir.

Bununla birlikte diğer gelir gruplarından 0- 950 TL arasındakilerin %70'inin, 951-1650 TL arasındakilerin % 79,5'inin, 1651-2250 TL arasındakilerin % 67,6'inin ve 2251-4000TL arasında %63,2'ünün riskten kaçınan davranış gösterdiği görülmektedir. Diğer yandan 4000 ve üstü gelire sahip olanların ise %58,2 oranında riskten kaçınır durum sergilediği görülmektedir. Buna göre *H2 hipotezi kabul edilmiştir.*

Yatırım danışmanları, kişinin gelir ve servet düzeyi arttıkça finansal risk toleransının da artacağını varsaymaktadır. Yapılan akademik çalışmalar da bu varsayımı doğrular niteliktedir. Wang ve Hanna (1997), Grable ve Lytton (1999b), Grable (2000), Harrison ve diğ. (2005)' ve Saraç ve Kahyaoğlu (2011)' nun konu ile ilgili bulgularını desteklemektedir (Saraç & Kahyaoğlu, 2011, s. 149).

H3: Bireysel Yatırımcıların Tasarruf Düzeyi İle Risk Alma Davranışları Arasında Anlamlı Bir İlişki Vardır.

Tablo 3.6.21: Bireysel Yatırımcıların Tasarruf Düzeyi İle Risk Alma Davranışları Arasındaki İlişki

<u>Tasarruf oranı</u>	<u>Risk Alma Davranışı</u>		<u>Toplam</u>
	<u>Risk Seven</u>	<u>Riskten kaçınan</u>	
Hiç	25	76	101
	24,80%	75,20%	100,00%
10%	41	86	127
	32,30%	67,70%	100,00%
25%	38	82	120
	31,70%	68,30%	100,00%
% 50 ve üzeri	15	24	39
	38,50%	61,50%	100,00%
Toplam	119	268	387
	30,70%	69,30%	100,00%

$$x^2 = 2,983 \ p > 0,05$$

Yukarıdaki tabloda yatırımcıların tasarruf oranı ile risk alma davranışları arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığını anlamak için ki kare testi sonucuna bakılmıştır. Testin sonucuna göre, p değeri “ ,394” çıkmıştır. Bu değer $p < 0,05$ şartını karşılamadığından tasarruf oranı ile risk alma davranışı arasındaki ilişkinin anlamlı olduğu söylenemez. Buna göre *H3 hipotezi Red edilmiştir.*

H4: Bireysel yatırımcıların gelecek dönem beklentileri ile geçmiş dönem beklentilerinin karşılanma oranı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Tablo 3.6.22: Bireysel Yatırımcıların Gelecek Dönem Beklentileri İle Geçmiş Dönem Beklentileri Arasındaki İlişki

Pearson Korelasyon Testi			
		Geçmiş dönem beklentilerimi	Gelecek dönem beklentileri
Geçmiş dönem beklentileri	Pearson Correlation	1	,506**
	Sig. (2-tailed)		,000
	N	387	387
Gelecek dönem beklentileri	Pearson Correlation	,506**	1
	Sig. (2-tailed)	,000	
	N	387	387
** 0.01 anlamlılık düzeyinde Korelasyon.			

Ankette yatırımcıların geçmiş ve gelecek anlamında iki yönlü beklentileri sorularak, aralarında anlamlı bir ilişki olup olmadığı test edilmiştir. p değeri “ ,000” çıkmıştır. Bu değer $p < 0,05$ şartını sağlamaktadır. Pearson korelasyon testi sonucuna göre 0,001 anlam düzeyinde 0,506 değerinde pozitif yönlü ilişki katsayısı elde edilmiştir. Buna göre geçmiş dönem beklentilerinin karşılanma oranı ile gelecek dönemde beklentilerinin karşılanma oranları aynı yönde artmaktadır. Buna göre *H4 hipotezi Kabul edilmiştir.*

H5: Bireylerin gelirleri ile tasarruf oranları arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Tablo 3.6.23: Bireylerin Gelirleri İle Tasarruf Oranları Arasındaki İlişki

<u>Aylık Gelir</u>	<u>Tasarruf Oranı</u>				<u>Toplam</u>
	<u>Hiç</u>	<u>10%</u>	<u>25%</u>	<u>% 50 ve üzeri</u>	
0-950	20	12	6	2	40
	50,0%	30,0%	15,0%	5,0%	100,0%
951-1650	44	60	20	8	132
	33,3%	45,5%	15,2%	6,1%	100,0%
1651-2250	10	23	28	7	68
	14,7%	33,8%	41,2%	10,3%	100,0%
2251-4000	19	13	32	4	68
	27,9%	19,1%	47,1%	5,9%	100,0%
4001+	8	19	34	18	79
	10,1%	24,1%	43,0%	22,8%	100,0%
Toplam	101	127	120	39	387
	26,1%	32,8%	31,0%	10,1%	100,0%

$$x^2 = 77,475 \quad p < 0,05$$

Yatırımcıların gelir durumu ile tasarruf oranları arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığını anlamak için ki kare testi sonucuna bakılmıştır. Testin sonucuna göre, p değeri “ ,000” çıkmıştır. Bu değer $p < 0,05$ şartını sağladığından, gelir durumu ile tasarruf oranı arasındaki ilişkinin anlamlı olduğu söylenebilir.

Ki-Kare Testi temel varsayımlarına göre, tablolarda beklenen sıklıkların %20 den fazlası 5’ in altında olmamalıdır. Bu oran ilgili hipotez için ilk olarak %26,7 olmaktadır. Bu durumun giderilmesi amacıyla “%50” ile “%75 ve üzeri ” tercihleri birleştirilmiştir. Tablo 3.6.23’ e göre hiç yatırım yapmayan oranı 0-950 TL gelir grubunda % 50 iken gelir grubu arttıkça, bu oran %33,3 - % 14,7 - % 27,9 - % 10,1 şeklinde azalmaktadır. Ayrıca % 50 ve üzeri tasarruf yapanların oranı en fazla 4000 TL ve üzeri gelire sahip olan grupta yer almaktadır. Bu oran % 22,8 olarak karşımıza çıkmaktadır. Sonuç olarak *H5 hipotezi Kabul edilmiştir.*

Ortaya çıkan sonuç Keynes'in (1936) mutlak gelir hipotezini destekler niteliktedir. Mutlak Gelir Hipotezi tasarruf davranışını açıklamaya çalışan makroekonomik anlamdaki önemli bir katkı olarak görülmektedir. Mutlak gelir hipotezine göre, tüketim kullanılabilir gelirin bir fonksiyonudur. Kullanılabilir gelir arttıkça tüketim artar, fakat tüketimdeki artış gelirdeki artıştan daha az olmaktadır. Dolayısıyla gelir arttıkça tüketim eğilimi azalır ve tasarruf eğilimi artar (Colak & Öztürkler, 2012, s. 24).

H6: Bireysel yatırımcılarda belli orandaki bir kaybın verdiği üzüntü aynı orandaki kazancın vereceği mutluluktan daha büyüktür.

Tablo 3.6.24: Pişmanlıktan Kaçınma Davranışı

	<u>Birey Sayısı</u>	<u>Yüzde %</u>	<u>Birikimli Toplam</u>
Kar eden yatırımı	246	63,6	63,6
Zarar eden yatırımı	119	30,7	94,3
Kararsızım	22	5,7	100
Toplam	387	100	

Yapılan bu çalışmada, bireylere, pişmanlıktan kaçınma davranışını sergileyip sergilemediğini anlamak amacıyla sorulan soruya (23.) göre elde edilen cevaplar Tablo 3.6.24' de verilmiştir. Tablo 3.6.24' e göre yatırımcıların % 63,6'sı kar eden yatırımı satma eğiliminde olmaktadır. Bunun yanında % 30,6'sı ise zarar eden yatırımı satmak istemektedir. % 5,7 ise kararsız kalmaktadır. Bu durum Hersh Shefrin ve Meir Statman (1983)' in ve Elmas (2010) yaptığı çalışmaları desteklemektedir. Buna göre *H6 hipotezi Kabul edilmiştir*

Bireysel yatırımcılar referans noktasının (yatırım aracının alış fiyatı) altında risk sever bir tutum sergilerler. Bu tutumu göstermeleri duygusal eğilimler olarak

ifade edilen kayıptan kaçma, pişmanlıktan kaçma ve bilişsel çelişki eğilimleri ile açıklanmaktadır. Kayıptan kaçma eğilimiyle yatırımcılar telafi etme kaygısına bağlı olarak yatırımlarının alış fiyatına gelmesini isterler. Telafi etme kaygısı, insanların kayıpları ile barışık olmasının zor olduğunu ifade etmektedir. Pişmanlıktan kaçınma ve bilişsel çelişki eğilimleriyle yatırımcılar, yanlış bir tercih yapmış olma hissini verdiği üzüntüyü hissetmekten kaçarlar. Yatırımcılar referans noktasından yukarıda ise; kârını realize etme eğiliminde olurlar (Elmas , 2010, s. 143).

H7:Yatırımcılar kesin kazanç durumunda riskten kaçınır, kesin kayıp durumunda ise risk sever bir tutum içinde bulunurlar.

Tablo 3.6.25: Size 1000 TL Verilse, Aşağıdaki Yatırımlardan Hangisini Seçerdiniz?

<u>1.Durum</u>	<u>Birey Sayısı</u>	<u>Yüzde %</u>	<u>Birikimli Toplam</u>
%50 olasılıkla 1000 tl kazanç	74	19,1	19,1
%100 olasılıkla 500 TL kazanç	313	80,9	100
Toplam	387	100	

Tablo 3.6.26: Size 2000 TL Verilse, Aşağıdaki Yatırımlardan Hangisini Seçerdiniz?

<u>2.Durum</u>	<u>Birey Sayısı</u>	<u>Yüzde %</u>	<u>Kümülatif Toplam</u>
%50 olasılıkla ya 1000 TL kayıp	239	61,8	61,8
%100 olasılıkla 500 TL kayıp	148	38,2	100
Toplam	387	100	

Tablo 3.6.25’ de katılımcıların % 80,9 oranının kesin olan durumu seçtiği görülmektedir. Buna karşın Tablo 3.6.26’ da, yatırımcıların % 61,8’inin ihtimalli

durumu seçtiği görülmektedir. Yatırımcılar kazanç söz konusu olduğunda kesin olan durumu tercih ederken, kayıp durumunda ihtimalli durumu seçmektedirler. Bu durumda *H7 hipotezi Kabul edilmiştir.*

İktisat literatüründe belirsizlik ortamında rasyonel tercihi açıklayan beklenen fayda modeline ters düşen örnekler tespit edilmiştir. En tanınmış örneklerden biri Allais'e (1953) aittir. Kahneman ve Tversky, Allais'in vurguladığı durumu açıklayan çalışmalarında, öğrenci ve öğretim üyelerinden oluşan bir gruba bazı seçim problemleri sunulmuştur. Bu problemlerde aynı fayda durum, kesin ve olasılıklarına göre ağırlıklı hesaplanıp sorulmuştur. Aslında matematiksel olarak aynı durumu ifade eden sorulara farklı cevaplar verilmiştir. Verilen cevaplarda görülen tutarsızlığa Kahneman ve Tversky (1981) "kesinlik etkisi" adını vermektedirler. Kazançlar ve kayıplar farklı değerlendirilmektedir. Kazançlar alanında riskten kaçma tutumu söz konusudur. Kayıplar alanında ise riske karşı olumlu bir tutum vardır. Kesin sonuçlar, belirsiz sonuçlara kıyasla daha büyük bir oranda ağırlıklı hesaplanmaktadır (Davut, 1997, s. 170-171). Bu çalışmada ortaya çıkan sonuçlar Kahneman & Tversky (1981) ve Döm(2003)' ün çalışmalarını desteklemektedir.

H8: Yatırımcılar belirsizlikten kaçma ve aşına olanı seçme eğilimleri neticesinde daha az kazançlı olsa bile tanıdık firmaları, diğer firmalara tercih ederler.

Tablo 3.6.27: Aşına Olanı Tercih Etme Davranışı

<u>Seçenekler</u>	<u>Birey Sayısı</u>	<u>Yüzde %</u>	<u>Birikimli Toplam</u>
Bilinen firmaya yatırım yapardım	278	71,8	71,8
Az bilinen firmaya yapardım	38	9,8	81,7
Kararsızım	71	18,3	100
Toplam	387	100	

Tablo 3.6.27’ de görüldüğü gibi bireysel yatırımcıların %71,8 gibi yüksek bir oranı bildikleri firmaya yatırım yapmayı, kar oranı kısmen düşük de olsa tercih etmektedir. Buna göre verilen cevapların ortalaması 1,47 standart sapması ise 0,786 olmaktadır. Bu ortalama, tamamen katılıyorum ile katılıyorum seçenekleri arasında bir cevap olarak kabul edilebilir. Buna göre *H8 hipotezi Kabul edilmiştir*. Elde edilen sonuçlar Samuelson & Zeckhauser (1988) ve Heath & Tversky (1991) nin çalışmalarına benzer olarak gerçekleşmiştir.

H9:Bireysel Yatırımcıların Cinsiyeti İle Risk Azaltma Amaçlı Portföy Çeşitlendirme Davranışı Arasında Anlamlı Bir Farklılık Vardır.

Tablo 3.6.28: Bireysel Yatırımcıların Cinsiyeti İle Risk Azaltma Amaçlı Portföy Çeşitlendirme Davranışı Arasındaki İlişki

<u>Cinsiyet</u>	<u>Birey Sayısı</u>	<u>Ortalama</u>	<u>Standart Sapma</u>
Kadın	100	2,11	0,898
Erkek	287	2,51	1,051
Toplam	387		

Tablo 3.6.28’e göre ankete katılan grupların cinsiyetleri ile portföy çeşitlendirme davranışı arasında birbirine çok yakın ortalamalar bulunmuştur. Aradaki farkın anlamlı olup olmadığını belirlemek için, Independent Samples Test tablosunun *p* değerine bakılmıştır. Buna göre *p* değeri “ ,001 ” çıkmıştır. Söz konusu değer 0,05’den küçük olduğu için, cinsiyet ile portföy çeşitlendirme davranışı arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık oluşturduğu söylenebilir. Verilen cevapların ortalamalarına bakıldığında kadınların 2,11 erkeklerin ise 2,51 olduğu görülmektedir. Bu sonuca göre, *H9 hipotezi Kabul edilmiştir*. Buna göre risk azaltma yöntemlerinden biri olan portföy çeşitlendirme davranışına kadınların daha eğilimli oldukları söylenebilir. Bu sonuç daha önce kabul ettiğimiz *H1b* hipotezini doğrulamaktadır. Buna göre kadınların risk alma eğilimleri, erkeklere göre daha düşük olmaktadır.

H10: Bireysel Yatırımcıların Eğitim Düzeyi İle Risk Azaltma Amaçlı Portföy Çeşitlendirme Davranışı Arasında Anlamlı Bir Farklılık Vardır.

Tablo 3.6.29: Bireysel Yatırımcıların Eğitim Düzeyi İle Risk Azaltma Amaçlı Portföy Çeşitlendirme Davranışı Arasındaki İlişki

Eğitim Düzeyi	Birey Sayısı	Ortalama	Standart Sapma
İlköğretim	73	2,48	0,959
Lise	129	2,55	1,097
Meslek yüksekokulu	29	2,55	0,985
Yüksekokul / fakülte	116	2,31	1,025
Lisansüstü - doktora	40	1,95	0,815
Toplam	387	2,4	1,027

$$P = ,014 < 0,05$$

Tablo 3.6.29’da araştırmaya katılan bireysel yatırımcıların eğitim durumlarına göre puan ortalamalarının genel olarak birbirine yakın olduğu görülmektedir. Ortalaması en düşük grup Lisansüstü-doktora seçeneğini işaretleyen grup olmuştur. Ortaya çıkan bu farklılığın anlamlı olup olmadığını anlamak için Anova testinin sonucuna bakılmıştır. ANOVA tablosunda p değerinin “,014” olduğu görülmüştür. Söz konusu değer “ ,05” den küçük olduğu için, bireysel yatırımcıların eğitim düzeyi ile portföy çeşitlendirme davranışı arasındaki ilişkinin istatistiki açıdan anlamlı olduğu söylenebilecektir.

Hangi gruplar arasındaki farkın anlamlı olduğuna bakmak için homojenlik testine bakılmıştır. Buna göre p değeri “,003” < “,05” olduğundan bu testi geçememiştir. Bu durumda homojen olmayan gruplar için uygulanan post-hoc analizlerinden Tamhane T2 testi uygulanmıştır. Buna göre aşağıdaki tablo elde edilmiştir.

Tablo 3.6.30: Bireysel Yatırımcıların Eğitim Düzeyi İle Risk Azaltma Amaçlı Portföy Çeşitlendirme Davranışı Arasındaki İlişkinin Tamhane's T2 Test Analizi

Tamhane T2 Testi				
Eğitim durumu		Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	P
İlköğretim	Lise	-,071	,148	1,000
	Meslek yüksekokulu	-,072	,215	1,000
	Yüksekokul / fakülte	,169	,147	,945
	Lisansüstü – doktora	,529*	,171	,026
Lise	İlköğretim	,071	,148	1,000
	Meslek yüksekokulu	-,001	,207	1,000
	Yüksekokul / fakülte	,240	,136	,556
	Lisansüstü – doktora	,600*	,161	,003
Meslek yüksekokulu	İlköğretim	,072	,215	1,000
	Lise	,001	,207	1,000
	Yüksekokul / fakülte	,241	,206	,942
	Lisansüstü – doktora	,602	,224	,091
Yüksekokul / fakülte	İlköğretim	-,169	,147	,945
	Lise	-,240	,136	,556
	Meslek yüksekokulu	-,241	,206	,942
	Lisansüstü – doktora	,360	,160	,240
Lisansüstü - doktora	İlköğretim	-,529*	,171	,026
	Lise	-,600*	,161	,003
	Meslek yüksekokulu	-,602	,224	,091
	Yüksekokul / fakülte	-,360	,160	,240

*. %95 Güven Aralığında Anlamlı Derecede Farklılık.

Tablo 3.6.30' e bakıldığında “ * ” işareti ile belirgin olan farklılık noktalarındaki p değerlerinin “ ,05 ”ten küçük olduğu görülmektedir. Buna göre eğitim düzeyi doktora-yüksek lisans olanlar ile İlköğretim ve lise mezunları arasında risk azaltma amaçlı portföy çeşitlendirme davranışı açısından anlamlı bir farklılık vardır. Buna göre cevapların ortalamalarına bakıldığında Tablo 3.31' de görüldüğü gibi doktora-yüksek lisans mezunlarının 1,95 ortalama ile “ katılıyorum ” düzeyinden daha güçlü bir seviyede portföy çeşitlendirme davranışını gerçekleştirmeye eğimli oldukları görülmektedir. Dolayısıyla *H10 hipotezi Kabul edilmiştir.*

H11: Bireysel Yatırımcıların Yaşı İle Bankalara Güven Davranışı Arasında Anlamlı Bir Farklılık Vardır.

Tablo 3.6.31: Bireysel Yatırımcılarda Yaş İle Bankalara Güven İlişkisi

Yaş	Kişi Sayısı	Ortalama	Std. Sapma
18-25	44	3,14	1,231
26-35	133	3,04	1,215
36-45	118	2,95	1,253
46-55	69	3,12	1,182
56+	23	2,26	1,096
Toplam	387	2,99	1,226

$$p = 0,43 < 0,05$$

Tablo 3.6.31 deki verilerin Anova testi sonucu p değerinin “ ,043 ” olduğu görülmektedir. Söz konusu değer 0,05'den küçük olduğu için, bireysel yatırımcıların yaşı ile bankalara güvenmeme davranışı arasında istatistiki açıdan anlamlı derecede farklılık olduğu söylenebilir. Diğer yandan homojenlik testine göre p değeri “ ,580 ” olmaktadır. Bu değer “ ,05 ” den büyük olduğundan hangi yaşlar arasında farklılık olduğunu anlamak için Tukey testi uygulanmıştır.

Tablo 3.6.32: Bireysel Yatırımcılarda Yaş İle Bankalara Güven İlişkisi Tukey Testi

Tukey Testi				
Yaş		Ortalama Farkı	Std. Hata	P değeri
18-25	26-35	,099	,212	,990
	36-45	,187	,215	,907
	46-55	,020	,235	1,000
	56+	,875*	,313	,043
26-35	18-25	-,099	,212	,990
	36-45	,088	,154	,979
	46-55	-,078	,180	,993
	56+	,777*	,275	,039
36-45	18-25	-,187	,215	,907
	26-35	-,088	,154	,979
	46-55	-,167	,184	,895
	56+	,688	,277	,097
46-55	18-25	-,020	,235	1,000
	26-35	,078	,180	,993
	36-45	,167	,184	,895
	56+	,855*	,293	,030
56+	18-25	-,875*	,313	,043
	26-35	-,777*	,275	,039
	36-45	-,688	,277	,097
	46-55	-,855*	,293	,030

*. % 95 Güven Aralığında Anlamlılık Testi

Tablo 3.6.32 incelendiğinde 56 yaş üstü bireylerin 18-25, 26-35 yaş aralığındaki bireylerden anlamlı olarak farklılaştığı görülmektedir. Verilen cevapların ortalamaları incelendiğinde 56 yaş üstü bireylerin, ortalamasının anlamlı derecede altında kaldığı görülmektedir. Genel ortalama 2,99 (kararsız) olurken 56

yaş üstü ortalaması 2,26 olmaktadır. Bu değer “katılıyorum” seçeneğine yakın bir değerdir. Diğer yaş grupları ise “kararsızım” seçeneğine göre sağda kalan dereceler olmaktadır. Yani bankaları güvenilir bulmaktadır. Sonuç olarak, yaş ile bankalara olan güven derecesi arasında anlamlı bir farklılık tespit edilmiştir. *H11 hipotezi Kabul edilmiştir.*

H12: Bireysel Yatırımcılarda Yatırım Tecrübesi İle Krizi Fırsat Olarak Görme Davranışı Arasında Anlamlı Bir Farklılık Vardır.

Tablo 3.6.33: Bireysel Yatırımcılarda Yatırım Tecrübesi İle Krizi Fırsat Olarak Görme Davranışı İle Yatırım Tecrübesi Arasındaki İlişki

<u>Yatırım Tecrübesi</u>	<u>Kişi Sayısı</u>	<u>Ortalama</u>	<u>Std. Sapma</u>
Hiç	140	2,62	1,178
1 yıldan az	61	2,74	1,21
1-3 yıl arası	53	2,85	1,199
3-6 yıl arası	59	2,29	1,051
6-10 yıl arası	31	2,61	1,116
10 yıl ve üzeri	43	2,63	1,273
Toplam	387	2,62	1,177

$p = ,199 > 0,05$

Tablo 3.6.33’de yatırım tecrübelerine göre krizin fırsat olarak görülebileceğine katılma oranlarının ortalamaları 2,61 ile 2,85 arasında değişmektedir. Bu farkın anlamlı olup olmadığını anlamak için Anova testine bakılmıştır. Buna göre, p değerinin “ ,199 ” olduğu görülmektedir. Bu değer “ ,05 ” den büyük olduğundan dolayı, yatırım tecrübesi ile krizi fırsat olarak görme davranışı arasında anlamlı bir fark görülmemektedir. Bu nedenle *H12 Hipotezi Red edilmiştir.*

H13: Bireysel Yatırımcıların Cinsiyeti İle Krizleri Yeni Bir Fırsat Olarak Görme Davranışı Arasında Anlamlı Bir Farklılık Vardır.

Tablo 3.6.34: Bireysel Yatırımcıların Cinsiyeti İle Krizleri Yeni Bir Fırsat Olarak Görme Davranışı Arasındaki İlişki

<u>Cinsiyet</u>	<u>Birey Sayısı</u>	<u>Ortalama</u>	<u>Standart Sapma</u>
Kadın	100	2,60	1,10
Erkek	287	2,63	1,20

$$p = 0,843 > 0,05$$

Tablo 3.6.34’ da cinsiyete göre krizin fırsat olarak görülebileceğine katılma oranlarının ortalamaları 2,60 ve 2,63 olarak tespit edilmektedir. Bu farkın anlamlı olup olmadığını anlamak bağımsız örneklem T testine bakılmıştır. Buna göre, p değerinin “ ,843 ” olduğu görülmektedir. Bu değer “ ,05” den büyük olduğundan dolayı, cinsiyet ile krizi fırsat olarak görme davranışı arasında anlamlı bir ilişki görülmemektedir. Bu anlamda *H13 Hipotezi Red edilmiştir.*

Tablo 3.6.35: Hipotezlerin Kabul ve Red durumları

1	H1:Bireylerin risk alma davranışları demografik değişkenler arasında anlamlı bir ilişki vardır.	Ki-Kare Testi	<u>Kabul</u>
2	H1a:Bireylerin risk alma davranışları ile yaşları arasında anlamlı bir ilişki vardır.	Ki-Kare Testi	<u>Kabul</u>
3	H1b:Bireylerin risk alma davranışları ile cinsiyetleri arasında anlamlı bir ilişki vardır.	Ki-Kare Testi	<u>Kabul</u>
4	H1c:Bireylerin risk alma davranışları ile medeni durumları arasında anlamlı bir ilişki vardır.	Ki-Kare Testi	<u>Kabul</u>
5	H1d:Bireylerin risk alma davranışları ile eğitim durumları arasında anlamlı bir ilişki vardır.	Ki-Kare Testi	<u>Kabul</u>
6	H1e:Bireylerin risk alma davranışları ile meslekleri arasında anlamlı bir ilişki vardır.	Ki-Kare Testi	<u>Kabul</u>
7	H1f:Bireylerin risk alma davranışları ile çocuk sayıları arasında anlamlı bir ilişki vardır.	Ki-Kare Testi	<u>Red</u>
8	H2: Bireylerin risk alma davranışları ile gelir düzeyi arasında anlamlı bir ilişki vardır.	Ki-Kare Testi	<u>Kabul</u>
9	H3: Bireysel Yatırımcıların Tasarruf Düzeyi İle Risk Alma Davranışları Arasında Anlamlı Bir İlişki Vardır.	Ki-Kare Testi	<u>Red</u>
10	H4:Bireysel yatırımcıların gelecek dönem beklentileri ile geçmiş dönem beklentilerinin karşılanma oranı arasında anlamlı bir ilişki vardır.	Korelasyon testi	<u>Kabul</u>
11	H5: Bireylerin gelirleri ile tasarruf oranları arasında anlamlı bir ilişki vardır.	Yüzde Analizi	<u>Kabul</u>
12	H6: Bireysel yatırımcılarda belli orandaki bir kaybın verdiği üzüntü aynı orandaki kazancın vereceği mutluluktan daha büyüktür.	Yüzde Analizi	<u>Kabul</u>
13	H7: Yatırımcılar kesin kazanç durumunda riskten kaçınır, kesin kayıp durumunda ise risk sever bir tutum içinde bulunurlar.	Yüzde Analizi	<u>Kabul</u>
14	H8: Yatırımcılar belirsizlikten kaçma ve aşına olanı seçme eğilimleri neticesinde daha az kazançlı olsa bile tanıdık firmaları, diğer firmalara tercih ederler.	Yüzde Analizi	<u>Kabul</u>
15	H9:Bireysel Yatırımcıların Cinsiyeti İle Risk Azaltma Amaçlı Portföy Çeşitlendirme Davranışı Arasında Anlamlı Bir Farklılık Vardır.	Bağımsız Örneklem T Testi	<u>Kabul</u>
16	H10: Bireysel Yatırımcıların Eğitim Düzeyi İle Risk Azaltma Amaçlı Portföy Çeşitlendirme Davranışı Arasında Anlamlı Bir Farklılık Vardır.	One-Way Anova	<u>Kabul</u>
17	H11:Bireysel Yatırımcıların Yaşı İle Bankalara Güven Davranışı Arasında Anlamlı Bir Farklılık Vardır.	One-Way Anova	<u>Kabul</u>
18	H12:Bireysel Yatırımcılarda Yatırım Tecrübesi İle Krizi Fırsat Olarak Görme Davranışı Arasında Anlamlı Bir Farklılık Vardır.	One-Way Anova	<u>Red</u>
19	H13: Bireysel Yatırımcıların Cinsiyeti İle Krizleri Yeni Bir Fırsat Olarak Görme Davranışı Arasında Anlamlı Bir Farklılık Vardır.	Bağımsız Örneklem T Testi	<u>Red</u>

SONUÇ

Yatırım tercihi, bireylerin risk alma eğilimlerinin gözlemlenebildiği bir karar alma sürecidir. Kaçınılmaz olarak bireyler, yatırım kararı alırken kişiliklerine uygun bir davranış göstererek kabul edebilecekleri risk seviyesini belirlemektedir. Bu seviye, kişinin risk algısına göre oluşmaktadır. Risk algısı ise kişinin beklentileri, psikolojik ve davranışsal belleği, içinde bulunduğu sosyal çevre gibi faktörlere göre şekillenmektedir.

Manisa ili Merkez ve ilçelerinde risk eğilimlerini etkileyen faktörleri incelemeyi amaçlayan bu çalışmada; ankete katılanların büyük bir kısmının (%74) erkek katılımcılardan, medeni hal durumlarına bakıldığında ise % 70,8 oranında evlilerden oluştuğu görülmektedir. Uygulamada, cinsiyet faktörü, yatırımcıları risk toleransına göre sınıflandırmak için kullanılan en önemli demografik değişkenlerden biri olup, kadınların, erkeklere göre daha düşük risk toleransına sahip oldukları varsayılmaktadır. Yapılan çoğu akademik çalışma da bu görüşü doğrular niteliktedir (Anbar & Eker, 2009, s. 136). Ancak piyasalardaki kadın yatırımcı sayısının artması ile risk toleransının değişebileceğini düşünmek mümkün olabilir.

Çalışmaya katılan bireysel yatırımcıların %76,2' si 45 yaş altı kişilerden oluşmaktadır. Risk alma toleransının yaş ilerledikçe azaldığı bilinmektedir. Yapılan çalışmalarda genellikle, kişilerin yaşlandıkça her konuda daha az risk aldıkları varsayılmaktadır. Grable ve Lytton'a (1998) göre, uygulamada yaşlı yatırımcılar, genel olarak yüksek finansal risk algısına sahip grup olarak tanımlanırken, daha genç yatırımcılar ise, düşük finansal risk algısına sahip grup olarak tanımlanmaktadır. Diğer yandan, Hawley&Fuji (1993), BajtelSmith (1999) ve Ceyhan (2008) yaptıkları çalışmalarda yaş ile finansal risk algısı arasında pozitif ilişki olduğunu tespit etmişlerdir (Saraç & Kahyaoğlu, 2011, s. 141).

Diğer yandan ankete katılanların % 26,1' i hiç tasarruf yapamadığını ifade etmektedir. Gelirlerinin yarından fazlanı tasarruflara ayıranların oranı % 10,1 ve gelirinden %10 civarında tasarruf yapanların oranı %32,8 olurken, % 25 ve altında tasarruf yapanların oranı ise, % 89,9 olarak karşımıza çıkmaktadır.

Tasarrufların değerlendirildiği araçlar incelendiğinde ise; birikim araçlarının seçiminde bireyler; demografik, kişisel özelliklerinden ve sosyal faktörlerden etkilenmesine rağmen, daha çok risk ve getiri unsurunun ön plana çıktığı görülmektedir. Bu bağlamda finansal piyasalarda güvenli yatırım aracı olarak kabul edilen ve en eski tasarruf aracı denilebilecek altın tasarrufu oranı, %31 olarak tespit edilmiştir. Bunun yanı sıra, toplamda % 32 oranında Ev-dükkân-Arsa seçeneklerinin işaretlendiği görülmüştür. Bu sonuç alım-satımı altına göre daha zor olan gayrimenkul yatırım araçlarına olan talebin, Manisa ili ve ilçeler genelinde altından daha yüksek olduğunu göstermektedir.

Çalışmada kişilerin demografik özelliklerine ve gelir düzeylerine göre risk durumuna bakıldığında ise, risk alma düzeyi olarak kadınların erkeklerden daha düşük, ileri yaşlıların gençlerden daha düşük, evlilerin bekârlardan daha düşük, eğitim durumu lise olanların diğerlerinden yüksek olduğu anlaşılmaktadır. Genel olarak, gelir ile finansal risk algısı arasında negatif ilişki olduğu kabul edilmektedir. Bir kişinin geliri arttıkça finansal risk toleransının da artacağı düşüncesinin temelinde, ödeyebilme gücü ve harcanabilir gelir seviyesinin artmasına bağlı olarak, varlıklı kişilerin finansal risk alma kapasitelerinin artacağı ve olası kayıplarını daha az varlıklı kişilere göre telafi edebilecekleri düşüncesi vardır.

Diğer yandan portföy yöneticileri ve yatırım danışmanları, kişinin gelir ve servet düzeyi arttıkça finansal risk toleransının da artacağını varsaymaktadır. Yapılan akademik çalışmalar da bu varsayımı doğrular niteliktedir. Küçüksille (2004), Grable ve Joo (2004), gelir ve servet düzeyi ile finansal risk toleransı arasında pozitif ilişki saptamışlardır (Saraç & Kahyaoğlu, 2011, s. 143). Bu bağlamda, Manisa ili ve ilçeleri için yapılan bu çalışma, benzer çalışmaları doğrular nitelikte sonuçlar

vermektedir. Ankete göre gelir durumu en yüksek olanların (4000+) en yüksek risk alma düzeyine sahip oldukları (% 41,8) görülmektedir.

Ayrıca ankete katılan bireylerin, ekonomik gelişmeleri ağırlıklı olarak medyadan takip ettiği anlaşılmaktadır. Ortaya çıkan bulgulara göre bu oran % 41 olurken, katılımcıların % 24' ü ise yatırım kararı verirken kendi analizlerini kullandığını belirtmiştir. Burada ortaya çıkan ilgi çekici sonuç % 10 oranı ile aracı kurum cevabı olarak karşımıza çıkmaktadır. Yatırım anlamında, % 69,3 oranında risk sevmeyen bir profil çıkmasına rağmen, güvenilir yatırım araçları tercihi için uzman görüşünden yararlanılmamasının sağlıklı bir seçim olmadığı ve çelişkili bir durumun ortaya çıktığı görülmektedir.

Bu anlamda finansal okur-yazarlık seviyesinin artırılması yönünde yapılacak olan çalışmaların, gerek aracı kurumlar, gerek ise, eğitim müfredatında yapılacak düzenlemeler ile ilgili kamu kurumları tarafından destek ve teşvik görmesi gerektiği anlaşılmaktadır. Yaptığımız çalışmada elde edilen verilere ait tanımlayıcı istatistiklere değinildikten sonra, kurulan hipotezlere göre çıkan test sonuçları ise aşağıdaki gibi özetlenebilir:

➤ Bireylerin risk alma davranışları ile yaşları arasında anlamlı bir ilişki vardır. Buna göre, bireysel yatırımcılardan sadece 18-25 yaş aralığındakiler yüksek oranda (%52,3) riski seven davranış göstermektedir. Diğer yaş gruplarının genellikle riskten kaçınan davranışa daha yakın oldukları görülürken, 56 ve üstü yaştaki yatırımcıların ise %82,6 oranıyla en yüksek riskten kaçınma eğilimine sahip oldukları tespit edilmiştir.

➤ Bireylerin risk alma davranışları ile cinsiyetleri arasında anlamlı bir ilişki vardır. Buna göre yatırımcıların genel olarak riskten kaçınan bir tavır sergiledikleri görülmektedir. Buna göre bayan yatırımcıların %84' ü, erkek yatırımcıların ise % 64,1' i riskten kaçınan tavır sergilemektedir. Elde edilen sonuçlar, Grable ve Lytton (1999) ,Kahyaoğlu ve Saraç (2011) ve Küçüksille (2004)' nin çalışmalarından elde ettikleri bulgular ile benzerlik göstermektedir.

➤ Bireylerin risk alma davranışları ile medeni durumları arasında anlamlı bir ilişki vardır. Buna göre yatırımcıların her iki grupta, riskten kaçınan bir tavır sergiledikleri görülmektedir. Evli yatırımcıların % 75,5' inin riskten kaçınan davranış sergilediği görülürken, bu oran bekâr yatırımcılarda % 54' olarak tespit edilmiştir.

Bu durum, medeni durum ile finansal risk algılaması arasında ilişki olduğunu gösteren çalışmaları desteklemektedir. Ortaya çıkan sonuçlar Sunden&Surette (1998), Grable &Joo (2004)' ve Yao&Hanna (2005)' nin buldukları sonuçlar ile benzerlik göstermektedir.

➤ Bireylerin risk alma davranışları ile eğitim durumları arasında anlamlı bir ilişki vardır. Yatırımcıların eğitim düzeyine göre risk alma davranışlarının dağılımına bakıldığında, yatırımcıların her eğitim düzeyinde riskten kaçınan bir tavır sergiledikleri görülmektedir. Buna göre eğitim düzeyi ilköğretim ve altı olanların %82,2'si, lise mezunlarının %61,2'si, meslek yüksekokulu mezunlarının % 65,5' i, fakülte veya yüksekokul mezunlarının % 68,1'i, lisansüstü ve doktora mezunlarının ise % 77,5' inin riskten kaçınan bir davranış sergilediği görülmektedir. Dolayısıyla bireyler, eğitim durumu yükseldikçe riskten daha fazla kaçınan bir durum sergilemektedirler.

➤ Bireylerin risk alma davranışları ile meslekleri arasında anlamlı bir ilişki vardır. Bireysel yatırımcıların mesleki durumlarına göre risk alma davranışlarının dağılımına bakıldığında, ‘‘esnaf’’ grubunda yer alan bireysel yatırımcıların ağırlıklı olarak riskten kaçınan bir davranış sergilediği görülmüştür. Diğer bireysel yatırımcıların mesleklerine göre bakıldığında, genel itibari ile riskten kaçınan yapıda oldukları görülmektedir.

➤ Bireylerin risk alma davranışları ile çocuk sayıları arasında anlamlı bir ilişki yoktur. Manisa ilinde yapılan bu çalışmada yatırımcıların sahip oldukları çocuk sayısı ile risk alma davranışı arasındaki ilişki incelenmiştir. Buna göre yatırımcıların genel olarak riskten kaçınan bir davranış sergilediği görülmektedir. Fakat çocuk sayıları arasında belirgin bir fark görülmemektedir. Diğer bir taraftan literatürde, çocuk sayısının, finansal risk toleransı üzerindeki etkisini incelemek amacıyla yapılan çalışmalarda farklı sonuçlar bulunmuştur. Buna göre, Faff (2008), bakmakla yükümlü olunan kişi sayısı arttıkça finansal risk toleransının arttığını bulmuştur. Sung&Hanna (1996), çocuk sayısının, kadın veya erkeklerin finansal risk toleransları

üzerinde bir etkisinin olmadığını bulmuşlardır. Jianakoplos&Bernasek (1998) ise çocuk ve bakmakla yükümlü olunan kişi sayısının, bekâr kadınların risk alma toleranslarını azalttığını, buna karşın, evli çiftlerin risk toleranslarını arttırdığını bulmuşlardır (Anbar & Eker, 2009).

➤ Bireylerin risk alma davranışları ile gelir düzeyi arasında anlamlı bir ilişki vardır. Buna göre, bütün gelir grupları genel olarak riskten kaçınan davranış sergilemektedir. Tablo 3.6.20' ye göre, 4001 TL ve üzeri gelir durumuna sahip olan bireysel yatırımcıların diğerlerine göre daha fazla risk seven davranış gösterdiği görülmektedir. Diğer gruplarda ise gelir artışı ile beraber risk toleransının arttığı görülmüştür. Bu durum Wang&Hanna (1997), Grable& Lytton (1999), Grable (2000), Harrison& diğ. (2005) ve Saraç&Kahyaoglu (2011)' nun konu ile ilgili bulgularını desteklemektedir.

➤ Bireysel yatırımcıların tasarruf düzeyi ile risk alma davranışları arasında anlamlı bir ilişki yoktur. Çalışmamızda yatırımcıların tasarruf oranı ile risk alma davranışları arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

➤ Bireysel yatırımcıların gelecek dönem beklentileri ile geçmiş dönem beklentilerinin karşılanma oranı arasında anlamlı bir ilişki vardır. Pearson korelasyon testi sonucuna göre 0,001 anlam düzeyinde 0,506 değerinde pozitif yönlü ilişki katsayısı elde edilmiştir. Buna göre bireylerin geçmiş dönem beklentilerinin karşılanma oranı ile gelecek dönemde beklentilerinin karşılanma oranları aynı yönde artmaktadır.

➤ Bireylerin gelirleri ile tasarruf oranları arasında anlamlı bir ilişki vardır. Buna göre hiç yatırım yapmayan oranı (0-950) TL gelir grubunda % 50 iken gelir seviyesi yükseldikçe hiç tasarruf yapmayan oranı azalmaktadır(%33,3 - % 14,7 - % 27,9 - % 10,1). Ayrıca % 50 ve üzeri tasarruf yapanların oranı en fazla (4001) TL ve üzeri gelire sahip olan grupta % 22,8 olarak tespit edilmiştir. Ortaya çıkan sonuç, Keynes'in (1936) mutlak gelir hipotezini destekler niteliktedir. Buna göre, tüketim kullanılabilir gelirin bir fonksiyonudur. Kullanılabilir gelir arttıkça tüketim artar, fakat tüketimdeki artış gelirdeki artıştan daha az olmaktadır. Dolayısıyla gelir arttıkça tüketim eğilimi azalmakta ve tasarruf eğilimi artmaktadır (Colak & Öztürkler, 2012, s. 24).

➤ Bireysel yatırımcılarda belli orandaki bir kaybın verdiği üzüntü aynı orandaki kazancın vereceği mutluluktan daha büyüktür. Yatırımcılara; “200 TL paranız var. 100 TL ile A yatırımı ve kalan 100 TL ile B yatırımı yaptınız. Bu yatırımlarınızdan A'nın değeri 120 TL ye çıktı. B'nin değeri ise 80 TL ye düştü. Bu sırada acil nakit ihtiyacınız olursa aşağıdaki seçeneklerden hangisini kullanmayı tercih edersiniz?” şeklinde yöneltilen soruya verilen cevaplarda; yatırımcıların % 63,6'sı kar eden yatırımı satma eğiliminde olmuştur. Bunun yanında, % 30,6'sı ise zarar eden yatırımı satmak istemiştir. Diğer yandan % 5,7 ise kararsız kalmıştır. Bireylerin kar eden yatırımı elden çıkarırken daha rahat oldukları, aksine zarar eden yatırımı ise bekletmek istedikleri görülmektedir. Bekletme davranışı referans noktasına göre olmaktadır. Bireyler, yatırımlarını referans noktasının (alış noktası) altında satmak istememektedirler. Böylece pişmanlık duygusunu yaşamak istememektedirler. Bu durum Hersh Shefrin ve Meir Statman (1983)' in ve Elmas (2010)' ın yaptığı çalışmaları desteklemektedir.

➤ Yatırımcılar kesin kazanç durumunda riskten kaçınır, kesin kayıp durumunda ise risk sever bir tutum içinde bulunurlar. Çalışmamızda katılımcılara kesinlik ve ihtimal durumlarını içeren iki yönlü sorular sorulmuştur. Bu sorular “Size 1000 TL Verilse, Aşağıdaki Yatırımlardan Hangisini Seçerdiniz?” ve “Size 2000 TL Verilse Aşağıdaki Seçeneklerden Hangisini Tercih Ederdiniz?” şeklindedir. Cevap şıklarında ise sonuç itibarıyla aynı kazanç oranına ulaşan, kesin ve olasılıklı seçenekler verilmektedir. Katılımcıların kazanç söz konusu olduğunda kesin olan durumu tercih ederken, kayıp durumunda ihtimalli durumu seçtikleri görülmüştür. Verilen cevaplarda görülen tutarsızlık Kahneman&Tversky (1981)' nin "kesinlik etkisi" adını verdiği davranış modeli ile açıklanmaktadır. Bu çalışmada ortaya çıkan sonuçlar, Kahneman & Tversky (1981) ve Döm (2003)' ün çalışmalarını desteklemektedir.

➤ Yatırımcılar belirsizlikten kaçma ve aşına olanı seçme eğilimleri neticesinde daha az kazançlı olsa bile tanıdık firmaları, diğer firmalara tercih ederler. Elde edilen sonuçlara göre yatırımcılar; %71,8 gibi yüksek bir oranda bildikleri firmaya yatırım yapmayı, kar oranı kısmen düşük de olsa tercih etmektedir. Sonuçlar, Samuelson & Zeckhauser (1988) ve Heath & Tversky (1991) nin çalışmalarına benzer olarak gerçekleşmiştir.

➤ Bireysel yatırımcıların cinsiyeti ile risk azaltma amaçlı portföy çeşitlendirme davranışı arasında anlamlı bir farklılık vardır. Bireylerin risk alma eğilimleri 5 puan üzerinden değerlendirilmiştir. Buna göre 5 en yüksek risk oranı olmaktadır. Bu durumda kadınların puan ortalaması 2,11 olurken erkeklerin puan ortalaması 2,51 olmaktadır. Bu anlamda, risk azaltma yöntemlerinden biri olan portföy çeşitlendirme davranışına kadınların daha eğilimli oldukları görülmüştür. Bu sonuç daha önce kabul ettiğimiz *H1b* hipotezini doğrulamaktadır. Buna göre kadınların risk alma eğilimlerin erkeklere göre daha düşük olduğu söylenebilmektedir.

➤ Bireysel yatırımcıların eğitim düzeyi ile risk azaltma amaçlı portföy çeşitlendirme davranışı arasında anlamlı bir farklılık vardır. Buna göre cevapların ortalamalarına bakıldığında doktora-yüksek lisans mezunlarının diğer eğitim düzeylerindeki yatırımcılara göre daha güçlü bir seviyede portföy çeşitlendirme davranışını gerçekleştirmeye eğilimli oldukları görülmüştür. Literatüre bakıldığında, yapılan çalışmalarda, eğitim ile finansal risk toleransı arasında farklı yönlerde ilişkiler bulunmuştur. Farklılaşma en belirgin olarak Lisansüstü-doktora mezunları ile ilköğretim ve lise mezunları arasında olmaktadır. Çıkan sonuçlar literatürde yapılan çalışmalar ile karşılaştırılmıştır. Buna göre, Grable&Lyttton (1998), Schooley&Worden (1999) ve Bajtelsmit (1999), çalışmalarında eğitim düzeyi arttıkça risk toleransının arttığını bulurken, Dohmen & diğ. (2005) ve Mittal &Vyas (2007), risk alma toleransının eğitim düzeyi ile ters ilişkili olduğunu iddia etmişlerdir.

➤ Bireysel yatırımcıların yaşı ile bankalara güven davranışı arasında anlamlı bir farklılık vardır. Test sonucuna göre 56 yaş üstü bireylerin 18-25, 26-35 ve 46-55 yaş aralığındaki bireylerden anlamlı olarak farklılaştığı görülmüştür. Verilen cevapların ortalamalarına göre, 56 yaş üstü bireyler, diğer bireylere göre bankaları daha güvenilmez bulmaktadır. Sonuç olarak, yaş ile bankalara olan güven derecesi arasında anlamlı bir farklılık tespit edilmiştir.

➤ Bireysel yatırımcılarda yatırım tecrübesi ile krizi fırsat olarak görme davranışı arasında anlamlı bir farklılık yoktur. Yapılan Anova testi sonuçlarına göre yatırım tecrübesi ile krizi fırsat olarak görme davranışı arasında anlamlı bir fark görülememiştir.

➤ Bireysel Yatırımcıların Cinsiyeti İle Krizleri Yeni Bir Fırsat Olarak Görme Davranışı Arasında Anlamlı Bir Farklılık yoktur. Cinsiyet ile krizi fırsat olarak görme davranışı arasında anlamlı bir ilişki görülememiştir.

Bütün bu analizler neticesinde görülmektedir ki; bireyler, yatırım kararı alırken kişisel özelliklerine göre davranışlar sergilemektedirler. Çalışmaya katılan bireylerin demografik özellikler açısından genel olarak; işgücüne katılan, erkek, evli, lise ve üstü eğitim düzeyinde, orta gelir seviyesinde bireyler oldukları görülmüştür. Ayrıca tasarruf oranı düşük, bilgi edinme kanalı medya ve çevre-duyumu olan, yatırım aracı olarak en fazla altın ve gayrimenkul tercih eden ve genel olarak risk eğilimi düşük bireyler oldukları tespit edilmiştir.

Diğer yandan Manisa ili ve İlçelerine ait anket verileri ile Türkiye genel verileri karşılaştırıldığında benzer özelliklerin yanında farklılıklarında bulunduğu görülmektedir. Bu benzerlik ve farklılıkları karşılaştırmalı olarak ele almak gerekirse görülmektedir ki;

➤ Manisa ili için yaptığımız anket sonucunda ulaştığımız ortalama tasarruf oranı (% 16,1) , Türkiye ortalamasının (Tüik alınan son verilere göre %7,3) üzerinde bir ortalama olarak karşımıza çıkmaktadır.

➤ Tercih edilen yatırım araçlarına bakıldığında, Manisa ilindeki bireylerin % 31,4 oranında altın tercih ettiği görülmektedir. Bu oran ilgili kurumların hazırladığı raporlardaki kıymetli madenlerin yatırım araçları içindeki oranının (% 2,1) çok üzerindedir. Bu durum, yastık altı denilen yatırım yönteminin, günümüzde hala çok etkin olduğunu göstermektedir. Söz konusu yöntem verilere sağlıklı bir biçimde ulaşmayı engellediği düşünüldüğünde, yapacağımız karşılaştırmanın sağlıklı sonuçlar vermeyeceği söylenebilmektedir.

➤ Manisa ili için hisse senedi tercih oranı (%7,2) Türkiye ortalamasına (% 5,1) çok yakın bir değer olarak karşımıza çıkmaktadır.

➤ Manisa’ da ulaştığımız bireylerin yatırım tercihinde; A ve B tipi yatırım fonu toplam payının yaklaşık % 6 oranı ile Türkiye ortalamasına (% 7,9 (yakın bir değer olarak karşımıza çıkmaktadır.

- Repo tercih oranı hem Manisa, hem de Türkiye ortalaması % 0,3 olmaktadır.
- Kamu ve özel sektör borçlanma senetleri toplamına bakıldığında ise, Türkiye ortalaması %2,6 olurken, bu oran Manisa ili ve ilçelerinde % 1,7 olmaktadır.
- Yabancı para tercih oranına bakıldığında Türkiye ortalaması % 21,7 iken, Manisa ili için bu oran % 12 olmaktadır.

Bütün bu verilerin dışında, Türkiye geneli için ulaşamadığımız, fakat yatırımcı profili anketinde, elde ettiğimiz verilere göre % 31,7 oranında gayrimenkul (Ev-dükkan-Arsa) tercihi bulunmaktadır. Bu durum, gayrimenkullerin, halk arasında uzun vadeli ve getirisi kesin olan bir yatırım aracı olarak görüldüğü kanısını güçlendirmektedir. Diğer yandan ortaya çıkan bulgulara göre, yatırım kararı verirken; medya, -kendi analizim- ve çevre&duyumu kanallarını çokça kullanan, risk alma düzeyi düşük bireylerden oluşan Manisa ili ve ilçelerindeki yatırımcıların genel profiline uygun bir davranış sergilendiği söylenebilmektedir.

KAYNAKÇA

- Abel , A. (1983). Optimal Investment Under Uncertainty. *The American Economic Review*, s. 228-233.
- Abel, A. B., & Bernanke, B. (2001). *Macroeconomics* (s. 613). içinde Addison Wesley Longman Inc.
- Ak, S. (1991). Yatırım modelleri. *Yayımlanmamış Doktora Tezi* (s. 161-165). içinde Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Akbulut, R., & Kaderli, Y. (2009). Şanlıurfa İl Merkezindeki Borsa Yatırımcılarının Profili ve Bu Yatırımcıların Hisse Senetlerine Yatırım Yapma Sürecini Etkileyen Faktörlerin Analiz. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 212-226.
- Akkaya, C. (2005). Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesinde Alternatif Bir yöntem : Reel Opsiyonlar. *Muhasebe ve Finansman*, 170-178.
- Alada, A. (2000). *İktisat Felsefesi ve Belirsizlik*. İstanbul: Bağlam.
- Allen, S. (1995, July-August). Changes in Inventory Management and the Business Cycle. *Review Federal Reserve Bank of St. Louis*,, s. 18.
- Altay, E. (2001). *Varlık Fiyatlama modelleri : FVFM ve AFM ve İMKB' de Uygulaması "Yayımlanmamış Doktora Tezi"*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi SBE.
- Altay, E. (2008). Sermaye Piyasasında Sürü Davranışı:İMKB'de Piyasa Yönünde Sürü Davranışının Analizi. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar (2/1)*, 27-58.

- Anbar, A., & Alper, D. (2009). *Yatırım Projeleri Analizi*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Anbar, A., & Eker, M. (2009). Bireysel Yatırımcıların Finansal Risk Algılamalarını Etkileyen Demografik Ve Sosyoekonomik Faktörler. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 5, Sayı 9*, 129-150.
- Aras, G., & Müslümov, A. (1997). Kurumsal Yatırımcılar Ve Sermaye Piyasası Gelişmesi: Nedensellik İlişkisi Analizi. *İMKB Dergisi*, 3.
- Asness, C. (1996). Why Not 100% Equities?. *The Journal Of Portfolio Management Vol : 22, No: 2, .*
- Aydın, N., Başar , M., & Coşkun, M. (2007). *Finansal Yönetim*. Eskişehir: Genç Copy Center.
- Barak, O. (2008). *Davranışsal Finans Teori ve Uygulama*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- BDDK. (2005, Ekim 19). *5411 Sayılı Bankacılık Kanunu* . Resmi Gazete.
- Bernstein, W. (2005). *Yatırımın Dört Temel Taşı (Neşenur Domaniç, Nusret Alhan Çev.)*. içinde istanbul: Scala.
- Bilgili, Y. (2012). *Karşılaştırmalı İktisat Okulları*. İstanbul: İkinci Sayfa.
- BİST. (1985). *BİST*. 04 14, 2015 tarihinde <http://www.borsaistanbul.com/>: <http://www.borsaistanbul.com/data/Brosurler/Hisse%20Senetleri%20Piyasas%C4%B1.pdf> adresinden alındı
- Bocutoğlu, E. (2013). *Makro İktisat Teoriler ve Politikalar*. Ankara: Murathan Yayınevi.
- Bolak , M. (2004). *Risk veYönetimi*. İstanbul: Birsen Yayınevi.

- Borison, A. (2003). Option Pricing in the Real World: A Generalized Binomial Model with Applications to Real Options. *Real Options Conference* (s. 1). Washington: <http://www.realoptions.org/abstracts/abstracts03.html>.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2011). *Principles of Corporate Finance* (s. 20-25). içinde New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Brigham, E., & Daves, P. (2002). *Intermediate Financial Managament* (s. 378). içinde USA.
- Brigham, F. E., & Houston, J. F. (2014). *Finansal Yönetimin Temelleri (N. Aypek ve diğ. ,Çev.)* (s. 370-373). içinde Ankara: McGraw-Hill-Nobel Akademik Yayıncılık.
- BSTS. (2004). *İktisat Terimleri Sözlüğü*. Ankara: Türk Dil Kurumu Yayınları.
- Büker, S., Aşıkoğlu, R., & Güven, S. (2009). *Finansal Yönetim*. Ankara: Sözkese Yayıcılık.
- Caballero, R. (1997). *Aggregate Investment , NBER Working Paper 6264*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Ceylan, A. (2000). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Ceylan, A., & Korkmaz, T. (2006). *Sermaye piyasası ve Menkul Değer Analizi*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Chambers, N. (2005). Gerçek Opsiyonların Fiyatlandırılması. *MMuhasebe ve Finansman Dergisi*, 70-80.
- Colak, Ö. F., & Öztürkler, H. (2012). Tasarrufun Belirleyicileri: Küresel Tasarruf Eğiliminde Değişim ve Türkiye’de Hanehalkı Tasarruf Eğiliminin Analizi. *Bankacılar Dergisi*, 23-82.

- Coşkun, Y. (2012). Repo ve Ters Repo Düzenlemeleri: Banker Krizi Sonrası Ortaya Çıkışı ve Finansal Başarısızlık Dersleri Işığında Politika Önerileri. *Business and Economics Research Journal* , 60-90.
- Danışoğlu, B. (1983, Ağustos). Türkiye'de Yatırım Eğilimini Belirleyen faktörlerin Analizi (Uzmanlık Tezi). Ankara: Sosyal Planlama Başkanlığı Planlama Dairesi.
- Davut, L. (1997). Tüketici Davranışları Ve Rasyonellik. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi Cilt: 52 Sayı: 1*, 169-179.
- Dinler, P. (1998). *İktisada Giriş* (s. 309.). içinde Bursa: Ekin Kitapevi Yayınları.
- Dornbusch, r., Fischer, S., & Richard, S. (2007). *Makroekonomi (S.Ak, Çev.)* (s. 399). içinde Ankara: Fersa Yayıncılık.
- Dornbusch, R., Fischer, S., & Startz, R. (2007). *Makroekonomi (S. Ak, Çev.)*. içinde Ankara: Gazi Kitabevi.
- Döm, S. (2003). *Yatırımcı Psikolojisi*. İstanbul: Değişim Yayınları.
- Düzgün, R. (2009). Türkiye' de Özel Tasarrufun Belirleyicileri. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Sayı: 32*, 173-189.
- EGM. (2014). *Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim raporu* . İstanbul: EGM.
- Elmas , B. (2010). *Hisse Senedi Yatırımcılarının Davranışsal Özellikleri Bireysel Yatırımcıya Yönelik Bir Araştırma (Yayımlanmamış Doktora Tezi)*. Erzurum: Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı.
- Emiroğlu, A. (2002). *Ticari Açıdan Yatırım Projeleri*. İstanbul: Ekin Kitabevi.
- Esmé , F. (2006). *All About Investing: The Easy Way to Get Started*. McGraw-Hill.

- FEIWEL, g. R. (1982). *Samuelson and Neoclassical Economics*. Boston: Kluwer.Nijhoff Publishing.
- Felderer, B., & Homburg, S. (2010). *Makro İktisat ve Yeni Makro İktisat (O.Aydoğuş & O.Altay, Çev)*. Ankara: Springer Berlin Heidelberg & Efil Yayınevi.
- Finnerty, P. J. (1996). *Asset-Based Financial Engineering*. içinde U.S.A: John Wiley & Sons Inc.
- Finnerty, P. J. (2007). New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- Genç, Ö., & Ertuğrul, E. (2007). *Alatyapı yatırımlarının Finansmanı*. Ankara: Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş.
- Güçlü, H. (2015). Nisan 15, 2015 tarihinde <http://www.hakanguclu.com/>: http://www.hakanguclu.com/calismalar/Arbitraj_Fiyatlama_Modeli.pdf adresinden alındı
- Güngör, M., & Bulut, Y. (2008). Kİ-Kare Testi Üzerine. *Doğu Anadolu Bölgesi Araştırmaları*.
- Güvemli, O. (2001). *Yatırım Projelerinin Düzenlenmesi Değerlendirilmesi ve İzlenmesi* (s. 147). içinde İstanbul: Atlas.
- Güven, A. (2013). Yatırımlar,Belirsizlik ve piyasa yapısı:Kavramsal Bir İnceleme. *Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi (C. XV, S. I)*, 5-16.
- Hall, R., & Taylor, J. (1997). *Makro Economics*. Canada: Norton.
- Heath , C., & Tversky, A. (1991). Preferences and Beliefs: Ambiguity and Competence in Choice under Uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, 7.

- Hepşen, A. (2010). *Gayrimenkul Piyasalarının Finansal Krizler Üzerindeki Olası Etkileri Ve Türkiye’de Gayrimenkul Fiyat Endeksinin Oluşturulmasına Yönelik Bir Model Önerisi*(Yayınlanmamış Doktora Tezi). İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler enstitüsü.
- İbicioğlu, M. (2012 & Karan 2004). Yatırım Araçlarının Getirileri Arasındaki İlişkilerin Çok Boyutlu Ölçekleme Yöntemi İle Analizi. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 45-55.
- İMKB. (1997). Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu. İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları.
- İnal, G. A. (2003). A Study Into Competitiveness Indicators. *REF, Tüsiad Sabancı Üniversitesi*, 1-44.
- İskenderoğlu, Ö., & karadeniz, E. (2011). *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 12, Sayı 2*, 235-257.
- İslatince, H. (2002). Rasyonel Beklentiler Teorisinin rasyonelliği Tartışmaları. *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 3, Sayı 1*, 17-23.
- İşık, N., & Kılınç, E. (2011). Bölgesel Kalkınma’da Ar-Ge ve İnovasyonun Önemi: Karşılaştırmalı Bir Analiz. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 6(2), 9-54.
- İşleyen, İ. Ş. (2011). Döviz Kuru Riskini Azaltmanın En Etkin Yolu Forward İşlemleri. *Mali Çözümler Dergisi*, 177-182.
- Jorgenson, D. (1963). Capital Theory and Investment Behavior. *American Economic Review*, 247-251.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory : An analysis of Decision Making Under Risk. *Econometrica* , 279.

- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 263-292.
- Kaplan, k. (2004). *Türkiye'de Kuyumculuk ve Altın (2004-50)*. İstanbul: İTO Yayınları.
- Karan, M. B. (2013). *Yatırım analizi ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Yayınevi.
- Karlı, M. (1990). *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler , 2.Baskı*. İstanbul: ormen.
- Karlı, M. (1994). *Sermaye Piyasası,Borsa,Menkul Kıymetler*. İstanbul: İrfan Yayıncılık.
- Kesbiç, C. Y. (2006). *Muğla Yöresinde Kişilerin Risk eğilimleri ve Birikimlerin değerlendirilmesine Etki Eden Faktörlerin Araştırılması*. Muğla: Muğla Üniversitesi Yayınları.
- Keskin, R., & Demirel, Ö. (2012). Şehirlerin Fiziki Modernizasyonu: Çorum Uygulaması. *Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi Cilt:1 Sayı: 4*, 19-36.
- Keynes, J. (2010). *İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi(U.S.Akalin, Çev)*. İstanbul: Kalkedon.
- Kömürlü, R., & Önel, H. (2007). Türkiye'de Konut Üretimine Yönelik Kaynak Oluşturma Model Yaklaşımları. *YTÜ MİM. Fak. E-Dergisi*, 90-91.
- Krugman, P., & Wells, R. (2005). *Macroeconomics* (s. 278). içinde New York: Worth Publishers .
- Leeb, S., & Strathy, G. (2007). *Ekonomik Çöküşün Ayak Sesleri (Ö.Kıranlar, Çev)*. İstanbul: Salyangoz Yayınları.

- Levinson, M. (2005). *Guide To Financial Markets*. London: The Economist Newspaper Ltd.
- Levinson, M. (2007). *Finansal Piyasalar (G.E. Yavilioğlu, Çev.)*. Ankara: Liberte Yayınları.
- Levy, H. (2006). *Investment Decision Making Under Uncertainty*. Boston: Kluwer Academic Publishers.
- Mankiw, N. (2009). (*Ö.F.Çolak ve Diğ., Çev.*). Ankara: Efil Yayınevi.
- Mishkin, F. (2010). *The Economics of money Banking & Financial Markets*. Boston: Addison-Wesley.
- Montier, J. (202). *Behavioral Finance*. New York: John Wiley & Sons .
- Moore, D., & Kurtzberg, T. (1999). Positive İllusions and Forecasting Errors in Mutual Fund Investment Decisions. *Organizational Behavior and Human Decision Processess Vol. 79, No. 2, 95-112*.
- Nofsinger, J. (2014). *Yatırım Psikolojisi (S. Gazel,5. Basımdan Çev.)*. Ankara: Pearson (Nobel, Çev.).
- Okka, O. (2009). *Analitik Finansal Yönetim(Teori ve Problemler)*. İstanbul: Nobel Yayın Dağıtım.
- Olmezoğulları, N. (2008). *Ekonomik Sistemler ve Küreselleşen Kapitalizm*. Bursa: Ezgi.
- Ozbiğın, İ. G. (2012). Risk ve Çeşitleri. *Bilişim Dergisi*, 87-93.
- Ozel, Ö., & Yalçın, C. (2013). *Yurtiçi Tasarruflar ve Bireysel Emeklilik Sistemi: Türkiye'deki Uygulamaya İlişkin Bir Değerlendirme*. Ankara: TCMB.

- Ozlale, Ü., & Karakurt, A. (2012). Türkiye’de Tasarruf Açığının Nedenleri ve Kapatılması İçin Politika Önerileri. *Bankacılar Dergisi Sayı : 83*, 1-33.
- Oztürk, N., & Turgut, D. (2011). Faiz Oranlarının Belirleyicileri: Türkiye İçin Ampirik Bir Analiz. *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 117-144.
- Özel İhtisas Komisyonu. (2014). *Onuncu Kalkınma Planı Türkiye’de Cari İşlemler Açığı*. Ankara: TC Kalkınma Bakanlığı.
- Özel İhtisas Komisyonu. (2014). *Onuncu Kalkınma Planı Yurtiçi Tasarruflar*. Ankara: Kalkınma Bakanlığı.
- Paddock, J. L. (2010). *Growth Opportunities And Corporate Investment Theory*. World Public Library Association.
- Paya, M. (2007). *Makro İktisat*. içinde İstanbul: Filiz Kitabevi.
- Pompian, M. (2006). *Behavioral Finance and Wealth Management*. New Jersey : John Wiley & Sons Inc.
- Ricciuti, R. (2003). Assessing Ricardian Equivalence. *JOURNAL OF ECONOMIC SURVEYS*, 57.
- Samuelson , W., & Zeckhauser, R. (1988). Status Quo Bias in Decision Making. *Journal of Risk and Uncertainty*, 7-59.
- Samuelson, P. (1973). *İktisat*. İstanbul: Duran Ofset Matbaası.
- Saraç, M., & Kahyaoğlu, M. B. (2011). Bireysel Yatırımcıların Risk Alma Eğilimine Etki Eden Sosyo-Ekonomik ve Demografik Faktörlerin Analizi. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Cilt:5, Sayı:2*, 135-157.

- Saraç, M., & Kahyaoğlu, M. B. (2011). Bireysel Yatırımcıların Risk Alma Eğilimine Etki Eden Sosyo-Ekonomik ve Demografik Faktörlerin Analizi. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Cilt:5, Sayı:2*, 135-154.
- Saraç, o., & Bayhan, A. (2013). Kıymetli Maden Altının Ekonomi Politikası Ve Bankacılık Sektörü Çerçevesinde Değerlendirilmesi. *Sosyal Ve Beşeri Bilimler Dergisi*, 393-406.
- Sefil, S., & Çilingiroğlu, H. (2011). Davranışsal Finansın Temelleri : karar vermenin Bilişsel ve Duygusal Eğilimleri. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 247-268.
- Senel, A. (1995). *İlkel Topluluktan Uygur Topluma: Geçiş Aşamasında Ekonomik Toplumsal Düşünsel Yapıların Etkileşimi*. Ankara: Bilim ve Sanat Yayınları.
- Serven , L., & Solimano, A. (1992, January). Private Investment And Macroeconomic Adjustment A Survey. *The World Bank Research Observer*, s. 95-114.
- Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama*. İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Smith, A. (2011). *Milletlerin Zenginliği (H.Derin,Çev.)*. İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.
- SPK. (2010). *Sermaye Piyasası Araçları*. 03 15, 2015 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulu:
<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=76&fn=76.pdf> adresinden alındı
- SPK. (2010). *Yatırım fonları*. Ankara: Sermaye Piyasası kurulu.

- SPK. (2012, 8 14). *Sermaye Piyasası Kurulu*. 4 12, 2015 tarihinde yatirimyapiyorum: <http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr/2012/8/14/tasarruf-etmek-mi-zor-yoksa-yat%C4%B1r%C4%B1m-yapmak-m%C4%B1.aspx> adresinden alındı
- Sung, J., & Hanna, S. (1996). Factors Related to Risk Tolerance. *Financial Counseling and Planning*, 11-20.
- Svenson, O. (1981). Are We All Less Risky And More Skillful Than Our Fellow Drivers. *Acta Psychologica*, 143-148.
- Tan, B. (2004). Belirsizlik Altında Karar Verme ve Reel Opsiyonlar. *Capital Dergisi*, 1.
- Tanyeri, M., & Fırat, A. (2005). "Rekabet Değişkeni Olarak Dış Kaynak Kullanımı". *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 7(3).
- Taş, O., Yaşaroğlu, C., & Tokmakçioğlu, K. (2007). Finansal Opsiyonlarla Reel Opsiyonların Karşılaştırılması ve Gerçek Bir Yatırım Projesinde Reel Opsiyonların Hesaplanması. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Cilt: 22, Sayı : 2, 339-353*.
- Taşdemir, M. (2007). Belirsizlik Altında Tercihler ve Beklenen Fayda Modelinin Yetersizlikleri. *Sosyal Bilimler Dergisi* , 307-317.
- TCMB. (2007, Şubat 3). Mevduat Ve Katılım Fonlarının Vadeleri Ve Türleri Hakkında Tebliğ (Madde 3). *Rsmi Gazete*.
- TCMB. (2014). *Finansal İstikrar Raporu " Finans Dışı Kesim"*. Ankara: TCMB.
- TDK. (2015, 04 15). yatırım tanımı. ankara, Türkiye.
- Tekin, A. (1999). *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler MYO Dergisi (Sayın 2)*, 139-161.

- Temizel, F., Sarıkaya, M., & Bayram, F. (2010). Yatırımcı İlişkileri Yönetiminde İletişim Ve Bilgi Teknolojilerinin Rolü: İmkb 50 Endeksi Uygulaması. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 4.
- Thaler, R. (1985). Mental Accounting and Consumer Choice. *Marketing Science* 4(3), 199-214.
- Thompson, C. (2014). *Institutional Investors and Long Term Investment*. St Petersburg: OECD.
- TKYD. (1999). *TKYD*. Mart 18, 2015 tarihinde www.tkyd.org.tr: <http://www.tkyd.org.tr/T/yatirimci.aspx> adresinden alındı
- TKYD. (1999). *Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticiler Derneği*. Nisan Cuma, 2015 tarihinde TKYD: <http://www.tkyd.org.tr/t/yatirimci.aspx> adresinden alındı
- Toraman, C., & Yürük, F. (2014). Kuadratik Programlama Tabanlı Modelleme İle Portföy Optimizasyonu: BİST-100 Uygulaması. *Mukaddime Sayı 9*, 133-147.
- Türko, M. (1999). *Finansal Yatırımlar I*. Erzurum: Alfa Yayıncılık.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1981). The Framing of Decisions and the Psychology of Choice. *Science* (211/4481), 453-458.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1986). Rational Choice and The Framing of Decisions. *The Journal of Business*, 251-278.
- Unal, O. K. (1997). *Aracı Kurumlar-Türk ve Amerika Birlesik Devletlerinde Aracı Kurumlar*. Ankara: Yaklaşım Yayınları.
- Unal, T. (1995). *Gelisen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar, Türkiye Örneği, Sorunlar ve Çözüm Önerileri*. İstanbul: İMKB Araştırma Yayınları.

- Usta, Ö., & Demirelli, E. (2010). Risk Bileşenleri Analizi: İmkb'de Bir Uygulama. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 6, Sayı 12, 25-36.*
- Uygur, E. (2012, Kasım). *Türkiye'de Tasarrufların Seyri Ve Etkileyen Bazı Unsurlar.* Mart 12, 2015 tarihinde <http://www.tek.org.tr/dosyalar/tasarruflar1.pdf>: <http://www.tek.org.tr/dosyalar/tasarruflar1.pdf> adresinden alındı
- Wachtel, P. (1989). *Macroeconomics From Theory to Practice.* McGrawhill.
- Yalçın, K. (2006). Risk ile Getiri Arasındaki Doğrusallığın İMKB' de Analizi. *Muhasebe Ve Finansman Dergisi, 182-189.*
- Yamak, N., & Topbaş, f. (2008). Stok Yatırımları ve Konjonktürel dalgalanmalar. 2. *Ulusal İktisat Kongresi* (s. 2-3). İzmir: DEÜ İ.İ.B.F İktisat Bölümü.
- Yiğit, M. (1999). Yeni Finansal Teknikler ve Türkiye Uygulamaları. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi Sayı : 3, 139-160.*
- Yılmaz, C. (1997). *Dünyada ve Türkiye'de Sabit Sermaye Yatırım Kavramı ve Türkiye Uygulaması.* Ankara: DPT Yayınları.
- Yükseler, Z. (2009). *Gayrimenkul Sektöründe gelişmeler ve Olası Sorunlar.* Ankara: TCMB.

EK

EK:1 (Anket Formu)

Anket Formu **Sayın Yatırımcı,**

“Risk Eğilimi ve Yatırımcı Tercihleri: Manisa İline Ait Yatırımcı Profilinin Analizi.” konulu bu Çalışmada her soruyu cevaplamaya ve sizin için geçerli tek seçeneği işaretlemeye özen gösterdiğiniz için teşekkür ederiz. Cevaplarınızın gizliliğinin bizim için de önemli olduğunu hatırlatmak ister, teşekkür ederiz.

1. Yaşınız?

18-25 26-35 36-45 46-55 56 +

2. Cinsiyetiniz?

Kadın Erkek

3. Medeni Durumunuz?

Evli Bekâr Eşi vefat etmiş veya Boşanmış

4. Eğitim Durumunuz?

Okuryazar değil Okuryazar-ilkokul terk İlkokul İlköğretim
 Lise

Meslek Yüksekokulu Yüksekokul/Fakülte Lisansüstü-Doktora

5. Mesleğiniz?

Memur İşçi Esnaf ve Zanaatkâr Serbest Meslek/Tüccar-Sanayici Emekli

Emekli ama çalışıyor Çiftçi İşsiz(İş arayan)

İşsiz ama iş aramıyor(Gayrimenkul, vb. geliri var.) İş Bulma Ümidini Yitirmiş

Diğer

6. Aylık Geliriniz?

0-950 951-1650 1651-2250 2251-4000 4000 +

7. Aşağıda yazılı olan Transfer Gelirlerinden birini alıyorsanız işaretleyiniz?

- Emekli Maaşı Yaşlılık Maaşı Karşılıksız Yardım İşçi Döviz
 Nafaka Burs Almıyorum

8. Ailenizde sizin dışınızda çalışan sayısı?

- yok, 1 2 3 4 5 ve üzeri

9. Hanede Yaşayan Kişi Sayısı?

- 1 2 3 4 5 6 7 8 ve üzeri

10. Hanenizde Bulunan Çocuk Sayısı?

- 0 1 2 3 4 5 ve üzeri

11. Kaç yıldır yatırım araçlarına yatırım yapmaktasınız?

- Hiç 1 yıldan az 1-3 yıl arası 3-6 yıl arası 6-10 yıl arası 10 yıl ve üzeri



12. Gelirinizin ne kadarlık kısmını tasarruflara ayırıyorsunuz?

- Hiç % 10 %25 %50 %75 %75 +

13. Tasarruf yapma amacınızı belirtiniz?

- Ev veya araba almak
 İşimi ya da sağlığımı kaybettiğimde hayatımı idame ettirmek
 Emeklilikte iyi bir yaşam sürmek
 Kendim ve Aile bireyleri için daha iyi eğitim
 Karşıma çıkabilecek yatırım fırsatlarını değerlendirmek
 Seyahat, tatil gibi nedenler
 Kendi işimi kurmak, işim varsa geliştirmek için.

14. Tasarruflarınızı aşağıdaki yatırım araçlarından en çok hangisinde değerlendiriyorsunuz?

- Altın Hisse senedi Ev-Dükkân Arsa Kısa vadeli Mevduat(1-3 ay) Döviz 
 Uzun vadeli Mevduat (6-12 ay) Tahvil & Hazine bonosu Döviz  Repo
 A tipi Yatırım fonu B tipi Yatırım fonu

15. Yaptığınız yatırım aracı hakkındaki bilgi seviyenizi ne düzeyde buluyorsunuz?

- Çok iyi düzeyde bilgi sahibiyim.
 Sınırlı bilgi sahibiyim.

- Az olduğunu düşünüyorum.
- Hiçbir bilgim yok.

16. Yatırım kararlarınızda sizi yönlendiren kaynaklarınızı 1 den 5'e kadar önem sırasına göre sıralayınız?

- Medya(TV- Dergi - Gazete -İnternet)
- Çevre & Duyum
- Aracı kurumlar
- Kendi Analizlerim
- Hislerim ve sezgilerim

17. Yatırım kararlarınızı alırken göz önünde bulundurduğunuz faktörler hangileridir.

- Ekonomik istikrar
- Risk
- Getiri
- Faiz oranları
- Enflasyon
- Döviz oranları

18. Yatırım yaptığınızda,

- Yatırımlarımda risk almayı severim. Çok kazanmak için çok risk.
- Yatırımlarımın bir kısmını (yarıya yakın) riskli yatırımlarda değerlendirebilirim.
- Risk almayı tercih etmem ama çok iyi bir fırsat olursa az kısmını riske atabilirim (% 10 kadar).
- Çok düşük seviyede gelir elde edecek olsam bile kesinlikle risk almam.

19. Geliriniz % 100 artarsa artan kısmın ne kadarlık kısmını tasarrufa ayırırsınız?

- % 100
- %75
- % 50
- % 25
- % 10
- Hiç

20. Size 1000 TL verirse, aşağıdaki yatırımlardan hangisini seçersiniz?

- % 50 olasılıkla ya 1000 TL kazanacaksınız ya da hiç kazanamayacaksınız.
- % 100 olasılıkla 500 TL kazanacaksınız.

21. Size 2000 TL verirse ve aşağıdaki seçeneklerden birini seçme zorunluluğunuz var ise hangisini tercih ederdiniz?

- % 50 olasılıkla ya 1000 TL kaybedeceksiniz ya da hiç kaybetmeyeceksiniz.
- % 100 olasılıkla 500 TL kaybedeceksiniz.

22. Yatırımlarınız ne sıklıkla gözden geçirirsiniz?

- Günlük.
- Haftada birkaç kez.
- Haftada bir.
- Aylık.
- Yıllık.

23. 200 TL paranız var. 100 TL ile A yatırımı ve kalan 100 TL ile B yatırımı yaptınız. Bu yatırımlarınızdan A'nın değeri 120 TL ye çıktı. B'nin değeri ise 80 TL ye düştü. Bu sırada acil nakit ihtiyacınız olursa aşağıdaki seçeneklerden hangisini kullanmayı tercih edersiniz?

- Kar eden yatırımı.
- zarar eden yatırımı
- Kararsızım

24. En son yaptığınız yanlış yatırımın gerçekleşmesinde rol oynayan etken sizce neydi?

- Kendi değerlendirmemin yanlış olduğunu düşünüyorum
- Biraz kendimin biraz da danışmanımın etkisi olduğunu düşünüyorum.
- yatırımlarımda uzman olmayan arkadaşımın etkisi oldu.
- Şans faktörü ile oldu.

25. Kamuoyu tarafından bilinen ve sizin' de iyi bildiğiniz bir şirketin %60 ihtimalle kazandıracağını ve az bilinen bir başka firmanın %80 ihtimalle kazandıracağı bilgisine sahipseniz bu durumda hangisini tercih ederdiniz?

- Bilinen firmaya yatırım yaptım.
- Az bilinen firmaya yaptım.
- Kararsızım

26. Kamuoyunda tanınmış ailelere ait şirket hisselerini almanın riski azaltacağını düşünür müsünüz?

- Evet, tanınmış ailelerin şirketleri daha güvenilirdir.
- hayır, şirketin tanınmış ailelere ait oluğu bilgisi fikrimi değiştirmez.
- Kararsızım

27. Bir arkadaşınız size 100 TL'nin 150 TL olma olasılığında bahsederek bir iş teklif ettiğinde bulunursa aşağıdaki durumlardan hangisinde elde ettiğiniz parayı bu işe yatırımınız daha kolay olur?

- 100 TL'yi Piyangodan kazandıysam
- 100 TL'yi Yatırımlarımdan elde ettiysem
- Kararsızım

	Tamamen Katılıyorum	Katılıyorum	Kararsızım	Katılmıyorum	Kesinlikle katılmıyorum
28. Bir yatırım hakkında kararımı verdikten sonra oluşan yeni bilgilere pek itibar etmem	1	2	3	4	5
29. Bankaları güvenilir bulmuyorum. Buralara para yatırmak güvenli değil.	1	2	3	4	5
30. Yatırımlarımızı, farklı enstrümanlarla eşit bir şekilde çeşitlendirerek riski	1	2	3	4	5

azaltmalıyız.					
31. Kriz, gerçek anlamının aksine yeni fırsatlara açılan bir kapıdır.	1	2	3	4	5
32. Kriz zamanlarından önce krizin belirtilerini bildiğim için öngöründe bulunabilirim	1	2	3	4	5
33. Yatırımlarımda kısa dönemde yüksek getiri elde etmektense uzun dönemde istikrarlı getiriye tercih ederim.	1	2	3	4	5
34. Uzun dönemde kar elde edeceksem, yatırım portföyümde kısa dönemde meydana gelecek iniş- çıkışları göremezden gelebilirim.	1	2	3	4	5
35. Geçmiş dönem yatırımlarımın beklentilerimi karşıladığını düşünüyorum.	1	2	3	4	5
36. Mevcut yatırımlarımın gelecek dönemde, beklentilerimi karşılayacağını düşünüyorum	1	2	3	4	5