



T.C.

İSTANBUL AREL ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

İŞLETME YÖNETİMİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

YATIRIMCI DUYARLILIĞINDA TÜKETİCİ GÜVEN ENDEKSİ İLE  
DÖVİZ KURU İLİŞKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Tuncay ŞAHİN

165100169

Danışman: Doç. Dr. Murat AKKAYA

İstanbul, 2019



T.C.

İSTANBUL AREL ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

İŞLETME YÖNETİMİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

**YATIRIMCI DUYARLILIĞINDA TÜKETİCİ GÜVEN  
ENDEKSİ İLE DÖVİZ KURU İLİŞKİSİ: TÜRKİYE  
ÖRNEĞİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Tezi Hazırlayan: **Tuncay ŞAHİN**

## KABUL VE ONAY

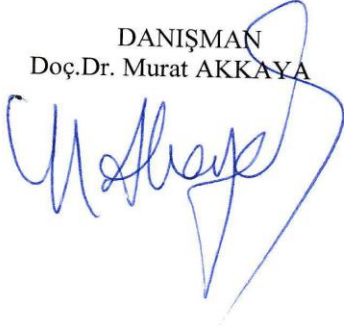
T.C.  
İSTANBUL AREL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ  
TEZLİ YÜKSEK LİSANS SINAV TUTANAĞI

25.09.2019

Enstitümüz *İşletme Yönetimi* Anabilim dalı yüksek lisans programı öğrencilerinden **165100169** numaralı **Tuncay ŞAHİN** "*İstanbul Arel Üniversitesi Lisansüstü Eğitim - Öğretim ve Sınav Yönetmeliği*"nin ilgili maddesine göre hazırlayarak, Enstitümüze teslim ettiği "**YATIRIMCI DUYARLILIGINDA TÜKETİCİ GÜVEN ENDEKSİ İLE DÖVİZ KURU İLİŞKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**" konulu tezini, Yönetim Kurulumuzun 22.08.2019 tarih ve 2019/17 sayılı toplantısında seçilen ve Sefaköy Yerleşkesinde toplanan biz jüri üyeleri huzurunda, ilgili yönetmeliğin 39. maddesi gereğince (60) dakika süre ile aday tarafından savunulmuş ve sonuçta adayın tezi hakkında ~~oyçokluğu/oybirliği~~ ile ~~Kabul/Red veya Dürüstme~~ kararı verilmiştir.

İşbu tutanak, 1 nüsha olarak hazırlanmış ve Enstitü Müdürlüğü'ne sunulmak üzere tarafımızdan düzenlenmiştir.

DANIŞMAN  
Doç.Dr. Murat AKKAYA



ÜYE  
Doç.Dr. Ercan ÇALIŞ



ÜYE  
Prof.Dr. Kadir DABBAĞOĞLU





## YEMİN METNİ

Yüksek lisans tezi olarak sunduğum “YATIRIMCI DUYARLILIĞINDA TÜKETİCİ GÜVEN ENDEKSİ İLE DÖVİZ KURU İLİŞKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ” başlıklı bu çalışmanın, bilimsel ahlak ve geleneklere uygun şekilde tarafımdan yazıldığını, yararlandığım eserlerin tamamının kaynaklarda gösterildiğini ve çalışmanın içinde kullanıldıkları her yerde bunlara atıf yapıldığını belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Ağustos, 2019

**Tuncay ŞAHİN**

## ONAY

Tezimin kâğıt ve elektronik kopyalarının İstanbul Arel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

- Tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.
- Tezim sadece İstanbul Arel yerleşkelerinden erişime açılabilir.
- Tezimin.....yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.

Ağustos, 2019

**Tuncay ŞAHİN**

## ÖZET

### YATIRIMCI DUYARLILIĞINDA TÜKETİCİ GÜVEN ENDEKSİ İLE DÖVİZ KURU İLİŞKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Tuncay ŞAHİN

Yüksek Lisans Tezi, İşletme Anabilim Dalı

Danışman: Doç. Dr. Murat AKKAYA

Ağustos, 2019- 84 sayfa

## ÖZET

Bu çalışmayla Türkiye’de Ocak 2004–Aralık 2018 döneminde Tüketici Güven Endeksi ile Döviz Kuru arasındaki ilişki incelenmiştir. Davranışsal Finasta Yatırımcı Duyarlılığının göstergesi olarak güveni temsilen, TÜİK Tüketici Güven Endeksi kullanılmıştır. Ayrıca çalışma kapsamında makro değişkenler, Borsa İstanbul Getiri Endeksi, İmalat Kapasite Kullanım Oranı, TÜFE Bazlı Reel Kur Endeksi, Amerikan Doları Döviz Kuru, İşsizlik Oranı, Aylık Enflasyon Oranı ve Sanayi Üretim Endeksleri modele dahil edilerek analiz edilmiştir. Araştırma toplam 180 adet aylık gözlemi içermektedir. Çalışmada belirlenen verilerin aylık oransal değişim değerleri kullanılmıştır. Zaman serilerine Vektör Otoregresif Model (VAR) analizi, Granger Nedensellik (Granger Causality) Testi, Etki-Tepki (İmpulse-Response) Fonksiyonu ve Varyans Ayırıştırma (Variance Decompositions) yöntemleri uygulanmıştır. Modele göre Amerikan Dolar Kuru değişkeni TÜİK Tüketici Güven Endeksi üzerinde etkili olmaktadır. Amerikan Dolar Kurundan TÜİK Tüketici Güven Endeksine doğru tek yönlü Granger nedenselliği olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Davranışsal Finans, Yatırımcı Duyarlılığı, Tüketici Güveni, Tüketici Güven Endeksi, Döviz Kuru.

## **ABSTRACT**

### **INVESTOR SENTIMENT IN CONSUMER CONFIDENCE INDEX AND THE EXCHANGE RATE OF: İN TURKEY**

**Tuncay ŞAHİN**

**Master Thesis, Business Department**

**Supervisor: Doç. Dr. Murat AKKAYA**

**August, 2019- 84 pages**

## **ABSTRACT**

The relation between Turkey Consumer Confidence Index and exchange rate from January 2004 to December 2018 is analyzed in this study. TurkStat Consumer Confidence Index is used to represent confidence in Investor Sensitivity in Behavioral Finance. In addition, macro variables, Borsa İstanbul Yield Index, Manufacturing Capacity Utilization Rate, CPI Based Real Exchange Rate Index, US Dollar Exchange Rate, Unemployment Rate, Monthly Inflation Rate and Industrial Production Indices are main variables. The study includes 180 monthly observations. Monthly proportional change values of the determined data are used in the study. Vector Autoregressive Model (VAR) analysis, Granger Causality Test, Impulse-Response Function and Variance Decompositions are applied to the time series. According to the model; The US Dollar Rate variable has an impact on the TURKSTAT Consumer Confidence Index. It is concluded that there is a one-way Granger causality from the US Dollar Rate to the TURKSTAT Consumer Confidence Index.

**Key Words:** Behavioral Finance, Consumer Sentiment, Consumer Confidence, Consumer Confidence Index, Exchange Rate.

## ÖNSÖZ

Yatırımcı Duyarlılığında Tüketici Güven Endeksi ile Döviz Kuru İlişisini Türkiye Örneğinde inceleyen bu çalışmayla, yatırımcı duyarlılığını yansıtan güven endeksi ile döviz kurları arasında etkileşimin olduğunu yapılan analizlerle ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Bu çalışmanın ortaya çıkmasında yoğun akademik çalışmaları arasında zamanını ayırarak çalışmanın her safhasında tüm hoş görüşüyle bana yol gösterip yardımcı olan tez danışmanım Doç. Dr. Murat AKKAYA' a ilgi ve desteğinden ötürü teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca fikir ve tavsiyeleri için Prof. Dr. İsmail Melih Baş' a teşekkürü bir borç bilirim. Ayrıca, tüm yaşamımda her an yanımda olduğu gibi bu süreçte desteği ve gösterdiği sabır için Annem' e teşekkür ederim.

**İstanbul, 2019**

**Tuncay ŞAHİN**



# İÇİNDEKİLER

Sayfa

ÖZET.....	iv
ABSTRACT .....	v
ÖNSÖZ.....	vi
İÇİNDEKİLER .....	vii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	ix
TABLolar LİSTESİ.....	x
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	x
EKLER LİSTESİ .....	x
GİRİŞ .....	1
1. BÖLÜM.....	4
YATIRIMCI PSİKOLOJİSİ VE YATIRIMCI DUYARLILIĞI.....	4
1.1. Davranışsal Finans .....	4
1.1.1. Beklenti Teorisi.....	5
1.2. Yatırımcı Psikolojisi.....	8
1.3. Yatırımcı Duyarlılığı .....	8
1.3.1. Söylenti (Noise) Ticareti.....	10
1.3.2. Aşırı ve Düşük Tepki (Overreaction and Underreaction).....	10
1.3.3. Belirsiz Bilgi Hipotezi (Uncertain Information Hypothesis).....	13
2. BÖLÜM.....	14
TÜKETİCİ GÜVENİ VE GÜVENİNİN ÖLÇÜLMESİ .....	14
2.1. Güven Kavramı .....	15
2.2. Ekonomik Anlamda Güven .....	18
2.3. Ekonomide Güven Faktörü ve Beklentiler .....	21
2.3.1. Uyumlu Beklentiler (Adaptive Expectations) Teorisi .....	22
2.3.2. Rasyonel Beklentiler (Rational Expectations) Teorisi.....	23

2.4. Tüketici Davranışlarında Güvenin Ölçülmesi.....	25
2.4.1. Tüketici Güven Endeksi.....	26
2.4.1.1. TÜİK Tüketici Eğilim Anketi .....	26
<b>3. BÖLÜM.....</b>	<b>29</b>
<b>YATIRIMCI DUYARLILIĞI VE YATIRIMCI DUYARLILIĞI İLE</b>	
<b>TÜKETİCİ GÜVEN İLİŞKİSİNİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR .....</b>	<b>29</b>
3.1. Yatırımcı Duyarlılığı Çalışmaları.....	29
3.2. Yatırımcı Duyarlılığı ve Tüketici Güveni İlişkisi Çalışmaları .....	39
3.3. Tüketici Güveni ve Döviz Kuru İlişkisi Çalışmaları.....	52
<b>4. BÖLÜM.....</b>	<b>58</b>
<b>TÜKETİCİ GÜVENİ İLE DÖVİZ KURU ARASINDAKİ İLİŞKİNİN</b>	
<b>İNCELENMESİ .....</b>	<b>58</b>
4.1. Amaç ve Hipotezler.....	58
4.2. Araştırma Verileri ve Yöntem.....	58
4.3. Ampirik Çalışma ve Bulgular.....	59
4.3.1. Vektör Otoregresif Model (VAR).....	60
4.3.1.1. Birim Kök Testi.....	61
4.3.1.2. Optimal Gecikme Uzunluğu Kriteri .....	64
4.3.1.3. VAR Granger Nedensellik/Blok Dışsallık Wald Testi .....	65
4.3.1.4. Etki-Tepki ve Varyans Ayrıştırması .....	68
4.4. Sonuç ve Değerlendirme .....	70
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>74</b>
<b>EKLER.....</b>	<b>84</b>

## KISALTMALAR LİSTESİ

<b>ABD:</b>	<b>Amerika Birleşik Devletleri</b>
<b>ADF:</b>	<b>Augmented Dickey-Fuller</b>
<b>AIC:</b>	<b>Akaike Bilgi Kriteri</b>
<b>AR:</b>	<b>Otomatik Regresyon</b>
<b>ARİMA:</b>	<b>Bütünleşik Otoregresif Hareketli Ortalama Modeli</b>
<b>BIST:</b>	<b>Borsa İstanbul</b>
<b>CAPI:</b>	<b>Tüketici Eğilim Anketi Uygulaması</b>
<b>EKK:</b>	<b>En Küçük Kareler</b>
<b>ENF:</b>	<b>Enflasyon Oranı</b>
<b>EVDS:</b>	<b>Elektronik Veri Dağıtım Sistemi</b>
<b>FPE:</b>	<b>Final Tahmin Hatası</b>
<b>HQ:</b>	<b>Hannah-Quin Bilgi Kriteri</b>
<b>İKKO:</b>	<b>İmalat Kapasite Kullanım Oranı</b>
<b>İO:</b>	<b>İşsizlik Oranı</b>
<b>REELKUR:</b>	<b>Tüfe Bazlı Reel Döviz Kuru</b>
<b>SUE:</b>	<b>Sanayi Üretim Endeksi</b>
<b>TCMB:</b>	<b>Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası</b>
<b>TGE:</b>	<b>Tüketici Güven Endeksi</b>
<b>TL:</b>	<b>Türk Lirası</b>
<b>TUİK:</b>	<b>Türkiye İstatistik Kurumu</b>
<b>TUİKTGE:</b>	<b>Türkiye İstatistik Kurumu Tüketici Güven Endeksi</b>
<b>USDKUR:</b>	<b>Amerikan Doları Döviz Kuru</b>
<b>VAR:</b>	<b>Vektör Otoregresif Model</b>

## TABLolar LİSTESİ

<b>Tablo 4.1.</b> Augmented Dickey-Fuller (ADF) Test İstatistiği Sonuçları.....	62
<b>Tablo 4.2.</b> Augmented Dickey-Fuller (ADF) Testi Sonuçları.....	62
<b>Tablo 4.3.</b> VAR Gecikme Uzunluğu Kriteri.....	64
<b>Tablo 4.4.</b> VAR Granger Nedensellik/Blok Dışsallık Wald Testi.....	66
<b>Tablo 4.5.</b> Granger Nedensellik Testi.....	67
<b>Tablo 4.6.</b> Etki-Tepki Analizi.....	69
<b>Tablo 4.7.</b> Varyans Ayırıştırma Analizi Sonuçları.....	70

## ŞEKİLLER LİSTESİ

<b>Şekil 1.1.</b> Beklenti Teorisi Değer Fonksiyonu Grafiği.....	7
<b>Şekil 1.2.</b> Beklenti Teorisi Ağırlık Fonksiyonu Grafiği.....	7
<b>Şekil 1.3.</b> Kazanan-Kaybeden Portföyler Ortalama Birikimli Getirileri.....	12
<b>Şekil 1.4.</b> Aşırı ve Düşük Tepki Grafiği.....	13
<b>Şekil 2.1.</b> TÜİK Tüketici Güven Endeksi Grafiği.....	28
<b>Şekil 4.1.</b> Durağanlaşmış Serilerin Grafikleri.....	63
<b>Şekil 4.1.1.</b> İmalat Kapasite Kullanım Oranı.....	63
<b>Şekil 4.1.2.</b> İşsizlik Oranı.....	63
<b>Şekil 4.1.3.</b> Sanayi Üretim Endeksi.....	64
<b>Şekil 4.2.</b> Etki-Tepki Analizi Grafiği (TUİKTGE-USDKUR) .....	68

## EKLER LİSTESİ

<b>Ek-1.</b> TÜİK Tüketici Eğilim Anketi.....	84
---	----

## GİRİŞ

Klasik öğretinin her halde akılcı karar veren rasyonel insan varsayımı karşısında zamanla insanın psikolojik ve sosyolojik niteliğiyle duygularında gelişen etkilerini açıklayabilmiş finansal akımlar, ekonomi ve finans alanlarında ortaya çıkmıştır. İnsanın psikolojik ve sosyolojik etkilerinin genel ekonomik sürece yansımalarını, rasyonel olmayan tutumlarını, karar ve tercihlerinde ki değişimi izleyen akımlar giderek hız kazanmıştır. Değişen ve gelişen finansal akımlar insanı temel alan Kahneman ve Tversky (1979)' in "Davranışsal Finans" modeliyle açıklanamayan ekonomik davranışlarını öngörmeye ve tanımlamada öncü olmuştur.

Nitekim Davranışsal Finans alanında ki araştırmalar finans piyasalarında işlem yapan yatırımcıların her zaman rasyonel olmadığı ve dürtüleriyle de hareket ettiklerini göstermiştir. Böylece yatırımcıların gösterdikleri irrasyonel tutumlara dair davranışsal finansı destekleyen öncü ampirik bulgularla (Kahneman ve Tversky 1979) finansal piyasada ki varlığından söz ettirmektedir. Yatırımcıların duygusal tutumlarıyla iyimserlik veya kötümserlik altındaki beklentileri içerisinde aldıkları karar ve tercihlerinde bilgi yerine söylentilere göre faaliyette bulunmaları Davranışsal Finansı oluşturan "Yatırımcının Duyarlılığı" modeli olarak karşımıza çıkmaktadır.

Yatırımcı duyarlılığını ilk olarak "söylenti" kavramıyla ifade eden Black (1986) ve yatırımcı davranışlarının bir koşulu olan yatırımcı duyarlılığını kavramsallaştıran, De long, Shleifer, Summers ve Waldman (1990) yatırımcıların gelecekteki beklentilerinin duyarlılık etkisiyle alındığını göstermiştir. Rasyonel olmayan ve söylenti tacirleri tarafından rastgele inanışlarla fiyatları etkileyip, beklenen getiriyi sağladığı piyasa modelindeki rasyonel yatırımcılar ile söylenti tacirleri olmak üzere iki tip yatırımcı varsayılmaktadır. Söylenti tacirleri yatırımcıların duyarlılıklarının etkisinde olduklarından bekledikleri getirilerde irrasyoneldir ve bundan ötürü fiyatlar çok değişkenli olup, belirsizlik taşımaktadır.

Ekonomik ve sosyal hayatta güven çok önemli bir unsurdur. Özellikle küresel ve bölgesel ölçekte yaşanan ekonomik kriz dönemlerinde güven faktörünün bireyler ve toplum ekonomisi üzerindeki etkisi negatif olmaktadır. Bu nedenle ekonomiye yön veren otoritelere güvenin önemsenmesi ve hane halkına yani tüketicide güven

olgusunun oluşmasında, yapacakları ekonomi programları etkili olacaktır. Çünkü temelde sosyolojik bir kavram olarak güven, toplumu oluşturan bireylerin kararlarında ve davranışlarında en temel unsurlardan biri olarak yer tutmaktadır. Yatırımcı duyarlılığının göstergesi olduğu varsayılan tüketici güveni son dönemlerde yaşanan ekonomik krizlerde, ekonomiyi yakından takip eden birimler ve araştırmacılar tarafından fazlasıyla dile getirilmektedir. Bakıldığında; tüketici beklentilerine ilişkin davranışlarının ve tercihlerindeki değişimlerin sürekli takip edilerek finansal piyasalar açısından önemli veriler elde edilmektedir. Böylece tüketicinin güven düzeyini ölçmek için ekonomide geleceğe ilişkin kayda değer göstergeler olan tüketici güven endeksleri oluşturulmaktadır (Akkaya, 2014: 3).

Tüketici güveni ülkemizde de yakın dönemler itibarıyla irdelenmekte; Davranışsal Finans, Yatırımcı Psikolojisi ve Yatırımcı Duyarlılığı kapsamında araştırmalara konu edinilmektedir. Yapılan araştırmaların sonucu, tüketici güveni endeksleri ile makro ekonomik değişkenlerin ilişkisinin varlığına değinilmekte beraber, ekonominin geleceğe yönelik tüketici de meydana getirdiği değişimlere işaret edilmektedir.

Bu çalışmada ise yatırımcı duyarlılığını yansıttığı varsayılan tüketici güveni endeksi ile döviz kurunun ilişkisi araştırılmıştır. Yatırımcı duyarlılığının göstergesi olarak Türkiye İstatistik Kurumu Tüketici Güven Endeksi (TUIKTGE) seçilmiştir. Araştırma kapsamında; Borsa İstanbul Getiri Endeksi (BIST100), İmalat Kapasite Kullanım Oranı (İKKO), TÜFE Bazlı Reel Kur Endeksi (REELKUR), Amerikan Doları Döviz Kuru (USDKUR), İşsizlik Oranı (İO), Aylık Enflasyon Oranı (ENF) ve Sanayi Üretim Endeksleri (SUE) olmak üzere makro ekonomik değişkenlerde modele dahil edilmiştir.

Mevcut çalışmada, akılcı insan-rasyonel yatırımcı temelli klasik finansın öğretisi karşısında gelişen davranışsal finansın ortaya çıkışı ve beklenti teorisi açıklanacaktır. Ayrıca insanda meydana gelen değişimleri yatırımcı psikolojisi, yatırımcı duyarlılığı ve yatırımcı duyarlılık modelleri açıklanacaktır. Çalışma yapısı dört bölüm ve sonuç kısmından oluşmaktadır.

Çalışma kapsamında birinci bölümde, davranışsal finansın ortaya çıkışı ve beklenti teorisi ile yatırımcı psikolojisi ve yatırımcı duyarlılığı konularına değinilmiştir.

İkinci bölümde, tüketici güveni kavramı, güvenin ölçülmesi ve ekonomide güven olgusu kavramları bulunmaktadır. Ayrıca yatırımcı duyarlılığını yansıttığı düşünülen Tüketici Güven Endeksi açıklanmış ve TÜİK Tüketici Eğilim Anketine yer verilmiştir.

Üçüncü bölümde araştırma konusu bağlamında, yatırımcı duyarlılığı ve yatırımcı duyarlılığı ile tüketici güven ilişkisini inceleyen ulusal ve uluslararası çalışmalara literatürde geniş yer verilerek tarih sırasıyla değinilmiştir.

Dördüncü bölümde, çalışmanın ampirik kısmını oluşturan, tüketici güven endeksinin döviz kuruna etkisine ilişkin bir uygulamaya yer verilmiştir. Çalışmanın sonuç bölümünde ise genel bir değerlendirmede bulunulmuştur.



## 1. BÖLÜM

### YATIRIMCI PSİKOLOJİSİ VE YATIRIMCI DUYARLILIĞI

Geleneksel finans modelinde göz ardı edilen yatırımcının psikolojik boyutu, finans piyasalarında oldukça etkili bir olgudur. İnsanı temel alan Davranışsal Finans insanın psikolojik ve sosyolojik varlığını rasyonel olmayan ya da sınırlı rasyonel davranan insan olarak varsaymaktadır. Yatırımcılar finansal işlemlerde karar alıp tercihlerde bulunurken yatırımcılar sadece ekonomik veya finansal göstergelere endekslenmezler, insan tabiatı gereği dürtüleri, ruh halleri, geçmiş tecrübe ve algılarının etkisiyle kararlar almaktadırlar. Yatırımcıların bu tür psikolojik davranışları gösterdiğine dair emareleri Kahneman ve Tversky (1979) çalışmalarıyla ampirik bulgularla tespit etmişler ki bu temel çalışma ilgi gören bir model olarak önem atfedilmektedir (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 315-316).

Piyasalarda işlem yapan yatırımcıların duygusal davranarak, rasyonel olmayan dürtülerle hareket edip hatalı yönde karar vermektedir. Duyarlılık, yatırımcının piyasayı hem iyi hem kötü duyguların etkisiyle değerlendirmeleridir. Yatırımcıların bilgi yerine söylentilere göre tercihlerde bulunmalarıyla Davranışsal Finansı oluşturan model “Yatırımcı Duyarlılığı” olarak tanımlanmaktadır.

#### 1.1. Davranışsal Finans

Ekonomi biliminde, yatırımcıları rasyonel davranarak karar aldıklarını savunarak, geleneksel finans teorileri karşısında yapılan araştırmalar ve gözlemlerle ulaşılan sonuçlar ışığında, yatırımcıların rasyonel karar almadıkları gibi yatırımcıların pek çok faktörden etkilenerek hareket ettiğini ve piyasaya etkilerinin irrasyonel davranışlarının birer yansıması olarak çeşitli piyasa anormallikleri oluşturmakta olduğunu savunan teori davranışsal finans olarak tanımlanmaktadır (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 110).

Klasik ekonominin öğretisi olan rasyonel insan “Homo Economicus”\* kavramını sorgulayan davranışsal finans, ekonomik karar alıcıların yaptığı işlemlerde

---

\* Homo Economicus: Rasyonel Davranan İnsan (Akılcı Birey). Klasik ve Neo-Klasik Ekonomi Biliminin Temel Varsayımdır.



rasyonellikten uzak davranışlar gösterdiklerini ve bu nedenle piyasada çeşitli faktörlerden kaynaklı önyargılarından sıyrılarak işlem yapmanın imkânsız olduğunu söylemektedir (Gazel, 2016: 5).

İnsan psikolojisinin temel faktör olarak değerlendiren davranışsal finans yaklaşımı, tarihte kavramsal olarak 1776’ da “Ulusların Zenginliği” kitabında Adam Smith tarafından bahsedilen çıkarımda, ekonomik bireylerin davranışlarında bencil ve çıkarıcı tutumlarının birer sonucu olabileceğini söylemiştir (Gazel, 2016: 4). Yine Adam Smith tarafından “Ahlaki Duygular” adlı kitabında ekonomik bireylerin söz konusu durumlarının iyi halden kötü hale dönüşlerinde acı çekip pişmanlık gösterdikleri ve aksi durumda ise mutluluk duyduklarına değinerek bu durumu “Zarardan Kaçınma” ve “Riskten Kaçınma” şeklinde tanımlamıştır (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 111).

Davranışsal finans anlayışı köken olarak Kahneman ve Tversky (1979) tarafından yayınlanan “Beklenti Teorisi” (Prospect Theory) başlıklı ünlü makalelerine dayanmaktadır. Böylece Kahneman ve Tversky (1979) davranışsal finansın temelini oluşturmuşlardır. Bu teoriye göre yatırımcılar kazançlarından daha fazla kayıplarını önemsemektedir. Kahneman ve Tversky (1979) yatırımcının psikolojik bir faktör olduğunu ve bu durumu kayıptan kaçınma hali olarak ifade etmişlerdir.

### **1.1.1. Beklenti Teorisi**

Geleneksel ekonomideki rasyonel insan modelinin egemen olduğu dönemde “Beklenen Fayda Teorisi” kabul gören bir anlayıştır. Beklenen fayda teorisi ilk olarak Bernoulli (1738) tarafından yapılan çalışmalar dayanak oluşturmaktadır. Beklenen fayda teorisinde karar vericilerin risk ve belirsizlik etkileri altında, bireylerin yaptıkları seçimler ve aldıkları kararlarının beklenen faydalarını değerlendirerek vermektedir (Gazel, 2016: 7). Beklenen fayda teorisine yönelik karşı yapılan araştırmalarla, bu teorinin varsayımlarının eksiklikler ve hatalar bulundurduğu tespit edilmiştir. Kahneman ve Tversky’ in risk altında karar vermede belirleyici modeli olan Beklenti teorisi (Prospect Theory) geleneksel finansın açıklamakta ve anlamlandırmada eksik olgularını açıklığa kavuşturmuştur (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 140). Kahneman ve Tversky (1979) Beklenti teorisiyle beklenen

Fayda teorisine yönelik alternatif ortaya koyarak geleneksel finansın sorgulanmasına ve paradigma değişikliğinin oluşmasına öncülük etmişlerdir.

Beklenti teorisinde birey temelli psikolojik faktörler ekonomik öngörülere dahil edilmektedir. Bu teoride, yatırım kararlarının hangi koşullarda ve kararların nasıl alındığını yapılan işlemlerle ilgili olmaktadır (Kahneman ve Tversky, 1979: 285).

Kahneman ve Tversky (1979) beklenti teorisine göre yatırımcının işlem yaparken aldığı riskin beklentilerinden öte kayıptan kaçınma davranışının bir sonucu olduğunu söylemişlerdir. Kahneman ve Tversky (1979)' de bireylerin kayıplara ve kazançlara hangi koşullar içinde nasıl tutumlar gösterip ne gibi sonuçlar doğurduğunu inceleyerek, kayıplar ve kazançların bireyler tarafından farklı düzeylerde önem vererek rasyonel kararlar almada başarısız olmaktadır. Böylece bireylerin oluşan riskten kaçamadıklarını tespit etmişlerdir. Ayrıca yapılan hatalı işlemlerin sistematik hatalar olduğunu ve bireylerin peşi sıra bu hataları tekrarlama davranışını göstermektedir. Kahneman ve Tversky (1979) beklenti teorisinde bireylerin rasyonel olmayan tercihlerde bulunabildikleri gibi bireylerin bu kararları ile yapılan işlemlerin sonucunda rasyonel olmayan bulgulara rastlanmaktadır.

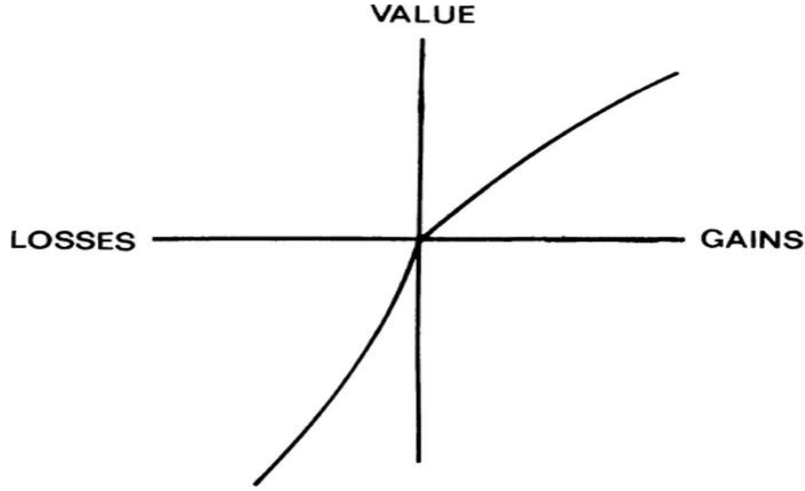
Beklenti teorisinde insanların risk eğilimi değer fonksiyonunun bulunduğu alana göre değişiklik göstermektedir. Yatırımcılar, bir referans noktasını temel alarak belirledikleri kazanç ve kayıplarına göre karar alırlar ve buna göre davranmaktadırlar (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 148). Beklenti Teorisi formülü aşağıda yer almaktadır:

$$V(x, p) = v(x) w(p)$$

v: x sonucunun sübjektif değerini,

w: p olasılığının beklenti teorisinin çekiciliği üzerindeki etkisini ölçmektedir.

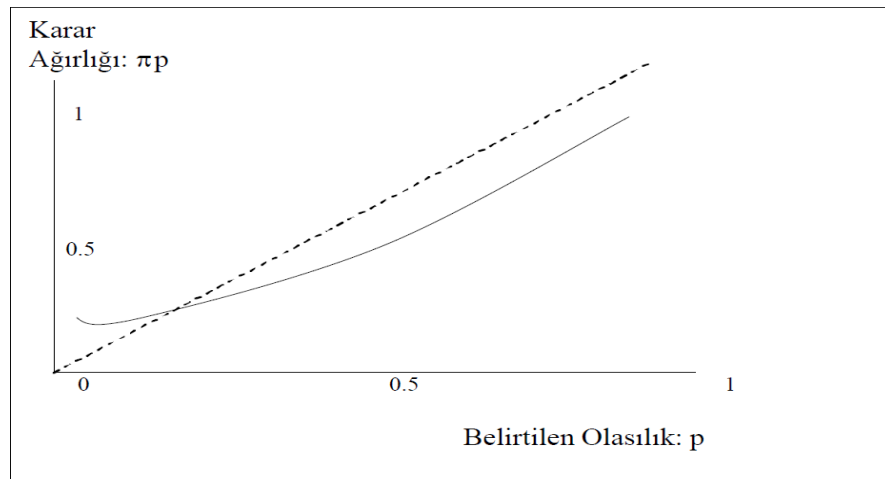
Şekil 1.1' deki gösterilen değer fonksiyonunda kazanç alanında işlem yapan bireyler riskten kaçınmakta, kayıp alanında olan birey riske girme davranışını göstermektedir.



**Kaynak:** (Kahneman ve Tversky 1979: 279)

**Şekil 1.1:** Beklenti Teorisi Değer Fonksiyonu Grafiği

Şekil 1.2’ de gösterilen ağırlık fonksiyonu grafiğinde beklenti teorisinde karar ağırlığının bir fonksiyonu sayılan ağırlıkların bazen olasılıklara karşılık gelmemektedir. Bunun da işlem yapan bireylerde olasılıkları değerlendirmede sınırlardan dolayı, gerçekleşme olasılığı düşük olan olaylara aşırı ağırlık vermeleriyle sonuçlanmaktadır. Ağırlıklar, çok düşük ve çok yüksek olmasıyla olasılıklarının fonksiyonu ağırlıklar açısından eğimi birden az olmaktadır. Bire yakın alan sonuçların kesin beklentisiyle, karar ağırlığını kesin sonuç için bir olarak belirleyecektir. Büyük olan bölge, 0 ile 1’e yakın olan alandır (Kahneman ve Tversky 1979: 282).



**Kaynak:** (Kahneman ve Tversky 1979: 283)

**Şekil 1.2:** Beklenti Teorisi Ağırlık Fonksiyonu Grafiği

## **1.2. Yatırımcı Psikolojisi**

Geleneksel finans teorileri, katı rasyonalite varsayımlarının karşısında yatırımcının beşerî psikolojik durumunu içselleştiren Davranışsal Finans, yatırımcının anlaşılması zor davranışlarını getirdiği bakış açısıyla tanımlamaya imkân sağlamaktadır. Davranışsal finansın ilgi gösterilen ve sıklıkla araştırılan temel olgusu olan yatırımcının psikolojisi, bireylerin tercihlerinde özde nasıl karar verdiğini açıklamaktadır.

Psikoloji bilimi insanın davranış biçimlerini ve davranış kalıplarında değişikliğe yol açan faktörleri kendisine konu edinmektedir. Ekonomi bilimi ise bu söz konusu olan insan davranışlarından “ekonomik davranış”, “finansal davranış” kapsamına giren faaliyetlerini; yani bireylerin ekonomik ve finansal kararları ile bu kararların sebeplerini öğrenmeyi amaçlamaktadır. Böylece ekonomi bilimi ile psikoloji bilimi arasında doğrudan bir ilişkinin var olduğunu söylenmektedir (Rabin, 1998: 15; Kurtoğlu, 2014: 2-3).

Finans alanında, insanların aldıkları ekonomik kararların ve buldukları tercihlerinde mevcut önyargılarının tahmin edilebileceği giderek kabul görmektedir. Yatırımcı psikolojisini çok önemli bir etken olarak gören Davranışsal Finans yaklaşımı, günümüzde halen yatırım kararlarının hangi koşullarda ve etkilere dayalı gerçekleştiğine dair birçok çalışmayla kanıtlar bulmaktadır. 2002 yılında Nobel Ekonomi ödülünü alan psikolog Daniel Kahneman ve deneysel iktisatçı Vernon Smith günümüzün Davranışsal Finans kavramı düşüncesine temel oluşturmaktadır. Bugünün finans biliminde yatırımcıların psikolojik faktör olarak sayılıp irrasyonel tutumlar sergilediklerine dair kanıtlar Davranışsal Finansı haklı çıkarmaktadır (Nofsinger, 2014: 3).

## **1.3. Yatırımcı Duyarlılığı**

Kahneman ve Tversky (1974) ile ortaya çıkan Davranışsal Finans teorisinin temellerinden biri olan yatırımcı duyarlılığı, bireyin çevresel ve diğer gelişen olayları kendi fenomeninde gerçekleşen birtakım etkilere karşı takındığı davranış şekli olarak ifade edilmektedir.

Davranışsal Finans yaklaşımıyla psikolojik bir varlık olan ekonomik bireyin kazanç ve kayıplarına farklı düzeyde ağırlık verdikleri Kahneman ve Tversky (1979) Beklenti Teorisi ile tespit etmişlerdir. Kahneman ve Tversky (1979) bireylerin Beklenti teorisinde faydayı; kayıptan kaçınmayı, kazanç ve servetteki artıştan daha fazla önem verildiğini belirtmişlerdir. Piyasalarda işlem yapan yatırımcıların duygusal davranarak, rasyonel olmayan dürtülerle hareket edip bu yönde karar vermektedir. Yatırımcılar bilgi yerine söylentilere göre tercihlerde bulunmaları ve zamanla bu durumun sistematik davranışlar biçimine dönüşmesiyle piyasaya düşük ya da aşırı tepkiyle piyasada risk oluşumunu tetiklemektedir (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 315).

Özellikle finans alanında, yatırımcıların psikolojik durumlarının, finansal piyasalara olan etkilerinin incelenip geleneksel piyasadaki işleyişe karşın yatırımcıların iyimser veya kötümser beklentiler içerisinde gösterdikleri tutumlar sergilemesi olarak tanımlanmaktadır (Canbaş ve Kandır, 2006: 27). Yatırımcı duyarlılığı olarak ifade edilen teorisinin öncüsü Black (1986) tarafından finans piyasasına kazandırdığı “söylenti” kavramıyla bu alanda ilgi çeken konuyu kavramsallaştıran De Long, Shleifer, Summers ve Waldman (1990) ve yatırımcı davranışlarının bir koşulu olan, yatırımcı duyarlılığında değerlendirilmiştir.

Yatırımcı psikolojisi finans piyasalarını etkilemesiyle yatırımcıları finansal kararlar alırken sadece ekonomik değerleri önemsemezler, aynı zamanda finansal karar süreçlerinde yatırımcıların psikolojik etkileri barındırarak içgüdüsel, geçmiş öğretiler ve algıladıkları biçimiyle çevresel olayları değerlendirirler. Böylece yatırımcı duyarlılığı, yatırımcıların alacakları kararları etkileyebilmektedir (Taner ve Akkaya, 2005: 47-50).

Rasyonel davranan arbitrajcılar ile dışsal duygularınla karar almaya eğilimli irrasyonel yatırımcı olarak iki tipi bulunan davranışsal finans modelinde, yatırımcılar piyasada birbirleriyle rekabet ederken fiyatları ve beklenen getiride piyasayı etkilemektedirler. Bu süreçte irrasyonel yatırımcılar, fiyatlarda yanlış değerlendirmelere neden olmaktadır. Bu durum, irrasyonel yatırımcıların duyarlılıklarında yaşanan değişimleri piyasaya yansıtılmalarından kaynaklanmaktadır (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 325).

Yatırımcı duyarlılığı, menkul fiyatlarda yatırımcıların belirgin hatlarının toplamı olarak değerlendirilmiştir. Yatırımcıların irrasyonel tutum trendleri yatırımcı duyarlılığında aşırı iyimserlik taşımaktadır (Shefrin 2008: 216; Kıyılar ve Akkaya, 2016: 322).

### **1.3.1. Söylenti (Noise) Ticareti**

Black (1986) finans piyasalarında faaliyette bulunan rasyonel yatırımcıların varlık fiyatlarındaki değişiminin yarattığı risk faktörünü değerlendirmiş ve gürültü (Noise) kavramını ilk kez ifade etmiştir. Black, bilgi yerine söylentilerle işlem gerçekleştiren yatırımcılara “söylenti tacirleri” sıfatını vermiştir. De long, Shleifer, Summers ve Waldman (1990) yatırımcıları, rasyoneller ve söylenti tacirleri olarak iki tip olarak değerlendirmektedir ve aynı zamanda söylenti tacirleri, gelecekteki beklentilerini duyarlılıklarının etkisi altında karar alan yatırımcılardır.

Rasyonel olmayan, söylenti tacirleri olarak ifade edilen yatırımcılar; sezgileri ve kalıplaşmış inanışlarına dayalı irrasyonel tercih ve davranışlarıyla hareket eden yatırımcılardır. Bu irrasyonel tutumlar gösteren yatırımcılar “söylenti tacirleri” birbirini izlemekte ve çıkan söylentilerle oluşan ortak yargılarından kaynaklı hataları daha da kuvvetlenmektedir (Gürünlü, 2011: 41-42).

Geleneksel finansın varsayımı olan rasyonel davranış, kamuya gelen haberlere göre verilen tepkilerdir. Ancak psikolojik birey olan yatırımcıların tüm değişimleri rasyonel temele dayandırdığı söylenemez; özellikle yatırımcıların beklentileri ve duyarlılıklarından kaynaklı değişimlerde bulunmaktadır. Bu değişimlere yatırımcıları yanıtı doğru olmayan sinyaller verebilmektedir. Bu nedenle bilgiye karşın söylentiyle yatırım da bulunduğu beklenen getirinin hem tahmin zorluğu hem de yanlış yatırım kararları alınmaktadır (Canbaş ve Kandır, 2007: 222-223).

### **1.3.2. Aşırı ve Düşük Tepki (Overreaction and Underreaction)**

Geleneksel finasta sermaye piyasalarında tam rasyonalite de etkin bir yapının olduğu teorisine karşın yatırımcıların bu teoriye görece duyarlılıkları yanı sıra riskler ve önyargıları taşıdıkları varsayımı kapsamında gelişen yeni yaklaşımlarla varlık fiyatlarında yanlış değerlendirmelerinden kaynaklanmaktadır. Yatırımcılar gelen

haberlere anormal tepkiler vererek piyasada aşırı ve düşük tepkiye sebebiyet vermektedir. Bunlar da yatırımcıda davranışsal veya zihinsel temelli olgulardır (Balı, 2011: 38).

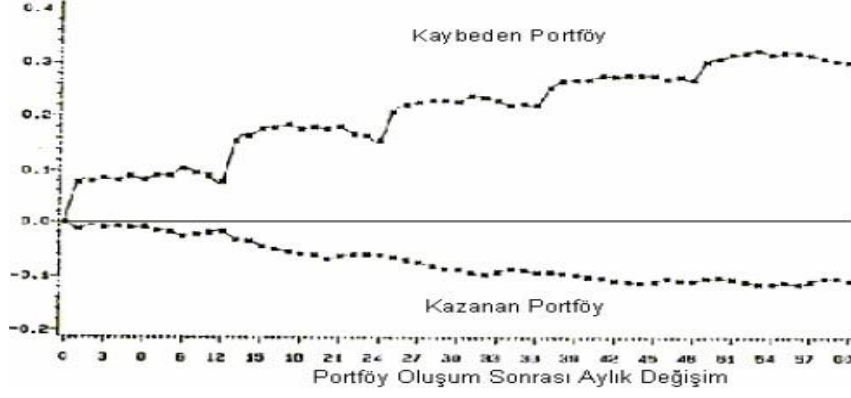
Aşırı tepki olarak adlandırılan ve sermaye piyasalarında pazara verilen iyi haberlere ilişkin yatırımcının davranışlarında meydana gelen duyarlılıkla anlık tepkiler vererek aldıkları yatırım kararları ile yatırımda bulunup menkul kıymetlerde oluşan aşırı fiyatlanmalara ve getirilerin uzun vadede ortalamaya dönme eğilimi göstermesine neden olan durumu ifade etmektedir. Bu iyi haberlerin piyasalara ardı sıra açıklanması ile oluşan kazanımların, kötü haberlerin arkasından oluşan kazanımlardan daha az gerçekleşmesi haline ise aşırı tepki hipotezi denmektedir.

Köken olarak aşırı tepkiyi literatüre kazandırmada, De Bondt ve Thaler tarafından 1985-1987 yıllarında yayınlanan araştırmaları ile "Does the Market Overreact?" başlıklı ünlü makalesinde, De Bondt ve Thaler (1985) yatırımcıların yatırım kararları alırken ilk safhada aşırı bir tepkide bulduklarını ve sonrasında ise menkul değerleri hatalı fiyatları gerçekte olan değerine uzun bir zaman dilimi içerisinde telafi etmek isteğiyle yanlış kararlarını düzeltme çabasını gösterecek olmalarına aşırı tepki verme (Overreaction Hypothesis) hipotezi adını vermişlerdir (Özer, 2000:1). Yatırımcılara gelen yeni haber "t" in "zt" ile belirtilmesiyle "iyi ve kötü haber" olarak değerlendirilir. (zt=G iyi, zt=B kötü haber), j>1.

Aşırı tepki formülü aşağıda gösterilmektedir:

$$E(r_{t+1}|z_t = G, z_{t-1} = G, \dots, z_{t-j} = G) < E(r_{t+1}|z_t = B, z_{t-1} = B, \dots, z_{t-j} = B)$$

De Bondt ve Thaler (1985) Amerikan New York Borsası'ndaki verilerini kullanarak hisse senetlerinin getirilerini iki bölüme ayırarak performansını temsili bir pazar endeksine göre oluşturmuşlardır. Böylece geçmiş beş yıl boyunca kazandıran (kaybettiren) hisse senetlerinin izleyen beş yıllık dönemde diğer portföylere göre daha az kazandırdığını ya da kaybettirdiğini tespit etmişlerdir. Diğer bir deyişle; geçmişte kazandıranların (kaybettirenlerin) izleyen dönemde kaybettirdikleri (kazandırdıkları) görülmüştür (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 333).



**Kaynak:** (De Bondt ve Thaler 1985: 800)

**Şekil 1.3:** Kazanan-Kaybeden Portföyler Ortalama Birikimli Getirileri

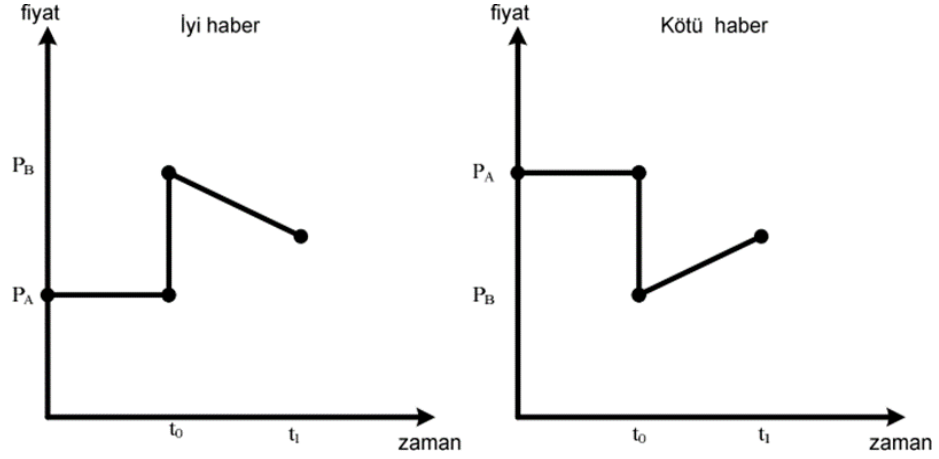
Yatırımcıları piyasadan gelen bazı firmalarla ilgili iyi veya kötü yeni haberler edinirler. Yatırımcılara gelen yeni haber “t” in “zt” ile belirtilmesiyle “iyi ve kötü haber” olarak değerlendirilir. (zt=G iyi, zt=B kötü haber). Burada, düşük tepkide gelen yeni iyi duyurulardan sonra firmanın varlık fiyatlarındaki belirli dönemdeki ortalama getirilerinin kötü duyurulardan sonraki aynı dönemdeki ortalama getirilerden fazla olması durumunda görülmektedir (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 327). Düşük tepkiye ait formül aşağıda gösterilmektedir:

$$E(r_{t+1}|z_t = G) > E(r_{t+1}|z_t = B)$$

Düşük tepkiye dair bulgular, yatırımcıların bazı bilgi ya da haberlerden, hisse senetleri fiyatları ile ilgili, kısa vadede, yetersiz ilgi gösterdiğini ortaya koymaktadır. Bunun da yeni haberlerin fiyatlara yavaş etki ederek olumlu bir oto korelasyonda bulunduğunu göstermektedir (Barak, 2008: 209).

Gelen iyi haber ve kötü habere ilişkin tepki grafiği Şekil 1.1’ de gösterilmektedir.





**Kaynak:** (Balı, S. 2011: 38)

#### **Şekil 1.4:** Aşırı ve Düşük tepki Grafiği

Yukarıdaki iyi haber grafiğinde piyasadan gelen haberle yatırımcının aşırı tepki vermesi nedeniyle varlık fiyatında ani bir yükselişten ( $P_a$ ' dan  $P_b$ ' ye) sonra ortalamaya gelme eğilimi ( $P_a$ ' ya doğru) göstermektedir. Diğer grafikte de benzer durum söz konusu olmaktadır. Kötü haberin etkisiyle gerekenden düşük tepki ( $P_a$ ' dan  $P_b$ ' ye) veren yatırımcılar varlık fiyatını aşağıya çekmişlerdir. Fakat düşen fiyat daha sonra yükselme ( $P_a$ ' ya doğru) yönünde hareket etmiştir.

#### **1.3.3. Belirsiz Bilgi Hipotezi (Uncertain Information Hypothesis)**

Yatırımcılara gelen yeni iyi veya kötü beklenmeyen bilgilerin, belirsizlik riski oluşturduğunu savunan görüş, Belirsiz Bilgi Hipotezi olarak ifade edilmektedir. Hipoteze göre beklenmeyen iyi haber ve kötü haber sonrası anormal getiriler, belirsizliğin azaldığı düzelleme safhasında, pozitifdir olmaktadır. Belirsizlik ortamı mevcutsa piyasadaki fiyatlamaya yatırımcıların fiyatları normal değer altında değerlendirip rasyonel kararlar almaktadır. Belirsizlik altında başlayan işlemler süresinde belirsizlik kademeli düşüyorsa, fiyatlar da yükseliş eğilimine girerek temel değerlerine dönmektedir (Mehdian, Nas, Perry, 2008: 338; Kıyılar ve Akkaya, 2016: 331).

## 2. BÖLÜM

### TÜKETİCİ GÜVENİ VE GÜVENİNİN ÖLÇÜLMESİ

Son yıllarda finansal faaliyetlerin sadece mevcut finans değişkenlerinden ziyade bireylerin psikolojik ve sosyolojik unsurlarının da göz önünde bulundurarak incelenmesi gerektiğini savunan “davranışsal finans-davranış ekonomisi” alanındaki gelişmeler güvenin de etken bir rol olarak ekonomik çalışmalarda öncelikli olarak irdelenmesi gerekliliğini göstermektedir. Çünkü temelde sosyolojik bir kavram olarak güven, toplumu oluşturan bireylerin kararlarında ve davranışlarında en temel unsurlardan biri olarak yer tutmaktadır.

*“Güven ve güvenmek her şeyden önce dinamik bir süreç ve sosyal bir olaydır. Sosyal olayların teknik konulara göre daha fazla değişkene bağlı olması, deney ve laboratuvar imkânlarının bulunmayışı, güven duygusunu kültürel ve kurumsal unsurlardan birine bağlanmasını engellemektedir. Bütün bunlar bir yana, güven duygusu sadece sosyal ya da ekonomik değil, politik boyutu da olan bir kavramdır (Özsağır, 2007: 48).”*

Katona (1968) tüketici güveni konusunu mevcut teorilerde tüketicilerin tamamen rasyonel karar vermesi anlayışından ziyade psikolojik dürtülerinin de bir faktör olarak ekonomi disiplini açısından değerlendirilmesini ele almaktadır. Ekonomi disiplini kavramını, hane halkı tüketicilerinin davranışlarının satın alma gücü ve yönündeki istekliliğinin belirlediği bir koşul olarak nitelemektedir.

*“Güven hem ekonomik hayatta hem de çalışma hayatında tüm ilişkilerin optimal olarak sürdürülebilmesinde ve verimli sonuçlar elde edilmesinde en önemli faktör olmuştur. Güven faktörü, ekonomik ve sosyal hayattan çıkarıldığında ekonomik ve sosyal hayat işlevselliğini kaybetmektedir (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 341).”*

Ekonomi tarihine bakıldığında, özellikle 20. yüzyılın son yarısından sonra ekonomideki bekleyişler konusu önemli olarak görülmüş ve bu doğrultuda ülkeler, ekonominin geleceğine ilişkin tüketicilerin beklentilerini ölçmek için anketler uygulamışlardır. Özellikle finans piyasalarında, ABD gibi ekonomik açıdan kilit önem arz eden ülkelerde ilan edilen güven endeksi rakamlarına ilgi gösterilip

izlenmektedir. Tüketicilerin ekonomik geleceğe ilişkin beklentileri ile ekonomideki birçok parametrenin ilişkide olduğu varsayılarak akademik araştırmalar bu doğrultuda gerçekleşmiştir. Akademik yazımda yapılan çalışmaların bir kısmı tüketicilerle ilgili güven endeksi ile paranın değeri arasındaki ilişkiyi incelemeye yöneliktir (İbicioğlu, Kapusuzoğlu ve Karan, 2013: 6).

## 2.1. Güven Kavramı

Güven kavramını ifade etme konusunda literatürde birçok açıklama ve farklı tanımlamalar bulunmaktadır. Yalın bir tanımlama olarak güven, sözlükte\* “*korku, çekinme ve kuşku duymadan inanma ve bağlanma duygusu*” şeklinde ifade edilmektedir. Bununla birlikte bireylerin karşılıklı ilişkilerinden, teolojik açıdan, Tanrı ve Din inancına, psikolojik-sosyolojik, ekonomik-politik, örgütsel davranış ve birlikte yaşama koşulunun getirileri ile bu faktörlerin etrafında oluşan fenomenlerinin bireylerin davranış ve kararlarında önemle belirleyici bir olgu olarak güven yer almaktadır.

Fukuyama (1998) güveni sosyal bir sermaye olarak değerlendirirken bir güven topluluğu yaratmanın koşulunu klasik fayda-maliyet beklentisiyle salt insana yapılan yatırıma karşın bir toplumun ahlaki normlarının sürdürülebilir ve dürüstlük, sadakat gibi erdemlerinin kazanılmasında bireylerin birbirine bağımlılığını gerektirdiğine bununda güvenin sosyal sermaye edinilmesinde yalnız bireysel değerlerden ziyade sosyal değerlerin baskın olmasının gerekliliğini söylemektedir. Fukuyama (1998) buna ek olarak sosyal sermayeyi, bir toplumda veya onun bazı bölümlerinde güven duygusunun hâkim olmasından kaynaklanan bir yeti olarak nitelemiştir (Fukuyama, 1998: 37).

*“Sosyal yaşamın çok önemli bir kısmını temsil eden ekonomik faaliyetler çok çeşitli normlar, kurallar, ahlaki yükümlülükler ve hep birlikte toplumu biçimlendiren diğer alışkanlıklarla sıkı sıkıya örülmüştür. Böylece bir ulusun rekabet yeteneği kadar, refahının da tek ve yaygın bir kültürel karakteristikle koşullandırıldığıdır. O’da, toplumda doğuştan gelen güven düzeyidir (Fukuyama, 1998: 20).”*

---

\* Türk Dil Kurumu. Güncel Türkçe Sözlük. Güven Tanımı. <http://www.tdk.gov.tr>.

Möllering (2001)' e güveni, diğer insanların hareketleri ve amaçları hakkında istenilen beklentilerdir. Güven ile ilgili konular; bireysel risk alma davranışı, iş birliği, sosyal sermaye, düzen vb. içinde geçerlidir. Güven, ilişkilerde samimilik, gerçeklik, dürüstlük ve erdemli olmayı kapsamaktadır ve taahhütleri yerine getirmede bilinçli tutarlılık olarak toplumsal düzenin, ekonomik hayatın ve demokratik gelişmenin temelini oluşturmaktadır (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 342).

Uslaner (2002)' de ise güven kavramı üç farklı biçimde tanımlanmıştır:

1. Stratejik güven (strategic trust): Kişilerin gündelik yaşantılarından deneyimleyerek elde ettikleri güvendir.
2. Kişisel güven (particularistic trust): Kişilerin akrabalarına veya yakın çevresindeki tanıdıkları ile kendileri gibi benzer olan kimselere karşı duyduğu güvendir.
3. Genel ya da ahlâki güven (generalized/moralistic trust): Kişilerin akrabalarına, yakın çevresindeki tanıdıklarına veya kendileri gibi benzer olan kimselere karşın özellikle kendi yakınına bulunmayan yani kendilerine yabancı kişilere duymuş oldukları güveni ifade eder.

“Rousseau (1998) ise güven kavramını, taraflar arasında belirsiz bir durumunun varlığında, bir tarafın karşı taraftan kişisel olarak fayda göreceğine ya da zarara uğramayacağına yönelik olumlu beklenti olarak tanımlamaktadır. Misztal (1996) da taşıdıkları rollere göre güveni ticari, problem çözücü, bilgiye yönelik, teknik ve belirleyici olarak ayırarak tanımlamaktadır. McCough (1998) davranışsal, ticari ve teknolojik güven tanımlamaları yaparken, Kini ve Choobineh (1998), güven kavramını bireysel, sosyal ve ilişki boyutlarıyla üç farklı biçimde ele almaktadır. Bacon (1998) ise güveni bir mal, inanç ve davranış olarak tanımlamaktadır (Kara, Sarıkaya ve Temizel, 2009: 282).”

Giddens (2018) güveni bir bireyin veya sistemin güvenilirliğine olan inançla benzer olmadığını güvenin inançtan türetildiğini ve inanç ile itimat arasındaki bağ olarak tanımlamıştır. Giddens güvenilirlikle ilgili birey ve sistem olarak güveni iki düzeyde değerlendirmektedir. Güven, bireylerin eylemleri ya da sistemin eylemleriyle ilgili olsun her koşulda güvenilirlik kavramını barındırır. Bireylere olan güven her zaman sisteme duyulan inançla makul bir seviyeye kadar ilişkilidir.

Bu iki düzeyde güven ilişkilerini modernlikle nitelendiren Giddens, sistemlere duyulan güveni bireyin ilgisiz kaldığı bilgi işleyişine karşın inancı kapsayan örtülü bağılıklar meydana gelmektedir. Bireye duyulan güvende ise görünür bağılıkları içerir ve güvenin sağlanma koşulu olarak dürüstlük beklenmektedir (Giddens, 2018: 89).

Giddens (2018) güveni böylece bir tanıma ulaştırma noktasında; güven, belirli sonuçlar veya olaylar toplamı değerlendirildiğinde kişi ya da sistem güvenilirliğine olan itimat olarak ifade eder. Burada itimat başkasının dürüstlük veya sevgi gibi duygusal doğruluğuna ilişkin var olan inancı vurgular.

Birey ilişkilerinde gerek sosyal yaşam gerekse iktisadi hayattaki ekonomik faaliyetleri içeren eylemlerin odağı olan bireylerle gerçekleştirilmesi aynı zamanda bireyin bulunduğu yapının bir topluluk olarak nitelenebilmesi için bireylerin karşılıklı ilişkiler kurmalarını gerektirir bunu da sağlamanın ön koşulu ise dürüst ve sağlıklı bir iletişim kurmaktır. Böyle bir iletişimin kaliteli bir şekilde kurulmasını ve sürdürülebilmesini ise güven unsuru oluşturmaktadır.

*“Güven, bireylerarası ilişkilerin hijyen koşuludur. Var olduğu sürece fazlaca üzerinde durulmaz. Ancak yokluğunda, ilişkilerin sürdürülebilme ve yararlı sonuçlar verme ihtimali hızla azalır veya tamamen ortadan kalkar (Erdem, 2003: 153).”*

Güven aktörlerin karşılıklı münasebetleri ile ortaya çıkmaktadır. Güvenen ve güvenilen olarak güven ilişkisinde en az iki aktör bulunmaktadır. Güven kazanan birey olmakla birlikte, sistemin veya toplumun güveni de olabilmektedir. Mevcut ilişki bireysel, sosyal veya ekonomik açıdan bulunabilmektedir. Ayrıca karşılıklı güven de bazı durumlarda söz konusu olabilir ve ilişkinin gücünü arttırdığı gibi güvenin itibara dayalı bir ilişki olduğudur (Akkaya, 2014).

Güven ilişkisi, kişi ve grupların davranışlarının normlara uygun yapılmasını sağlar ve ayna zamanda belirsizliği en aza indirir. Güven ilişkisi risk taşımaktadır. Çünkü insanların güvendiği bir kişinin davranışlarını tahmin etmesinde yanılgılar olabilir. Yasal düzenlemeler bu durumda güvende riski azaltmada bir yoldur. Güvendeki riski azaltmanın biri diğeri de ‘güç mekanizmalarıdır. Güç başkalarının davranışlarını ya da kararlarını etkileyebilme yeteneği olarak tanımlanabilir (Thorelli 1986: 38).

Coleman (1988) sosyal sermayeyi insanların ortak amaçları için gruplar ya da organizasyonlar halinde bir arada çalışabilme ve bu ekonomik süreçte sermaye kavramı içerisinde konvansiyonel araçlarla somut üretim varlıklarının ziyade dile getirilen argüman bilgi ve insanoğlunun birçok nitelik ve özelliklerle donanmakta olduğunu söylemektedir.

“Coleman (1988) bilgi ve beceriye ek olarak, insan sermayesinin belli bir oranının, insanların birleşmeler oluşturma yetenekleri ile ilgili olduğunu öne sürüyor. Ve bu durumun yalnızca ekonomik yaşamda değil, toplumsal yaşamın diğer tüm alanları için de çok önemli olduğunu ekliyor. Diğer yandan, birleşme yeteneği, toplulukların ne ölçüde, normları ve değerleri paylaşabildiğine ve bireysel çıkarları daha büyük ölçekteki gruplara tabi kılabilmesine dayanıyor (Fukuyama, 1998: 23).”

Fukuyama (1998) buradan anlaşılan, paylaşılan değerlerin güveni meydana getirdiğinin ve bundan sonra göreceğimiz gibi, güvenin büyük ve ölçülebilir bir ekonomik değerinin varlığı söz konusu olmaktadır.

## **2.2. Ekonomik Anlamda Güven**

Güven söylemleri ve tartışmalarına istinaden ekonomi-sosyoloji alanlarına bakıldığında; ekonomi alanında Arrow (1974), Axelrod (1984), Casson (1991) ve Williamson (1993) bununla birlikte sosyoloji’ de Giddens (1990), Granovetter (1985), Luhmann (1979) ve Zucker (1986) gibi hepsinin yaptıkları güven analizlerinde kayda değer katkılar sunmuşlardır (Korczynski, 2000: 1).

Korczynski (2000) burada güven konusunda ki analizlerde gerçek ilerlemenin ekonomi ve sosyoloji disiplinlerinde yapılacak olan araştırmalardan sağlanacağına dikkat çekmiştir. Fukuyama (1998)’ da sosyal sermaye kavramı ile toplumları yüksek güvenli ve düşük güvenli olarak ikiye ayırmaktadır. Aynı zamanda güvene bağlı sosyal sermayenin, kendiliğinden sosyalleşmede toplumların eko-politik tutumlarında önem arz etmektedir.

*“Güven günümüzde ekonomik ilişkilerde önemli bir rol oynamaktadır. Davranışsal Finans alanındaki çalışmalar sonucu bireylerin finansal faaliyetlerinin sadece ekonomik değişkenlerle açıklanamadığı, psikolojik ve sosyolojik unsurların da dikkate alınması gerektiği vurgulanmaktadır. Bu alandaki gelişmeler güven unsurunun etkisinin de incelenmesi gerektiğini göstermektedir. Temelde sosyolojik-*

*psikolojik bir kavram olan güvenin ekonomik yansımaları da önemlidir (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 350)."*

Güven, özellikle sosyo-kültürel yapısı önemli ölçüde değişime uğramış toplumlarda daha da önemli olarak, mal ve hizmet üretim süreci içerisindeki dinamiklerin, işçi ve işverenin ilişkilerinde var olan güçlü hukuksal yapıyla birlikte güvene dayalı olması önem taşımaktadır. Böylece güven kaynaklarının etkin kullanımına imkân vermekle, maliyet kontrollerini de daha basit hale getirmektedir (Özsağır, 2007: 50).

Bu durumun aksine insanlar, birbirine güveni olmayan bir toplumda, en nihayetinde kendilerini yalnızca müzakereye, anlaşmaya ve dava etmeye güden formel bir kurallar ve düzenlemeler sistemi birbirleriyle iş birliği yapabildikleri bir toplumda bulacaklardır. Toplumdaki güvenin yerini alan ve buna ekonomistlerin "işlem maliyetleri" diye adlandırdıkları unsuru kapsamaktadır. Yani toplumdaki yaygın güvensizlik olgusu, bütün ekonomik faaliyetlere bir tür vergi olarak eklenecektir (Fukuyama, 1998: 38-39). Fukuyama (1998) böylece yüksek güven duygusunun var olduğu toplumların söz konusu vergi yükünü taşımayacaklardır.

*"Birey, toplum ve devlet arasındaki ilişkilerin sağlıklı bir zemine oturmasını, işlem maliyetlerinin düşmesinin yanı sıra, sermayenin ve nitelikli emeğin etkin kullanılmasını sağlayan güven unsuru, topluma kendiliğinden sosyalleşme eğilimi kazandırdığı için de ekonomik ve demokratik gelişmenin temelini oluşturmaktadır (Gökalp, 2003:173)."*

Aynı zamanda güveninin ekonomideki işlem maliyetlerini azaltmadaki etkinliği açısından mevcut piyasa ortamında faaliyette bulunan kuruluşlar, güveni kurumsal sosyal sorumluluk aracı olarak görüp yatırımcı-işletme ilişkisinde güven unsurunu kullanarak, işlem maliyetlerini düşürmede ve sermayeye kaynak temini sağlamada doğrudan katkı vermektedir (Kara, Sarıkaya ve Temizel, 2009: 279).

Korczynski (2000) iktisadi faaliyette güç ve pazarın yanı sıra güveni de göz önünde bulundurulması gerekliliğini savunmuştur. Güven ilişkisinin niteliği olarak; bir değişim ortağı, başkalarının güvenine layık olduğunda güvenilirdir. Bir güvene layık değiş tokuş girişimi içerisinde bulunan taraflardan birinin başkalarının güvenlik açıklarını ve tabi zayıflıklarını sövmeyecek olanıdır (Korczynski, 2000: 4).

Güven, ekonomik karar alıcıların tecrübeleri, davranışlarının tahmin edilebilirliği ve belirsizlik kavramlarıyla paralel hareket etmektedir. Ekonomik ilişkide beklentilerin gerçekleşmeme veya zarar etme varsayımının güvenin risk taşınmasına neden olmaktadır. Güven olgusu, belirsizlik ve risk durumlarında kullanılmaktadır. Böylece güvenen taraf risk üstleneceği bir durumla karşı karşıya kalacaktır (Akkaya, 2014).

Chen (2011) gelecek döneme ilişkin beklentilerle ilgili tüketici hislerinin ilişkili oldukları dönemde yapılacak olan harcamalar ve ekonomik faaliyetlerden önemli veriler sağlandığını ve bu sağlanan verilerden tüketici davranışları ekonomik faaliyetleri belirleme konusunda önemli bir faktör olarak değerlendirilir. Ayrıca ekonomik süreçle ilgili kaygılar taşıyan tüketicilerin tüketim harcamalarını kısma eğilimi göstererek ekonomide durgunluk ve daralmaya sebebiyet vermektedir.

Bu nedenle politik ve yasal sebep kaynaklı, resmi kararların kısa sürede değişmesinin bile; gelenekler, adetler, davranış biçimleri gibi ortak paylaşılan normlara dayalı güven duygusunun varlığı, toplumdaki istikrarlı yapıyı muhafaza edecektir. Fakat buna karşın, enformel (yasal geçerliliği olmayan mevcut durum) kurumsal yapıya dayalı güvenin uzun dönemde sürdürülebilirliği için formel (yasal geçerli durum) kurumsal yapı ile de desteklenip güçlendirilmelidir (Gökalp, 2003: 166). Modern ekonomik yaşam dahilinde minimum düzeyde dahi gayri resmi (enformel) güvenin bulunmaması durumunu Kenneth Arrow (1974) şu sözlerle açıklamaktadır (Fukuyama, 1998: 141):

*“Şimdi güven, başka hiçbir şey değilse bile, çok önemli pragmatik bir değerdir. Güven, toplumsal sistemin önemli bir akışkanıdır. Aynı zamanda son derece etkindir. Diğer insanların sözlerine belli bir ölçüde bel bağlama hissini vererek başınızı birçok deritten kurtarır. Maalesef bu çok kolayca satın alınabilen bir mal değildir. Eğer güveni satın almak zorundaysanız, zaten ne satın aldığınız hakkında şüpheleriniz vardır. Güven ve benzeri değerler, sadakat veya doğruyu söyleme gibi ekonomistlerin ‘dışsallık’ diye adlandırdığı şeylere örnektir. Onlar maldır; gerçek, pratik, ekonomik değerleri vardır; sistemin etkinliğini artırır, daha fazla mal üretmenize veya yüksek düzeyde itibar ettiğiniz değerlerinizi üretmeye imkân tanır. Ancak bu malların açık pazarlarda işlem görmesi teknik olarak mümkün olmadığı gibi anlamlı da değildir”*

Ekonomik çerçevede güven, bireylerde ve kamuda yarattığı etkilerin ekonominin seyri açısından önemli bir gösterge ve değerlendirme aygıtı olarak yer almaktadır.



### 2.3. Ekonomide Güven Faktörü ve Beklentiler

Günümüzde yaşanan finansal ve iktisadi süreçlerde gerçekleşen ekonomik eylemleri, geleneksel ve klasik iktisadi öğretileri açıklayabilme ve çözümler üretme konusunda yetersiz kalmaktadır. Özellikle finans alanında insanı bir faktör olarak değerlendirip insan davranışlarına göre tanımlayıp, tavır alan finansal akımların ortaya çıkmasıyla birlikte “davranış ekonomisi-davranışsal finans” temelde insanda olan güven olgusuyla ve gerek kamu gerekse özel piyasalarda oluşan güven ve beklenti akımlarının mevcut piyasalara olgu ve olayları tahmin gücü kazandırmasıyla, gelecekte gerçekleşecek süreçler hakkında piyasa belirleyicileri ile yatırımcıların, karar almadaki davranışlarını etkileyebilmektedir.

Böylece güveni salt bir sosyolojik olgu olarak kabul etmeye nazaran, sosyal hayatın içinde olan ekonomide de güven önemini kabul ettirmektedir. Güveni de içeren pek çok olguyu dışlayan ve bireyleri rasyonel davranan, fayda maksimizasyonunu hedefleyen, mekanik varlıklar şeklinde ele alan ana akım ekonomi doktrinlerinde ne gerçek hayatı ne de ekonomiyi açıklamasını yapmakta etkisiz kalmaktadır. Ekonomi, toplumun ahlakı, kültürü, benliği göz ardı edilerek değerlendirilemez (Aykın, 2017: 11).

*“Bireylerin ekonomik eylem ve işlemlerinde beklentilerin her zaman önemli bir yeri olmuştur. Ekonomi biliminin temel varsayımı olan Homo economicus, geçmiş bilgilerinden elde ettiği tecrübe ile geleceğe dönük beklentilerini kullanarak kararlar almaktadır. Esasında bireyin mikro ve makro düzeyde karşılaştığı ekonomik olaylar geleceğe dönük tüketim, yatırım, tasarruf gibi makro kararlarını da etkilemektedir. Bu bağlamda beklentileri ana eksene yerleştirdiğimizde karar mekanizmasının kaynağı bireyin duyduğu güvene temel oluşturacaktır. Teoride tüketici güveni kavram olarak mikro ekonomi bağlamında değerlendirilebilecek gibi gözükse de dolaylı olarak da olsa tüketicinin güven algısının belirlenmesinde makroekonomik gelişmeler de belirleyici olacaktır. Mikro ve makro göstergelerin bireyin güven algısını belirleyerek beklenti ve ekonomik kararlarının yönünü teşkil edeceğini göstermektedir (Beşel ve Yardımcıoğlu, 2016: 476).”*

Teoride beklentilere, gelecekte bazı önemli ekonomik değişkenlerin sayısal değerinin ne olacağı ile ilgili tahminlere daima önem atfedilmiştir. Söz konusu

tüketici veya üretici, ya da tasarruf sahibi ile emekçi, davranışlarını beklentilere göre belirlemede, bariz ekonomik kararlarını daima geleceğe yönelik beklentilerine göre almaktadır (Özsağır, 2007: 53).

Beklentiler, ekonomide güveninin oluşumunda çok yakından ilişkili olup, var olan beklentilerin geleceğe dönük bir takım ekonomik değişkenlerin bireylerin üzerinde ekonomik faaliyetlerin öngörüsünü ve ekonomik dengenin sağlanmasında kilit bir rol üstlenecektir. Ekonomik değişkenlerdeki ileriye dönük beklentiler, geçmiş deneyimler ve ekonomik yapıdan (tüketim ve yatırım eğilimleri) etkilenmesi kayda değer ölçüde olacaktır (Eğilmez ve Kumcu, 2016: 208).

Mevcut tüketici davranışı teorilerinde, tüketici davranışının tamamen rasyonel karar vermeye dayandığı ilkesinin; zamanla tüketicilerin, dürtüsel davranışlarından kaynaklanan tercihlerindeki sapmaların anlaşılması üzerine, tüketicilerin zevk, tercih ve tutumlarının dahil edilmesiyle tüketici gruplarının davranış değişimleri takip edilmelidir (Katona, 1968: 19).

Çevrenin dış etkenlerden dolayı değiştiği gibi, tüketici davranışlarının da değişen koşullara uyarlanmasıyla, tüketici davranışlarını anlamlandırmaya çalışan dinamik teori modeli olan uyumlu tüketici davranış teorisi dört ilkeye dayanmaktadır (Katona, 1968: 19-21):

1. İnsan davranışları, çevredeki ve kişilerdeki meydana gelen değişimlerinin bir işlevidir.
2. Bireyler ve aileler daha geniş grupların parçası olarak işlev görmek ve ortak bir kaderi paylaşmaktadır.
3. İstekler statik (durağan) değildir.
4. Sık sık ne başarı ne de başarısızlık yaşanmaz

Ekonomide beklentiler konusunda iki farklı teori vardır. Beklentiler açısından teorilerdeki farklılık, beklentilerin nasıl oluşturulduğu ve nasıl bir teorinin kullanımından kaynaklı ortaya çıktığıdır (Özsağır, 2007: 53).

### **2.3.1. Uyumlu Beklentiler (Adaptive Expectations) Teorisi**

Çevresel faktörlerin oluşturduğu bir ortamda ekonomik birey olan tüketicinin, beklentilerini etkileyerek, tüketici güveninde oluşan değişimleri ve sapmaları mevcut

koşullara uyarlayarak tavır alan bireylerin, bu ekonomik süreçte davranışlarını açıklamak ve geleceğe yönelik beklentilerini tanımlama durumunu Katona (1968) Uyumlu (*Uyarlanmış-Uyumcu*) Beklentiler Teorisi olarak ifade etmiştir.

Uyumlu beklenti, gelecekte bir değişkende var olması beklenen değerlerin aynı değişkenin geçmişteki ve bugünkü değerleri tarafından belirleneceği durumlarda gerçekleşeceğinin beklenmesi halinde söz konusu olmaktadır (Eğilmez ve Kumcu, 2016: 213). Böylece gelecekteki değerlerin değişimleri bugünden ya da geçmiş değerlere göre belirlenmesiyle birlikte bireylerin değişkendeki değerleri önceden tahmin etmesinde “uyumlu beklentileri” taşıyacaklardır (Aktan, 2010: 184).

Ayrıca bu uyumlu beklentileri taşıyan genel ekonomik seyir içerisinde bulunan bireylerin geleceğe yönelik bekledikleri fiyat seviyeleri “uyumlu beklentiler teorisine” göre geçmiş fiyatlarda belirlendiğinden bireylerin bugün mevcut olacağını bekledikleri fiyat, oluşan fiyat seviyesine eşit olmadığı durumda bireyler bu tahmin hatasını gelecek dönemde ortadan kaldırma davranışı gösterecektirler (Savaş, 2016: 227).

Böylece uyumlu beklenti içinde olan bireyler uygulanan ekonomi politikalarına karşı bir tutum içerisine girerek uyumcu beklentilere uygun davranışları karşısında ekonomi politikalarından beklenen kazanımları yalnızca ya kısa dönemde ya da geçici olarak elde ederler veya bu süreçte bazı olumsuz etkilere sebebiyet verirler (Savaş, 2016: 226).

### **2.3.2. Rasyonel Beklentiler (Rational Expectations) Teorisi**

Klasik ekonomi teorisinin temel kuramlarından biri olarak bilinen “rasyonel davranış” günlük dilde “akla uygun, aşırıya kaçmayan, makul” gibi anlamlar taşımakla, bireyin davranışlarında “akılcı” (rasyonel) bir tutum gösterdiği varsayımıdır (Savaş, 2007: 29).

Rasyonel davranış teknik manada “tutarlı davranış” (consistent behavior) olarak ifade edilirken bu davranış istikrarlı (stable) ve geçişli (transitive) koşulunu sağlamalıdır (Savaş, 2007: 30).

*“Rasyonellik, bireyin davranış biçimine verilen bir isimdir. Ancak çoğu defa gözden kaçan, bireyin rasyonel davranışı ile bireyin içinde yaşadığı ortamın özellikleri arasındaki ilişkidir (Savaş, 2007: 32).”*

Ekonomi alanında belirleyiciler, teori ve uygulamalarını 1970 dönemine kadar mevcut teori olan Uyumlu Beklentiler Teorisini (Adaptive Expectations Theory) ele alarak gerçekleştirmişlerdir. Bu dönemden sonrasını, ekonomik bir birey olan insanın tüketim ve eğilim davranışlarını değerlendiren anlayış Rasyonel Beklentiler Teorisi (Rational Expectation Theory) temel oluşturmuştur (Özsağır, 2007: 53-54).

Rasyonel Beklentiler Hipotezi adıyla Lucas Sargent ve John Muth tarafından ileri sürülen kuramda, doğru ekonomik modele uyan bireyler gelecekteki beklentileri ile ilgili tahminlerde bulunabilmektedir. Bu teorinin temel kavramını teşkil eden; bireylerin konu ile ilgili verileri elde edip kullanmasıyla gelecekle ilgili tahminlerinde hangi yöntemi kullandıysalar alacakları sonuç o yöntemin tahminleriyle uyumlu olacaktır (Savaş, 2007: 41).

Muth’ a (1961) göre bu hipotez üç ilkenin belirlenmesini sağlar, bunlar (Savaş, 2012: 86):

1. Enformasyonun (bilginin) nadir bir unsur olduğunu ve bu nedenle ekonomik sistemin onu israf etmeden etkin kullanmasıdır.
2. Beklentileri oluşturma biçimi, ekonomik sisteme dayanır.
3. Bir toplumsal tahmin, bir iç enformasyona dayandığı müddetçe ekonomik sistemde herhangi bir etki yaratmaz.

Bu ilkeler ışığında, Rasyonel Beklentiler Hipotezine göre bireylerin ekonomi süreciyle ilgili sağladığı tüm enformasyonu değerlendirip akılcı (rasyonel) davranış gösterirler (Savaş, 2016: 226).

Böylece Rasyonel Beklentiler Teorisine göre, Uyumlu Beklentilerin koşulu olan; bireylerin, uygulanan ekonomi politikalarıyla uyumcu belirli davranışlar göstermesine karşın bireylerin “rasyonel beklentiler” içinde olduklarını ve bu sebeple ekonomi politikaları karşısında aktif bir tutum göstererek, uygulanan ekonomi politikalarını tamamen etkisiz kılmaktadır (Savaş, 2016: 226).

## 2.4. Tüketici Davranışlarında Güvenin Ölçülmesi

Tüketici davranışları, genel ekonomik işleyiş içerisinde, ekonomik karar alıcı birimlerin kararlarındaki tutumlarında gelecekteki beklentilerle ilgili çerçevede ekonomik tahmininde bulunulması için gerekli bilgiyi sağlama açısından önemli bir rol üstlenmektedir (Kıyılar ve Akkaya, 2016:355).

Makroekonomide tüketici davranışları, ekonomik karar birimlerinin bir faktörü tüketici olduğundan tüketici davranışları, ekonomik süreçte karar alıcılar ile gelecekle ilgili ekonomik tahminlerde bulunacaklar için önemli yer tutmaktadır (Özsağır, 2007: 55).

Bu tüketici davranışlarını ise pek çok faktör etkilediği gibi tüketici davranışlarını etkilemede önemli bir faktörde tüketicinin beklentileridir. Bir diğer faktör ise ekonomik birimler arasındaki güven oluşumudur. Bu ve bunlar gibi birtakım faktörlere bağlı oluşacak olan güven derecesini ölçme, değerlendirme ve spesifik olarak açıklama imkânı yoktur. Bu nedenle tüketici güven derecesini ölçmede tüketici güven endekslerinden yararlanılmaktadır. Tüketici anketlerinden yararlanılarak oluşturulan güven endeksi göstergeleri, ekonomik performansı değerlendirmekte ve ekonomide genel bir tanımlama yapma imkânı sunmaktadır (Özsağır, 2007: 55).

Garner (1991) tüketici güvenini makro ekonomik değişkenlerle ilişkilendirmiştir. Ekonomik süreçte karar alıcıların psikolojik, sosyolojik ve politika karşısında gösterdiği tutumlarından kaynaklı tüketici güveninin ve gelecekle ilgili ekonomik beklentilerin oluşmasında makro ekonomik değişkenlerin, ekonomik birimlerde meydana getirdiği davranışlar üzerindeki etkilerinin güçlü bir biçimde bulunduğunu söylemektedir.

Tüketici güveninde pek çok faktör etkili olmaktadır. Ekonomik tahminlerde bulunulması açısından tüketici güvenini oluşturan beklentilere önem verilmektedir. Tüketici beklentilerine bağlı oluşan güven derecesini ölçmek için tüketici güven endeksleri oluşturulup değerlendirilmektedir. Bu nedenle gelişmiş ülkelerde tüketici güvenini ölçmek için anketlerden yararlanılmaktadır. Ülkemizde de tüketici güvenini ölçmek için Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından hesaplanmakta ve tüketici güven endeksi yayınlanmaktadır.

Ekonomik performansın değerlendirilmesi açısından genel olarak hazırlanan endekslerden yararlanılmaktadır. TGE' in 100' den büyük bir değer alması tüketici güveninde iyimser bir değerlendirmede bulunulurken, 100' den küçük olan değerlerde kötümser bir çerçevede değerlendirilmektedir. Endeks değerinin 100 tam olması ise başa baş bir noktada iyimser veya kötümser değerlendirilmesi gibi bir durumun söz konusu olmadığını göstermektedir (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 358).

#### **2.4.1. Tüketici Güven Endeksi**

Tüketici güven endeksi, ekonominin işleyişi hakkında değerlendirmeler, bireysel mali durumlar ve gelecek döneme ilişkin beklentileri yani gelecekte harcama veya tasarruf eğilimlerini ölçmeyi amaçlamaktadır (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 359).

Ülkemizde Tüketici Güven Endeksi, Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) iş birliği tarafından Tüketici Eğilim Anketi kullanılarak belirlenmektedir.

##### **2.4.1.1. TÜİK Tüketici Eğilim Anketi**

TÜİK Tüketici Eğilim Anketinin yöntemi, tüketici eğilimine yönelik sorular hazırlanarak yürütülen süreçte Tüketici Güven Endeksi hesaplanmaktadır. Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından hane halkının 2003 yılından beri eğilim anketi uygulamasından yararlanılarak aylık bazda TGE hesaplanıp yayımlanmaktadır. TGE verilerine ise 2004 yılı itibarıyla ulaşılabilmektedir.

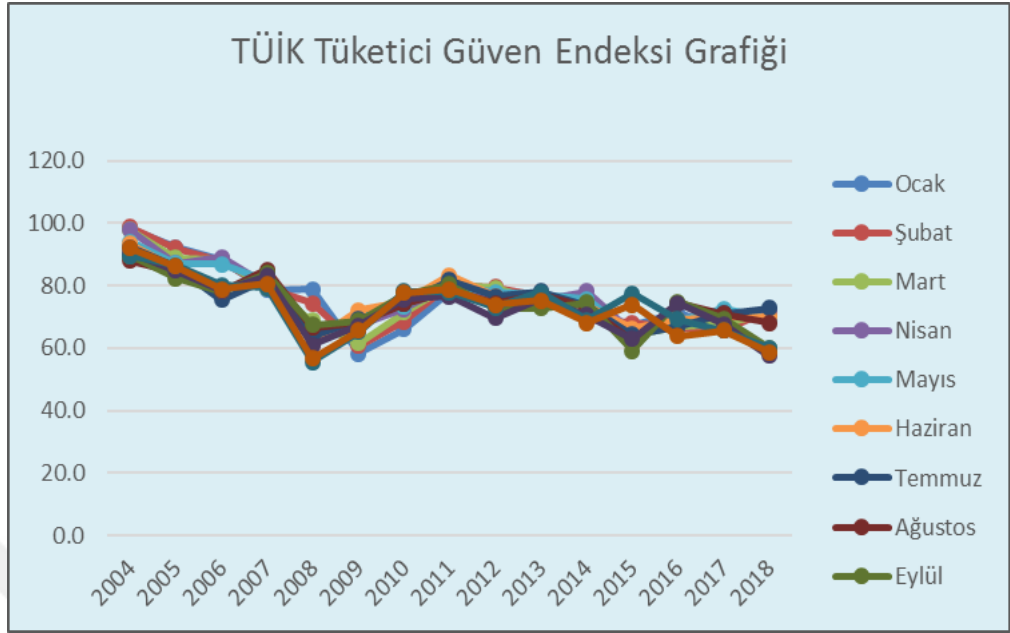
Hesaplama kuralları, Endeksler Avrupa Birliği'nin kullandığı denge yöntemine göre hesaplanmaktadır. Denge katsayısı her bir eğilim sorusu için; pozitif cevap verenlerin yüzdesinden negatif cevap verenlerin yüzdesinin farkı alınarak hesaplanmaktadır.

Denge katsayısına 100 eklenerek her bir soru için ayrı yayılma endeksi oluşturulmaktadır. Daha sonra seçilen soruların yayılma endekslerinin aritmetik ortalaması alınarak Tüketici Güven Endeksi hesaplanmaktadır. Endeks 0 ile 200 aralığında değer almaktadır. Endeksin 100'den büyük olması tüketici güveninde iyimser durum, 100'den küçük olması tüketici güveninde kötümser durum olduğunu

göstermektedir. Türkiye İstatistik Kurumu ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası iş birliği çerçevesinde aylık olarak yürütülen Tüketici Eğilim Anketi uygulaması bilgisayar destekli yüz yüze görüşme yöntemiyle (CAPI) uygulanmaktadır. 2012 yılında “Avrupa Birliği Uyumlaştırılmış İşyeri ve Tüketici Anketleri Ortak Programı” esaslarına göre uygulanmaya başlayan anket, 2015 Mayıs ayından itibaren Avrupa Komisyonu ortak finansmanı ile yürütülmektedir ([http://tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt\\_id=1104](http://tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1104)).

2004-2012 yılları arasında Hane halkı İşgücü Anketine modül olarak uygulanan Tüketici Eğilim Anketi, 2012 yılından bu yana “Avrupa Birliği Uyumlaştırılmış İşyeri ve Tüketici Anketleri Programı” kapsamında uygulanmaktadır. 2012 yılında başlayan Tüketici Güven Endeksi serisine, Reg ARIMA modeli kullanılarak geriye çekme yöntemi uygulanmış ve yeni endeks serisinin 2004-2011 dönemi için geriye çekilmiş serisi elde edilerek 2013 yılında kullanıma sunulmuştur ([http://tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt\\_id=1104](http://tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1104)).

Araştırma kapsamında Ocak 2004 – Aralık 2018 dönemine ilişkin TÜİK Tüketici Güven Endeksine ait grafik Şekil 2.1’ de gösterilmiştir.



**Şekil 2.1:** TÜİK Tüketici Güven Endeksi Grafiği



### 3. BÖLÜM

## YATIRIMCI DUYARLILIĞI VE YATIRIMCI DUYARLILIĞI İLE TÜKETİCİ GÜVEN İLİŞKİSİNİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR

Başlangıç olarak yatırımcı duyarlılığını inceleyen çalışmalar finansal piyasalarda hisse senedi getirilerinde meydana getirdiği etkiler üzerine olmuştur. Yatırımcı duyarlılığının öncü çalışmaları Black (1986), bu alanda ilgi çeken konuyu kavramsallaştıran De long, Shleifer, Summers ve Waldman (1990) ve yatırımcı davranışlarının birer koşulu olanı ve yatırımcı duyarlılığında değerlendirilen yatırım davranışlarının; (Söylenti Ticareti etkileri, Getiri Öngörülebilirliği, Getiriler Tahmini, Yatırım Ortaklıkları, Piyasa Likiditesi, Bireysel ve Kurumsal Sistemik Risk faktörü algılarının) finansal piyasalar ile hisse senedi piyasalarını etkilediğini gösteren çalışmalardır. Literatür incelemesinin devamında sırasıyla Yatırımcı Duyarlılığı ve Tüketici Güveni ilişkisi ile Yatırımcı Duyarlılığında Tüketici Güveni ve Döviz Kuru İlişkisinin etkileri ve sonuçları üzerine olan çalışmalar yer almaktadır.

Yatırımcı duyarlılığının etkilerini inceleyen ulusal ve uluslararası çalışmalar aşağıda tarih sırasıyla incelenmiştir:

### 3.1. Yatırımcı Duyarlılığı Çalışmaları

Black (1986) finans piyasalarında faaliyette bulunan rasyonel yatırımcıların varlık fiyatlarındaki değişiminin yarattığı risk faktörünü değerlendirmiş ve çalışmasında gürültü kavramını ilk kez ifade etmiştir. Black, bilgi yerine söylentilerle işlem gerçekleştiren yatırımcılara söylenti tacirleri sıfatını vermiştir. Böylece söylenti tacirlerinin miktarı arttığında bilgi temelli yatırım kararı alan yatırımcıların daha fazla işlem yapmasına rağmen varlık fiyatlarının etkin olmayacağıdır. Böyle bir duruma neden olarak ise, rasyonel yatırımcıların ne kadar işlem yapsalar da büyük riskleri barındıran yatırımları finanse etmek istememeleri ile aldıkları bilgilerin varlık fiyatlarına yansımaları konusunda tam bilgiye sahip olamamaları olacaktır. Sonuç itibari ile bu sebeplerden ötürü piyasada hem söylentilerle hem de bilgiyle yatırım kararları alan yatırımcılar var olup menkul kıymet fiyatlarının da bilginin akabinde söylenti faktörünü de bünyesinde bulunduracaktır.

French ve Roll (1986) hisse senedi piyasasında Ocak 1963-Aralık 1982 yılları arası uyguladıkları regresyon modeli ile varlık fiyatlarında %4 ile %12 arasındaki değişkenliği hisse senetlerinin yanlış fiyatlanması ile oluştuğunu tespit etmişlerdir. Oluşan bu değişkenliğin ciddi sayıda fazla oluşunun özel bilgidan kaynaklandığını, diğer bir ifadeyle böylesi bir duruma yatırımcı duyarlılığının sebebiyet verdiğini göstermişlerdir. Değişiklikler konusundaki üç hipotezleri; tatil günleri bulguları, özel bilgi ve söylenti ticareti ile uyumluluk göstermektedir.

De long, Shleifer ve Waldman (1990) yatırımcı duyarlılığının bir koşulu olan söylenti ticaretinin riskini araştırdıkları çalışmalarında, rasyonel olmayan söylentinin tacirler tarafından rastgele inanışlarla fiyatları etkileyip beklenen getiriyi sağladığı piyasa modelini sunmuşlardır. Bu piyasada, rasyonel yatırımcılar ile söylenti tacirleri olmak üzere iki tip yatırımcı bulunur. Söylenti tacirlerinin yatırımcıların duyarlılıklarının etkisinde olduklarından bekledikleri getirilerde rasyonel değildirler ve bundan ötürü fiyatlar çok değişkenli olup belirsizdirler. Araştırmacılar yatırım ortaklıkları üzerine yaptıkları çalışmalarında söylenti tacirlerinin duyarlılıklarına yani iyimser ve kötümser olmalarına istinaden yatırım ortaklıklarını bu sebeple söylenti tacirlerinin duyarlılık riski taşıdığına işaret etmişlerdir.

Lee, Shleifer ve Thaler (1991) yatırımcı duyarlılığı ile ilgili öncü bir çalışma olan bu araştırmada yatırım ortaklıkları iskontosu ile yatırımcı duyarlılığı ilişkisini yani yatırım ortaklıkları iskontosundaki oynaklığın sebebi ile yatırımcı duyarlılığı ilişkisini araştırmışlardır. 1960-1987 dönemlerinde hisse senetlerinde işlem yapan yatırım ortaklıklarının net varlık değerlerini ve iskonto oranlarını kullanarak söylenti modeline göre (De long, Shleifer ve Waldman 1990) incelemişlerdir. Yaptıkları analizlerde yatırımcı duyarlılığının yatırım ortaklıkları iskontolarını kayda değer oranda birbiriyle ilişkide olduğunu tespit etmişlerdir. Aynı zamanda yatırım ortaklıklarının kişisel yatırımcı duyarlılığı değişkenliğinde ciddi bir faktör olduğuna işaret etmişlerdir. Analizler ışığında yatırım ortaklıkları iskonto endeksinin, küçük şirketlerin hisse senedi getirilerinin birbiriyle yüksek oranda ilişkidedirler. Yatırımcı duyarlılığını NYSE hisse senetlerinin getirileri üzerindeki etkisini inceleyen Leonard ve Shull (1996) 38 yatırım ortaklığının ortalama iskonto/primi ile temsil edilen hisse senetleri ilgili şirketlerin büyüklüklerine göre on ayrı portföye dahil etmişlerdir. Yatırım ortaklıkları, iskonto/primi ile şirket büyüklüğü portföylerinin getirileri arasında regresyon analizleri sonucunda araştırma döneminin tümünde yatırımcı

duyarlılığının fiyatlandığını göstermiştir. Ancak analizler alt dönemler için tekrarlandığında, ikinci alt dönemde yatırımcı duyarlılığının hisse senedi getirileri ile paralel hareket etmediği tespit edilmiştir (Canbaş ve Kandır, 2007: 225).

Barberis, Shleifer ve Vishny (1998) çalışma yatırımcı duyarlılığında bir psikolojik davranış biçimi olan temsililik hevrestigi (kısayol) modeli ile açıklanmıştır. Yatırımcıların model inanışlarında, piyasaların iki sistemde olduğu ve her bir sistemde karları yönlendiren bir modelin varlığını benimserler. Birinci modeli muhafazakarlık, ikinci modeli temsil edilebilirlik davranışlarıdır. Temsil edilebilirlik modelinde yatırımcı peşi sıra olumlu kazanç gözlemlerse bunun trend olacağına ve kazanç trendinin gelecek dönemde de süreceğine inanır. Bu süreç uzun sürede aşırı tepkiye sebebiyet vermektedir. Muhafazakâr yatırımcı ise düşük veya yetersiz tepki göstererek gelecek dönemde kazançlarının tersine döndüğü gözlemlenir. Çalışmada bir yıl gibi sürede düşük tepki gösterildiğini, uzun dönemde ise 3-8 yılda fiyatların gelen haberlerle uyumlu olarak yüksek tepki gösterdikleri ve bu yüksek fiyat değerlemelerinin zamanla ortalamaya dönme eğilimi göstermektedir.

Fisher ve Statman (2000) finans piyasalarında yatırımcı duyarlılığı çalışmalarının 2000'li yıllarda hız kazanması ile bu çalışmada da yatırımcı ve hisse senedi getirisi ilişkisi araştırılmıştır. Yatırımcı davranışlarının incelendiği bu çalışmada üç farklı gruba ayırdıkları yatırımcıları; büyük, orta ve küçük yatırımcı şeklinde oluşturmuşlardır. S&P 500 getirilerini çok değişkenli regresyon analizi ile yatırımcı duyarlılığını test etmişlerdir. Yaptıkları analiz itibari ile üç farklı grubun getiri öngörülebilirliği ile gelecekteki getirilerinin tahminin yapılabileceği saptanmıştır. Diğer yandan analizleri, yatırımcı duyarlılığının büyüklü küçüklü şirket performanslarının da bu yöntemle tahmin edilebileceği yönündedir.

Howrey (2001) 1960-1991 yıllarını baz aldığı çalışmasında Otoregresif ve VAR analiz yöntemini uygulayarak tüketici duyarlılığı endeksinin tahmin gücünü incelemiştir. Michigan Üniversitesi tarafından bildirilen Tüketici Duyarlılık Endeksinin tahmin gücünü iki açıdan ele almıştır. Uygulamasındaki hipotezler endeksin tek başına veya değişkenlerle beraber durağanlık, düzelme veya ekonomik toplanma tahmin gücünü artırması mümkün olabilir mi? bir diğer hipotezi ise tek başına endeksin ekonomik göstergelerin bireysel tüketim harcamalarının tahmin edilebilirliği olmuştur. Çalışmanın analizleri itibari ile Tüketici Duyarlılık Endeksinin

tek başına veya diğer ekonomik göstergelerle beraber gayri safi milli hasılda büyüme oranlarını öngörmede istatistiki açıdan olumlu sonuçlar alındığına ulaşılmaktadır. İstatistiki analizde Michigan Üniversitesi tarafından aylık açıklanan Tüketici Duyarlılık Endeksinin tüketim harcamalarını tahmin etme konusunda başarılı olmuştur.

Ülkü (2001) sermaye piyasalarında yatırımcı duyarlılığının aşırı reaksiyon ve düşük reaksiyon davranışlarının Borsa İstanbul da fiyat hareketlerini hangi kıstaslarda ifade edilebileceğini araştırmıştır. 1989-2000 yıllarını baz alan çalışmasında BİST100 endeksini kullanarak aylık getirilere oto regresyon testi uygulayarak elde ettiği bulgular BİST endeksinin aşırı reaksiyon anomalisini izlendiğini ayrıca varyans testi sonucunda BİST endeksinin ortalamaya dönme trendinde olduğu gözlemlenmiştir.

Chen, (2002) çalışma Tayvan hisse senedi piyasasında yabancı yatırımcıların gelen haberlere gösterdikleri tepkiyi ölçmek için Tayvan hisse senedi piyasasında en fazla işlem yapılan 40 adet hisse senedi üzerinde gerçekleştirilmiştir. Piyasa değeri, günlük işlem hacmi, yabancı yatırımcıların işlem hacmindeki oynaklık ve yabancı yatırımcıların sahiplik oranı gibi faktörler incelemeye dahil edilmiştir. VAR analizi ile verileri analizinden elde edilen bulgularda yerli yatırımcıların davranışlarının yabancı yatırımcıların davranışlarından etkilenmektedir (Canbaş ve Kandır, 2007: 226).

“Burch, Emery ve Fuerst (2003) 11 Eylül olaylarının yatırımcı duyarlılığının yatırım ortaklıkları iskontosunda ki etkisini araştırmışlardır. 11 Eylül öncesi ve sonrasında 391 yatırım ortaklığının haftalık iskontosunu inceleyerek malum olayların yatırım ortaklıkları iskontosunda önemli bir değişime neden olduğunu belirlemişlerdir. İskonto oranının 11 Eylül olayları ile eş anlı olarak yükselmesi ve piyasaların istikrar kazanmasıyla eş anlı olarak azalıp olaylar öncesi seviyesini yakalaması, yatırımcı duyarlılığının yatırım ortaklıkları iskontosunun oluşumunda etkisi olmakla değerlendirmişlerdir (Canbaş ve Kandır, 2007: 226-227).”

Baker ve Stein (2004) çalışmaları 1927-1998 yıllarını kapsayan, ortalama piyasa işlem hacmi, kâr payı getirisi ve hisse senedi ihraçlarının toplam menkul kıymetler içindeki paylarının getirisi olarak üç değişken kullanarak yatırımcı duyarlılığı ile piyasa likiditesi ilişkisini araştırmıştır. Likiditedeki değişimleri piyasa

temelli getiri ve firma getirilerindeki değişimleri tahmin etme konusunu araştırmışlardır. Elde ettikleri bulguların sonucunda likidite ile yatırımcı duyarlılığı, beklenen getiri ve yeni hisse senedi ihracı arasında anlamlı bir ilişkinin varlığı tespit edilmiş ve yatırımcı duyarlılıklarını ve piyasa likiditesini doğru orantıda temsil ettiği izlenmektedir.

Brown ve Cliff (2004) yatırımcı duyarlılığını ve yakın vadeli hisse senedi getirileri ile olan ilişkisini araştırmışlardır. alışmalarını Mart 1969-Aralık 1998 yıllarında veri setlerini haftalık ve aylık olarak sınıflandırmışlardır. Baz dönemde 406 adet, 596 haftalık veriyi de Temmuz 1987-Aralık 1998 yılları arasında değerlendirmişlerdir. Duyarlılığı ölçmede Amerikan Bireysel Yatırımcılar Kurumu'nun (AAII) anketleri ve Yatırımcılar İstihbaratının (Investor Intelligence) anket verilerinden yararlandıkları çalışmanın sonucunda yatırımcı duyarlılığı değişkenlerinin birbiriyle ilişkili geçmiş getirilerin duyarlılığın bir etken olduğu görölmüştür. Duygu düzeyleri ve değişiklikler ağdaş piyasa getirileri ile güçlü bir şekilde ilişkili olmasına rağmen, testleri, duyguların yakın vadeli gelecek hisse senedi getirileri için çok az tahmin gücüne sahip olduğunu göstermektedir. Ayrıca duyarlılık derecesi ve değişimlerle piyasa getirilerinde yüksek korelasyon çıkmasına karşın yakın dönem getiri öngörülerinde duyarlılığın gücünün az bulunduğu izlenmiştir. Bir diğer çalışmada Brown ve Cliff (2005) yatırımcı duyarlılığında, aşırı iyimserlik ile aşırı değerlemenin yüksek duyarlılıkla uzun dönemde birikimli getirilere neden olduğu konusunu araştırmışlardır. Veri seti olarak Ocak 1963-Aralık 2000 yıllarını baz aldıkları çalışmada 456 aylık veriyi test ederek analizlerini; duyarlılığın, yatırımcıların iyimserlik zamanlarında varlık fiyatlarında aşırı bir değerleme yaşandığı ve buna göre yatırımcıların duyarlılıklarının 1 ve 3 yıllık süreçlerde piyasa getirilerini öngörmeye başarılı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bandopadhyaya ve Jones (2005) alışmada günlük veriler ile hisse senedi piyasalarında duyarlılığı test etmişlerdir. Temmuz 2003- Temmuz 2004 dönemine ait hisse senedi piyasalarında yatırımcı duyarlılığını ölçmek için Hisse Senedi Piyasası Duyarlılık Endeksi oluşturulmuştur. Hisse Senedi Piyasası Duyarlılık Endeksi Massachusetts Bloomberg Endeks'inde bulunan firmaların hisse senedi değerleri kullanmışlardır. Ayrıca Massachusetts Bloomberg Endeksindeki değişimler ile Hisse Senedi Piyasası Duyarlılık Endeksi arasında ilişki bulunmaktadır. Sonuç olarak haberlerin yarattığı olaylar, yatırımcı duyarlılığı 205 ölçütüne hemen yansımaktadır

ve duyarlılık ölçütünün hisse senedi endeksindeki değişim oranlarını açıklama gücü bulunmaktadır. Piyasa endeks değerlerindeki değişimlere kısa dönemde temel olarak yatırımcı duyarlılığı sebep olmaktadır (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 383).

Baker ve Wurgler (2004 ve 2006) yatırımcı duyarlılığı açısından en kapsamlı ve bu alanda hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların başında gelmektedir. Baker ve Wurgler 1962-2001 dönemlerinde hisse senetlerinin aylık getiriler üzerinden gerçekleştirdikleri regresyon analizi ile altı değişken kullanarak yatırımcı duyarlılığı endeksini geliştirmişleridir. Bunlar;

- Yatırım ortaklıklarının ortalama iskontosu,
- Hisse senetlerinin ortalama işlem görme oranı,
- İlk halka arzların sayısı,
- İlk halka arzların ilk günde sağladıkları getiri,
- Yeni menkul kıymet ihraçları içerisinde hisse senedi ihraçlarının payı,
- Kâr payı primi.

Olacak şekilde her bir duyarlılık değişkeni firmada bulunan riskler ile duyarlılık dışındaki etkenlerden de yararlanmışlardır. Duyarlılık endeksi ve spekülasyon içeren hisselerle oluşturdukları portföy ve uzun vadeli hisse senetlerinden oluşturulan portföy arasındaki ilişki incelendiğinde hisse senedi getirilerinin yatırımcıların duyarlılığından etkilenmektedir. Analizin nihayetinde hisse senetlerinin gelecekteki getirilerde duyarlılık değişkenliklerinin etkileri olduğu görülmüştür.

Kumar ve Lee (2006) 1991-1996 dönemlerinde yatırımcı duyarlılığı ve getiri hareketlerini araştırarak 60.000 yatırımcının işlemlerini analiz etmişlerdir. Yatırımcı duyarlılığını Söylenti Ticareti Modelinden yararlanarak derecesini incelemişlerdir. Yatırımcıların işlemleri arasında sistematik ilişkiyi inceleyip yatırımcı işlemlerinin değerlendirilmesinde, alım-satım dengesizliği ölçütünü kullanmışlardır. Regresyon analizleri sonucunda, bireysel yatırımcıların alım-satım dengesizliğinin genel piyasa hareketlerinden bağımsız olarak sistematik bir risk faktörü olduğu anlaşılmıştır. Yatırımcı duyarlılığının getiri hareketlerini açıklama noktasında belirleyici bir etken olduğu görülmüştür. Çalışmada araştırmacılar, Söylenti Ticareti modeliyle uyumlu sonuçlar elde etmişlerdir. Çalışmanın analizi yatırımcı duyarlılığının finans piyasalarında etkili olduğu konusundaki literatürü destekler bulgular sunmaktadır.

Kandır (2006) Temmuz 1997-Haziran 2005 döneminde yatırımcı duyarlılığında hisse senedi getirilerini tahmin performansını regresyon modelleri ile araştırmıştır. Elde ettiği bulgularda, yatırımcı duyarlılığının hisse senedi getirilerini öngörmeye başarılı performans sergilediğini göstermiştir. Fakat yatırımcı duyarlılığı temsilcisi değişkenlerin, öngörü performanslarında farklılık gösterdiğini ifade etmektedir.

Canbaş ve Kandır (2006) çalışmada Borsa İstanbul' da endeks bazında Ocak 1997-Temmuz 2005 dönemi verilerinden yararlanarak ağırlıklı ortalama iskonto endeksi hesaplamışlardır. BİST100 endeksi ile BİST Sektör endeks getirileri üzerindeki etkilerini regresyon analizi ile gerçekleştirerek yatırımcı duyarlılığının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışmada yatırım ortaklıkları iskonto endeksinin hisse senedi getirileri üzerinde tahmin gücünün olduğu görülmekle birlikte iskonto endeksinin tahmin etkisinin birinci alt dönemde yüksekliğinin ikinci alt döneme oranla düşük olduğu izlenmiştir. Ayrıca Canbaş ve Kandır (2007) yatırımcı duyarlılığının Borsa İstanbul sektör getirilerindeki etkisini inceledikleri çalışmada üç yatırımcı duyarlılığı temsilcisi değişkeni belirlemişlerdir. Bunlar; yatırım ortaklıkları iskontosu, yatırım fonlarının ortalama fon akışı ve yabancı yatırımcıların net hisse senedi alımlarının BİST piyasa değerine oranıdır. BİST sektör endeksleri ise hisse senedi getirilerini temsil etmesi için kullanmışlardır. Kullanılan sektör getirileri, sanayi, mali ve hizmet sektörleridir. Çalışmada ayrıca yatırımcı duyarlılığının, ekonomik gelişmeleri yansıtması olasılığının incelemesi açısından bazı ekonomik faktörlerden kontrol değişkeni olarak yararlanmışlardır. Temmuz 1997-Haziran 2006 yıllarını kapsayan 108 adet veriyi regresyon analizine tabi tutarak test etmişlerdir. Yatırımcı duyarlılığının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemek için regresyon analizlerinden yararlanan araştırmacılar elde ettiği bulguları analiz ettiklerinde, yatırımcı duyarlılığının hisse senedi getirilerini sistematik bir biçimde etkilediğini tespit etmişlerdir. Buna göre, yatırımcı duyarlılığı, sektörüne bağlı olmaksızın tüm şirketlerin hisse senedi getirilerini etkilediği anlaşılmaktadır. Ayrıca yabancı yatırımcıların yatırım davranışlarının, hisse senedi getirileri üzerinde kayda değer bir etkisi bulunduğu görülmüştür. Yabancı yatırımcıların yatırım faaliyetlerindeki çok küçük bir değişikliğin gerçekleşmesinin bile hisse senedi getirilerinde önemli değişiklikler olacağına sonucuna varılmıştır. Sonuç olarak, yabancı yatırımcıların BİST hisse senedi piyasası üzerinde olduğu

varsayılan fakat spesifik bir biçimde gösterilemeyen etkisinin varlığı böylece somutlaştırılarak gösterilmiştir. Böylece hisse senedi değer fiyatlarında söz konusu olduğu gibi geleneksel finansın rasyonel beklentiler ile gerçek değer yalnızca değil bunun yanında yatırımcı duyarlılığının da etkili olduğu anlaşılmaktadır.

Temizel ve Olgaç (2008) yatırımcı duyarlılığının hisse senedi getirisine etkisini BİST’ de işlem gören hisse senetleri arasında ilişkinin varlığını uzun ve kısa dönemler olarak incelemiştir. Ocak 2004-Mayıs 2007 dönemlerine ilişkin üzerinde araştırdığı çalışmada değişkenler arasında pozitif bir ilişki olduğu görülmüş ve literatürdeki yatırımcı duyarlılığı çalışmalarının sonuçları ile uyumluluk göstermiştir.

Han (2008) Chicago Borsası (CBOE)’ da Ocak 1998-Haziran 1997 yıllarında işlem yapılan Avrupa tipi ve nakit işlem gören aylık S&P500 endeks opsiyon getirilerinin zaman serilerini kullanan araştırmacı yatırımcı duyarlılığının opsiyon fiyatlarına olan etkisini incelemiş ve çalışmada duyarlılığı temsilen 3 değişkenden yararlanılmış ve bu değişkenler arasında pozitif korelasyon olduğunu tespit etmiştir.

Barber, Odean ve Zhu (2009) yatırımcı duyarlılığında sistematik söylenti açısından 66.465 tüketicinin Ocak 1991-Kasım 1996 ile 665.533 yatırımcının Ocak 1997-Haziran 1999 dönemleri arası işlemlerini analiz eden araştırmacılar zaman serisi korelasyonunu kullanarak sürü davranışının varlığını araştırmışlardır. Çalışmada yapılan analizler sonucunda bireysel yatırımcıların alım-satım davranışlarının sistematik olduğu izlenmiştir. Bunun literatürde temsililik hevrestigi olarak adlandırılan bir yatırımcı davranışı ile uyumlu olduğu görülmüştür. Yatırımcılar bunun sonucunda geçmişte aşırı yüksek işlem gören hisse senedi almaya eğilim gösterdikleri anlaşılmaktadır. Çalışmanın sonucunda yatırımcıların alım-satım kararları ile menkul kıymet fiyatları arasında korelasyonu yüksek değerlere ulaşılmış ve mevcut ilişkinin kümülatif olduğu görülmüştür. Böylece söylenti tacirlerinin ve bireysel yatırımcıların varlık fiyatlarını etkileme gücü konusunda varlığı bulunmaktadır.

Verma ve Soydemir (2009) bireysel ve kurumsal yatırımcı duygularının etkisini inceleyen çalışmada yatırımcı duyarlılığının rasyonel ve rasyonel olmayan ilkelerini ve risk pirim olgusuna olan etkisini incelemiştir. Duyarlılığı ölçmek için Amerikan Bireysel Yatırımcılar Kurumu’nun Ocak 1988-Nisan 2004 arası dönemine ilişkin anket verilerinden yararlanılmışlardır. VAR analizleri sonucunda, gerçekleşen



iyimser ve kötümser davranışsal varlık değerlendirme modelleri ile ödül-risk oranının uyumluluk taşıdığı görülmüştür. Davranışsal varlık fiyatlandırma modelleri ile tutarlı, rasyonel duyguların önemli olumlu tepkisini ölçerek rasyonel yatırımcılar arbitraj yapmaya için daha fazla teşvik risk almak için tazminatın büyük olduğu sonucuna ulaşmıştır. Endeksler, DJIA ve S&P500 ve hem bireysel hem de kurumsal yatırımcı duyguları açısından rasyonel duyarlılığı arasında negatif ilişkidir.

Hwang (2011) ülkeler bazında yatırımcı duyarlılığının varlık fiyatlarında meydana getirdiği etkilerini incelemiştir. Aralık 1993-Aralık 2008 yıllarını kapsayan ve 15 ülkeden 19 adet yatırım ortaklığı fonu iskontosunu kullanan araştırmacı buna ek olarak ülke popülarite oranı, varlık değer fiyatı, temettü verimi, gider oranı, işlem hacmi, ana ülke piyasa değerlendirme oranı, ABD piyasa oranı ve kurumsal hisse bulundurma değişkenlerinde uyguladığı regresyon analizleri sonucunda popülaritesinin yüksek olan ülkelerin düşük ülke yatırım ortaklığı fonu iskontosuna, düşük yatırım fonu girişlerine, Birleşik Devletlerdeki yatırımcıların yüksek düzeyde yabancı yatırımlarına ve düşük kurumsal hisselerin elde bulundurulmasına sebebiyet verdiği anlaşılmıştır. Böylece ülke popülarliğinin, ABD'nin dışında firma birleşme yoğunluğu ile bütünleşik ve öngörülebildiği gibi ülke popülaritesinin ülkelere mahsus istemlerinde değişikliğe gittiğini ve varlık fiyatları ile firmaların yatırım stratejilerini de etkilediği görülmüştür.

Taş ve Akdağ (2012) çalışmalarını Borsa İstanbul' da yatırımcı duyarlılığında işlem hacmi değişimlerinin hisse senedi fiyatlarına etkilerini ve hisse senedi getirilerini öngörmedeki işlevi üzerine araştırmışlardır. Çalışma BİST' de Ocak 2005-Aralık 2009 veri yıllarında işlem yapılan 317 adet hisse senedinin haftalık kapanış fiyatlarının getirilerini kullanmışlardır. Analizlerde işlem hacmi trendi ile hisse senedi getirilerindeki doğrusal ilişkiyi yansıttığı görülmüştür. Sonuçta işlem hacmi trendinin oluşturduğu yatırımcı duyarlılığının firma büyüklüğüne, firmanın faaliyette bulunduğu süreye, finansal güçlüklerle bağlıdır.

Kahyaoğlu ve Ülkü (2012) bireysel hisse senedi yatırımcılarının temsililik hevrestiklerinin yatırımcı davranışlarında algıları ile üstlendikleri risk seviyesi ve risk almadaki eğilimlerini araştırmışlardır. BİST' de Ocak 2007-Aralık 2009 dönemlerinde 31 bireysel yatırımcının alım-satım faaliyetlerine ilişkin verileri kullandıkları analizde bireysel yatırımcıların varlık fiyatlarının geçmiş

performanslarına duyarlılık gösterdiği ve söz konusu duyarlılığın en fazla son gün getirilerde meydana geldiği görülmüştür. Böylece yatırımcıların ilgilendikleri hisse senetlerinin geçmiş performanslarına göre bu hisselerle ilgili olarak yatırımcıların algıladıkları riskler artmakta veya azalmaktadır. Sonuç olarak temsililik hevristikleri yatırımcının, yatırım kararı öncesi ve sonrasında bilgiyi seçme, analiz etme ve en son yorumlama aşamalarında etkili olarak, risk kavramına tamamen öznel bir nitelik kazandırmaktadır.

Antoniou, Doukas ve Subrahmanyam (2013) Çalışmada bilişsel çelişki kavramında duyarlılığın momentum stratejisi karlarına etkisini araştırmışlardır. Şubat 1967–Aralık 2008 dönemlerinde New York ve AMEX borsa getirilerini ve Conference Board Tüketici Güven Endeksi verilerinden yararlanarak; momentum stratejisi ve karlarını ölçmek için portföyler oluşturulmuştur. Ayrıca Baker ve Wurgler'in (2006) duyarlılık göstergeleri olan piyasa işlem hacmi, yükselen/düşen oranı, temettü primi değişkenlerini kullanmışlardır. Regresyon analizi sonuçlarına göre momentum karları sadece iyimserlik altında yükselmektedir ve bu dönemde yatırımcı duyarlılığı yüksektir. Momentum bazlı koruma portföyleri iyimser dönemlerde 215 uzun dönemli dönüşler taşımaktadır. Ayrıca duyarlılık ile makro ekonomik durum ilişkisi araştırması için VIX kullanılmıştır ve duyarlılık göstergesinin gelecekteki makro ekonomik faaliyetleri öngörmüştür (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 392).

Akarım (2014) yatırımcı duyarlılığında Türkiye' de 1988-2012 dönemleri arası ekonomik büyüme ve piyasa likiditesi arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. VAR ve Granger Nedensellik Testi uyguladığı çalışmasında yatırımcı duyarlılığından ekonomik büyümeye doğru bir ilişki görülürken, piyasa likiditesi arasında karşılıklı bir ilişki tespit edilmiştir. Böylece yatırımcıların rasyonel olmayan davranışları ekonomik büyüme ile piyasa likiditesinin belirleyicisi olmaktadır.

Aydoğan ve Vardar (2015) veri yılları olarak Ocak 2004-Ocak 2014 arası aylık verilerden yararlanılarak yatırımcı duyarlılığının Borsa İstanbul'da sektör endeks getirileri üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. VAR ve Genelleştirilmiş Etki-Tepki Analizi metotlarını uyguladıkları çalışmada rasyonel yatırımcı duyarlılığında oluşan 1 standart sapma derecelik şok neticesinde hiçbir sektör endeks getirisinin tepki vermemesine karşın rasyonel olmayan yatırımcı duyarlılığına Ulaştırma ve

İletişim sektörlerinin dışında tüm diğer sektör getirilerinde istatistiksel olarak anlamlı çıktılar görülmüş ve VAR analizleri sonucu da bu anlamlı ilişkileri desteklemiştir.

Kaya (2018) çalışmasında yatırımcı duyarlılığı ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi tespit etmeyi amaçlamıştır. Çalışmada veri seti olarak Haziran 1997-Eylül 2018 dönemlerine ait aylık verileri kullanan araştırmacı bu çerçevede ilk olarak, yatırımcı duyarlılığını yansıtabileceği varsayımı başlığında beş değişken ile temel bileşenleri analiz ederek çalışmada yatırımcı duyarlılık endeksini hesaplamıştır. Regresyon analizleri sonucunda elde ettiği bulguların ışığında yatırımcı duyarlılığının hisse senedi getirilerini pozitif yönde etkilemektedir. Böylece yatırımcı duyarlılığının hisse senedi getirileri için açıklayıcı ve öngörücü bir niteliği olduğu görülmüştür.

### **3.2. Yatırımcı Duyarlılığı ve Tüketici Güveni İlişkisi Çalışmaları**

Acemoğlu ve Scott (1994) 1974-1990 dönemlerinde tüketici güveni ve rasyonel beklentiler arasındaki ilişkiyi irdeledikleri çalışmalarını Rasyonel Beklentiler Sürekli Gelir Hipotezi çerçevesinde değerlendirmiş ve elde edilen bulgulara göre tüketici güveni ve Rasyonel Beklentiler Sürekli Gelir Hipotezinin uyumlu seyrederek tüketimi öngördüğünü tespit etmişlerdir.

Matsusaka ve Sbordone (1995) 1953-1988 döneminde Amerika ekonomisinin davranışlarını ve yatırımcı duyarlılığının gayri safi milli hasıladaki dalgalanmalara etkisini incelemişlerdir ve VAR analizi ile Granger nedensellik testini kullanmışlardır. Çalışmada tüketici duyarlılığının gayri safi milli hasılayı etkilediği bulunmuştur. Değişkenler arasında istatistiki anlamlı ilişki görülmüştür. Tüketici duyarlılığı gayri safi milli hasılanın Granger nedenidir. Ayrıca tüketici güveni ekonomik dalgalanmalarda önemli bir bağımlı değişkendir. Öncü göstergeler ve yatırımcı duyarlılığı endeksi birlikte hareket ettiği görülmüştür. Tüketici güveninin iş döngüsünde ve insanların beklentisinde önemli rolü bulunmaktadır. Böylece yatırımcı duyarlılık endeksinin ekonomik dalgalanmaları tahmin gücü bulunmaktadır (Akkaya, 2014).

Otoo (1999) çalışmasında Haziran 1980 –Haziran 1999 yıllarına ait aylık verilerden yararlanarak yatırımcı duyarlılığında meydana gelen değişimleri tüketici güveni ile hisse senedi getirilerindeki ilişkiyi araştırmıştır. Gerçekleştirdiği regresyon

ve VAR analizleri sonucunda Michigan tüketici güven endeksi ile hisse senetleri arasındaki güçlü pozitif yönde bir ilişkide bulunduğunu, hisse senedi fiyatlarının belirleyici olduğunu ve hisse senetlerindeki artışın tüketici güveninde artışa neden olduğunu, böylece yatırımcı duyarlılığı ile varlık fiyatlarında yüksek korelasyon bulunduğunu göstermiştir.

Fisher ve Statman (2003) tüketici güvenine ilişkin olarak Michigan Üniversitesi Tüketici Güven Endeksi ile yatırımcı duyarlılığını Amerikan Bireysel Yatırımcılar Birliği tarafından haftalık anketlerden yararlanarak, tüketici güveni ile hisse senedi arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmacılar oluşturdukları duyarlılık endeksi analizlerinde S&P500 endeksi ile güven endeksleri getirileri arasında anlamlı bir ilişki tespit etmişlerdir. Tüketici güveni yatırımcıların iyimser davranış sergilediklerinde artmakta olduğu gözlemlenmiştir. Böylece tüketici güveni yatırımcı duyarlılığı ile uyumlu seyretmektedir. Tüketicilerin genel ekonomide kendilerini güvende hissetmeleri ile hisse senedi piyasalarında görülen olumlu havanın tüketici güveni S&P500 endeks getirilerini arttırdığı görülmüştür. Bununda tüketici güveni ile hisse senedi piyasası arasındaki ilişkinin güçlü olduğunu ayrıca tüketici güvenin bazı getirileri öngörebildiğine işaret edilmiştir. Fisher ve Statman (2003) tarafından kullanılan modelde takip eden bir diğer çalışma Charoenrook (2003) Michigan Üniversitesi Tüketici Güven Endeksi ile yatırımcı duyarlılığının değerlerini ve tahmin kuvvetini araştırdığı çalışmasında piyasa fazla getirileri ile 1 ay vadeli hazine bonolarında getirileri fark olarak kullanmıştır. Çalışmada tüketici duyarlılığında var olan değişimlerin piyasa fazla getiri ilişkilerinin regresyon analizinde uyumlu sonuçlar vermektedir. Söz konusu yatırımcılar iyimser ise risk almaktan kaçınarak düşük getiriye istemektedir. Modelde yatırımcı inanışları; risk algısı ve beklenen getiri, riskten kaçınma davranışı ile fiyatları etkilemesiyle, tüketici duyarlılığında artışların düşük beklenen getiriye öngörmede başarılı olduğunu göstermektedir.

Jansen ve Nahuis (2003) 1986-2001 yıllarında 11 Avrupa ülkesinde tüketici güven endeksi ve kısa vadeli hisse senedi değişimlerinin ilişkisini incelemiştir. Aylık anket verilerinden faydalanan araştırmacılar bu verileri Johansen eş bütünleşme ve Granger nedensellik testleriyle analiz ederek 11 ülkeden 9'nun hisse senedi getirileri ve duyarlılık değişimlerinin korelasyonun pozitif yönde olduğunu tespit etmişlerdir. Çalışmada kısa vadede tüketici güveninin mevcut iki değişken arasındaki ilişkide ekonomik imkanlar dahilinde beklentilerin etkili olduğu tespit

edilirken, uzun vadede değişkenler arasında ilişkinin bulunamadığına dikkat çekilmiştir. Ülkeler bazında tüketici güvenini makroekonomik değişkenlerle arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar da Golinelli ve Parigi (2003) 1970-2002 yıllarındaki gayri safi milli hasıla, varlık fiyatları, enflasyon oranı, nominal faiz ve işsizlik oranı olan makroekonomik değişken verilere ve tüketici güven endeksine VAR analizi uygulayan araştırmacılar, elde ettikleri bulguları tüketici güveni ve getiri ilişkisinde ülkeler arası farklılıkların ve tüketici güvenin yalnız bu makroekonomik belirtilerden bağımsız öngörüde bulunabilmektedir. Yalnızca makroekonomik değişkenlerle tüketici güveninin açıklanamayacağına dikkat çekmişlerdir. Avrupa ortak para birimi bazında bulunan ülkelerde yapılan çalışmalarla Kremer ve Westermann (2004) 1986-2004 dönemini baz alarak tüketici güveni ve hisse senedi fiyatlarının münasebetini inceledikleri çalışmada, Avro bölgesi hisse senedi fiyat endeksi ile fiyat/kazanç oranına VAR analizi uygulayan araştırmacıların elde ettiği sonuçlara göre hisse senedi fiyatları ile tüketici güveni arasında istatistiksel manada pozitif değerlerde anlamlı sonuçlar taşımaktadır.

Ludvigson (2004) Michigan Üniversitesi Tüketici Güven Endeksi ve Conference Board Güven Endekslerinin verilerinden yararlanan araştırmacı Mart 1968–Aralık 2002 baz yıllarında tüketici güveni ve tüketici harcamaları ilişkisini incelediği çalışmasında, sağladığı verilere regresyon analizine tabi tutup elde ettiği sonuçlar itibari ile tüketici davranışları ölçütlerinin tüm gruplarda tüketim değişimini istatistiki olarak anlamlı tahmin kuvveti olduğunu tespit etmiştir. Buna ek olarak tüketici güveni ile gelecekteki işgücü gelir artışı ve hisse senedi dışı piyasada gerçekleşen büyümede orta derecede anlamlı ilişkiler bulunmuştur. Sonucunda tüketici davranış ve tutumlarının tüketimi tahmin etmede bir etken olduğu görülmektedir. Qiu ve Welch (2004) yatırımcı duyarlılığını temsilen iki farklı yatırımcı duyarlılığı ölçütünü karşılaştırarak bunlardan hangisinin daha iyi temsil ettiği araştırmışlardır. Yatırım ortaklıkları iskontosu ve tüketici güveni olarak çalışma eksenini iki değişkenle oluşturarak bunlardan yatırım ortaklıkları iskontosu, yatırımcı duyarlılığının finansal ölçütü sayılarak, tüketici güveni ise yatırımcı duyarlılığının ankete dayalı ölçüt olarak ifade edilmiştir (Canbaş ve Kandır, 2007: 227).

Oral (2005) çalışmasının ilk modelinde Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) ve Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) iş birliğiyle yürütülen tüketici eğilimi

anketlerini tanıtmakla beraber tutarlılık ve geçerliliğini araştırmıştır. İkinci modeli, ise Tüketici Güven Endeksindeki soruları kullanarak bir Tüketici Güven Endeksi oluşturmuştur. Tüketici Güven Endeksi oluşturma amacı ise tüketici eğilimlerini ölçmektir. Endeks oluşturma dönemi olarak Aralık 2003-Mart 2004 tarihlerini baz alan araştırmacı aynı zamanda Tüketici Güven endeksinin performansının değerlendirilmesi noktasında Endeksin ve alt endekslerin realizasyonlarla grafiksel analizini göstermiştir. Tüketici Güven endeksinin alt endekslerinin oldukça güvenilir olduğunu ve Tüketici Güven Endeksinin oldukça iyi bir performans ve tutarlılık gösterdiğine dikkat çekmiştir.

Lemmon ve Portniaguina (2006) yatırımcı duyarlılığı ve yatırımcı iyimserliği bir ölçüt olarak alıp tüketici güvenini kullanarak küçük stok prim arasındaki zaman serisi ilişkisini incelemişlerdir. Son 25 yıl itibari ile tüketici güvenini kullanılarak ölçülen yatırımcı duyarlılığı, düşük kurumsal mülkiyete sahip küçük hisse senetleri ve stokların geri dönüşlerini, gürültü tüccarı hissini temel alan modellerin tahminleriyle tutarlı bir şekilde öngörmektedir. Çalışmalarında tüketici güveninin ana ve duyarlılık unsurlarını tahmin için piyasa faktörlerini yansıtan hisse senedi portföy getirilerinden oluşturdukları modeli ile 1978-2002 yılları için gerçekleştirdikleri çalışmada Baker & Wurgler (2006) modelinden yararlanan araştırmacılar Michigan Üniversitesi duyarlılık endeksi ve kısa vadeli makroekonomik değişkenlere (faiz oranı, temettü oranı, işsizlik oranı, enflasyon oranı, reel gayri safi milli hasıla, temerrüt oranı ve emek geliri) regresyon analizleri Baker & Wurgler'in (2006) sonuçları ile uyumluluk göstermiştir. Bu tüketici güveninin özellikle küçük hisse senetlerinin getirilerinin ve makroekonomik etkinliklerin tahmininde önemli bir göstergedir. Böylece Tüketici güveni büyüklük ve diğer unsurlara göre oluşturulmuş hisse senedi portföylerinin getirilerini öngörmeye başarılı olduğu tespit edilmiştir.

Afshar (2007) Çalışma güven ölçütleri ile ekonomik aktivite düzeyi arasındaki ilişkiyi açıklamaktadır. Tüketici güveni, hisse senedi fiyatları, satın alma yöneticisi endeksi ve ekonomik dalgalanmalar arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Mart 1980-Aralık 2005 dönemlerinde Michigan Üniversitesi Tüketici Güven Endeksi, S&P500 endeks getirisi, gayri safi milli hasıla, satın alma yöneticisi endeksi ve tüketici fiyat endeksi verileri aylık bazda Granger nedensellik testi ile analiz etmiştir. Elde edilen bulgular tüketici güven endeksi gayri safi milli hasıladaki değişimleri tahmini yönünde olmuştur. Tüketici güveni %1 düzeyinde gayri safi milli hasılanın

Granger nedeni iken gayri safi milli hasıla %5 düzeyinde tüketici güveninin Granger nedenidir. Yani ekonomik durum tüketici güvenini etkilemektedir. Ayrıca S&P500 endeksi ve satın alma yöneticisi endeksi gayri safi milli hasılanın Granger nedenidir ve gayri safi milli hasıladaki dalgalanmaları açıklamada rol oynamaktadır. Böylece güven ölçütlerinin ekonomik dalgalanmalarda etkinliği söz konusudur (Akkaya, 2014).

Bremmer (2008) Çalışmasında dokuz ülkedeki endekslerden yararlanarak tüketici güveni ve hisse senedi fiyatlarındaki ilişkiyi araştırmıştır. Dow Jones Industrials, S&P500, NASDAQ, NASDAQ100, S&P100, the Russell 1000, 2000, 3000, ve Wilshire5000 Getiri endeksleri ile Michigan Üniversitesi Tüketici Duyarlılık Endeksinden elde ettiği 3 adet makro değişkeni kullanıp bunlar; işsizlik oranı, beklenen enflasyon ve reel emek geliridir. İlişkiyi kısa ve uzun vadede inceleyip analizinden elde ettiği bulgular uzun vadede duyarlılık endeksi ve getiri endeksleri arasında ilişki saptayamamış yani tüketici güvenin de beklenen değişimlerin hisse senedi fiyatlarını etkilemediği görülmüştür. Yalnızca beklenmeyen değişimlerin hisse senedi fiyatlarında meydana getirdiği etkiyi tespit etmiştir. Kısa vadede ise hisse senedi getirileri duyarlılık endeksini etkilemektedir, sonucuna ulaşılmıştır. Sonuç olarak tüketici güveninde beklenmeyen bir durum yaşıyorsa bunun altında yatan neden hisse senedi fiyatlarındaki değişiklikten kaynaklandığını ve bunun nedeninin hisse senedi fiyatlarının tam bilgi içermesidir.

Wong ve Lievano (2009) Yatırımcı duyarlılığı ve sermaye iadeleri arasındaki ilişki finansal piyasa analizine ilgi konusu olmaya devam ediyor. Bu çalışmada, 11 Eylül 2001 etkinliğinde, geleneksel piyasa temellerini ek olarak ilgili bilgileri içerebilen bir model olarak kullanmışlardır. Kesilen Zaman Serisi analizini ve ANCOVA yönteminden yararlanarak, etkinliğin bir sonucu olarak yatırımcı duygusunun değişmesi ve stok iadeleri üzerindeki etkisi için teste tabi tutmuşlardır. Diğer araştırmacılar gibi, yatırımcı ve tüketici duygularını birtakım endeksler kullanarak; Confrence Board İndex ve Michigan Üniversitesi güven endeksleri ile Standart&Poor500 endeksi ile ölçülen hisse senedi iadeleri ile ilgili haftalık ve aylık verileri kullanmışlardır. Önceki bulgularla uyumlu olarak, yatırımcı tüketici güven endekslerinin hisse senedi getirilerini etkilediği tespit edilmiştir. Yatırımcı duyarlılık ve Standart&Poor500 endeksi arasında ilişki tespit edilmesine karşın, Benzer çalışmaların aksine tahmin etme gücünü bulunamadığına dikkat çekilmiştir.

Yatırımcı güveni bir dizin güvenilir bir şekilde Endeksinin 11 Eylül sonrası kurtarma süresini tahmin ettiği görülmüştür.

Korkmaz ve Çevik (2009) çalışmada Aralık 1987-Ekim 2008 dönemine ait BİST100 endeks getirisi ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Reel Kesim Güven Endeksi arasındaki nedensellik ilişkisini iki aşamalı yöntem kullanarak araştırılmışlardır. Birinci aşamada EGARCH modelinden elde edilen veriler standardize hatalar ve kareleri kullanılarak BİST100 endeks getirisi ve güven endeksi için ortalama ve varyansta nedensellik testine tabi tutmuşlardır. İkinci aşamada iki endeks Granger Nedensellik testi uygulanmış ve analizinde, BİST100 endeksi getirisi ile güven endeksi arasında geri bildirim etkisinin mevcudiyeti ve eş zamanlı olarak birbirlerini etkiledikleri görülmüştür.

Qiao, McAleer ve Wong (2009) A.B.D.' de Tüketici Güven Endeksinin Tüketim Harcamaları üzerindeki etkisini araştırdıkları çalışmada, 1985-2005 dönemine ait Tüketici Güven Endeksinden Tüketim Harcamalarına doğru bir nedensellik ilişkisinin varlığı görülmektedir (İbicioğlu, Kapusuzoğlu ve Karan, 2013: 8).

Schmeling (2009) çalışmada tüketici güvenin hisse senedi getirilerine etkisini yatırımcı duyarlılığı çerçevesinde incelemiştir. 1985 ve 2005 yılları arasında Avrupa Komisyonunun (European Commission) hesapladığı güven endeksleri ve baz dönemde hisse senedi verilerinden 18 sanayi ülkesinde güven ve getiri ilişkisini aylık verilerde araştırmıştır. Verileri Granger Nedensellik testi analizinde, yatırımcı duyarlılığının hisse senedi getirileri üzerinde negatif tahmin gücü olduğunu ayrıca yatırımcı duyarlılığı yüksek iken hisse senedi getirileri düşmekte olduğu tespit edilmiştir. Yatırımcı duyarlılığının yine iyimserlik dönemlerinde tekrar yükseldiği böylece uzun dönemde fiyat dönüşlerinin yalnızca iyimser dönemlerden sonra gerçekleşerek, piyasalarda sürü davranışına ve toplum kültürünün etkisi ile daha yükselterek hisse senedi getirileri üzerinde duyarlılık etkisini güçlendirmektedir.

Çelik ve Kaya (2009) Türkiye örneğinde tüketici güven endeksini kullanarak haftanın günü etkisinin varlığını incelemiştirlerdir. Çalışmada, Ocak 2003–Temmuz 2008 döneminde ait CNBC-e Tüketici Güven Endeksi ve BİST100 endeksinin aylık verilerinden yararlanan araştırmacılar, verilere regresyon analizi uygulamış ve somut kanıtlara ulaşamamışlardır. Mevcut verilere varyans değişikliği nedeniyle EGARCH



analizini uygulayarak elde ettikleri bulgularda tüketici güven endeksindeki değişimlerde oynaklıkla beraber ortalamada da haftanın günü etkisinin varlığını tespit etmişlerdir. Parametrik olmayan testlerde Stokastik (Rastsal) Tüketici Güven Endeksindeki günlük değişimlerin cuma günü etkisi gösterdiği bulunmuştur. Böylece çalışmada incelenen iki endeks arasındaki etkileşimin varlığı ve BİST100 endeksi getirisi ile Reel Kesim Güven Endeksinin birbirini olumlu yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Topuz (2011) çalışmada tüketici güveni ve hisse senedi fiyatları arasındaki nedensellik ilişkisini ele alan incelemede, hisse senedi fiyatlarının seyri ile tüketicilerin güveni arasında karşılıklı nedensellik ilişkisi olabileceği varsayımını araştırmıştır. Tüketici Güven Endeksi ve BİST100 endeksi arasındaki nedensellik ilişkisinin Ocak 2004-Ocak 2009 dönemlerini kapsayan ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasından ulaşılan TGE ve BİST100 endeksi aylık verilerini Granger nedensellik testine tabi tutmuştur. Birbirinden farklı gecikme uzunlukları dikkate alınarak yapılan testler sonucunda hisse senetlerinden tüketici güvenine doğru tek yönlü bir nedensellik belirlenmiş ve hisse senedi fiyatlarında gerçekleşen değişimin tüketici güveninde de değişime neden olduğu tespit edilmiştir. Böylece tüketicilerin davranışlarını, beklentilerini ve kararlarını hisse senedi fiyatlarında görülen değişimlerin yönlendirdiği görülmüştür.

Chen (2011) Bu çalışmada, tüketici güven eksikliği ve hisse senedi getirileri arasındaki bağlantıyı araştırmıştır. Piyasada dalgalanmalarla birlikte dezenformasyon sebebiyle asimetrik etkisini de incelemiştir. Markov-Switching çerçevesi kullanarak, öncelikle tüketici güvenine şok, hisse senedi getirileri üzerinde asimetrik etkilere sahiptir. Ampirik çalışma için gerekli verileri aylık olarak Michigan Üniversitesi Tüketici Güven Endeksinden, hisse senedi getirileri içinde S&P 500 fiyat endeksinden aylık getirileri kullanan araştırmacı, Ocak 1978-Mayıs 2009 yılları arasındaki regresyon analizleri nihayetinde mevcut modelde beklenildiği üzere tüketici güveninde asimetrik etkileri tespit etmiş ve pazarın karamsarlık sırasında hisse senedi getirileri üzerinde daha büyük etkileri olduğu görülmüştür.

Statman (2011) çalışmasında hevrestik nitelikleri ve duyarlılık hipotezi kullanarak yatırımcı duyarlılığını, hisse senedi niteliklerini ve getirileri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Duyarlılık hipotezi; yatırımcıların, pozitif duyarlı firmaların

hisse senedi getirilerinin negatif olanlardan daha yüksek olacağına inanmasına neden olan ve yatırımcıların firma özellikleri yerine firma isimlerinden etkilendiği duyarlılık tipidir. Çalışma sonuçları duyarlılık hipotezi sonuçları ile uyumludur. Çalışmada Fortune şirketinin anketi kullanılmıştır. Fortune derecelendirme ile firmaların defter/piyasa değeri, kazanç/fiyat oranı ve nakit/fiyat oranı arasında negatif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Sonuç olarak duyarlılık ve Fortune anket değerleri arasında pozitif anlamlı ilişkinin varlığı tespit edilmiştir (Akkaya, 2014).

Arısoy (2012) Türkiye’de tüketici ve reel kesim güven endeksinin reel ekonomi üzerinde etkili olup olmadığını araştırmışlardır. Ocak 2005-2012 döneminde Tüketici ve reel kesim güven endeksleri ile istihdam, hisse senedi piyasası, tüketim harcamaları ve üretim değişimlerinin süreç içerisinde birbirleriyle olan etkileşimlerini ve şokların etkilerini iki VAR modeli ile incelemişlerdir. Ayrıca değişkenlerin birbiriyle etkileşimlerini anlamak için VAR modeline temelli Granger Nedensellik ve etki-tepki analizleri sonucunda tüketici güven endeksinin tüketim harcamalarının Granger nedeni olduğu tespit edilmiş reel kesim güven endeksinden sanayi endeksine, istihdam rakamlarından hisse senedi piyasasına bir Granger nedenselliği saptanmıştır. Çalışmadan elde edilen bulgular ışığında ekonominin genel seyri hakkında bilgi veren güven endekslerin tüketicilerin tüketim beklentilerini, üreticilerin ise üretim ve yatırım beklentilerini, davranışlarını yönlendirmede işlevi olduğunu göstermektedir.

Ferrer, Salaber ve Zalewska (2012) Avrupa ve Amerika Birleşik Devletleri verilerini kullanarak 2000-2002 ve 2007-2009 tarihli hisse senedi piyasa erimelerini araştırdığı çalışmada Ocak 1999–Aralık 2010 döneminde ait 12 Avrupa ülkesinin aylık hisse senedi piyasa endeks getirileri, 4 adet makroekonomik değişken (endüstriyel üretim hacmi, işsizlik oranı, Inter bank faiz oranı ve tüketici fiyat endeksleri) ve Michigan Üniversitesi yatırımcı duyarlılık endeksi kullandıkları analizine göre hisse senedi piyasaları kısa vadede tüketici güveninin Granger nedeni olduğu ve bunun da Avrupa ülkelerinde tüketici güven endeksi temel değişkenlerden etkilendiğini göstermektedir. Analiz sonuçlarına göre tüketiciler, hisse senedi getirileri hakkındaki bilgileri doğru değerlendirmektedir. Böylece tüketiciler, hisse senedi piyasasındaki değişimleri ekonomik duruma etkisi bakımından ayırt edebildiği gibi tüketiciler hisse senedi hareketlerine tepki vermede ve gelecekteki ekonomik durum hakkındaki bilgilerinde de değişimlere tepki göstermektedirler

(Akkaya, 2014). İş ve tüketici güveninin hisse senedi piyasası risk primi üzerindeki dinamik etkisini incelenen çalışmada ise Sum ve Chorlian (2013) VAR modeli, varyans ayrıştırma ve regresyon yönetiminin analizine göre, iş ve tüketici güvenindeki şokların ardından hisse senedi piyasası risk priminin tepkisinin hemen ve pozitif olmaktadır. Varyans ayrıştırma sonuçlarına göre, 3 aylık dönemde risk primindeki şokun %95'i kendisinden, %1'i iş güveninden ve %4'ü tüketici güveninden gelmektedir. 12 aylık dönemde %4'ü iş güveninden %6'sı ise tüketici güveninden gelmektedir. Regresyon sonuçlarına göre, iş ve tüketici güveninin hisse senedi piyasası risk primi değişiminin %7,42'sini açıklamaktadır (Akkaya, 2014).

Kandır, Çerçi ve Uzkaralar (2013) yatırımcı duyarlılığı temsilcilerinden, yatırım ortaklıkları iskontosu ve tüketici güven endeksi arasındaki ilişkisini inceleyen araştırmacılar; Çalışmada kullanılan yatırım ortaklıkları iskontosunu SPK (Sermaye Piyasası Kurulu)'nın aylık bültenleri ile BİST günlük bültenlerinden ve tüketici güven endeksi verilerini, korelasyon analizi ve Engle-Granger eş bütünleşme testi ile değişkenler arasındaki ilişkiyi analiz eden araştırmacılar, yatırım ortaklıkları iskontosu ile tüketici güven endeksi arasında uzun vadeli bir ilişki bulunduğunu tespit etmişlerdir.

Akkaya (2014) çalışmada Ocak 2007-2012 Aralık dönemlerinde 72 adet aylık gözlemle yatırımcı duyarlılığında tüketici güveninin hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini araştırmıştır. BİST100 endeks getirilerindeki değişimi incelemek için VAR analizinden yararlanmıştır. Analizden elde ettiği bulgular sonucunda yatırımcı duyarlılığının hisse senedi getirilerini etkileme gücünü tespit etmiştir. BİST100 endeksindeki etkileri görmek amacıyla ilk iki aşamada CNBC-e'nin Tüketici Güven Endeksi, Tüketici Beklenti Anketi ve Tüketici Eğilim Anketi incelenip VAR analizleri sonucunda yatırımcı duyarlılığının, TCMB Reel Kesim Güven Endeksinin, Bankalar arası ABD Dolar Kuru beklentisi, TCMB Reel Kesim Güven Endeksinin alt endeksi genel gidişat endeksi beklentisinin ve Chicago Opsiyon Borsası Oynaklık Endeksinin (VIX) BİST100 Endeks getirisinde meydana getirdiği değişimlerde bir etken olduğu görülmüştür. Çalışmanın birinci model aşamasında Reel Kesim Güven Endeksi ile BİST100 getirilerindeki aylık değişimler üzerinde sonuçların anlamlılık taşıdığı fakat CNBC-e ve TÜİK TGE' in istatistiki açıdan anlam teşkil etmediği gözlemlenmiştir. İkinci model aşamasında; BİST100 endeks getiri oranındaki aylık değişimleri izah etme gücünün incelenmesi açısından CNBC-e'nin TGE, Tüketici

Beklenti Endeksi ve Tüketici Eğilim Endeksinden yalnızca Tüketici Beklenti Endeksinin anlamlılık taşıdığı tespit edilmiştir. Fakat izah gücünün düşük olması ile beraber kuvvetli bir ilişkisi saptanamadığı ifade edilmiştir.

Akkaya (2014) çalışmanın son aşamasında BİST100 endeks getirisi ile TGE' in alt endeksleri ve VIX, Michigan Üniversitesi TGE ile ZEW arasındaki etki-tepki ve varyans değişimlerinin VAR analizinden elde edilen bulgularında, BİST100 endeks getirisi ile değişkenler arasında uzun vadede ilişki tespit edilmiştir. BİST100 endeks getirisindeki değişimlerin TCMB Reel Kesim Güven Endeksine genel gidişat ve kur beklentisinde nedensellik izlenmiştir. Ayrıca hisse senedi fiyatlarının tüketici güvenini etkilediği ve ekonomini seyri açısından BİST100 Endeks getiri değişimleri ile TCMB Reel Kesim Güven Endekslerini birbiriyle kısa ve uzun vadede ilişkili olduğu görülmüştür. Sonuç olarak bulgular tüketici güveni ve BİST100 endeks getirilerindeki değişimler arasında ilişkinin varlığını göstermektedir. Böylece hisse senetlerindeki artışların piyasayı olumlu yönde etkileyip tüketici güvenini arttırdığı görülmüştür.

Mermer (2014) tüketici güven endeksi ile borsada endeksler bazında hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Ocak 2004-2012 Aralık döneminde zaman serisi analizinden yararlanarak değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Analizler sonucunda tüketici güven endeksi, BİST100, BİST Hizmet, BİST Mali, BİST Sanayi ve BİST Teknoloji endekslerinin birinci sıradan durağan olduğu sonucu tespit edilmiştir. Tüketici güven endeksi ile BİST alt sektör getiri endeksleri arasındaki regresyon tahmin modellerinin hata terimlerinin durağan olmadığı belirlenmiştir. Bu durum değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki bulunmadığını, mevcut ilişkinin kısa dönemde olduğunu göstermektedir. Çalışma, Türkiye için tüketici güven endeksi ile hisse senedi getirileri arasında pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişkiyi göstermiştir. Diğer açıdan mevcut ilişkinin hisse senedi getirilerinin tüketici güvenini kısa sürelide olsa etkilediği saptanmıştır.

Köse ve Akkaya (2016) Ocak 2007 – Mart 2016 döneminde 111 adet aylık gözlemi kapsayan çalışmada yatırımcı duyarlılığını yansıtan tüketici güven endekslerinin ve alt endekslerinin BİST100 Getiri Endeksi üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Çalışma Türkiye'de tüketici güven endeksi ile hisse senedi getirileri arasında ilişkide olduğunu göstermiştir. Hisse senedi getirileri üzerinde

makroekonomik değişkenlerle beraber yatırımcı duyarlılığını yansıtan değişkenlerin de etkisinin olması, yatırımcı davranışlarının finansal piyasalar üzerindeki etkisi ve rolünü göstermiştir. Ayrıca TCMB Reel Kesim Güven Endeksi'nin hisse senedi piyasaları üzerinde etkili olduğu gözlemlenmiştir. Yatırımcıların özellikle yurtdışı piyasalarından etkilenecek bilgi ve beklentilere yönelmesi sonucunda Tüketici Güven Endekslerinin hisse senedi piyasası üzerindeki etkisinin azaldığı görülmüştür. Böylece reel kesim yöneticilerinin piyasa ile ilişkide olmalarından, üst düzey yöneticilerin bugünkü ekonomik durumları ivedilikle değerlendirmelerinden ve geleceğe yönelik beklentilerinin firma getirileri üzerinde etkili olmasından ötürü gerçekleştiğine dikkat çekilmiştir.

Tunalı ve Özkan (2016) Türkiye örneği 2004:01-2015:12 dönemlerinde Tüketici Güven Endeksi ve Tüketici Fiyat Endeksi olarak iki değişken arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Elde edinilen bulgularda TGE ile TÜFE arasındaki uzun dönemli eş-bütünleşme ilişkinin varlığıyla TÜFE' den TGE' e Granger nedensellik ilişkisinin varlığı tespit edilmiştir. Çalışmayla bulunan uzun dönemli ve kısa dönemli ilişkinin varlığı ve yönü kapsamındaki bulgular enflasyonun tüketici güvenini olumsuz etkileyerek ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkiler oluşturabileceği tahmin edilebileceği gibi tüketicilerin ekonomide geleceğe yönelik davranışlarını belirleyen önemli bir faktör olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Kale ve Akkaya (2016) VAR ve Granger nedensellik analizi kullanarak tüketici güveni, reel sektör güveni ve beş farklı hisse senedi endeksleri arasındaki ilişkileri incelemişlerdir. 2004-2015 dönemi için BİST100, Mali, Sınai, Teknoloji ve Hizmetler sektör endeks getirileri ile tüketici ve reel sektör güven endeksi arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Michigan Üniversitesi duyarlılık Endeksi, VIX volatilité endeksi ve GFK Almanya tüketici iklim endeksi de uluslararası çerçevede değerlendirmek için kullanılmıştır. Analizler sonucunda tüketici güveninden stok getirilerine doğru nedensellik ilişkisi olmamasıyla birlikte, yalnızca stokun tüketici güvenini olumlu yönde etkilediği görülmüştür. Ayrıca Michigan Üniversitesi Tüketici Duyguları Endeksi ve VIX volatilité Endeksi Türkiye'nin hemen hemen tüm stok endeksleri üzerinde açıklayıcı güce sahip olduğunu göstermiştir. Sonuçta tüketici güven endeksinden pay senedi getirilerine doğru bir nedenselliğin olmadığı fakat pay senedi getirilerinin tüketici güvenini olumlu yönde etkilediği

gözlemlenmiştir. Böylece piyasalarda, Almanya yerine ABD güven ikliminin Türkiye'de daha çok hissedilir olduğu belirlenmiştir.

Altuntaş, Sarıkovanlık ve Mera (2017) çalışmanın yatırımcı duyarlılığı ve tüketici güveninin finansal piyasalardaki etkileri ile tüketici güven endekslerinin finansal piyasalar üzerindeki etkisi kısmını inceledikleri araştırmada Ocak 2007-2016 Aralık zaman aralığında tüketici güven endeksleri ve hisse senedi getirilerinin ilişkisini incelemiştir. Analizler sonucunda yatırımcının hassasiyetinin hisse senedi getirilerini etkileme gücüne sahip olduğunu ve uzun vadeli bir nedensellik ilişkisi olduğu tespit edilmiştir. Sonuçlar literatürde, Fisher ve Statman (2003) çalışması, Qiu ve Welch (2004), Korkmaz-Çevik (2009) ve Arısoy (2012) çalışmaları ile tutarlıdır. Çalışmada yatırımcı duygu ve yatırımcı psikolojisinin finansal piyasaların yanı sıra makroekonomik değişkenleri etkilediğini ve ayrıca hisse senedi fiyatları getirisi ile tüketici güvenini etkilediği görülmüştür.

Koy ve Akkaya (2017) yatırımcı duyarlılığını BİST100Endeks getirilerine etkisini 2007 Ocak- Haziran 2016 periyodunda Markov Rejimi Değişim modelini uygulayarak araştırmışlardır. Çalışma için oluşturdukları üç rejimli modelin analizinde elde edilen bulgulara göre BİST100 getirilerinde oluşan şoklar, tüketici güvenini etkilemektedir. Fakat Tüketici Endeks şoklarının BİST100 üzerinde benzer etkiyi göstermemektedir.

Eyüboğlu ve Eyüboğlu (2017) çalışmada Ocak 2012-Ekim 2016 döneminde ekonomik güven endeksi ile hisse senedi endekslerinin ilişkisini, aylık verilerden yararlanarak araştırmışlardır. Çalışmada BİST100, BİST Sınai, BİST Hizmetler endeksleri kullanılmış ve seriler arasında uzun dönemli ilişki olup olmadığı Engle-Granger (1987) eş bütünleşme yöntemi ile test edilerek, analizler sonucunda ekonomik güven endeksi ile endeksler arasında uzun dönemli bir ilişki olduğunu göstermiştir. Ek olarak hata düzeltme modeli sonuçları ekonomik güven endeksinin BİST100, BİST Sınai, BİST Hizmetler endekslerinin Granger nedenidir.

İskenderoğlu ve Akdağ (2017) çalışmada TCMB tarafından yayınlanan finansal hizmetler güven endeksi ile BİST100 endeksi ve finansal piyasaların düzenlenmesinde bir araç olarak kullanılan TCMB net fonlama arasında bir nedensellik ilişkisi olup olmadığı Granger nedensellik ve Breitung ve Candelon (2006) frekans nedensellik analizleri ile test edilmiştir. Mayıs 2015-Ağustos 2017

döneminde aylık frekanstaki veriler ile gerçekleştirilen analiz sonucunda finansal hizmetler güven endeksi ile BİST100 endeksi arasında uzun dönem, kalıcı ve karşılıklı, finansal hizmetler güven endeksinden TCMB net fonlamaya doğru tek yönlü orta vadede geçici nedensellik tespit edilmiştir.

Tekin (2017) Tüketici Güven Endeksi ile BİST100 endeksi arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. TÜİK ve Merkez Bankası'ndan sağlanan veriler VAR, Engle-Granger, Johansen Eşbütünleşme Analizi ve Granger Nedensellik Analizi ile test edilmiştir. Analizler sonucunda Tüketici Güven Endeksi ve BİST100 arasında tek taraflı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bu nedenle Gecikmeli BİST100 endeks değeri Tüketici Güven Endeksi değerinin bir Granger Nedeni olmadığını göstermiştir. İlişkinin yönü BİST100' den TGE' e doğrudur. Böylece BİST100 endeks değerinin artması veya azalması tüketici güveninin artmasının veya azalmasının bir Granger nedeni olduğunu göstermiştir.

Küçükçaylı ve Akıncı (2018) çalışmada, tüketici güveninin ekonomide öncü göstergesi olan ve tüketici güveninin makroekonomik değişkenlerdeki belirleyicileri Türkiye ekonomisi için Ocak 2004-Aralık 2017 dönemleri arasında zaman serisi analizlerin den Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) kullanılarak araştırılmıştır. Analiz sonuçları, borsa endeksindeki gelişim ve sanayi üretiminin artması paralelinde tüketici güveninin yükseldiğini, buna karşın döviz ve petrol fiyatları ile enflasyon ve faiz oranlarındaki artışın tüketici güvenini azalttığını tespit etmişlerdir. Ayrıca model çözümü sürecine dâhil edilen hata düzeltme mekanizmasına ait katsayının negatif yönlü ve istatistiki açıdan anlamlılık taşıması, kısa dönemde ortaya çıkabilecek olan dalgalanmaları uzun dönemde telafi edebilmektedir.

Ekim (2018) yatırımcı duyarlılığında Tüketici Güven Endeksinin BİST' de endeksler bazında (BİST30, BİST100, BİST MALİ, BİST SINAİ) yatırım kararlarını değerlendirdiği çalışmasında 2004 Ocak – 2016 Haziran dönemini kapsamaktadır. Araştırmasında TGE' de meydana gelen değişimlerin etkisiyle sektör ve ekonomideki yansımalarını rejimlere ilişkin süreçlerde analiz ederek; yatırımcı güvenindeki değişimlerin çevresel faktörler nedeniyle sapmalar meydana getirebildiği ve bununda ekonomide daralma veya genişleme yönünde bir süreç neden olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca güven endeksinde yaşanan şoka karşı BİST100 endeksinin tepkisi, BİST100 endeksinde yaşanan şoka karşı TGE' in

verdiği tepkiden daha güçlü olduğunu göstermektedir. Araştırma da böylece TGE' in BİST100 için öncü bir gösterge olduğuna işaret etmektedir.

### **3.3. Tüketici Güveni ve Döviz Kuru İlişkisi Çalışmaları**

DeGennaro ve Shrieves (1997) çalışmada piyasa faaliyetinin ve haberlerin getiri oynaklığı üzerindeki etkisini tahmin etmede Japon Yeni ve ABD Doları döviz piyasasında haberlerin etkilerini incelemişlerdir. Sonuçlar, her iki bileşenin de haber bültenleri güdümünde, piyasa faaliyetini ve volatilité seviyelerini etkilediği görülmüştür. Böylece hem özel bilgi hem de haber sonuçlarının etkilediği ve döviz kuru volatilitésinin önemli belirleyicileri olduğu yargısı çıkmaktadır.

Gulley ve Sultan (1998) 1980-93 döneminde finansal piyasaların Tüketici Güven duyurularına olan tepkisini incelemişlerdir. Tüketici Güven duyurularının koşullu ortalama ve hisse senedi, tahvil ve döviz fiyatlarının koşullu oynaklığı üzerindeki etkisini incelemek için çeşitli hipotezleri test etmişlerdir. Piyasaya gelen haberlerin tam bilgisinin Amerikan Döviz piyasasında oluşturduğu havayla piyasa genelinin etkilendiği ve bununla birlikte, Tüketici Güven endeksindeki değişikliklerin, beş ana para biriminin dolar ve diğer döviz kurları üzerinde asimetrik etkileri olduğu görülmüştür. Bu çalışmanın önceki yıllarda ki ve benzer koşullarda incelenen bir diğer çalışma olan Peeters ve Czapinski (1990)' de ise piyasaya yansıyan kötümser haberlerin iyimser haberlere karşın döviz piyasalarını etkileme gücünün daha fazla oranda gerçekleştiğini göstermiştir.

Melvin ve Yin (2000) çalışmada Asya Dolar döviz piyasasında yatırımcı duyarlılığında Kamuya gelen bilgileri Reuters Para Piyasası Başlık Haberleri kullanılarak ölçmüşlerdir. Döviz kurları yüksek frekanslı mark / dolar ve yen / dolar olarak değerlendirmeye almışlardır. Tahmin sonuçları, normal kamu bilgilerinden daha yüksek, normal kamu faaliyetinden ve volatiliteden daha fazlasını getirdiğini göstermektedir. Sonuçta piyasaya gelen bilgiler piyasayı etkilemede değişkenler arasında pozitif yönde ilişkinin varlığını saptamışlardır.

Andersen, Bollerslev, Diebold ve Vega (2003) yatırımcı duyarlılığı kanalıyla açıklanan haberlerin mahiyetinde ABD dolarında spot döviz kurunun etkisini araştırmışlardır. Özellikle, koşullu ortalama üretmek için duyurulardan yararlanmak; dolayısıyla yüksek frekanslı döviz kuru dinamikleri temelleri ile bağlantılı olduğu



görülmüştür. Bağlantı detayları ilgi çekici ve duyuru zamanlama ve işaretleri içerdiği saptanmıştır ve bu işaret etkisi, pazarın haberlere asimetrik bir şekilde tepki verdiği gerçeğini göstermiştir böylece kötü haber, bilgi işleme ve fiyat keşfi ile ilgili son teorik çalışmalarla ilgili iyi haberlerden daha fazla etkiye sahip olduğu görülmüştür.

Vuchelen (2004) 1985-2000 döneminde Belçika da tüketici güveninin bilgi içeriği ile işsizlik, büyüme oranı, faiz oranı ve döviz kuru gibi bazı ekonomik ve finansal değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmasında faiz oranı ile dolar döviz kurunun tüketici güveni üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu tespit etmiştir. Bu beklentileri çevreleyen, ancak bunun, işsizlik ya da enflasyon olarak değişkenlerin önemli katsayılarının geçici yorumlarına dayandığı sonucuna varılmıştır. Beklenen ekonomik koşullar ve belirsizlik hakkında daha doğrudan bir önlemler alınmasının önemine dikkat çekmiştir.

Korkmaz ve Çevik (2007) Çalışma güven endeksi ve yatırımcı sezgileri arasındaki ilişkiyi 1999-2007 döneminde araştırmışlardır. Türkiye’de güven endeksleri ile BİST100 Endeksi, Dolar ve Euro arasındaki ilişkileri zaman serileri analizlerini kullanmışlardır. CNBC-e tüketici güven endeksi, TCMB Tüketici Güven Endeksi ve TCMB reel güven endeksleri ile BİST100 endeksi, Dolar, Euro kurları verilerine VAR analizi ve eş bütünleşme analizlerinde güven endeksi ile BİST100 arasında eş bütünleşme ilişkisi bulunamamıştır. Ayrıca BİST getirisinin CNBC-e, TCMB güven endekslerini artırdığı, ancak Reel Kesim Güven Endeksi ile BİST arasında herhangi bir ilişki tespit edilmemiştir. CNBC-e tüketici ve TCMB reel Kesim Güven Endekslerinin artması kurlarda düşüşe neden olmaktadır. TCMB Güven Endeksinin kurlardan etkilendiği ve kurların değer kazanmasının tüketici güven endeksini düşürdüğü görülmüştür. Böylece, teoriyle uyumlu olarak BİST endeksindeki artış tüketici güvenini artırmada etkinlik göstermektedir (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 411-412).

Qiao, McAleer ve Wong (2009) gerçekleştirdikleri çalışmada, 1985-2005 dönemi içerisinde A.B.D.’de tüketici güven endeksinin tüketim harcamaları üzerindeki etkisini incelemişler ve tüketici güven endeksinden tüketim harcamalarına doğru bir nedensellik ilişkisinin varlığı tespit edilmiştir.

Güneş ve Çelik (2009) çalışmada, yatırımcı duyarlılığı ile ortaya çıkan bir tüketici davranışının belirleyicilerini gelişen piyasalarda incelemişler, veri seti Ocak

2003–Aralık 2007 dönemine ait hisse senedi piyasası, döviz piyasası, bono piyasası ve CNBC-e Tüketici Güven Endeksinden yararlanarak Türkiye'de Tüketici Güven Endeksleri hane halkının dinamik tutumlar gösterdiği görülmüştür. Sonuç olarak, Türkiye'de CNBC-e Tüketici Güven Endeksi yeni ama çok fonksiyonel ekonomik bir gösterge olduğunu ve hesaplama özellikleri ile sağlam bir dizin ve duyuru sağlamasıyla istatistiksel olarak anlamlı ilişki yüksek frekanslı veri kümesindeki belirli finansal değişkenler tespit edebilme imkânı vermektedir. Böylece Türkiye gibi dinamik bir gelişmekte olan pazardaki hane halkı, geçmiş ve güncel makroekonomik duruşlar, geleceğe ilişkin beklentilerini oluştururken ekonominin yolu, zamanla tüketici güvenin içsel bir değişken haline geldiğini göstermektedir.

Görmüş ve Güneş (2010) çalışmada Ocak 2002-Aralık 2008 yıllarında Türkiye örneğinde; tüketici güveni, hisse senedi fiyatları ile döviz kuruları arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. İnceleme kapsamında yararlanılan veriler; CNBC-e Tüketici Güven Endeksi, dünya hisse senedi piyasaları endeksi, tüketici fiyat endeksi, BİST endeksi, aylık reel döviz kuru, Türkiye ve ABD arasında enflasyon ve faiz oranı, sanayi, para arzı farkları baz alarak kullanmışlardır. Verilere uygulanan nedensellik ve eş bütünleşme testleri sonucunda tüketici güvenindeki artışın hisse senedi fiyatları ve reel döviz kurlarında pozitif yönde etkilediğini tespit etmişlerdir. Ayrıca GARCH-m ve OLS modellerinden elde edilen sonuçlarda güvenin beklenildiği gibi döviz kuru ve hisse senedi fiyatları üzerinde olumlu bir etki sağlama koşulu görülmüş ve sırasıyla %1 ve %10' da istatistiki açıdan önemli sonuçlar elde edilmiştir. Buna göre tüketici güvenindeki artış; harcamaları, firma kararlarını ve hisse senedi fiyatlarını arttırmıştır. Böylece tüketici güveni arttıkça, dövize olan talepleri azalacak ve yerli para biriminin değerini arttıracaktır.

Çelik, Aslanoğlu ve Uzun (2010) Türkiye ekonomisi ile benzer gelişmekte olan ekonomilerde, tüketici güveni ve finansal piyasalar arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışma küresel krizin yaşandığı dönem çerçevesinde Ocak 2008–Ekim 2009 dönemde tüketici duyarlılığını yüksek frekanslı bir işlev olarak modelleyerek haftalık bazda faiz oranları, döviz kurları, hisse senedi endeksi ve aylık açıklanan CNBC-e Tüketici Güven Endeksinden yararlanmışlardır. Çalışmada verilere VAR analizi, Johansen eş bütünleşme testi ve Vektör Hata Düzeltme (VECM) modeli ile teste tabi tutmuşlardır. Analizlerde döviz kuru ve bono faizindeki hareketlerin tüketici güvenini olumsuz yönde etkilediği tespit edilmiştir. Çalışma

Piyasalarda görülen dinamikler ekonominin gelecekteki yolu hakkında tüketiciler tarafından yakından izlenmekte ve davranışlarına olumsuz yansıttığına dikkat çekmektedir. Öte yandan hisse senedi endeksi ve döviz kurları arasında negatif anlamlı ilişkisinin olduğunun görülmesi şaşırtıcı bir şekilde hisse senedi piyasasındaki hareketler ile tüketici güveni arasında negatif bir ilişkinin bulunduğu saptanmıştır.

Aktaş (2011) çalışmada veri seti olarak 2005:01-2010:12 dönemlerinde ABD, İngiltere, Türkiye, Japonya, Kanada ülkeleri örneğinde enflasyon oranları, işsizlik oranları, döviz kurları gibi ekonomik göstergeler ve Tüketici Güven Endeksi arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Elde edilen bulgulara göre ekonomik göstergelerin TGE performansını izlediği yönünde olmuştur.

İbicioğlu, Kapusuzoğlu ve Karan (2013) çalışmada, Döviz Kuru ile Tüketici Güven Endeksi arasındaki kısa ve uzun dönemli ilişkileri incelemiştir. TGE ve dolar satış kuru olmak üzere toplam iki değişken ele alınmış ve analiz kapsamında her bir değişken için Aralık 2003-2011 Aralık dönemlerinde aylık frekansta 95 adet gözlemden oluşan veri seti kullanılmıştır. Tüketici Güven Endeksi olarak Türkiye İstatistik Kurumu (TUIK) ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından hazırlanan endeks baz alınan ve Döviz kuru olarak ise, Dolar satış kurunun aylık ortalama değeri alınmıştır. Çalışmada VAR yöntemi aracılığıyla analizler gerçekleştirilmiştir. Bulgular incelendiğinde, Türkiye’de incelenen dönemlerde tüketici güven endeksi ile döviz kuru arasında hem uzun hem de kısa dönemde bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Granger nedensellik analizi sonucunda, Döviz Kurundan Tüketici Güven Endeksi yönüne doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisinin olduğu izlenmiştir. Elde edilen sonuçlar, Döviz Kurunun tüketicilerin ekonominin geleceğine yönelik beklentilerini şekillendiren faktörlerden birisi olduğunu göstermiştir. Böylece Türkiye’de Döviz Kuru olgusu bahsedilen toplumsal hafızadan dolayı güven kavramı ile sıkı ilişki içerisinde olduğuna dikkat çekilmiştir.

Gürgür ve Kılınç (2015) çalışmada Türkiye’deki Tüketici Güven Endeksi ile temel finansal ve makroekonomik değişkenler arasındaki kısa ve uzun vadeli ilişki araştırılmıştır. Eş bütünleşme varlığını test etmek için Pesaran (1999)’in sınır testine (An Autoregressive Distributed Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis)

tabi tutmuşlardır. Analiz sonucunda tüketici güveninin gerek kısa vadede gerekse uzun vadede döviz kuru, tüketici kredileri faizi, işsizlik oranı ve tüketici fiyatlarından etkilendiği ve kısa vadede özellikle döviz kuru ve tüketici fiyatlarının etkisinin daha kuvvetli olduğu görülmüştür. Bundan dolayı, para politikasının fiyat istikrarına ulaşarak tüketici güveni üzerinde doğrudan bir etkiye sahip olabileceğine dikkat çekmişlerdir.

Beşel ve Yardımcıoğlu (2016) Türkiye’ de Tüketici Güven Endeksi ile Döviz Kuru, Petrol Fiyatları ve İşsizlik arasındaki ilişki Ocak 2005-2014 Ekim dönemlerinde aylık veriler kullanılarak incelenmiştir. Çalışmada Gregory Hansen eş bütünleşme testi sonuçlarından aralarında eş bütünleşme ilişkisi bulunan değişkenler Toda Yamamoto nedensellik analizine tabi tutulmuştur. Nedensellik analizi sonucunda Tüketici Güven Endeksi yalnızca döviz kurundaki değişimler tarafından açıklanabilmektedir. Ayrıca işsizliğin ise döviz kuru ve petrol fiyatlarındaki değişimler tarafından açıklandığı görülmüştür. Böylece, TGE’ in döviz kurundaki değişimlere duyarlı olduğu anlaşılmıştır. Sonuç olarak, ekonomi ve maliye politikalarına yönlendirenler açısından tüketicilerin güvenini sağlanması noktasında, çalışmada kullanılan makro değişkenlerden kullanılacak en etkili araç döviz kuru olduğu görülmüştür.

Demirel ve Artan (2017) temel makroekonomik değişimlerin güven düzeyi ile nedensellik ilişkisini araştırdıkları çalışmada güven endeksi ile reel döviz kuru, sanayi üretim, enflasyon, faiz oranı ve işsizlik oranı değişkenlerini 13 Avrupa Birliği üyesi ülkede 2000: 1-2014: 12 yılları kapsamında incelemişlerdir. Analiz sonuçlarına göre test edilen ülkelerde makroekonomik değişkenlerden döviz kurunun ekonomide güveni belirlemede önemli bir unsur olduğu görülmekle birlikte döviz kurunun güveni yansıtmada öncü bir gösterge olduğu görüşü ile uyumludur.

Koç ve Çelikkol (2017) yatırımcı duyarlılığının etkisini döviz piyasasında 2012-2017 dönemlerinde Hata Düzeltme ve Granger Nedensellik testlerini kullanarak analizini gerçekleştirmişlerdir. Analizlerde aylık veriler kullanarak elde ettikleri bulgularda TL/\$ döviz kuru ile Tüketici Güven Endeksi (TGE) arasında uzun vadede ilişki saptanamadığı tespit edilmiştir. Bundan dolayı TL/\$ döviz kuru ile TGE arasında kısa vadeli ilişki kapsamında Granger Nedensellik testi uygulandığında ise TL/\$ döviz kurundan TGE’ e doğru tek yönlü ilişki görülmüştür. Bununla birlikte TL/\$

döviz kurundaki yaşanan değişimin yatırımcı duyarlılığının bir nedeni olduğunu göstermiştir. Çalışmadan elde edilen bulgular özellikle yatırımcıların TL/\$ kurundaki değişimini rutin olarak izleme ve risk almaktan kaçmada doları güvenli liman olarak görüp akabinde dolar üzerinden spekülasyon anlık kazançlar elde etmenin yollarını da aradığını belirtilmiştir. Çalışmada böylece döviz kurundaki değişimin yatırımcı duyarlılığını etkilediği, TL/\$ döviz kuru içinde döviz piyasalarının kısa dönemde oynaklığın yoğunlaştığını ve vadenin uzaması nedeniyle de trend eğiliminin olduğuna dikkat çekilmiştir.

Afşar (2019) Tüketici Güven Endeksi ile Döviz Kuru arasındaki ilişkiyi MIST (Mexico, Indonesia, South Korea, Turkey) ülkeleri olarak atıfta bulunulan gelişmekte olan ekonomiler grubu ölçeğinde araştırmış ve 2008 Global Krizi kapsayan dönem itibari ile (2008:10-2017:04) incelemiştir. Çalışmasında yaptığı analizler sonucunda Döviz Kuru ve TGE arasındaki nedensellik ilişkisini saptamıştır. Ülkeler bazındaki analizine göre Türkiye de TGE' den döviz kuruna doğru tek yönlü uzun dönem Granger nedensellik ilişkisi varlığını gösterirken, Meksika'da ve Güney Kore'de döviz kurunun TGE' in uzun dönem belirleyicisi olduğunu fakat ampirik bulgulardan Endonezya için ne tüketici güven endeksinden döviz kuruna doğru ne de döviz kurundan tüketici güven endeksine doğru uzun dönemli nedensellik ilişkisinin saptanamadığı göstermektedir. Ayrıca diğer ülkelerin aksine Türkiye örneğinde döviz kurundan tüketici güven endeksine yönelik uzun dönemli bir nedensellik ilişkisinin izlenmediğini ifade etmektedir.

## 4. BÖLÜM

# TÜKETİCİ GÜVENİ İLE DÖVİZ KURU ARASINDAKİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİ

### 4.1. Amaç ve Hipotezler

Bu çalışmanın amacı Türkiye’de Ocak 2004–Aralık 2018 döneminde Tüketici Güven Endeksi ile Döviz Kuru arasındaki ilişkinin belirlenmesidir. Ayrıca çalışma kapsamında, TÜİK Tüketici Güven Endeksinin (TÜİKTGE) makro değişkenlere; Borsa İstanbul Getiri Endeksi (BIST100), İmalat Kapasite Kullanım Oranı (İKKO), TÜFE Bazlı Reel Kur Endeksi (REELKUR), Amerikan Doları Döviz Kuru (USDKUR), İşsizlik Oranı (İO), Aylık Enflasyon Oranı (ENF) ve Sanayi Üretim Endekslerine (SUE) etkilerinin belirlenmesi amaçlanmıştır.

Temel hipotezler aşağıda gösterilmiştir.

$H_0$ : Döviz Kuru ile Tüketici Güven Endeksi arasında ilişki yoktur.

$H_1$ : Döviz Kuru ile Tüketici Güven Endeksi arasında ilişki vardır.

### 4.2. Araştırma Verileri ve Yöntem

Değişkenler; TÜİK Tüketici Güven Endeksi (TÜİKTGE), Borsa İstanbul Getiri Endeksi (BIST100), İmalat Kapasite Kullanım Oranı (İKKO), TÜFE Bazlı Reel Kur Endeksi (REELKUR), Amerikan Doları Döviz Kuru (USDKUR), İşsizlik Oranı (İO), Aylık Enflasyon Oranı (ENF) ve Sanayi Üretim Endeksi (SUE) olarak belirlenmiştir. BIST100 Getiri Endeksi ile TÜİK Tüketici Güven Endeksi verileri kurumların resmi internet adreslerinden, diğer ekonomik değişkenlerin verileri ise T.C. Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden (EVDS) temin edilmiştir.

Türkiye İstatistik Kurumu tarafından hazırlanan Tüketici Güven Endeksi 2004 Ocak ayından itibaren yayınlanması nedeniyle bu çalışmada 2004 yılı Ocak ayı başlangıç tarihi olarak belirlenmiştir. Baz veri yılı (TÜİKTGE) göz önünde bulundurularak diğer değişkenlerde de veri yılı başlangıcı Ocak 2004 olacak şekilde oluşturulmuştur. Sonuç olarak araştırma Ocak 2004 – Aralık 2018 yıllarını kapsayan dönem ve toplam 180 adet aylık gözlemi içermektedir. Araştırmada belirlenen

verileri aylık oransal değişimleri, yani verilerin bir önceki aya göre değişim değerleri alınarak kullanılmıştır.

Çalışmada belirlenen değişkenler MS Excel programı kullanılarak çalışma endeksleri oluşturulmuştur. Endekslerin ham verileri yine MS Excel den yararlanılarak aylık değişim oranları hesaplanmıştır. Analize hazır hale getirilen veriler araştırmaya ilişkin testleri EViews10 programı ile gerçekleştirilip analiz edilmiştir.

Değişkenlerin aylık oransal değişimleri aşağıdaki yöntemle hesaplanmıştır:

$$\text{Aylık Değişim Oranı} = \frac{R_t - R_{t-1}}{R_{t-1}}$$

$R_t$  = t zamanındaki veri

$R_{t-1}$  = t zamanında bir önceki ayın verisi

BİST100 Endeksi aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmıştır:

$$E_t = \frac{\sum_{i=1}^n (F_{it} / D_t) * N_{it} * H_{it} * K_{it}}{B_t}$$

$E_t$  = Endeksin t zamandaki değeri

$n$  = Endekse dahil olan pay (şirket) sayısı

$F_{it}$  = “i” nci payın t zamandaki fiyatı

$N_{it}$  = “i” nci payın t zamandaki toplam sayısı

$H_{it}$  = “i” nci payın t zamandaki endeks hesaplamasında kullanılan fiili dolaşımda bulunan kısmının toplam pay sayısına oranı

$K_{it}$  = “i” nci payın t zamandaki katsayısı

$D_t$  = Endeksin döviz kurunun t zamandaki değeri

$B_t$  = Endeksin t zamandaki bölen değeri

**Kaynak:** Borsa İstanbul.

### 4.3. Ampirik Çalışma ve Bulgular

Finansal araştırmalarda model kurulurken, zaman serilerinin analize uygunluk koşulu gerektirdiğinden oluşturulan zaman serilerinin durağanlığının sağlanması için Dickey ve Fuller (1979) tarafından geliştirilen, Genişletilmiş Dickey – Fuller (Augmented Dickey – Fuller-ADF) birim kök testi uygulanmıştır.

Araştırmada zaman serilerine Vektör Otoregresif Model (VAR) analizi, Granger Nedensellik (Granger Causality) Testi, Etki-Tepki (İmpulse-Response) Fonksiyonu ve Varyans Ayırıştırma (Variance Decompositions) yöntemleri kullanılmıştır.

#### 4.3.1. Vektör Otoregresif Model (VAR)

Finans çalışmalarında sıklıkla yararlanılan, birbiriyle karşılıklı ilişki içerisinde buldukları varsayılan değişkenlerin etkileşimlerini ortaya koymak için kullanılan denklem sistemine Vektör Otoregresif Model (VAR) denir. Bu model Sims (1980) tarafından geliştirilmiştir. Modelde kullanılacak değişkenler durağan olması gereklidir.

Tek değişkenli modellere karşın alternatif oluşturan VAR modeli, tek değişkenli AR modellerini genelleştiren, çoklu zaman serileri arasındaki gelişimi ve karşılıklı bağımlılığı veren ekonometrik bir modeldir. Tüm değişkenleri kendi değerlerini, gecikme sayılarını ve değişimlerini eş anlı açıklayan bir sistemle simetrik olarak değerlendirir (Sarıkovanlık, Koy, Akkaya, Yıldırım ve Kantar, 2019: 107). VAR modelinin içsel dışsal ayrımı gerektirmeyen işleyişiyle araştırmada tüm diğer değişkenleri de içsel olarak değerlendiren VAR modelinin kullanılan işleyiş aşaması aşağıdadır (Sarıkovanlık vd., 2019: 111):

- Birim kök testleriyle durağanlığın sağlanması
- Gecikme sayısının belirlenmesi
- Granger nedensellik sınaması
- Etki-Tepki Analizi
- Varyans Ayırıştırması

Birim kök testleriyle durağanlığı sağlanan zaman serilerinin VAR analizinde optimal gecikme uzunluğuna ulaşmak için F- testleri ya da bilgi kriterlerinden çalışmaya uygun olanı seçmek gerekmektedir (Sarıkovanlık vd., 2019: 111). Bu bilgi kriterleri Akaike Bilgi Kriteri (AIC), Hannan-Quinn Bigi Kriteri (HQ) ve en küçük kareler (EKK) olan seçilerek modele dahil edilir.



#### 4.3.1.1. Birim Kök Testi

Finans çalışmalarında oluşturulan zaman serilerinin durağan olması ve yanıltıcı sonuçlar vermemesi için birim kök taşımaması gerekmektedir (Sarıkovanlık vd., 2019: 111). Bu nedenle birim köke sahip olup olmadığını test etmek için Dickey ve Fuller (1979) tarafından geliştirilen, Augmented Dickey – Fuller (ADF) testi yaygın olarak kullanılmaktadır. ADF testi gösterimi aşağıdadır.

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \beta_1 t + \delta Y_{t-1} + \alpha_i \sum \Delta Y_{t-i} + \epsilon_t$$

Denklemden sabit terim,  $\Delta Y_t$  ortalaması sıfır, eğilim katsayısını, varyansı sabit, ardışık bağımlılığı olmayan hata teriminin  $\Delta Y_t$  durağanlığı incelenen değişkenin kaç gecikme fark değerini  $\Delta Y_t$ -i taşıdığını göstermektedir. ADF birim kök testlerinde serilerde birim kökün varlığı  $H_0$  ile denir. Seriler  $H_0: \delta_1 = 1$  ise birim kök vardır ve seri durağan değildir.  $H_0: \delta_1 < 0$  ise birim kök yoktur ve seri durağandır (Sarıkovanlık vd., 2019: 20).

Uygulamaya konu olan değişkenlerin Augmented Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi yapılmış ve serilerin test sonucu  $H_0$  hipotezini reddederek durağanlığı sağlanmıştır. Birinci farkları alındığında dönüşen serilerle birlikte serilerde birim kök yoktur  $H_0: \delta_1 < 0$  seriler durağandır sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 4.1’de serilerin sabitli (Intercept), sabitli ve trendli (Trend and intercept) ile her iki terimi de içermeyen (None) seçeneğine göre Augmented Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi t-istatistiği gösterilmiştir.

**Tablo 4.1:** Augmented Dickey-Fuller (ADF) Test İstatistiği Sonuçları

Seriler	t-istatistiği (sabit terim)	t-istatistiği (sabitli ve trendli)	t-istatistiği (sabit terim ve trend yok)
BİST	-13.01654	-13.09746	-12.62082
ENF	-13.35296	-13.32224	-13.26439
TÜİKTGE	-10.44859	-10.42275	-10.43406
REELKUR	-11.22568	-11.37011	-11.21472
USDKUR	-11.35013	-11.50672	-11.03283
DİKKO	<b>-9.188503</b>	<b>-9.199533</b>	<b>-9.206411</b>
DİO	<b>-11.28244</b>	<b>-11.28217</b>	<b>-11.30668</b>
DSUE	<b>-12.07308</b>	<b>-12.06487</b>	<b>-12.11306</b>

\* Tablo 1’ de koyu renkte gösterilen değerler Farkları alınmış dönüşümlü serileri “d” ifade etmektedir.

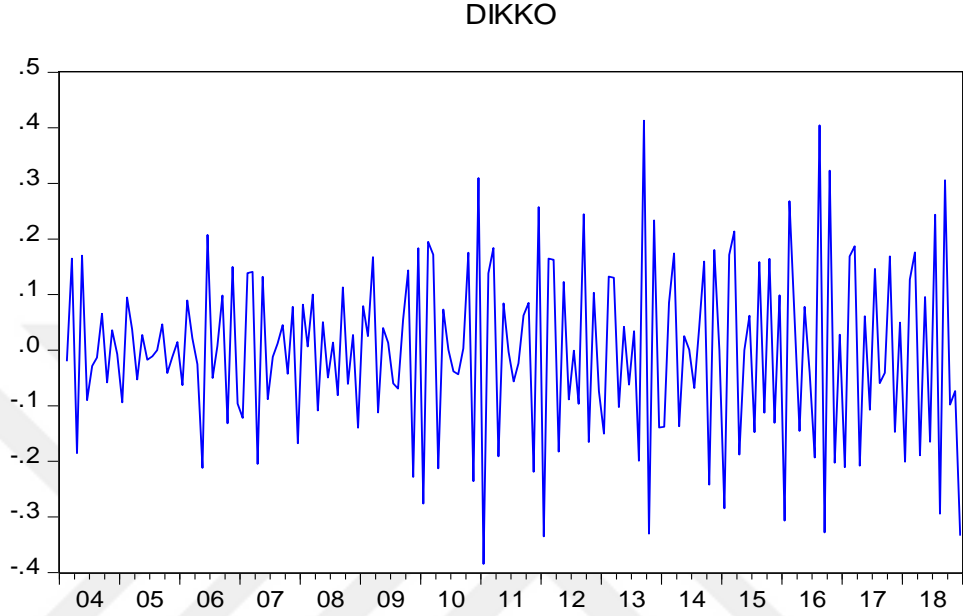
Tablo 4.2’de Augmented Dickey-Fuller (ADF) testi sonuçlarında %1 düzeyinde durağanlık koşulunu sağlamayan değişkenler; Sanayi Üretim Endeksi (SUE), İşsizlik oranı (İO) ve İmalat Kapasite Kullanım Oranı (İKKO) değişkenleri 1. farkta dönüşüm ile (Dikko-Dio-Dsue) durağan hale getirilmiştir. Artık tüm seriler durağandır ve analiz için uygundur.

**Tablo 4.2:** Augmented Dickey-Fuller (ADF) testi sonuçları

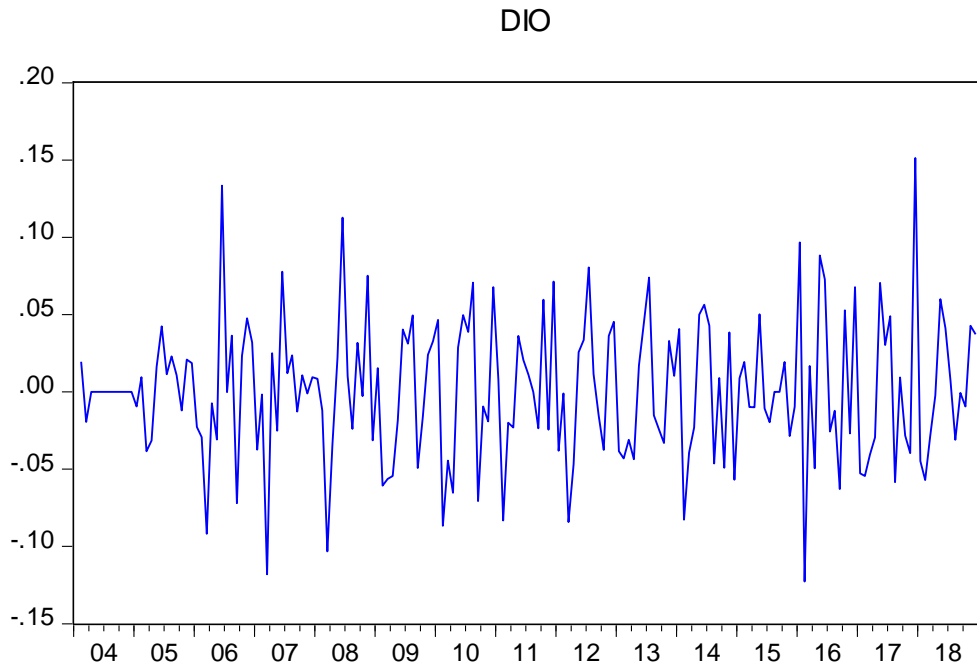
Seriler	t-istatistiği	Prob*.	1.Fark	Prob*.
BİST	-1.301.654	0.0000		
ENF	-1.335.296	0.0000		
TÜİKTGE	-1.044.859	0.0000		
REELKUR	-1.122.568	0.0000		
USDKUR	-1.135.013	0.0000		
İKKO	-1.933.528	0.3163	-9.188.503	0.0000
İO	-3.221.181	0.0205	-1.128.503	0.0000
SUE	-2.156.487	0.2232	-1.207.308	0.0000

Sanayi Üretim Endeksi (SUE), İşsizlik oranı (İÖ) ve İmalat Kapasite Kullanım Oranı (İKKO) değişkenlerine uygulanan dönüşümler sonrası elde edilen zaman serilerinin (Dikko-Dio-Dsue) grafikleri Şekil 4.1’ de yer almaktadır.

**Şekil 4.1:** Durağanlaştırılmış Serilerin Grafikleri

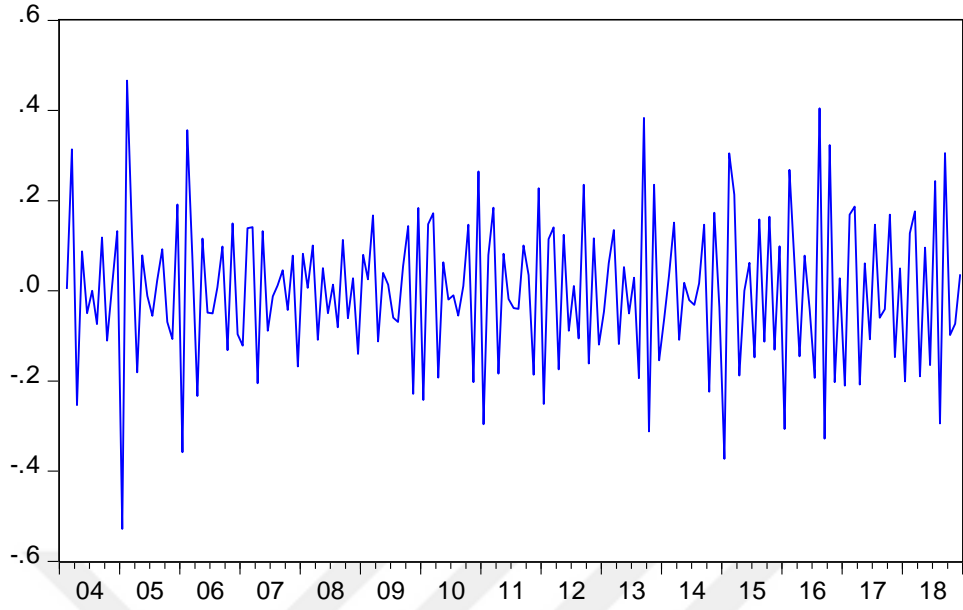


**Şekil 4.1.1.** İmalat Kapasite Kullanım Oranı (İKKO)



**Şekil 4.1.2.** İşsizlik oranı (İÖ)

## DSUE



Şekil 4.1.3. Sanayi Üretim Endeksi (SUE)

### 4.3.1.2. Optimal Gecikme Uzunluğu Kriteri

Çalışmada serilerin durağanlaşmasıyla diğer uygulama aşamalarına geçerken önce VAR analizi için gecikme uzunluğu belirlenmiştir. Gecikme değerleri Tablo 4.3' de gösterilmiştir.

**Tablo 4.3:** VAR Gecikme Uzunluğu Kriteri

VAR Lag Order Selection Criteria  
 Endogenous variables: TUIKTGE USDKUR REELKUR ENF BIST DIKKO DIO DSUE  
 Exogenous variables: C  
 Date: 07/29/19 Time: 01:16  
 Sample: 2004M01 2018M12  
 Included observations: 171

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	1233.544	NA	8.22e-17	-14.33385	-14.18687*	-14.27421
1	1389.063	294.6678	2.82e-17	-15.40425	-14.08144	-14.86751*
2	1491.938	185.2942	1.80e-17	-15.85892	-13.36029	-14.84508
3	1571.072	135.1295*	1.52e-17*	-16.03593*	-12.36147	-14.54499
4	1620.033	79.02455	1.86e-17	-15.86003	-11.00974	-13.89199
5	1671.026	77.53341	2.25e-17	-15.70790	-9.681787	-13.26276
6	1717.870	66.84201	2.90e-17	-15.50725	-8.305308	-12.58501
7	1771.527	71.54282	3.55e-17	-15.38628	-7.008511	-11.98694
8	1829.771	72.20842	4.23e-17	-15.31895	-5.765357	-11.44251

\* indicates lag order selected by the criterion  
 LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)  
 FPE: Final prediction error  
 AIC: Akaike information criterion  
 SC: Schwarz information criterion  
 HQ: Hannan-Quinn information criterion

Tablo 4.3' de belirtilen gecikme uzunlukları, bilgi kriteri tarafından en çok doğrulanan ve Akaike Bilgi Kriteri (AIC) ve FPE (Final Tahmin Hatası) doğrultusunda 3 (üç) olan gecikme sayısı belirlenerek modele dahil edilmiştir.

#### 4.3.1.3. VAR Granger Nedensellik/Blok Dışsallık Wald Testi

Granger nedensellik testi, iki değişken arasında gecikmeli olarak zamanlı ilişkinin varlığının nedensellik yönünü tespit etmek için kullanılır. Burada Y'nin öngörüsü, X' in geçmiş değerleri kullanılmadığı durumda başarısız olurken X' in geçmiş değerleri kullanılınca öngöründe başarılı ise X, Y' in Granger nedeni olmaktadır (Sarıkovanlık vd., 2019: 113).

Granger nedensellik testine aşağıda gösterilen denklemlerle ulaşılır:

$$X_t = \sum_{i=1}^n a_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^n \beta_j X_{t-j} + u_{1t}$$

$$Y_t = \sum_{i=1}^n \lambda_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^n \delta_j X_{t-j} + u_{2t}$$

Yukarıda gösterilen denklemde;

N= gecikme sayısını gösterir.

$U_{1t}$  ve  $U_{2t}$  = hata terimlerinin birbirinden bağımsızlığı varsayımıdır.

İlk denklemde Y' den X' e doğru nedenselliği gösterirken, ikinci denklemde X' ten Y' e doğru gerçekleşen nedenselliği göstermektedir. Nedenselliğin Testi öncesinde X' in  $t$  sınamalarında yalnızca anlamlı olan gecikmeli değerleri bir F sınamasına göre açıklayıcı gücü oluşan F sınaması,  $n-k$  dağılımına ait ( $k=m+n+1$ ), kısıtları üzerinde F istatistik değeri hesaplanmaktadır (Sarıkovanlık vd., 2019: 114).

Aşağıda gösterilen denklem F istatistiğine aittir.

$$F = (RSS_R - RSS_U) / mRSS_U / (n-k)$$

N= Gözlem Sayısını ifade eder.

K= Kısıtsız denklemde tahmin edilen parametre sayısıdır.

Hesaplanan F istatistiği, F kritik değerinin üzerine çıktığında  $H_0$  hipotezi reddedilip  $X_t$   $Y_t$ ' in nedeni olduğuna ulaşılır (Sarıkovanlık vd., 2019: 114). Ulaşılan F-testi sonuçları belirli bir değişkenin diğer bir değişkenin üzerinde etkileri ve varsa bu etkilerin süresine dair varsayımda bulunmaktadır

Gecikme uzunluğu kriteri belirlendikten sonra çalışmada, TÜİK Tüketici Güven Endeksine VAR Granger Nedensellik/Blok Dışsallık Wald Testi uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre model anlamlıdır (Prob., 0.0069<0.05).

**Tablo 4.4:** VAR Granger Nedensellik/Blok Dışsallık Wald Testi

**VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests**

Bağımlı Değişken: TÜİKTGE

Örnekleme: 2004M01 2018M12

Gözlem: 176

Excluded (Dışlanan)	Chi-sq	df	Prob*.
BİST	1.579518	3	0.6640
ENF	4.483259	3	0.2138
REELKUR	1.963395	3	0.5800
USDKUR	6.952294	3	0.0734 %10
DİKKO	0.230837	3	0.9725
DİO	1.001687	3	0.8008
DSUE	0.640357	3	0.8871
<b>Tüm</b>	<b>40.24337</b>	<b>21</b>	<b>0.0069 %5</b>

Yukarıdaki Tablo 4.4' de mevcut test sonuçlarına bakıldığında %5 anlamlılık düzeyinde hiçbir ekonomik değişken TÜİK Tüketici Güven Endeksini (TÜİKTGE) etkilememektedir. Değişkenler arasındaki ilişki yalnızca %10 istatistiki anlamlılık düzeyinde Amerikan Dolar Kuru (USDKUR) değişkeninin dışsal olduğunu (0.0734) diğer değişkenlerin ise dışsal olmadığını göstermektedir. Finans çalışmalarında anlamlılık derecesi %10'a kadar yükseltilebilmektedir.

Bir başka ifadeyle Amerikan Dolar Kuru (USDKUR) değişkeni hariç testte yer alan bağımsız değişkenlerin TÜİK Tüketici Güven Endeksi (TUİKTGE) üzerinde anlamlı sonuçlar vermediği ve yalnızca Amerikan Dolar Kuru (USDKUR) değişkeni TÜİK Tüketici Güven Endeksi (TUİKTGE) üzerinde etkili olmaktadır.

Ayrıca değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişkiyi gözlemlemek için Granger nedensellik testinden yararlanılmıştır. Tablo 4.5’ de Granger nedensellik testi sonuçları gösterilmektedir.

**Tablo 4.5:** Granger Nedensellik Testi

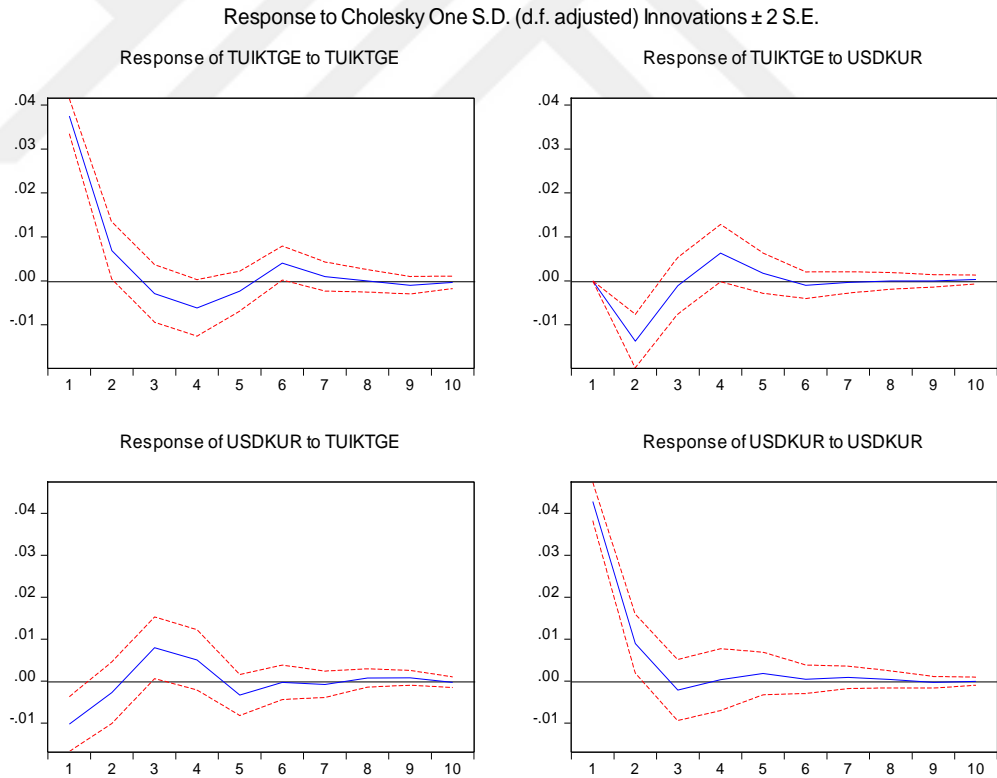
<b>Pairwise Granger Causality Tests</b>			
<b>Örneklem:</b> 2004M01 2018M12			
<b>Gecikme:</b> 2			
<b>Değişkenler</b>	<b>Gözlem</b>	<b>F-Statistic</b>	<b>Prob.</b>
USDKUR-TUİKTGE TUİKTGE-USDKUR	178	15.9203 1.83937	5.E-07 0.1620
REELKUR-TUİKTGE TUİKTGE-REELKUR	178	9.30360 0.49492	0.0001 0.6105
BIST- TUİKTGE TUİKTGE-BIST	178	5.27162 0.23180	0.0060 0.7934
ENF- TUİKTGE TUİKTGE-ENF	178	2.03345 3.68514	0.1340 0.0271
DSUE- TUİKTGE TUİKTGE-DSUE	177	0.13261 0.25845	0.8759 0.7725
DİO- TUİKTGE TUİKTGE-DİO	177	0.29768 2.40239	0.7429 0.0935
DİKKO-TUİKTGE TUİKTGE-DİKKO	177	0.51955 0.09520	0.5957 0.9092

Tablo 4.5’ deki sonuçlara göre %5 düzeyinde Amerikan Dolar Kuru (USDKUR), Tüfe Bazlı Reel Kur Endeksi (REELKUR) ve BİST Getiri Endeksinden (BIST) TÜİK Tüketici Güven Endeksi’ ne (TUİKTGE) doğru işleyen tek yönlü Granger nedenselliği görülmüştür. Ayrıca, TÜİK Tüketici Güven Endeksinden (TUİKTGE) Enflasyon Oranına (ENF) doğru işleyen tek yönlü Granger nedenselliği saptanmıştır.

#### 4.3.1.4. Etki-Tepki ve Varyans Ayrıştırması

Etki-Tepki ve Varyans Ayrıştırması bir nebze birbirine benzer bilgiler çıkarmakla birlikte Varyans Ayrıştırması VAR' da ki işleyişi incelemek için farkı, bu model de belirli bir değişkende  $s$ - adım öncesi tahmininde hata varyansının ne kadarının her biri  $s=1,2$ , için değişkendeki yeniliklerle açıklanmasıdır. VAR modelinde Etki-Tepki uygulaması sonuçları değişkenlerin her birine verilen bir şokla VAR' da bağımlı değişkende meydana gelen değişiklikleri gözlemlenebilir kılmaktadır. Böylece her bir denklemde yer alan değişken için birim şok uygulanarak VAR üzerinde yarattığı etkileri izlenmektedir. Sistemdeki  $g$  değişkenleri böylece toplamda  $g^2$  Etki-Tepki yaratabilir (Sarıkovanlık vd., 2019: 112).

Nedensellik testleriyle değişkenlerin arasındaki ilişki belirlendikten sonraki aşamada değişkenlerin birbiriyle dinamik etkileşimleri Etki-Tepki fonksiyonları ile incelenmiştir. Etki-Tepki analiz grafiği Şekil 4.2' de gösterilmiştir.



Şekil 4.2: Etki-Tepki Analiz Grafiği (TUIKTGE-USDKUR)



Şekil 4.2’ de gösterilen Etki-Tepki analizi sonucuna göre TÜİK Tüketici Güven Endeksi (TUIKTGE) Amerikan Dolar Kuru Endeksinden (USDKUR) kaynaklanan bir şoka ilk aydan azalış yönünde bir tepki vermektedir. İkinci aydan itibaren şokun etkisi azalarak artış yönünde dördüncü ayda sifıra ulaşmaktadır. Amerikan Dolar Kuru (USDKUR) şokunun etkisi yedinci ayda ortadan kalkmaktadır. Tablo 4.6’ da Etki-Tepki analiz sonuçları tablo halinde sunulmaktadır.

**Tablo 4.6:** Etki-Tepki Analizi Tablo (TUIKTGE-USDKUR)

Response of TUIKTGE:		
Period	TUIKTGE	USDKUR
1	0.037501 (0.00200)	0.000000 (0.00000)
2	0.006894 (0.00326)	-0.013691 (0.00305)
3	-0.002878 (0.00327)	-0.001118 (0.00323)
4	-0.006160 (0.00321)	0.006319 (0.00327)
5	-0.002322 (0.00227)	0.001726 (0.00229)
6	0.004061 (0.00193)	-0.001004 (0.00150)
7	0.000989 (0.00166)	-0.000363 (0.00122)
8	-1.31E-05 (0.00127)	-2.20E-05 (0.00095)
9	-0.000998 (0.00100)	-2.44E-06 (0.00071)
10	-0.000363 (0.00071)	0.000303 (0.00051)

Tablo 4.6’ da Etki-Tepki fonksiyonlarından elde edilen sonuçlara göre TÜİK Tüketici Güven Endeksinde (TUIKTGE) bir birimlik şok meydana geldiğinde değişkenin ilk dönemdeki tepkisi 37.50 birimdir. İkinci dönemde TÜİK Tüketici Güven Endeksi serisi (TUIKTGE) Amerikan Dolar Kuru (USDKUR) değişkenine 1.37 (-) yönlü tepki vermektedir.

VAR analiz sürecinin son aşamasında değişkenler Varyans Ayrıştırması yöntemiyle, modelde yer alan her bir değişkenin tahmin hata varyasyonları gözlemlenmiştir. Bunlar; TÜİK Tüketici Güven Endeksi (TUIKTGE), Borsa İstanbul Getiri Endeksi (BIST100), İmalat Kapasite Kullanım Oranı (İKKO), TÜFE Bazlı Reel Kur Endeksi (REELKUR), Amerikan Doları Döviz Kuru (USDKUR), İşsizlik Oranı (İO), Aylık Enflasyon Oranı (ENF) ve Sanayi Üretim Endeksi (SUE)

değişkenlerinin 10 dönemlik Varyans Ayrıştırma analiz sonuçları Tablo 4.7' de gösterilmektedir.

**Tablo 4.7:** Varyans Ayrıştırma Analiz Sonuçları

Variance Decomposition of TUIKTGE:									
Period	S.E.	TUIKTGE	USDKUR	REELKUR	ENF	BIST	DIKKO	DIO	DSUE
1	0.037501	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.040859	87.08561	11.22772	0.569244	0.103885	0.538034	0.258141	0.106229	0.111130
3	0.041640	84.32764	10.88259	0.771581	1.765794	1.566983	0.251339	0.277102	0.156965
4	0.042921	81.42826	12.41034	0.825999	2.770551	1.652650	0.404759	0.312889	0.194543
5	0.043148	80.86495	12.44033	0.901392	2.806942	1.911686	0.513223	0.310730	0.250750
6	0.043567	80.18580	12.25532	0.884255	2.754501	1.987444	1.001887	0.535763	0.395033
7	0.043620	80.04179	12.23238	0.899747	2.754734	1.985144	1.002358	0.689738	0.394118
8	0.043673	79.84568	12.20243	0.902614	2.791203	2.017297	1.072810	0.717761	0.450205
9	0.043701	79.79513	12.18674	0.901760	2.788419	2.032109	1.096149	0.718274	0.481427
10	0.043712	79.76485	12.18586	0.903135	2.789140	2.039530	1.103086	0.732967	0.481436

Tablo 4.7' de sunulan Varyans Ayrıştırma sonuçlarına göre 10. dönemde TÜİK Tüketici Güven Endeksindeki (TUIKTGE) hata varyansının %79,77 kısmını kendisi açıklarken, %12,19 kısmını Amerikan Dolar Kuru Endeksi (USDKUR) tarafından açıklandığı görülmektedir.

#### 4.4. Sonuç ve Değerlendirme

Davranışsal Finans teorileri ile finansal piyasalarda görülen bir takım açıklanamayan olguları, yani anomalileri ifade etmede yatırımcı duyarlılığı ve psikolojisi çok önemli katkılar sağlamıştır. Davranışsal Finans, yatırımcıların ve piyasada işlem yapan ekonomik bireylerin sergiledikleri davranışları açıklamaktadır. Davranışsal Finansa, finansal piyasalara etkileri açısından yatırımcının psikolojisi incelenir ve açıklanmaya çalışılmaktadır.

Söz konusu etkileri inceleyen ve açıklayıcı teorilerden birisi yatırımcı duyarlılığıdır. Ekonomik bireyler ve yatırımcılar bazen finansal işlemlerde, tam ve gerçek bilgiyi göz ardı ederek işlemlerini söylentiler doğrultusunda gerçekleştirirler. İşte bu nedenle ekonomik süreçte Tüketici Güven Endeksleri, endeks değerlerindeki değişimlerin piyasaları yansıtma göstergesi olarak başarılı olması nedeniyle ve geleceğe yönelik beklentilerinin oluşmasında etkin bir rolü nedeniyle tercih edilmektedir. Ayrıca ekonomik karar mekanizmaları ve araştırmacılar açısından ilgiyle takip edilmekte ve araştırmalara öncülük etmektedir.

Bu çalışmada yatırımcı duyarlılığının göstergesi olduğu varsayılan Tüketici Güven Endeksleri ile Döviz Kuru arasındaki ilişki incelenmiştir. Açıklayıcı bir ifadeyle Tüketici Güven Endeksi üzerindeki Döviz Kuru etkileri araştırılmıştır. Türkiye’ de yatırımcı duyarlılığını temsilen Türkiye İstatistik Kurumu Tüketici Güven Endeksi (TÜİKTGE) ile Döviz Kuru ilişkisi Ocak 2004-Aralık 2018 dönemlerinde incelenmiş ve Türkiye’ de yatırımcıların beklentileriyle Döviz Kurundan kaynaklanan geleceğe dönük kaygılarının Tüketici Güven Endeksi üzerindeki etkileri araştırılmıştır.

Araştırma kapsamında seçili değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemek için zaman serileri analiz modelinden yararlanılmıştır. Yine söz konusu değişkenler arasındaki nedenselliğin ve nedensellik yönünün tespit edilmesi Granger Nedensellik Testi yöntemiyle gerçekleştirilmiştir. Gerçekleştirilen Granger Nedensellik/Blok Dışsallık Wald Testi sonuçlarına göre analiz edilen değişkenlerden Amerikan Dolar Kuru (USDKUR) değişkeni hariç diğer makroekonomik değişkenlerin, Türkiye İstatistik Kurumu Tüketici Güven Endeksi (TÜİKTGE) üzerinde anlamlı sonuçlar vermediği görülmüştür. Yalnızca döviz kuru olan Amerikan Dolar Kuru (USDKUR) değişkeni, Türkiye İstatistik Kurumu Tüketici Güven Endeksi (TÜİKTGE) üzerinde anlamlı olduğu ve Granger nedeni olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Mevcut değişkenler arasında kısa dönemli ilişkinin gözlemlenmesi için Granger Nedensellik testinden elde edilen bulgulara göre, Amerikan Dolar Kuru (USDKUR), Tüfe Bazlı Reel Kur Endeksi (REELKUR) ve BİST Getiri Endeksinden (BIST) TÜİK Tüketici Güven Endeksi’ ne (TÜİKTGE) doğru işleyen tek yönlü Granger nedenselliği görülmüştür. Ayrıca, TÜİK Tüketici Güven Endeksinden (TÜİKTGE) Enflasyon Oranına (ENF) doğru işleyen tek yönlü Granger nedenselliği

tespit edilmiştir. Böylece enflasyondaki azalmayı takiben döviz kurlarında düşme eğilimleri oluşabileceği gibi piyasada güvenin artmasıyla sonuçlanacaktır. Piyasada görülen bu durum tüketici güvenin sağlanması açısından olumlu sonuçlar verebilmektedir.

Gerçekleştirilen nedensellik testleriyle ilişki belirlendikten sonra değişkenlerin arasındaki birbiriyle dinamik etkileşimleri Etki-Tepki sınaması ile incelenmiş ve elde edilen bulgularda, TÜİK Tüketici Güven Endeksi (TUIKTGE) Amerikan Dolar Kuru Endeksinden (USDKUR) kaynaklanan bir şoka ilk aydan azalış yönünde bir tepki verdiği, ikinci aydan itibaren şokun etkisi azaltarak artış yönünde olduğu ve dördüncü ayda sifıra ulaştığı tespit edilmiştir. Amerikan Dolar Kuru (USDKUR) şokunun etkisi yedinci ayda kaybolduğu görülmüştür. Ayrıca TÜİK Tüketici Güven Endeksinde (TUIKTGE) bir birimlik şok meydana geldiğinde değişkenin ilk dönemdeki tepkisi 37.50, ikinci dönemde TÜİK Tüketici Güven Endeksi serisi (TUIKTGE) Amerikan Dolar Kuru (USDKUR) değişkenine 1.37 (-) yönlü tepki verdiği izlenmiştir.

Varyans Ayrıştırması yöntemiyle, modelde yer alan her bir değişkenin tahmin hata varyasyonları gözlemlenmiş ve analiz sonuçlarından, 10. dönemde TÜİK Tüketici Güven Endeksindeki (TUIKTGE) hata varyansının %79,77 kısmını kendisi açıklarken, %12,18 kısmını Amerikan Dolar Kuru Endeksi (USDKUR) tarafından açıklandığı görülmüştür.

Analizlerden elde edinilen bulgulara göre, tüketici güveni ile kurlar arasında istatistiki anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Başka bir ifadeyle döviz kurundaki dalgalanmalar tüketici güvenine olumsuz yansımakta ve güveni etkileyen bir unsur olmaktadır. Bu çalışmayla Türkiye de döviz kurunun, tüketicilerin ekonominin geleceğine ilişkin davranışlarında önemli bir rol üstlendiği şeklinde yorumlanabilir. Bu çalışmada veri dönemi itibarıyla Türkiye’ de son dönemlerde yaşanan kur tabanlı krizde de olduğu gibi döviz kuru algısının güven kavramıyla ilişkili olduğu gözlemlenmiştir.

Tüketicilerde yani hane halkının beklentilerine ve eğilimlerine yön veren tüketici güveninde meydana gelen pozitif veya negatif yönlü hareketler, yatırım kararlarını etkileyebilmektedir. Döviz Kurlarındaki ani dalgalanmalar Tüketici Güven Endeksini negatif yönde etkileyerek, bireyleri döviz bazında yatırıma

yönelttiği gibi Türkiye’ de var olan dolarizasyon davranışını tetiklemektedir. Böylece bireyler, tüketim harcamalarını azaltmada ve TL tasarrufu yerine döviz bazlı tasarruflar yapmaktadırlar.

Ekonomik dengelerin oluşması için toplumdaki karar birimlerinin olumlu bir tutum göstermesi için üzerlerinde oluşan algılar belirleyici olacaktır. Makroekonomik boyutta hazırlanan ekonomik yol haritaları yardımıyla döviz kurlarındaki aşırı oynaklığın etkisi yok edilebilirliği, tüketicilerin gelecek dönem beklentilerinin olumlu etkilerinin oluşması açısından çok önemli olacaktır.

Sonuç olarak araştırmada elde edinilen bulgular döviz kurunun, tüketici güvenini etkilediğini göstermiştir. Baz yıllar itibari Türkiye’ deki araştırmada Amerikan Dolar Kuru, TÜİK Tüketici Güven Endeksi üzerinde etkili olmaktadır. Böylece tüketicinin güveni sadece rasyonel değil, yatırımcı duyarlılığı kapsamında da takip edilmesi ve söylenti unsurunun önemle dikkate alınması gerektiği anlaşılmaktadır.

## KAYNAKÇA

### Kitap

- Balı, S. (2011). *Zıtlık ve Momentum Stratejileri Teori ve Uygulama*. İkinci Basım. İstanbul: Çatı Kitapları.
- Eğilmez, M. Kumcu, E. (2016). *Ekonomi Politikası*. Yirmi Birinci Basım. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Erdem, F. (2003). Örgütsel Yaşamda Güven. F. Erdem (Ed.). *Sosyal Bilimlerde Güven* içinde. Ankara: Vadi Yayınları, 153-182.
- Fukuyama, F. (1998). *Güven (Sosyal Erdemler ve Refahın Yaratılması)*. Ahmet Buğdaycı (çev.). Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları (orijinal baskı tarihi 1995).
- Gazel, S. (2016). *Davranışsal Finans: Psikolojik Eşik ve Önyargılar*. 2. Basım. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Giddens, A. (2018). *Modernliğin Sonuçları*. Ersin Kuşdil (çev). İstanbul: Ayrıntı Yayınları (orijinal baskı tarihi 1990).
- Kıyılar, M., Akkaya, M. (2016). *Davranışsal Finans*. Birinci Basım. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Nofsinger, J.R. (2014). *Yatırım Psikolojisi*. Sümeyra Gazel (çev). Ankara: Nobel Yayıncılık (orijinal baskı tarihi 2002).
- Sarikovanlık, V., Koy, A., Akkaya, M., Yıldırım, H.H. ve Kantar, L. (2019). *Finans Biliminde Ekonometri Uygulamaları*. Birinci Basım. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Savaş, V. F. (2007). *Varsayalım ki İktisat*. İkinci Basım. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Savaş, V. F. (2012). *Küresel Finans ve Makro İktisat*. Birinci Basım. Ankara: Efil Yayınevi.
- Savaş, V. F. (2016). *Politik İktisat*. Sekizinci Baskı. İstanbul: Beta Yayıncılık.

### Makale ve Bildiriler

- Acemoğlu, D. and A. Scott. (1994). Consumer Confidence and Rational Expectations: Are Agents' Beliefs Consistent With The Theory? *The Economic Journal*. 104.422, 1-19.

- Afshar, T. (2007). Stock Return, Consumer Confidence, Purchasing Manager's Index And Economic Fluctuations. *Journal of Business & Economics Research*. 5.8, 97-16.
- Akarım, Y. D. (2014). Yatırımcı Duyarlılığı, Piyasa Likiditesi ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye Uygulaması. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 42, 269-278.
- Aktan, C. C. (2010). Monetarizm ve Rasyonel Beklentiler Teorisi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Ekonomi Bilimleri Dergisi*. 2. 1, 168-187.
- Altuntaş, S. T., V. Sarıkovanlık ve N. Mera. (2017). Effects Of Expectations And Confidence Indices On Financial Markets. *The Journal of Accounting and Finance*. July 2017 Special Issue., 142-151.
- Andersen, T. G., T. Bollerslev, F. X. Diebold and C. Vega. (2003). Micro Effects of Macro Announcements: Real-Time Price Discovery in Foreign Exchange. *The American Economic Review*. 93.1, 38-62.
- Antoniou, C., J. A. Doukas and A. Subrahmanyam. (2013). Cognitive Dissonance, Sentiment And Momentum. *Journal of Financial And Quantitative Analysis*. 48, 245-275.
- Arısoy, İ. (2012). Türkiye Ekonomisinde İktisadi Güven Endeksleri ve Seçilmiş Makro Değişkenler Arasındaki İlişkilerin VAR Analizi. *Maliye Dergisi*. 162, 304-315.
- Arrow, K. J. (1974). *the Limits of Organization*. New York: Norton. 23.
- Aydoğan, B. ve G. Vardar. (2015). Yatırımcı Duyarlılığının Borsa İstanbul Sektör Endeks Getirileri Üzerine Etkisi. *Maliye ve Finans Yazıları*. 29.104, 29-52.
- Baker, M. and J. C. Stein. (2004). Market Liquidity As A Sentiment İndicator. *Journal Of Financial Markets*. 7, 271-299.
- Baker, M. and J. Wurgler. (2006). İnvestor Sentiment And The Cross-Section Of Stock Returns. *The Journal Of Finance*. 61.4, 1645-1680.
- Bandopadhyaya, A., A. L. Jones. (2005). Measuring Investor Sentiment in Equity Markets. *Financial Services Forum Publications*. 6, 1-19.
- Barak, O. (2008). İMKB' de Aşırı Reaksiyon Anomalisi ve Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi. *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*. 10.1, 207-229.
- Barber, B. M., T. Odean and N. Zhu. (2009). Systematic Noise. *Journal Of Financial Markets*. 12, 547-569.
- Barberis, N., A. Shleifer and R. Vishny. (1998). A Model Of İnvestor Sentiment. *Journal Of Financial Economics*. 49, 307-343.

- Beşel, F. ve F. Yardımcıoğlu. (2016). Tüketici Güven Endeksi ile Makro Değişkenler Arasındaki İlişki. *International Congress on Political, Economic and Social Studies (ICPESS)*. Bildiriler Kitabı. İstanbul: 475-487.
- Black, F. (1986). Noise. *The Journal Of Finance*. 41.3, 529-543.
- Bremmer, D. (2008). Consumer Confidence and Stock Prices. *the 72nd Annual Meeting of the Midwest Economics Association Hyatt Regency, Chicago, Illinois*. 1-22.
- Brown, G. W. and M. T. Cliff. (2004). Investor Sentiment And The Near-Term Stock Market. *Journal Of Empirical Finance*. 11, 1-27.
- Brown, G. W. and M. T. Cliff. (2005). Investor Sentiment And Asset Valuation. *The Journal Of Business*. 78.2, 405-440.
- Burch, T. R., D. R. Emery and M. E. Fuerst. (2003). What Can “Nine-Eleven” Tell Us About Closed-End Fund Discounts And Investor Sentiment. *Financial Review*. 38, 515-529.
- Canbaş, S. ve S. Kandır. (2007). Yatırımcı Duyarlılığının İMKB Sektör Getirileri Üzerindeki Etkisi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 22.2, 219-248.
- Canbaş, S. ve S. Y. Kandır. (2006). Hisse Senedi Getirilerinde Yatırımcı Psikolojisinin Etkisinin Yatırım Ortaklıkları İskontosu ile İncelenmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*. 22.2, 26-39.
- Charoenrook, A. (2003). Does Sentiment Matter? 1-34. [www.owen.vanderbilt.edu/fmrc/papers%20datahttp://apps.olin.wustl.edu/workin\\_gpapers/pdf/](http://www.owen.vanderbilt.edu/fmrc/papers%20datahttp://apps.olin.wustl.edu/workin_gpapers/pdf/) (13 Mart 2019).
- Chen, S. S. (2011). Lack Of Consumer Confidence And Stock Returns. *Journal of Empirical Finance*. 18.21, 225-236.
- Chen, Y. (2002). Domestic Investors Herding Behavior in Reaction To Foreign Trading. *International Conference on Finance*. National Taiwan University College of Management. 4-2.
- Coleman, J. S. (1988). Social Capital in the Creation of Human Capital. *American Journal of Sociology*. 94, 95-120.
- Coleman, J. S. (1988). Social Capital in the Creation of Human Capital. *The American Journal of Sociology*. 94., 95-120.
- Çelik, S. and H. Kara. (2009). Empirical Evidence For Day Of The Week Effect In An Emerging Market: The Turkish Case. *8th International Conference of the Middle East Economic Association*. 1-18. [www.pdfactory.com/pdf](http://www.pdfactory.com/pdf) (14 Mart 2019).
- Çelik, S., E. Aslanoğlu and S. Uzun. (2010). The Relationship between Consumer Confidence and Financial Market: Variables in Turkey during the Global Crisis. *Topics in Middle Eastern and North African Economies*. 30, 1-17. <http://ecommons.luc.edu/meea/134>. (20 Mart 2019).



- De Bondt, W.F. and R. Thaler. (1985). Does The Stock Market Overreact? *The Journal Of Finance*. 11.3, 793-805.
- De Long, J. Bradford, A. Shleifer, Summers, L.H. and Waldmann, R.J. (1990). Noise Trader Risk In Financial Markets. *Journal Of Political Economy*. 98.4, 703-738.
- DeGennaro, R. P. & R. E. Shrieves. (1997). Public Information Releases, Private Information Arrival And Volatility In The Foreign Exchange Market. *Journal of Empirical Finance*. 4, 295-315.
- Demirel, S. K., & Artan, S. (2017). The Causality Relationships Between Economic Confidence And Fundamental Macroeconomic Indicators: Empirical Evidence From Selected European Union Countries. *International Journal Of Economics And Financial Issues*, 7(5), 417-424.
- Dickey, D. A., & Fuller, W. A. (1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. *Journal of the American statistical association*, 74(366a), 427-431.
- Eyüboğlu, K. ve S. Eyüboğlu. (2017). Examining the Relationship between the Economic Confidence Index and Stock Prices: Case of Turkey. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 19.2, 603-614.
- Ferrer, E., J. Salaber and A. Zalewska. (2012). Sensitivity of Consumer Confidence to Stock Markets' Meltdowns. *The Financial Engineering Laboratory Technical University of Crete*. 1-42. [http://www.fel.tuc.gr/Working%20papers/2012\\_04.pdf](http://www.fel.tuc.gr/Working%20papers/2012_04.pdf) (15 Mart 2019).
- Fisher, K. L. and M. Statman. (2000). Investor Sentiment And Stock Returns. *Financial Analysts Journal*. 56.2, 16-23.
- Fisher, K. L. and M. Statman. (2003). Consumer Confidence And Stock Returns. 1-14. <https://www.researchgate.net/publication/228876759/pdf> (12 Mart 2019).
- French, R. Kenneth and Roll, R. (1986). Stock Return Variances: The Arrival Of Information And The Reaction Of Traders. *Journal Of Financial Economics*. 17.1, 5-26.
- Garner, C. A. (1991). Forecasting consumer spending: Should economists pay attention to consumer confidence surveys? *Economic Review*. 76(3), 57-71.
- Golinelli, R., G. Parigi. (2003). What Is This Thing Called Confidence? A Comparative Analysis Of Consumer Confidence Indexes in Australia, Europe and the USA. 1-21. [http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/econo/midi/td03/td484\\_03/td484en/en\\_tema\\_484\\_03](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/econo/midi/td03/td484_03/td484en/en_tema_484_03) (13 Mart 2019).
- Gökalp, N. (2003). Ekonomide Güven Faktörü. *Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F Yönetim ve Ekonomi Dergisi*. 10.2, 163-174.
- Görmüş, Ş. and S. Güneş. (2010). Consumer Confidence, Stock Prices And Exchange Rates: The Case Of Turkey. *Applied Econometrics and International Development*. 10.2, 103-111. <http://www.usc.es/economet/ea.htm>. (20 Mart 2019).

- Gulley, O. D. & J. Sultan. (1998). Consumer Confidence Announcements: Do They Matter? *Applied Financial Economics*. 8.2, 155-166. <https://doi.org/10.1080/096031098333131> (20 Mart 2019).
- Güneş, H. and S. Çelik. (2009). Consumer Confidence and Financial Market Variables in an Emerging Economy: The Case of Turkey. *Society for Computational Economics 15th International Conference on Computing in Economics and Finance University of Technology*. Sydney: 1-28. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.361.357&rep=rep1&type=pdf> (20 Mart 2019).
- Gürgür, T., Z. Kılınç. (2015). What Drives the Consumer Confidence in Turkey? *Research Notes in Economics*. 17, 1-13.
- Gürünlü, M. (2011). Finansal Piyasaların Etkinliği Teorisinden Davranışsal Finansa: Finans Teorisinin Evrimi. *Maliye ve Finans Yazıları*. 1(92), 31-50.
- Han, B. (2008). Investor Sentiment And Option Prices. *The Review Of Financial Studies*. 21.1, 387-414.
- Howrey, E. P., (2001). The Predictive Of the Index Of Consumer Sentiment. *Brookings Papers On Economic Activity*. 2001.1, 175-207.
- Hwang, B. H. (2011). Country-Specific Sentiment And Security Prices. *Journal Of Financial Economics*. 100, 382-401.
- İbicioğlu, M., A. Kapusuzoğlu ve M. B. Karan. (2013). Türkiye’deki Tüketici Güven Endeksi ile Döviz Kuru Arasındaki İlişkinin Ampirik Analizi. *İşletme Araştırmaları Dergisi*. 5.1, 5-16.
- İskenderoğlu, Ö. ve S. Akdağ. (2017). Finansal Hizmetler Güven Endeksinin Geçerliliğinin İncelenmesi: Türkiye Örneği. *Uluslararası Ekonomik Araştırmalar Dergisi*. 3.4, 625-633.
- Jansen, W. J. and N. J. Nahius. (2003). The Stock Market And Consumer Confidence: European Evidence. *Economic Letters*. 79, 89-98.
- Kahneman, D. and A. Tversky. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*. 47.2, 263-292.
- Kahyaoğlu, M. B. ve S. Ülkü. (2012). Temsililik Hevristikinin Algılanan Risk Üzerindeki Etkisi: İMKB Bireysel Hisse Senedi Yatırımcıları Üzerine Bir Uygulama. *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*. 4.1, 53-59.
- Kale, S. ve M. Akkaya (2016). The Relation between Confidence Climate and Stock Returns The Case of Turkey. *Istanbul Conference of Economics and Finance, ICEF 2015, 22-23 October 2015*. Istanbul: Procedia Economics and Finance, 38, 150-162.
- Kandır, S. Y., G. Çerçi. Ve Ö. Uzkaralar. (2013). Yatırımcı Duyarlılığı Temsilcileri: Yatırım Ortaklıkları İskontosu ve Tüketici Güven Endeksi Örneği. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*. 7.2, 55-75.

- Kara, F. Z., M. Sarıkaya., F. Temizel. (2009). Yatırımcı İlişkileri Yönetiminde Güven ve Ekonomiye Etkisi. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*. 11.1, 279-307.
- Katona, G. (1968). Consumer Behavior: Theory and Findings on Expectations and Aspirations. *The American Economic Review*. 58.2, 19-30.
- Kaya, E. (2018). Investor Sentiment And Stock Returns. *Journal Of Financial Politic & Economic Reviews*. 55. 645, 91-112.
- Koç, Y. D. ve H. Çelikkol. (2017). Döviz Piyasalarında Yatırımcı Duyarlılığı: Türkiye Örneği. *Uluslararası Katılımlı 21. Finans Sempozyumu*. Bildiriler Kitabı. Balıkesir: 267-274.
- Korczynski, M. (2000). The Political Economy Of Trust. *Journal of Management Studies*. 37.1, 1-21.
- Korkmaz, T. E. İ. Çevik. (2007). Güven Endeksi ve Yatırımcıların Sezgileri: Türkiye Örneği. *11. Ulusal Finans Sempozyumu*. Bildiriler Kitabı. Zonguldak: 389-410.
- Korkmaz, T. ve E. İ. Çevik. (2009). Reel Kesim Güven Endeksi ile İMKB 100 Endeksi arasındaki dinamik nedensellik ilişkisi. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*. 38.1, 24-37.
- Koy, A., & Akkaya, M. (2017). The Role of Consumer Confidence as a Leading Indicator on Stock Returns: A Markov Switching Approach. *Annals of "Dunarea de Jos" University of Galati Fascicle I. Economics and Applied Informatics*. 23.1, 36-47.
- Köse, A. K. ve M. Akkaya. (2016). Beklenti ve Güven Anketlerinin Finansal Piyasalara Etkisi: BİST 100 Üzerine Bir Uygulama. *Bankacılar Dergisi*. 99, 3-15. [https://www.researchgate.net/profile/Murat\\_Akkaya7/publication/321313242](https://www.researchgate.net/profile/Murat_Akkaya7/publication/321313242) (27 Şubat 2019).
- Kremer, M., T. Westermann (2004). Consumer Confidence And Stock Prices in The Euro Area: Is there a Relationship-And Does it Matter? *27th CIRET Conference*. <http://ssrn.com/abstract=1396329> (13 Mart 2019).
- Kumar, A. and C. M. C. Lee. (2006). Retail Investor Sentiment And Return Comovements. *The Journal Of Finance*. 61.5, 2451-2486.
- Kurtoğlu, R. (2014). Davranış Ekonomisi ve Nöro-Finans. *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 16.2, 1-25.
- Küçükçaylı, F. M. ve G. Y. Akıncı. (2018). Tüketici Güveninin Makroekonomik Belirleyicileri: Bir Zaman Serisi Analizi. *Uluslararası İktisadi v İdari İncelemeler Dergisi*. 17. ÜİK Özel Sayısı, 459-47. <https://dx.doi.org/10.18092/ulikidince.433056/pdf/öz/> (18 Mart 2019).
- Lee, M. C., A. Shleifer and R. H. Thaler. (1991). Investor Sentiment And The Closed-End Fund Puzzle. *The Journal Of Finance*. 46.1, 75-109.

- Lemmon, M. and E. Portniaguina. (2006). Consumer Confidence and Asset Prices: Some Empirical Evidence. *The Review of Financial Studies*. 19.14, 1499–1529. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhj038> (14 Mart 2019).
- Leonard, D. C. and D. M. Shull (1996). Investor Sentiment and The Closed-End Fund Evidence: Impact Of The January Effect”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 36.1, 117-126.
- Ludvigson, S. C. (2004). Consumer Confidence And Consumer Spending. *The Journal of Economic Perspectives*. 18.2, 29-50. <https://www.jstor.org/stable/3216889> (12 Mart 2019).
- Matsusaka, J.G., A.M. Sbordone (1995). Consumer Confidence and Economic Fluctuations. *Economic Inquiry*. 33, 296-318.
- Mehdian, S., T. Nas., M.J. Perry. (2008). An Examination of Investor Reaction to Unexpected Political and Economic Events in Turkey. *Global Finance Journal*. 18, 337-350.
- Melvin, M. and X. Yin. (2000). Public Information Arrival, Exchange Rate Volatility, and Quote Frequency. *The Economic Journal*. 110.465, 644-661.
- Muth, J. F. (1961). Rational Expectations and the Theory of Price Movements. *Econometrica*. 29.6, 315-335.
- Oral, E. (2005). Consumer Confidence Index for Turkey. *OECD*. 1-14 [http://www.academia.edu/1090590/Consumer\\_Confidence\\_Index\\_for\\_Turkey](http://www.academia.edu/1090590/Consumer_Confidence_Index_for_Turkey) (13 Mart 2019).
- Otoo, M. W. (1999). Consumer Sentiment and The Stock Market. 1-19. <https://www.federalreserve.gov/pups/FEDS/1999/199960/pap.pdf> (12 Mart 2019).
- Özer, G. (2000). Hisse Senedi Piyasalarında Uzun Süreli Getiri Zıtlıkları: Aşırı Tepki Verme (Kazandıran-Kaybettiren) Hipotezi ve Bir Değerlendirme. *Mevzuat Dergisi*. 27.3, 1-26.
- Özsağır, A. (2007). Ekonomide Güven Faktörü. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*. 6.20, 46-62. [www.e-sosder.com](http://www.e-sosder.com) (26 Şubat 2019).
- Peeters, G. & J. Czapinski. (1990). Positive-Negative Asymmetry in Evaluations: The Distinction Between Affective and Informational Negativity Effects. *European Review of Social Psychology*. 1, 33-60. <https://doi.org/10.1080/14792779108401856> (20 Mart 2019).
- Qiao, Z., M. McAleer., W. K. Wong. (2009). Linear And Nonlinear Causality Between Changes In Consumption And Customer Attitudes. *Economic Letters*. 102.3, 161-164.
- Qiu, L., I. Welch. (2004). Investor Sentiment Measures. 1-51. <https://www.nber.org/papers/w10794/pdf> (13 Mart 2019).
- Rabin, M. (1998). Psychology and Economics. *Journal of Economic Literature*. 36.

- Rousseau, D. M. (1998). Not So Different after all: A Cross-Discipline View of Trust. *Academy of Management Review*. 23.3, 462.
- Sims, C. (1980). Macroeconomics and Reality. *Econometrica*, 48(1), 1-48. doi:10.2307/1912017.
- Schmeling, M. (2009). Investor Sentiment and Stock Returns: Some International Evidence. *Journal of Empirical Finance*. 16, 394-408.
- Statman, M. (2011). Investor Sentiment, Stock Characteristics and Returns. *The Journal of Portfolio Management*. 37.3, 54-61. <https://search.proquest.com/openview/bc7e1aa36d134210af24de8392665d81/1?pq-origsite=gscholar&cbl=49137> (15 Mart 2019).
- Taner, B. ve Akkaya, G. C. (2005). Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*. (27), 47-54.
- Taş, O. and Ö. Akdağ. (2012). Trading Volume Trend As The Investor's Sentiment Indicator In İstanbul Stock Exchange. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*. 13.2, 290-300.
- Tekin, B. (2017). Türkiye' de Ölçümlenen Tüketici Güven Endeksi ile BIST100 Endeksi Arasındaki İlişkinin Analizi. *Uluslararası Politik, Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Kongresi*. Bildiri Özetleri Kitabı. Ankara: 3, 96. [www.pesa.org.tr](http://www.pesa.org.tr) (26 Şubat 2019).
- Temizel, F. ve S. Olgaç. (2008). Yatırımcı Duyarlılığı Hisse Senedi Getirileri İlişkisi: Türkiye Örneği. *TISK Akademi*. 3.6, 224-239.
- Thorelli, H. B. (1986). Networks: Between Markets and Hierarchies. *Strategic Management Journal*. 7.1, 37-51.
- Topuz, Y. V. (2011). Tüketici Güveni ve Hisse Senedi Fiyatları Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*. 7.1, 53-65.
- Tunalı, H. ve İ. E. Özkan. (2016). Türkiye'de Tüketici Güven Endeksi ve Tüketici Fiyat Endeksi Arasındaki İlişkinin Ampirik Analizi. *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi*. 3.2, 54-67.
- Uslaner, E. M. (2002). The Moral Foundations of Trust. *Prepared for the Symposium, "Trust in the Knowledge Society," University of Jyväskylä*. Finland. Jyväskylä: 1-50. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=824504.pdf](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=824504.pdf) (11 Mayıs 2019).
- Ülkü, N. (2001). Finansta Davranış Teorileri ve İMKB'nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı. *İMKB Dergisi*. 5.17, 101-132.
- Verma, R. and G. Soydemir. (2009). The Impact Of Individual And Institutional Investor Sentiment On The Market Price Of Risk. *The Quarterly Review Of Economics And Finance*. 49, 1129-1145.

- Vuchelen, J. (2004). Consumer Sentiment And Macroeconomic Forecasts. *Journal of Economic Psychology*. 25. 4, 493-506. [https://doi.org/10.1016/S0167-4870\(03\)00031-X](https://doi.org/10.1016/S0167-4870(03)00031-X) (27 Ağustos 2019).
- Wong, S. Q. and R. J. Lievano. (2009). Investor Sentiment as Intervention of Stock Market Returns. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*. <https://search.proquest.com/openview/2f80f3bf88521749d55083bdac17cfcc/1?pq-origsite=gscholar&cbl=29414> (14 Mart 2019).

## Tez

- Afşar, B. (2019). Döviz Kuru ile Tüketici Güven Endeksi Arasındaki İlişki: MİST Ülkeleri Örneği. *Yüksek Lisans Tezi*. Ankara: Ankara Yıldırım Beyazıt Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Akkaya, M. (2014). Beklenti ve Güven Anketlerinin Finansal Piyasalara Etkisi: BİST 100 Üzerine Bir Uygulama. *Doktora Tezi*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Aktaş, H. (2011). The Relationship Between Consumer Confidence Indices And Economic & Financial Variables-An Econometric Analysis With Country Comparisons. *Master of Science Dissertation*. İstanbul: Marmara University Institute Of Social Science.
- Ekim, S. (2018). Davranışsal Finasta Yatırımcı Duyarlılığı: Borsa İstanbul' da Yatırım Kararlarını Değerlendirme. *Doktora Tezi*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kandır, S. Y. (2006). Türkiye' de Yatırımcı Duyarlılığının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi. *Doktora Tezi*. Adana: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Mermer, İ. (2014). Tüketici Güven Endeksi ve Hisse Senedi Getirileri İlişkisi: BİST Üzerine Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi*. Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

## İnternet Kaynakları

- Aykın, H. (2017). İktisatta Güven Unsuru. *vergidosyasi.com*. <https://vergidosyasi.com/2017/04/16/ekonomide-iktisatta-guven-unusuru-guven-ekonomik-buyume-iliskisi-sosyal-sermaye-olarak-guven/> (12 Mayıs 2019).
- Borsa İstanbul. <https://datastore.borsaistanbul.com/www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/hisse-senetleri-piyasasi-verileri>. (19 Mayıs 2019).

Türk Dil Kurumu (TDK). (2006). *Güncel Türkçe Sözlük*. <http://www.tdk.gov.tr> (13 Mayıs 2019).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB). <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>. (19 Mayıs 2019).

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK). *Haber Bültenleri, Metaveri*. [http://tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt\\_id=1104](http://tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1104). (30 Temmuz 2019).

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK). <http://www.tuik.gov.tr>. <http://tuikapp.tuik.gov.tr/tukguvenapp/index.zul>. (19 Mayıs 2019).



## EKLER

### Ek-1: TÜİK Tüketici Eğilim Anketi

Konu Başlıkları	Analitik Çerçeve, Kapsam, Tanımlar ve Sınıflamalar
<b>Kişisel Mali Durum</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Tüketicinin, geçen 12 aylık dönemde hanesine ait maddi durumu</li><li>• Gelecek 12 aylık dönemde hanesine ait maddi durumu ile ilgili beklentisi</li><li>• Hanesi için mali durum değerlendirmesi</li><li>• Gelecek 3 aylık dönemde borç kullanma ihtimali.</li></ul>
<b>Genel Ekonomi</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Tüketicinin geçen 12 aylık dönemde Türkiye'nin genel ekonomik durumuna ilişkin değerlendirmesi</li><li>• Gelecek 12 aylık dönemde Türkiye'nin genel ekonomik durumuna ilişkin beklentisi</li><li>• Türkiye'de gelecek 12 aylık dönemde işsiz sayısı beklentisi</li><li>• Mevcut dönemin dayanıklı tüketim malları satın almak için uygunluğuna ilişkin düşüncesi</li><li>• Mevcut dönemin tasarruf etmek için uygunluğuna ilişkin düşüncesi</li><li>• Geçen 12 aylık dönemde tüketici fiyatlarının değişimine ilişkin düşüncesi</li><li>• Gelecek 12 aylık dönemde tüketici fiyatlarının değişimine ilişkin beklentisi</li><li>• Gelecek 12 aylık dönemde ücretlerin değişimine ilişkin beklentisi.</li></ul>
<b>Harcama ve Tasarruf Eğilimleri</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Tüketicinin, gelecek 3 aylık dönemde yarı-dayanıklı tüketim mallarına yönelik harcama yapma düşüncesi</li><li>• Gelecek 12 aylık dönemde dayanıklı tüketim mallarına yönelik harcama yapma düşüncesi</li><li>• Gelecek 12 aylık dönemde otomobil satın alma ihtimali</li><li>• Gelecek 12 aylık dönemde konut satın alma veya inşa ettirme ihtimali</li><li>• Gelecek 12 aylık dönemde konut tamirati için para harcama ihtimali ve gelecek 12 aylık dönem içerisinde tasarruf etme ihtimali.</li></ul>
<b>Tüketici Güven Endeksi aşağıdaki alt endekslerden hesaplanmaktadır</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Gelecek 12 aylık dönemde hanenin maddi durum beklentisi</li><li>• Gelecek 12 aylık dönemde genel ekonomik durum beklentisi</li><li>• Gelecek 12 aylık dönemde işsiz sayısı beklentisi</li><li>• Gelecek 12 aylık dönemde tasarruf etme ihtimali.</li></ul>

**Kaynak:** Türkiye İstatistik Kurumu. ([http://tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt\\_id=1104](http://tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1104)).