

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
FİNANS ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASASI ANABİLİM DALI
SERMAYE PİYASASI TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

SERMAYE PİYASASI YATIRIM KARARLARINDA
ETKİLİ OLAN DAVRANIŞSAL FAKTÖRLER:
KIRILGAN BEŞLİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Yüksek Lisans Tezi

Cem Temir
100017983

İstanbul
Ocak, 2021

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
FİNANS ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASASI ANABİLİM DALI
SERMAYE PİYASASI TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

SERMAYE PİYASASI YATIRIM KARARLARINDA
ETKİLİ OLAN DAVRANIŞSAL FAKTÖRLER:
KIRILGAN BEŞLİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Yüksek Lisans Tezi

Cem Temir
100017983

Danışman: Prof. Dr. Serkan ÇANKAYA

İstanbul
Ocak, 2021



T.C.
T.C. İSTANBUL T CARET İSTANBUL T CARET ÜNİVERSİTESİ
ÜNİVERSİTESİ
FİNANS ENSTİTÜSÜ

YÜKSEK LİSANS TEZİ ONAY FORMU

..... Sermaye Piyasası
Yüksek Lisans programı  ğrencisi..... Cem Temir in
Sermaye Piyasası Yatırım Kararlarında Etkili Olan Davranıssal
Faktörler: Kırılgan Beşli  zerine Bir Uygulama başlıklı tez  alışması,
Enstitümüz Yönetim Kurulu 01.09.2020 tarih ve 111-1sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından
oybirliği/oyekleği ile Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

UNVANI, ADI SOYADI

TEZ DANIşMANI

: Prof. Dr. Serkan Cankaya

JÜRİ ÜYESİ

: Prof. Dr. Ferudun Kaya

JÜRİ ÜYESİ

: Doç. Dr. Elif Güneren Genç

ÜNİVERSİTE

İstanbul T icaret Üniversitesi

Bolu İzzet Baysal Üniversitesi

İstanbul T icaret Üniversitesi

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	viii
ÖZET.....	iii
ABSTRACT	v
TABLO LİSTESİ	vii
ŞEKİL LİSTESİ.....	viii
KISLATMALAR LİSTESİ.....	ix
GİRİŞ	1
1 KIRILGAN BEŞLİ ÜLKE EKONOMİLERİ	3
1.1 Kırılğan Beşli Ülke Kavramı	3
1.2 Kırılğan Beşli Ülkelerin Ekonomilerinin İncelenmesi.....	3
1.2.1 Türkiye	3
1.2.2 Hindistan	9
1.2.3 Brezilya	13
1.2.4 Güney Afrika Cumhuriyeti	19
1.2.5 Endonezya	21
1.3 Piyasa Kavramı ve Sermaye Piyasası	22
1.3.1 Piyasa Kavramı	22
1.3.2 Sermaye Piyasası.....	24
1.4 Sermaye Piyasasında Kullanılan Belli Başlı Yatırım Araçları	26
1.4.1 Finansal Yatırım Araçları.....	26
1.5 Sermaye Piyasasının Dünya Çapında Gelişimi.....	30
1.6 Kırılğan Beşli Ülkelerin Sermaye Piyasası ve İşlem Hacmi Gelişiminin İncelenmesi.....	31
1.6.1 Türkiye	31
1.6.2 Hindistan	33
1.6.3 Brezilya	34
1.6.4 Güney Afrika Cumhuriyeti	35
1.6.5 Endonezya	36
2 YATIRIM KARARLARI VE DAVRANIŞSAL FAKTÖRLER	38
2.1 Yatırım ve Finansal Karar Kavramı	38
2.2 Finansal Yatırımda Karar Modelleri	39

2.3	Geleneksel Finans Kuramları ve Etkin Piyasalar Hipotezi	39
2.3.1	Rasyonel Beklenti	40
2.3.2	Beklenen Fayda Teorisi.....	41
2.4	Yatırımcı Davranışını Esas Alan Modeller	42
2.4.1	Davranışsal Finans Kavramı ve Ortaya Çıkışı	43
2.4.2	Davranışsal Finans	44
2.4.3	Beklenti Teorisi	46
2.4.4	Kestirmeden Verilen Kararlar (Hevristikler) ve Bilişsel Önyargılar	47
2.4.3.1	Aşırı İyimserlik	50
2.4.3.2	Aşırı Kötümserlik	50
2.4.3.3	Aşırı Güven	52
2.5	Geleneksel Finans ile Davranışsal Finans Arasındaki Farklılıklar	52
2.6	Sermaye Piyasası Yatırım Kararlarında Etkili Olan Davranışsal Faktörler'in Teorik Çerçevesi	54
3	SERMAYE PİYASASI YATIRIM KARARLARINDA ETKİLİ OLAN DAVRANIŞSAL FAKTÖRLER: KIRILGAN BEŞLİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA	
3.1	Araştırmanın Amacı	59
3.2	Konunun Önemi	59
3.3	Araştırma Verisi ve Kapsam	59
3.4	Araştırmanın Yöntemi.....	61
3.4.1	Aşırı İyimserlik	62
3.4.2	Aşırı Kötümserlik.....	63
3.4.3	Aşırı Güven	63
3.4.4	Spontan Reaksiyonlar.....	64
3.4.5	Rasyonel Beklenti	64
3.5	Tanımlayıcı İstatistikler	65
3.6	Araştırmanın Bulguları.....	66
3.6.1	Birim Kök Testi Sonuçları	67
3.6.2	En Küçük Kareler Yöntemi ile Regresyon Tahmini Sonuçları.....	68
	SONUÇ VE ÖNERİLER.....	72
	KAYNAKÇA	75

ÖZET

Bu çalışmada aşırı iyimserlik, aşırı kötümserlik, aşırı güven, spontan reaksiyonlar ve rasyonel beklenti değişkenlerinin kırılğan beşli ülkelerinin sermaye piyasalarında yer alan referans borsa endekslerinin işlem hacimlerine olan etkisi araştırılmıştır. Analizde 01.01.2010 – 01.01.2020 yılları arasında günlük değerlerden oluşan veri seti kullanılmıştır. Dhaoui (2011) ve Oprean ve Tanasescu (2014) tarafından ileri sürülen model kullanılmış olup, en küçük kareler yönteminden yararlanılmıştır.

Çalışma bulgularına bakıldığında kırılğan beşli ülke piyasaları arasında benzerlik ve farklılıklar tespit edilmektedir. Rasyonelite hipotezinin ve aşırı güven yanılgısının Güney Afrika Cumhuriyeti haricindeki tüm pazarlar için reddedilebileceğini göstermektedir. Tüm ülke piyasalarında benzer sonuçlar elde edildiği ve aşırı iyimserlik ve aşırı kötümserlik yanılgılarının Türkiye, Hindistan, Brezilya, Güney Afrika Cumhuriyeti, Endonezya piyasalarının işlem hacimleri üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu tespit edilmektedir. Spontan reaksiyon ise Hindistan, Brezilya ve Endonezya ülkeleri üzerinde bir etkiye sahiptir.

Çalışma sonuçlarına bakıldığında ise piyasaların çalışma şeklini kontrol edenlerin akılcı yatırımcılar olmadığı görülmekte ve işlem hacimleri, büyük ölçüde yatırımcıların rasyonel olmayan davranışlarından etkilenmektedir. Ayrıca piyasalar yatırımcıların tahmin ettiği yöne hareket ederken yatırımcılar aşırı optimist tavırlar sergilemekte, piyasalar yatırımcıların beklediği yönün tam tersine bir hareket halindeyken yatırımcılar aşırı pesimist tavırlar sergilemektedir.

Özellikle bu çalışma uluslararası piyasalarda yatırım yapan oyuncular açısından farklı ülke sermaye piyasalarında farklı davranışsal faktörlerin etkili olduğunu göstermektedir. Özellikle kırılğan beşli ülke özelinde hangi faktörlerin daha etkili ve belirgin olduğu tespit edilmiş olmaktadır. Yatırım stratejisi tespit edilirken katkı sağlaması hedeflenmektedir. İleriye yönelik çalışmalarda ayrıca farklı zaman periyotlarında bu davranış şeklinde değişim sergilenmesi mümkündür. Özellikle kriz dönemlerinde sergilenen davranışlar farklılık gösterebilmektedir. Buna yönelik daha geniş bir veri seti ile kriz dönemlerini de kapsayacak çalışmaların katkı sağlaması mümkündür.

Anahtar Kelimeler

Aşırı İyimserlik, Aşırı Kötümserlik, Aşırı Güven, Spontan Reaksiyon, Kırılgan Beşli

ABSTRACT

In this study, the effect of excessive optimism, excessive pessimism, excessive confidence, spontaneous reactions and rational expectation variables on the trading volumes of reference stock market indices in the capital markets of the fragile five countries was investigated. A data set consisting of daily values between 01.01.2010 and 01.01.2020 was used in the analysis. The model put forward by Dhaoui (2011) and Oprean and Tanasescu (2014) was used and the least squares method was used.

Looking at the findings of the study, similarities and differences are identified between the markets of the fragile five countries. It shows that the rationality hypothesis and overconfidence misconception can be dismissed for all markets except the Republic of South Africa. Similar results were obtained in all country markets, and extreme optimism and extreme pessimism of the misconception of Turkey, India, Brazil, South Africa, Indonesia are found to have a significant impact on the trading volumes of the market. The spontaneous reaction, on the other hand, has an effect on the countries of India, Brazil and Indonesia.

Looking at the results of the study, it seems that those who control the way markets work are not rational investors, and trading volumes are largely affected by the non-rational behavior of investors. In addition, as markets move in the direction expected by investors, investors exhibit extreme optimistic attitudes, while markets are moving in the opposite direction expected by investors, investors exhibit extreme pessimistic attitudes.

In particular, this study shows that different behavioral factors are effective in different country capital markets from the point of view of players investing in international markets. Especially in the fragile five countries, it has been determined which factors are more effective and obvious. It is aimed to contribute when determining the investment strategy. In future studies, it is also possible to exhibit changes in this form of behavior over different time periods. Especially during times of crisis, the behaviors exhibited may vary. It is possible that studies covering crisis periods can contribute to this with a wider data set.

Keywords

Excessive Optimism, Excessive Pessimism, Overconfidence, Spontaneous reaction,
Fragile Five

TABLO LİSTESİ

Tablo 1: Türkiye Ekonomisine Ait Temel Ekonomik Veriler	7
Tablo 2. Hindistan'ı Tanıtıcı Genel Bilgiler	10
Tablo 3: Sektörlere Göre Ekonomik Büyüme (%).....	11
Tablo 4: Hindistan Ekonomisine Ait Temel Ekonomik Veriler	12
Tablo 5: Brezilya'yı Tanıtıcı Genel Bilgiler	14
Tablo 6: Brezilya Ekonomisine Ait Temel Ekonomik Veriler	17
Tablo 7: Yanılgılar Taksonomisi	45
Tablo 8: Endeks Ve Gözlem Sayıları.....	60
Tablo 9: Çalışmaya Konu Olan Kırılgan Beşli Ülkelerinin Referans Borsa Endeksleri	66
Tablo 10: Bağımlı Ve Bağımsız Değişkenler İçin Adf Ve Pp Birim Kök Testi.....	67
Tablo 11: Bağımsız Değişkenlerin Katsayıları	69

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1. Türkiye'nin Büyüme Grafiği	7
Şekil 2. Hindistan'ın Büyüme Grafiği (%)	13
Şekil 3. Brezilya'nın Büyüme Grafiği	17
Şekil 4. Brezilya İhraç Ürünleri (Milyar\$).....	18
Şekil 5. Mali Piyasaların İşleme Mekanizması-Düzenlenmesi-Denetlenmesi	24
Şekil 6. Brezilya Sermaye Piyasası Yapısı	35
Şekil 7. Yatırımcının Karar Verme Davranış Sistemi.....	43
Şekil 8. Bilişsel Önyargı Kalıpları	47

KISLATMALAR LİSTESİ

A.Ş.	: Anonim Şirketi
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BM	: Birleşmiş Milletler
CAPM	: Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli
DTÖ	: Dünya Ticaret Örgütü
FED	: ABD Merkez Bankası
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
IBGE	: Brezilya Coğrafya ve İstatistik Enstitüsü
IMF	: Uluslararası Para Fonu
KİT	: Kamu İktisadi Teşekkülleri
SEBI	: Securities and Exchange Board of India
STA	: Serbest Ticaret Anlaşması
WTO	: Dünya Ticaret Örgütü

GİRİŞ

İktisat, sınırsız taleplerin ya da isteklerin k t kaynaklar arasında oluşturulan bir denge bilimi olarak tanımlanmaktadır. Bu denge bilimin temelini hiç kuşkusuz “insan” faktörü oluşturmaktadır. Geleneksel ekonomiye göre “insan” kavramı karmaşık hesaplamaları yapabilen, belirsiz durumlarda rasyonel kararlar alabilen ve birçok alternatif arasında kendine en çok faydayı sağlayacak seçimleri yapabilen varlıklardır. Hakimekonomik anlayıştan (Neoklasik) etkilenerek rasyonel insan “Homo economicus” varsayımını temel alan ve Harry Markowitz ‘in (1952) “Portföy Seçimi” başlıklı çalışmasıyla geleneksel finansın temelleri atılmıştır. “Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (CAPM)” (William Sharp, 1964) ve “Etkin Piyasalar Hipotezi (Eugene Fama, 1970) ile ivme kazanan geleneksel finans piyasalarda oluşan anomalileri açıklamakta yetersiz kalmış ve eleştirilerin odağı olmuştur.

Geleneksel finansın piyasalardaki değişiklikleri açıklamada yetersiz kalması ve eleştirilerin odağı olması sonucunda “Prospect theory: An Analysis of Decision Under Risk” (1979)  alışma ile Daniel Kahneman ve Amos Tversky farklı bir bakış açısı getirerek “Davranışsal Finansın” temellerini atmıştır. Davranışsal Finans karar alma anında sosyolojik ve psikolojik olguların göz ardı edilemeyeceğini, insan zihninin sınırlı ve hata yapmaya açık olduğunu öne sürmektedir. Kahneman ve Tversky’nın “Beklenti Teorisi’ni” ortaya attıktan sonra bilişsel ve duygusal yanılığlar üzerine birçok çalışma yapılmış ve anomalileri açıklamada bu çalışmalar büyük rol oynamıştır.

Ağustos 2013 yılında Morgan Stanley’in “Küresel Görünüm” raporunda Türkiye Brezilya, Hindistan, Güney Afrika Cumhuriyeti, Endonezya “Kırılğan Beşli” olarak sınıflandırılmıştır. Mayıs 2013 yılında ABD Merkez Bankası (FED) tahvil alımlarında azaltıma gideceğini açıklamasının ardından beş ülkenin sermaye piyasalarında büyük dalgalanmalar yaşanması ve ABD doları karşısında aşırı değer kaybetmesi bu sınıflandırmanın temel nedeni olmuştur. Dış finansmana duyulan ihtiyaç, yüksek enflasyon oranına ve cari açığa sahip olunması bu beş ülkenin ortak nedenleri arasında gösterilebilir. Bu nedenler ise bu beş ülkenin ABD Merkez Bankası (FED) politikalarından en çok etkilenen ülkeler olmasına sebep olmaktadır.

Bu çalışmada aşırı iyimserlik, aşırı kötümserlik, aşırı güven, spontan reaksiyonlar ve rasyonel beklenti değişkenlerinin kırılgan beşli ülkelerinin sermaye piyasalarında yer alan referans borsa endekslerinin işlem hacimlerine olan etkisi araştırılmıştır. Analizde 01.01.2010 – 01.01.2020 yılları arasında günlük değerlerden oluşan veri seti kullanılmıştır. Dhaoui (2011) ve Oprean ve Tanasescu (2014) tarafından ileri sürülen model kullanılmış olup, en küçük kareler yönteminden yararlanılmıştır.

Bu alışma dört bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde çalışmaya konu olan kırılgan beşli ülkelerinin ekonomileri ve sermaye piyasaları detaylı bir şekilde açıklanmıştır. İkinci bölümde ise finans teorileri ele alınmıştır. Geleneksel ve modern finans teorileri aıklananmış ve karşılaştırma yapılmıştır. Davranışsal finans teorisinin ortaya çıkışına değinilmiş ve duygusal ve bilişsel yanılığlar incelenmiştir. Ayrıca yatırım kararlarında etkili olan davranışsal faktörlerin teorik çerçevesine bu alanda yer verilmiştir. nc bölümde çalışmada kullanılan veri seti ve yöntem tanıtılmakta ve yapılan analiz sonucunda elde edilen bulgular belirtilmektedir. Son olarak dördüncü bölümde sonuçlar incelenmekte ve ileriye yönelik yapılacak araştırmalara önerilerde bulunulmaktadır.

.

1 KIRILGAN BEŞLİ ÜLKE EKONOMİLERİ

1.1 Kırılğan Beşli Ülke Kavramı

Kırılğan Beşli olarak bilinen ülkelerin, Mayıs 2013’de ABD Merkez Bankası (FED)’ndan yapılan tahvil alımlarında tenkisata gidileceği sinyalinin alınması ile beraber gelişmekte olan ülkelerin para ve sermaye piyasaları üzerinde önemli dalgalanmalar görülmesinin ardından ortaya çıktığı bilinmektedir. “Kırılğan Beşli Ülke” ismi ile ortaya konulan kavram çerçevesinde yapılan tasnifin mimarı, Amerikan menşeli finans kuruluşu Morgan Stanley tarafından ortaya konmuştur. Bahsi geçen bankanın Ağustos 2013’de hazırlamış olduğu “Küresel Görünüm” başlıklı raporu; Türkiye, Brezilya, Hindistan, Endonezya ve Güney Afrika Cumhuriyeti, “Kırılğan Beşli” (Fragile Five) ülkeler olarak tarif edilmektedir (Kamacı, 2019: 59).

1.2 Kırılğan Beşli Ülkelerin Ekonomilerinin İncelenmesi

1.2.1 Türkiye

Türkiye hem eski kırılğan beşli hem de yeni kırılğan beşli içerisinde yer almaktadır. Ayrıca eski kırılğan beşli içerisinde sadece Türkiye yerini koruyarak yeni kırılğan beşliye dâhil olmaktadır. Bu nedenlerden dolayı Türkiye’ye ayrı bir başlıkta yer verilmiştir.

Osmanlı Devleti’nin Kırım Savaşı ardından İngiltere’den aldığı borçları ödeyememesi ve 1877-1878 Osmanlı-Rus Harbinin kaybedilmesiyle toprak ve harp tazminatlarına mahkum olması, bahsi geçen borçların tahsili için Duyun-ı Umumiye idaresinin kurulması ile neticeye ulaşmıştır. Bu sayede her alanda gerileme dönemindeki Osmanlı Devleti’nin dağılma sürecine girmesi ile yıkılmasının en büyük ekonomik nedenlerindendir. Dış borçlar gibi ekonomik sorunlar, kurulan genç Türkiye Cumhuriyeti’ni gündemini uzun süreler işgal eden önemli gündem maddeleri arasında konumlanmıştır. Cumhuriyet’in başlarındaki ekonomik durumunu somut biçimde belirtmek gerek bu dönem ekonomik seviyeyi gerekse de Türkiye ekonomisinin tarihsel süreç içinde kat ettiği mesafeyi görmek için önemlidir. Ülkenin nüfusu 12.6 milyon ve milli geliri (Gayri Safi Milli Hasıla - GSMH) 5

katrilyon 190 trilyon TL, endüstriyel ürünlerden meydana gelen ithalat 86,9 milyon dolar, tarım ve madencilik ağırlıklı olan ihracat ise 50,8 milyon dolar seviyelerinde gerçekleşmiştir. Dönemin ekonomisinin temellerinin tarıma dayanması, GSMH içerisinde tarımın payının % 40, sanayinin payının ise yalnızca % 13 olmasına neden olmaktadır (Ertuna, 2004, s.6).

Milli mücadelenin ardından, Cumhuriyet'in başlarında, Türkiye ekonomisinde iktisadi büyüme ve buna bağlı haldeki milli gelirin, 1927 yılı hariç, 1923-1929 yılları arasında sürekli olarak arttığı görülmektedir. 1927 senesinde ABD merkezli olarak bütün dünyada başlamış olan ve ekonomi literatürüne adı "1929 Dünya Ekonomik Bunalımı" veya "Büyük Buhran" olarak geçen ekonomik krizin etkisi altında kalan Türkiye'nin, GSYİH büyüme hızı %25 gibi bir oranda küçülmüştür. Türkiye ekonomisinin temelini tarıma dayalı hali ve dışa bağımlılığın yüksekliği gösterilebilir. Bu yüzden, dünya piyasalarında tarımsal ürünler üzerindeki fiyat dalgalanmalarından Türkiye de etki görmüştür. Bilinen hali ile büyük buhran 24 Ekim 1929 tarihinde New York borsasındaki çöküşle başlangıç göstermiştir. 1933 senesi Mart ayına dek sürdüğü kabul edilen bu ekonomik buhran global boyutlarda etkileri görülen büyük bir krizdir (Buluş ve Kabaklarlı, 2010, s.20).

Türkiye'de 1929 senesindeki ekonomik bunalımdan başlayarak 1950'li yıllara dek devam eden süreç içinde devletçi bir yönelimin mevcuttur. Yukarıda da bahsedildiği gibi kurulan yeni devlet, sorunları birçok yönden devralmıştır ve bunların çözümü için çaba gösterilmesi gerekmektedir. Fakat bu dönemdeki devletçi anlayışın dinamiklerinde, genellikle özel girişim ve teşebbüslerinin desteklenmesinin olduğu da bilinmektedir. 1950'lerde Türkiye ekonomisinde önceki dönemlerde uygulanmakta olan devletçi anlayış yerini daha esnek liberal politikalar olarak ülkede serbest pazar ekonomisi görülmeye başlamıştır. 1960'lı yıllarda ise yatırımların yüksek tutulması adına adımların atılmış ve düşüşte olan tarımsal üretimin tekrardan canlandırılarak ekonomik döngü içerisindeki yörüngesine oturtulmaya çalışmıştır. Aynı zamanda bu dönem, Kamu İktisadi Teşekkülleri (KİT)'nin yüksek miktarları bulan bütçe açıklarının devletçe finanse edildiği bir dönemdir (Ayazlar, 2015, s.44).

Devam eden yıllarda, kamu harcamalarının sağlam ve güvenilir kaynaklara dayandırılmaması, 1970 yılının ardından kamu açıklarının gitgide artmasına

sebebiyet olmuştur. Bu bakımdan kamu sektörünün finansmanında Hazine ve Merkez Bankası'nın önemi daha da artmıştır. Aynı zamanda 1970'lerin sonları, Türkiye ekonomisinde enflasyona karşı alınmakta olan önlemlerin yapısal olmaması nedeniyle tıkanıdığı yıllardır. 1980'li yıllar bir yandan iktisadi istikrara yönelik gündem ve stratejilerin tasarlandığı bir diğer yandan da içe dönük bir ekonomik yapıdan çıkıldığı bir devre görüntüsündedir (Türker, 2020).

Yine de 24 Ocak 1980 İstikrar Kararları ile ithalat serbestleştirilirken, Türk parasının aşırı değer kazanmasını önlemek için piyasalarda esnek kur sistemine geçiş yaşanmıştır. Bahsi geçen döneme yönelik bir diğer husus nokta, 1988 senesine dek Türkiye ekonomisinin sanayi ağırlıklı olarak gelişmesidir. Çünkü Cumhuriyet kurulmasından bu döneme gelene dek senelik ortalama %3,8 oranında büyüme kaydetmiş olan tarım sektörü, bu dönemde %1,6 oranlarına gerilerken, buna mukabil sanayi sektöründe %6,6'lık büyüme yaşanmıştır. 1990'lar politik ve ekonomik bakımdan dalgalanmaların görüldüğü bir dönem olarak, iç borçlanmalar, kamu borçlarının düşürülme isteği ile kurlardaki anormal dalgalanmalar, devalüasyon ve bankacılık sektöründeki kriz sebebiyle sistemden çekilen yüksek miktarlardaki mevduat, Körfez savaşı, 5 Nisan (1994) kararları, hükümet değişikliklerine dayalı siyasi belirsizlikler bu dönemdeki Türkiye ekonomisinin belirleyici etkenleri olmuştur. Türkiye' de 1990'ların başlarındaki enflasyon, oran %44 iken 1994 krizi nedeniyle enflasyonun %106,3' e ulaşması, dönemin Türkiye ekonomisinin yapısına veya bir diğer ifade ile kırılganlığına dair bir gösterge özelliğindedir (Ayazlar, 2015, s.48-51).

Türkiye 2000 - 2001 yılları arasındaki iç kaynaklı krizlerde yaşanan yüksek enflasyonla birlikte Türk Lirası'nın değer kaybetmesi, döviz kurlarının yükselmesine, devalüasyona, para ikamesine, gelir dağılımı ile kaynak dağılımının bozulmasına yol açmıştır. 2001 senesi ardından iç kaynaklı ekonomik kriz yokken, Türk ekonomisinin dış kaynaklı krizlerin etkileri altında kaldığı değerlendirilmektedir. Bilinen hali, 2008 global finans krizi, 1929 senesindeki büyük buhranın ardından nedenleri, sonuçları ve etkileri itibarıyla küresel olarak dünya ekonomisinin karşılaştığı en büyük ekonomik krizdir. Türkiye ekonomisinin daha önce yaşadığı 2001 krizinden çıkış için uyguladığı cari açık odaklı dışa açık olma ve

buna bağlı olarak artan dış borç stoku bulunması gibi handikaplarının yer alması, yaşanan krizin tesir alanının daha fazla hissedilmesine yol açmıştır. Bu bakımdan 2008 global krizi, Türkiye ekonomisinde negatif yöndeki etkilerini özellikle 2008 sonlarında ve 2009 yılında belli etmiştir. Krizin etkileri Türkiye ekonomisinde kendisini öncelikle hızlı bir küçülme şeklinde göstermiştir. Buna, krizden çok daha olumsuz biçimde etkilenen Avrupa lkelerinin, Türkiye'nin dış ticaret hacminde önemli bir yeri olmasından dolayı gelirlerinin azalmasının neden olması söylenebilir. Türkiye ekonomisinde 2008 ve 2009 senelerindeki küçülmelerin ardından büyüme oranları ancak 2010 yılında tekrar artma ivmesini yakalayabilmiştir (şerbetçi, 2019, s.25).

Türkiye ekonomisinin önemli adımlarından bir tanesi, 30 Aralık 2012 tarihli 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmesiyle yaşanmıştır. Borsacılık alışmaları yapmak için söz konusu Kanun'un 138. maddesi mucibince Borsa İstanbul A.ř. kurulması gerçekleşmiştir. Türkiye'de sermaye piyasasındaki borsalarını tek çatıda toplayan Borsa İstanbul, 3 Nisan 2013 tarihinde tescilini müteakiben faaliyet izni almış bulunmaktadır (şerbetçi, 2019, s.25).

Günümüz Türk ekonomisi hakkında; serbest piyasa koşulları altında rekabet kurallarına bağlı, kamunun ekonomide düzenleyici ve özel sektörün de nc rol üstlendiği ve mal ve hizmetlerin birey ve kurumlar arasında serbestçe el değiştirebildiği liberal bir dış ticaret politikasına sahip gelişmekte olan bir ekonomi durumunda olduğu söylenebilmektedir (İncekara, 2020).

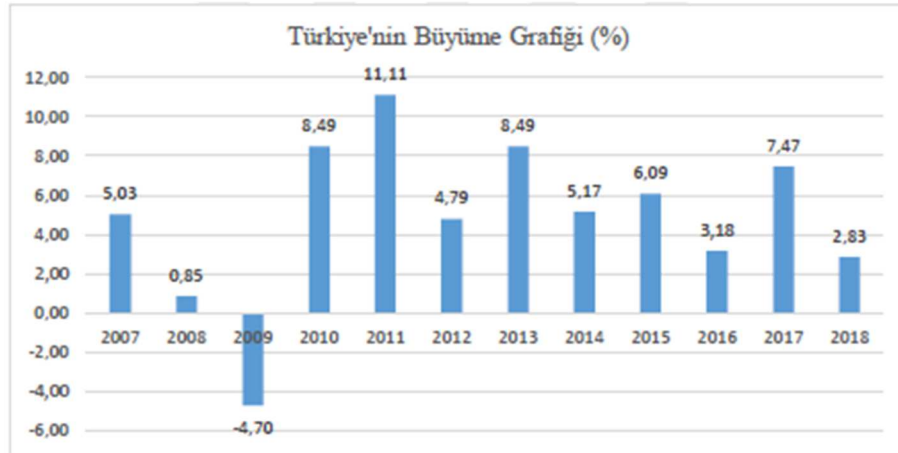
Tablo 1'de Türkiye ekonomisinin “Büyüme, GSYİH ve Enflasyon” verilerinden oluşan temel ekonomik göstergeleri bulunmaktadır.

Tablo 1: Türkiye Ekonomisine Ait Temel Ekonomik Veriler

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Büyüme (%)	5,03	0,85	-4,7	8,49	11,11	4,79	8,49	5,17	6,09	3,18	7,47	2,83
GSYİH (Milyon \$)	675.770	764.315	644.619	771.901	832.513	873.982	950.519	934.185	859.716	863.711	852.616	771.310
Enflasyon (TÜFE %)	8,76	10,44	6,25	8,57	6,47	8,89	7,49	8,85	7,67	7,78	11,14	16,33

Kaynak: (World Bank, 2020)

Şekil 1’de ise Türkiye ekonomisinin büyüme verisinin grafiksel gösterimi bulunmaktadır.



Şekil 1. Türkiye’nin Büyüme Grafiği

Kaynak:(World Bank, 2020)

Grafik 1’de görüleceği gibi, Türkiye 2008 senesinde yaşanan küresel krizden oldukça etkilenmiştir. 2008 sonlarında %0.85 ve 2009 yılı sonunda da %-4.70’lik büyüme

(%4,7'lik küçülme) kaydettiği ve bu verilerin ülkenin son 12 yılda yaşadığı en kötü ekonomik koşulları temsil etmiş olduğu görülmektedir.

Türkiye 1980 yılından önceki dönemde ithal ikameci politika uygulamıştır. Buna bağlı olarak ithal edilen mallar ülke içinde üretilmeye başlanmıştır. Oluşturulan yeni sanayi dalları, gümrük ve benzeri vergilerle korunmuştur. 1980'li yıllarda ise ithal ikameci politikalar terk edilerek önceliği ihracat olan ekonomi programları gündeme gelmiştir. Yine bu dönemde arz yönlü politikalar uygulanmış ve özel sektörün aktifleşmesi amacıyla vergi indirimleri uygulanmıştır. Oluşan vergi kayıpları ise iç ve dış piyasalardan karşılanmaktadır. 1980'den itibaren Türkiye'de ulusal ve uluslararası borç faizi ve anapara geri ödeme zorunlulukları artmıştır. Faizlerin yükselmesi ise 1990'lı yıllarda kamu borç stokunu artmıştır. Ayrıca faizlerdeki yükseliş dışa bağımlılığın yanı sıra ekonomide gerilemeye neden olmaktadır. Bu dönemden sonra Türk Lirası değer kaybetmiş, cari işlemler açığı artmıştır. 2000'li yıllara gelindiğinde ise Türkiye, IMF ve Dünya Bankası desteği ile enflasyonu düşürmeyi amaçlamaktadır. Bu dönemde cari açık ve yüksek enflasyon Türkiye ekonomisinin yapısal sorunlarını oluşturmaktadır. 2002- 2007 döneminde istikrarlı bir büyüme süreci yaşanmış, enflasyon ve bütçe açıkları önemli ölçüde azalmış ancak tarım ve sanayide meydana gelen üretim düşüşleri ve yüksek işsizlik oranları değişmemiştir. 2008 krizinden sonra ülkenin kırılgan yapısı devam etmiş, tasarruf düşmüş, üretim azalmış, istihdam azalmış ve gelir dağılımı adaletsizliği yükselmiştir. 2013-2017 dönemimde ekonomik büyümenin arttığı ancak enflasyonun, işsizliğin, kurların ve faizlerin yükseldiği görülmektedir. Yani büyüme gerçekleşirken istenilen istihdam sağlanamamış ve ekonomideki aksaklıklar düzeltilememiştir. Ekonominin bu dönemde belirli bir ölçüde kriz yaşadığı söylenebilir (Cinel, 2018: 58- 60).

Türkiye'nin kurumsal yapılarını iyileştirmesi büyüme sürecinde önemli bir etkidir. Mülkiyet hakları, yolsuzluk, temel hak ve özgürlükler vb. kurumsal alanlardaki iyileşmeler daha kaliteli ve sürdürülebilir büyüme için önem arz etmektedir. Türkiye'nin kurumsal yapısındaki iyileşme kapsamında atılması gereken en önemli adım temel hak ve özgürlüklerin genişletilmesidir. Özellikle ifade özgürlüğü ve basın özgürlüğü alanında Türkiye'de ciddi eksiklikler bulunmaktadır. Anayasa reformu aracılığıyla bu eksiklikler azaltılabilir. Yargının bağımsızlığı ve tarafsızlığı

konusunda hukuksal ve kurumsal düzenlemeler yapılmalıdır. Böylece insan hak ve özgürlüklerinin güvence altına alındığı demokratik toplumun gerekliliğini yerine getirmede önemli bir adım atılmış olunacaktır. Ayrıca kurumsal yapının bir diğer göstergesi olan yolsuzluğun Türkiye’de yüksek olması, kurumların tarafsızlığını, şeffaf ve hesap verebilirliğini azaltmaktadır. Bu doğrultuda Türkiye’de yapısal değişiklikler yapılarak ekonomik büyümenin daha kaliteli olması sağlanabilir (Artan ve Hayaloğlu, 2014: 361-362)

1.2.2 Hindistan

Çin ile birlikte zenginlik kaynaklarına ulaşabilmek için kaşiflerin ve tüccarların kıtalar aşırı mesafeleri büyük zorlukları göze alarak kat ettiği bir ülke olan Hindistan, zamanla önem kaybederken, hızla küreselleşen günümüz dünyasında tekrar eski önemini kazanmaya başlamıştır. Ekonomik ve nüfus gücü bakımından potansiyel dinamikleri bulunan Hindistan bu yönüyle küresel ekonomik güç denklemlerinde hesaba katılması gereken önemli bir aktör halindedir.

Hindistan, 18. asrın başlarında son Moğol kralı Aurangazep’in ölümünün ardından taht kavgaları gibi karışıklıklardan doğan iç çatışmalar nedeniyle parçalanmıştır. Dönemde, İngiltere ticaret kapsamında Hindistan’daki etkisini genişleterek Hindistan’ın bu dezavantajlı durumundan faydalanmış ve Hindistan’ı sömürgesi ilan etmiştir. Bu bakımdan Hindistan, İngilizlerin uyguladığı “sistematik” sanayisizleştirme siyasetinin tesiriyle 20. Asra gelindiğinde egemen iktisadi durumdan yoksul üçüncü dünya ülkesi seviyesine gerilemiş durumdadır (Maimaitiaili, 2019, s. 2).

15 Ağustos 1947’de gelindiğinde Hindistan İngiltere’den ayrılıp tekrar bağımsızlığını elde etmiştir. Yönetimi, federal cumhuriyet olan Hindistan 7 birlik bölgesi ve 28 eyaletten meydana gelmiştir. Tablo 2’de Hindistan ülkesini tanıtıcı genel bilgiler bulunmaktadır.

Tablo 2. Hindistan'ı Tanıtıcı Genel Bilgiler

Resmi Adı:	Hindistan Cumhuriyeti
Yönetim Biçimi:	Federal Cumhuriyet
Devlet Başkanı:	Ram Nath Kovind
Başkent:	New Delhi
Nüfusu:	1.346.712.693
Yüzölçümü:	3.287.263 km ²
Bağımsızlık Günü:	15.08.1947
Diller:	Hintçe, İngilizce
Para Birimi:	Rupie

Kaynak: (Maimaitiaili, 2019, s.2).

Dünyanın yedinci büyük yüzölçümüne sahip olan Hindistan, ülke olarak ekonomisini iki farklı yapı üzerine kuruludur. Bunlardan ilki çağdaş ve global rekabet erkine sahip bilgiye dayalı hizmetler sektörü, ikincisi ise genellikle eğitim seviyesi düşük işgücünün istihdam edildiği ve rekoltesi yağışlara bağlı olan tarım sektörü meydana getirmektedir. Hindistan, uygun tarımsal şartları ve iklim koşullarından dolayı tarım ve gıda ürünlerini üretim, işleme ve ihracat potansiyeline sahip konumdadır. Geleneksel halde düşük kaliteli mallar meydana getirmesi sebebiyle imalat sektörü yetersiz haldedir. Fakat bu durumun son dönemlerde değişmeye başladığı gözlemlenmiştir. Hizmetler sektöründeki pozitif ivme sayesinde 2015 senesindeki GSYİH içerisinde bu sektörün payının %58,9 olarak gerçekleştiği, sanayinin payı %24,5 ve tarımın payının ise %16,6 olarak gerçekleştiği karşımıza çıkmaktadır. Hindistan ekonomisinde son yıllarda tarıma bağımlılığı azalmaktadır. Toprak sahiplerinin çoğu geçimlerini sağlayacak kadar tarımla uğraşırken bu çiftçi ailelerinin de çoğunluğu yoksulluk sınırının altında hayat sürmektedir. Muson yağmurlarının tarım sektörüne ekonomik ve çalışma şartları açısından büyük etkileri görülmektedir. Hindistan'ın bazı kırsal alanlarında dünyanın en kötü insani gelişim endeksleri görülebilmektedir. Bunun yanında Hindistan aynı zamanda çok sayıda yüksek nitelikli işgücüne sahiptir (Savaş, 2020).

Hindistan'ın bağımsızlığını kazandıktan sonra batı tarzı demokratik sistemi benimsemediği ve iktisadi kalkınma konusunda eski Sovyet modeli bir iktisat politikasını uyguladığı karşımıza çıkmaktadır. Bu bakımdan bağımsız Hint ekonomisinin ilk teşekkül ettiği dönemlerde içe kapalı politikalar izlenmesinin, dış ticaret ve yabancı yatırımcının yeterince teşvik edilmemesi konusunda yabancı etkisinin devletin güvenliğini riske edebileceği refleksinin yattığı, yani başka bir ifade ile büyük oranda tarihsel endişelerin bulunduğu belirtilmektedir. Bu durum Hindistan ekonomisinin yeterli miktarda gelişmesinin önünden bir engel teşkil etmektedir. Bu konudaki gelişmeler yalnızca düzenlemeler yoluyla sınırlandırılmıştır. Bunun yanı sıra birlikte ağır sanayiye öncelik tanınmasına rağmen ülke nüfusu hızla artış gösterirken, ekonomik büyüme çok yavaş gerçekleşmektedir. Bu yüzden Hindistan'ın diğer gelişmiş ülkelerle arasındaki iktisadi farkın açılmasına neden olmuştur. 1980'li yıllarda ekonomide bazı düzenlemeler ve gelişmeler yaşanmışsa olsa da, fazladan borçlanma ve ithalatın desteklenmesi ve bunun aksine ihracatın da sınırlandırılması ile ortaya çıkan mali kriz Hindistan için zor günlerin yaşanmasına neden olmuştur (Maimaitiaili, 2019, s.95).

Tablo 3: Sektörlere Göre Ekonomik Büyüme (%)

SEKTÖR	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tarım	1,5	4,2	-0,2	1,2	2,0	3,0
Sanayi	3,6	5,0	5,9	7,4	8,1	7,4
Hizmetler	10,0	9,6	11,6	9,9	8,8	8,1

Kaynak: (Savaş, 2020)

Tablo 3'de, hizmet sektörünün büyüme oranı diğerlerine nazaran daha fazla olmuştur. Bu bakımdan Hindistan'ın büyüme sürecinin hizmet sektörünün liderliğinde geliştiği karşımıza çıkmaktadır. Hindistan ekonomisindeki sektörlerin belirli bir ağırlığa sahip olmalarına rağmen, iş gücünün çoğunun, küçük ve orta yapıdaki kamu ve özel işletmelerinde, resmi ve gayri resmi hizmet sektörlerinde ve tarımsal alanlarda çalışmakta olduğu saptanmıştır (Maimaitiaili, 2019, s.153).

Tablo 4'de Hindistan ekonomisinin “Büyüme, GSYİH ve Enflasyon” verilerinden oluşan temel ekonomik göstergeleri bulunmaktadır.

Tablo 4:Hindistan Ekonomisine Ait Temel Ekonomik Veriler

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Büyüme	7,66	3,09	7,86	8,50	5,24	5,46	6,39	7,41	8,00	8,17	7,17	6,81
GSYİH	1.267	1.198	1.431	1.675	1.823	1.827	1.856	2.039	2.103	2.290	2.652	2.718
Enflasyon	6,37	8,35	10,88	11,99	8,86	9,31	10,91	6,35	5,87	4,94	2,49	4,86

Kaynak: (World Bank, 2020).

Tablo 4; Reel GSYİH Büyüme Oranında istikrar ve nisbi bir artışı temsil etmektedir. Büyümedeki artışla beraber enflasyonun da buna paralel olarak azalış gösterdiği gözlemlenmektedir.

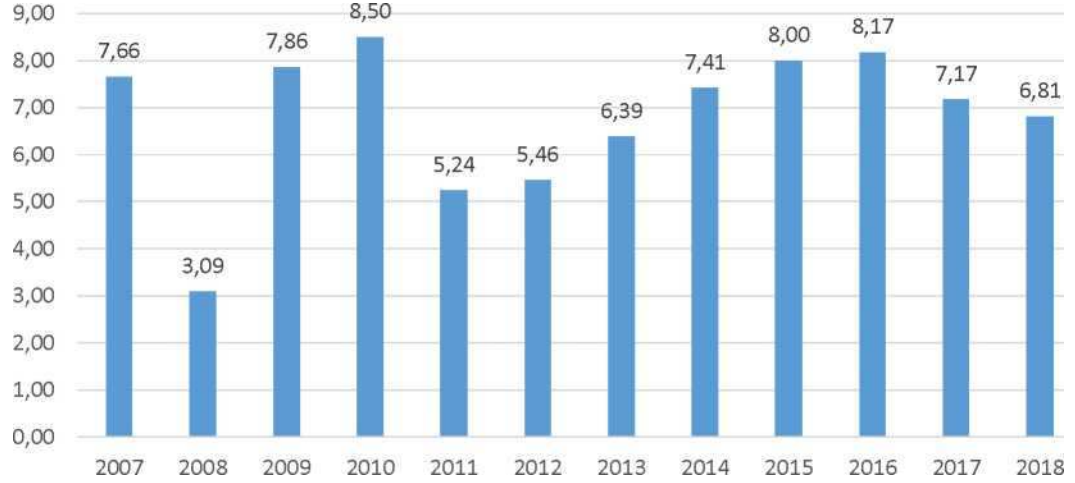
Hindistan'ın büyüme trendinin ve büyümedeki dinamik güçlerin nedeni olarak 1995 senesinde Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ)'ne girişi gösterilmektedir. Ülkenin hızlı büyüme oranlarına bakıldığında, dünya ekonomisi üzerinde artan düzeyde bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Aynı zamanda küreselleşme ile birlikte, ucuz ve bol emek gücünden faydalanma adına çok daha fazla sermaye akışının gerçekleşeceği ve dolayısıyla bu akışın ülkenin hizmet ve imalat sektörlerini canlandırdığı ve işsizliğin ortadan kaldırılmasında önemli bir rol oynadığı belirtilmektedir (Özekicioğlu ve Kılıç. 2017, s.23).

1991 senesinde dek sosyal demokrat siyasi anlayışlarla idare edilen Hindistan'ın, 1991'den itibaren yabancı sermaye hareketlerini serbestleştirmeye ve ekonomisini liberalleştirmeye yönelik reformlara başladığı ve pazar ekonomisi sistemini uygulamadığı görülmektedir. Bu bakımdan Hindistan Rupisi 1991 senesinde % 22 oranında devalüe edilmiş, 1992 senesinde ise ikili döviz kuru uygulamasına geçiş yaşamıştır. İhracatı teşvik etmek için, ihracatçılara döviz mevduatlarının %60'ını serbest kullanma hakkı verilmiştir. Aynı zamanda Hindistan hükümeti 1993 senesinde tüketim malları ve tarım ürünleri hariç olmak üzere tüm malların ithalatını serbest hale getirmiştir (Göçer ve Peker, 2014, s. 116).

Günümüzde Hindistan ekonomisinde 2018 yılı ilk çeyreğinde izlenen yüksek büyüme performansı yılın ikinci çeyreğinde de devam ettiği ve 2018 senesinin ikinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre % 8,2' lik oranla beklentilerin üstünde bir büyümenin gerçekleştiği bilinmektedir. %13,5' lik oranla büyüyen imalat

sanayinin belirtilen büyümede etkili olduğu düşünülmektedir (SBB, 2020).

Şekil 2’ de Hindistan ekonomisinin büyüme verisinin grafiksel gösterimi bulunmaktadır.



Şekil 2. Hindistan'ın Büyüme Grafiği (%)

Kaynak:(World Bank, 2020)

Şekil 2’de, Hindistan’ın 2008 senesinde yaşanan küresel krizden oldukça etkilenmiş olduğu göstermektedir. Bu dönemde ülke ekonomisi 2008 senesi sonu itibariyle %3.09 oranında nisbi olarak düşük bir büyüme kaydetmiş fakat devamında belirgin bir toparlanma yaşanmıştır. Bu durumun sağlanmasında, kamu harcamaları ve yatırımların etkili olduğu, bunun yanında sıkı para politikasının da ekonominin toparlanmasına yardımcı olduğu düşünülmektedir (SBB, 2020).

1.2.3 Brezilya

Brezilya, Amerika kıtasının güneyinde bulunan bir ülkedir. 26 eyaletten meydana gelen Brezilya, 207 milyonu geçkin nüfusu ile Güney Amerika Kıtası’nın en kalabalık ülkesi konumundadır. Bunun yanı sıra 8.514.876,599 km² yüzölçümü ile dünyanın 5. büyük ülkesi konumundadır. Güney Amerika’nın % 47’ sini oluşturmaktadır. Ekvator ve Şili dışındaki Güney Amerika ülkelerinin hepsi ile sınır komşuluğu yer alan Brezilya 1500 senesinde Portekizli denizci Pedro Alvares Cabral tarafından keşfedilmiştir. Uzun yıllar Portekiz sömürgesi olmaktan 1822 yılında bağımsızlığını ilan ederek çıkmıştır. Brezilya İmparatorluğu adıyla yönetildikten

sonra, 1889 yılında başkanlık sistemine geçmiştir. Resmi adı Brezilya Federal Cumhuriyeti şeklindedir (Kiper, 2020).

Jeopolitik konumu ve geniş toprakları, Brezilya'yı göçe elverişli bir Güney Amerika ülkesi haline getirmektedir. Etnik çeşitlilik bakımından en zengin ülkelerden birisi olan Brezilya, Yerliler, Avrupalılar, Afrikalılar ve Asyalılar olmak üzere 4 temel etnik nüfusu içermektedir. Bu etnik çeşitlilik, Brezilya'nın ekonomik durumuna ve ülkede yaşanan gelir dağılımına dair bir gösterge niteliğinde olduğu düşünülmektedir (Kalmaç, 2018, s.62).

Tablo 5’de Brezilya ülkesine ait tanıtıcı genel bilgiler yer almaktadır.

Tablo 5: Brezilya’yı Tanıtıcı Genel Bilgiler

Resmi Adı:	Brezilya Federatif Cumhuriyeti
Yönetim Biçimi:	Başkanlık Sistemi
Devlet Başkanı:	Jair Bolsonaro
Başkent:	Brasilia
Nüfusu:	206.652.865
Yüzölçümü:	8.515.770 km ²
Bağımsızlık Günü:	15.08.1947
Diller:	Portekizce
Para Birimi:	Brezilya Reali

Kaynak:(TİM, 2020).

1960 ve 1970’li senelerinde dünyanın ikinci büyük kalkınma hızını yakalamış olan Brezilya’nın, ekonomik açıdan refah yaşamasını sağlayan ve gelecekte de bu refahın artmasına katkıda bulunacağı düşünülen petrol rezervleri yer almaktadır. Bu bakımdan mevcut ekonomik sıkıntılara karşın Hindistan’ın BRIC (Brezilya, Rusya Federasyonu, Hindistan ve Çin) ülkeleri arasında bulunmasında zengin doğal kaynaklarının rolünün kabul görmektedir (Tetsiad, 2020).

Dünyanın en büyük 15. petrol üreticisi ülke konumundaki Brezilya, Venezuela’dan sonra Güney Amerika’da petrol üreten ikinci büyük ülke ünvanını taşımaktadır (Mfa,

2020).

Goldman Sachs'ın 2003'te yayımladığı "Dreaming with BRICs"; adlı çalışmada, 2050 senesine gelindiğinde dünyanın en büyük ekonomileri zikredilirken, birinciliği Çin, üçüncülüğü Hindistan ve dördüncülüğü de Brezilya'nın alacağı belirtilmektedir (Ağır ve Selvi, 2015, s.42). Güney Amerika'nın en büyük, dünyanın ise 9. büyük ekonomisi olan Brezilya için ortaya çıkan önemli gelişmelerden birisi 1990'lı yıllarda gerçekleştirilen ekonomik serbestleşme çalışmaları olmuştur. Bu çalışmaların sonucunda bilhassa otomotiv sanayii ve altyapı modernizasyonunda büyük ilerlemeler kaydedilmiştir. Brezilya ekonomisini 1980'li yıllarda önemli kılan hususlardan bir diğeri de silah sanayiinde yakalanan ivmedir. Bu yıllarda Brezilya'nın sayılı silah üreticisi ülkelerden olduğu ve bu alanda önemli atılımlar gerçekleştirdiği söylenebilir. 1969 yılında kurulan Embraer firması ile yolcu uçakları üretebilen Brezilya, yakın dönemde askeri amaçlı nakliye uçakları ile savaş uçağı üretimi yapabilecek bir seviyeye ulaşmıştır. Bu sayede savunma sanayiinde kayda değer bir ivme yakaladığı görülmektedir. Ayrıca, Brezilya'nın nükleer teknolojiye sahip ülkeler arasında olduğu hususu da göz önünde bulundurulması gereken önemli bir faktördür (MFA, 2020).

BM & FBOVESPA (Bolsa de Valores, Mercadorias & Futuros de São Paulo), Brezilya'nın Sao Paulo şehrinde yer alan bir borsadır. 23 Ağustos 1890 tarihinde kurulmuş olan Brezilya borsası, 8 Mayıs 2008 tarihinde Brezilya Ticaret ve Vadeli İşlemler Borsası ile birleşerek BM & FBOVESPA'yı adını almıştır. 2018 senesi itibariyle hisselerinin kümülatif piyasa değeri 1 trilyon \$'dır (Şerbetçi, 2019, s.27). Bu bakımdan dünyanın en büyük borsalardan biri konumunda olup 17. sırada yer almaktadır (TSPB, 2020). Latin Amerika'nın ürün çeşitliliği en çok olan ve en büyük sanayi merkezi olarak isimlendirilen Brezilya'da, kahve, soya, şeker kamışı, kakao, pirinç, kakao, mısır, portakal, pamuk, buğday, tütün gibi tarım ürünleri, canlı hayvan ürünleri, kağıt ve kağıt hamuru gibi ağaç ürünleri, deri ve ayakkabı ile demir-çelik ve alüminyum gibi ürün gruplarında dünya ölçeğinde karşılaştırmalı üstünlüğe sahip konumdadır. Bu haliyle günümüzde en çok ihracat yapan 20 ülke arasına girmeyi başarmıştır. Brezilya, bu kapasitesi ile doğal olarak Rusya, Hindistan ve Çin gibi yüksek potansiyele sahip devletler kategorisinde ele alınmaktadır.

Yakın tarihe dek siyasi istikrarın sağlanmış olması ve ekonomisindeki hızlı büyüme nedeniyle Brezilya ticari olarak çok cazip hale gelmiş durumdadır. Nüfus yoğunluğu, tüketim potansiyeli ve artan ithalat gibi dinamiklerle de alternatif dış pazar arayan ihracatçılar için önemli bir pazar halindedir (Tetsiad, 2020).

Tüm bu olumlu gelişmelere rağmen Brezilya ekonomisi bazı kırılganlıklar da yaşamıştır. Zaman içinde kötüleşen cari hesap dengesizliği ve aşırı değerlenmiş döviz kuru ile mücadele edilen bir dönemde yaşanan Asya ve Rusya krizleri arasında Brezilya ekonomisinin baskı altında kaldığı görülmektedir. 1997 Asya krizini “hafif hasarla” atlattığı olan ülke ekonomisinin bu başarısında 1995 senesinde yürürlüğe koyduğu “yönlendirilmiş sabit kur” sisteminin payı büyüktür. Ancak, Rusya’da yaşanan devalüasyon ile Rusya’nın dış borçlara yönelik moratoryum ilan etmesinin negatif etkileri neticesinde ortaya çıkan Rusya kaynaklı finansal krizden çok daha fazla etkilenmiştir. Sonuçta Brezilya, Ocak 1999 tarihinde ekonomik çöküntü yaşamıştır ve ekonomideki bu ivme kaybı 2001 yılına dek devam etmiştir (Kiper, 2000, s.3).

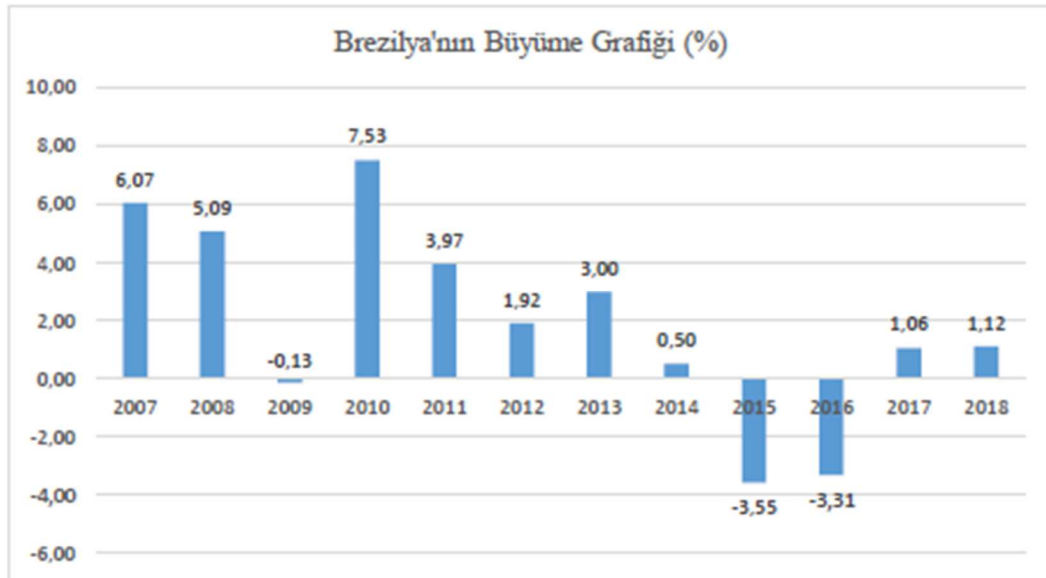
Brezilya; Birleşmiş Milletler (BM), Dünya Ticaret Örgütü (WTO), Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası (WB) gibi pek çok uluslararası kuruluşa üyeliğin yanında, Group of 20 adıyla anılan ve “en gelişmiş 20 ülke” olarak ele alınan G20 ülkeleri arasında da yerini almıştır. Aynı zamanda, Arjantin, Paraguay, Uruguay ve Venezuela’nın bulunduğu Güney Amerika Ortak Pazarı (MERCOSUR)’nın da kurucu üyesi konumdadır. Bu bakımdan Serbest Ticaret Anlaşması (STA) müzakerelerini MERCOSUR aracılığıyla yürütmektedir. Brezilya ekonomisinde yaşanan problemlerinden en öne çıkanı gelir dağılımındaki eşitsizliktir. Brezilya Coğrafya ve İstatistik Enstitüsü (IBGE)’ nün yayımladığı 29 Kasım 2017 tarihli verilere göre ülkenin en yüksek gelir seviyesine sahip % 1’lik kesimi nüfusun yarısının elde ettiği gelirden 36 kat daha fazla gelir elde etmektedir. Ayrıca, 2016 yılında ülkede 1.8 milyon çocuk işçinin de çalıştırıldığı kaydedilmiş ve bunun ilerde önemli bir sorun olacağı değerlendirilmiştir (TİM, 2017).

Tablo 6’da Brezilya ekonomisinin “Büyüme, GSYİH ve Enflasyon” verilerinden oluşan temel ekonomik göstergeleri yer almaktadır

Tablo 6: Brezilya Ekonomisine Ait Temel Ekonomik Veriler

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Büyüme	6,07	5,09	-0,13	7,53	3,97	1,92	3	0,5	-3,55	-3,31	1,06	1,12
GSYİH (Milyon \$)	1.397.4	1.695.4	1.667.9	2.208.1	2.616.0	2.465.8	2.472.6	2.455.4	1.802.4	1.796.5	2.053.4	1.868.6
Enflasyon (TÜFE %)	3,64	5,68	4,89	5,04	6,64	5,4	6,2	6,33	9,03	8,74	3,45	3,66

Kaynak: (World Bank, 2020)

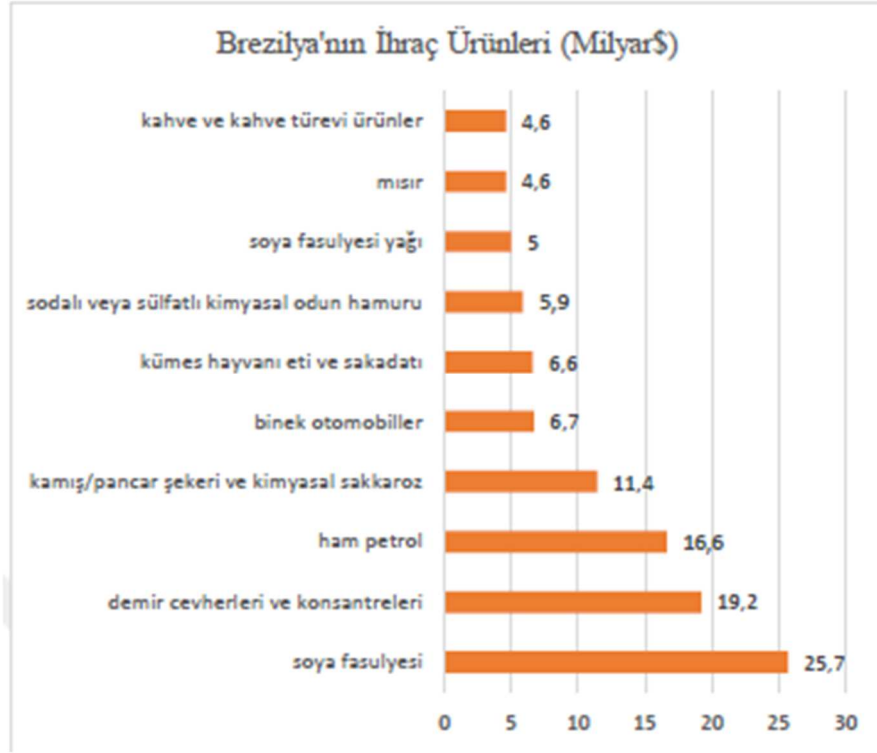


Şekil 3. Brezilya'nın Büyüme grafiği

Kaynak: (World Bank, 2020)

Şekil 3'te 2008 küresel krizi sonrası, 2009 senesinde yaşanmış olan %-0.13'lük büyüme (%0.13 küçülme) ardından Brezilya ekonomisinde bir canlanma söz konusudur. Hem ihracatta hem de ithalatta artan bir ivmeyle büyüyen dış ticaret hacmi, 2015 ve 2016 senelerinde yaşadığı iktisadi resesyonlarla tekrardan ekonomik küçülme ve duraksamaya girmiş olsa da, 2017 senesinden itibaren yeniden bir toparlanma sürecine girmiştir. Brezilya ekonomisinin yapısal durumunu daha somut

verilerle ortaya koyan ve ülkenin ihracat ürünlerini gösteren bilgiler Şekil 4'te yer almaktadır.



Şekil 4.Brezilya İhracat Ürünleri (Milyar\$)

Kaynak:(TİM, 2020)

Şekilden de görüleceği gibi, Brezilya ekonomisi için soya fasulyesi hayati önem taşımaktadır. Soya fasulyesi ve yağının, tüm ihracat kalemlerinin % 30' unu aştığı görülmektedir. Diğer bir dikkat çekici unsur ise, ham petrolün Brezilya ekonomisine yaptığı katkı miktarıdır. Şekilde, 2017 yılı için bu ihracat kaleminin %16,6' lık bir oranla üçüncü sırada yer aldığı görülmektedir. Önümüzdeki yıllarda ham petrolün Brezilya ihracat sıralamasında daha üst sıralarda yer alacağı tahmin edilmektedir. Bu husus küresel bir aktör olma yolunda artan bir ivme ile hareket eden ülkenin, ekonomisiyle de küresel güç dengelerini kendi lehine değiştirebileceğini temsil etmektedir.

Brezilya'da gelir dağılımı açısından adil bir dağılım olmadığı daha önce ifade edildiği gibi bilinen bir unsurdur. Bu durumun en önemli nedenlerinden birisinin etnik çeşitliliğin fazla oluşu olduğu düşünülmektedir. Eğitime erişimdeki fırsat

eşitsizliği diğer bir etkidir. Ülkede bu anlamda, dar gelirli ailelerin çocukları aile ekonomisine katkı sağlama adına eğitimlerini küçük yaşlarda yarıda bırakmak mecburiyetinde kaldığı bilinmektedir. Aslında bu durum salt Brezilya için söz konusu değil bir az gelişmiş veya gelişmekte olan tüm ülkelerin çözmek zorunda oldukları bir problem olarak karşımıza çıkmaktadır. Sonuç olarak bu durum, ülkede nitelikli ve niteliksiz işgücü arasında büyük farkların oluşmasına sebep olmaktadır (Kalmaç, 2018, s.68).

1.2.4 Güney Afrika Cumhuriyeti

Afrika Kıtasının en güneyinde bulunan Güney Afrika Cumhuriyeti, Hint okyanusu ve Atlas okyanusunun kesiştiği coğrafi bir konumda yer almaktadır. Dolayısıyla ülke, üç yanı okyanus suları ile çevrilmiş bir yarımada ülkesi konumundadır. Güney Afrika Cumhuriyetinin ilk yerleşimcilerini, bölgeye kuzeyden göçle gelen Khoisan ve Bantu kabilelerinin mensupları oluşturmaktadır. Avrupalılar tarafından keşfi ise çok sonraları gerçeklemiştir. 1488 yılında Portekizli kaşif Bartholomeu Dias öncü olmuş, onu Hindistan tarafından gelen kaşif Vasko de Gama takip etmiştir. Güney Afrika Cumhuriyeti topraklarında 1652 yılında kurulan ilk Avrupa ticaret kolonisinin, bölgeden geçen gemiler için gıda tedarik istasyonu olarak hizmet verdiği bilinmektedir(Cengiz, 2019, s.5).

Hollandalıların da dikkatini çekmiş olan bu bölge stratejik olarak daha da önem kazanmış ve bu durum da bir süre sonra bölgede, İngilizler ve Hollandalılar arasında egemenlik mücadeleleri verilmiştir. 1910 senesinde Güney Afrika Birliği adı ile bir idare şekli benimsenmişse de, 1961 senesinde Güney Afrika Cumhuriyeti ismi tescillenmiştir. Güney Afrika Cumhuriyeti yerli halkının kendi yönetimlerini ele almaları ya da bir diğer ifade ile bağımsızlıklarını kazanmaları 1994 senesinde oluşturdukları geçici anayasa ile demokrasiye geçtikten sonra yaşanmıştır. Mevcut anayasası 1996 senesinde yürürlüğe koyan Güney Afrika Cumhuriyeti'nde erkler arasında güçler ayrılığı ilkesi benimsenmiş haldedir. Güney Afrika Cumhuriyeti'nde merkezi konumda bir ulusal devlet mekanizması ile 9 eyalet başkanlığı sistemi yer almaktadır. Parlamentosu ise 400 milletvekilinden meydana gelen Ulusal Meclis (National Assembly) ve Eyaletler Milli Konseyi (National Council of Provinces) adları ile iki kanattan meydana gelmektedir (Deik, 2020).

Güney Afrika Cumhuriyeti'nde 1948 - 1994 seneleri arasında resmi devlet politikası olarak iktidarda yer alan Ulusal Parti hükümetince, toplumu ayırıştıran ırkçı ayrımcılık sisteminin adı olan ve Afrika dilinde “ayrılık” anlamındaki Apartheid rejimi uygulanmıştır. Politikaların bir yansıması olarak da zengin ve fakir kesimler arasındaki uçurum daha da artış göstermiştir. 1996 senesinde Güney Afrika Cumhuriyeti dünya genelindeki gelir dağılımı eşitsizliği sıralaması bakımından 3'üncülüğe yükselmiştir. Apartheid rejiminin arından, senelerdir uygulanan kast sisteminin bir neticesi olarak siyah ve beyazlar arasındaki konum ve refah seviyesinde büyük farklılıklar gözlenmektedir. Örneğin; nüfusun % 13'ünü oluşturan beyazlar profesyonel mesleklerin %80'ini, yönetsel pozisyonların ise %93'ünü ellerinde bulundurmaktaydılar. 20 yaş üzeri siyahların sadece 5/1' i resmi bir eğitim almış durumdaydı. Lise eğitimi alanların sayısı ise sadece on kişide bir kişi ve herhangi bir düzeyde eğitim alanların oranı ise sadece %22 civarında bulunmaktaydı (Öztürk, 2014, s.129).

Özellikle 2000 yılından sonra yaşanan büyük miktarlardaki dış yardımlar ve zengin yeraltı kaynakları sayesinde Güney Afrika Cumhuriyeti, gerek Batı ile ilişkileri gerekse ekonomik büyüklük anlamında kıta Afrika'sında liderlik rolünü elinde bulundurmaktadır. AB ülkelerinin Afrika kıtasındaki ülkelerle olan ticaretinde en çok dikkat çeken husus AB ülkelerinin kıtadan hammadde ithalatı gerçekleştirmesidir. AB, ithalatının %9'unu Afrika'dan gerçekleştirirken AB ihracatının %8,3'ü Afrika ülkeleri tarafından gerçekleşmektedir. Bu sebeple Güney Afrika Cumhuriyeti; Libya, Cezayir ve Fas gibi diğer ülkelerle birlikte AB ülkelerinin önemli ticari partnerleri arasında yer almaktadır. Güney Afrika Cumhuriyeti'nin genel dış ticaret göstergelerine ait veriler Tablo 9'da yer almaktadır. İlgili tabloya göre; ülke ekonomisinde 2016 yılı bir duraksama ve resesyon dönemi olmuştur. İhracat düştüğü gibi beklendiğinin aksine ithalatta da düşüş meydana gelmiş ve ticaret hacmi bu anlamda daralmıştır. Ancak son yıllarda bir toparlanma sürecine girildiği, ekonomik kırılganlığın telafisinin yapıldığı ve nisbi büyümelerin olduğu görülmektedir.

Güney Afrika Cumhuriyetinin önemli yeraltı rezervlerinin başlıcası elmas cevheridir. Her ne kadar bu zengin madenler Güney Afrika Cumhuriyetinin ekonomisinde önemli bir yer tutsa da, beraberinde bazı olumsuz problemleri de getirmektedir.

Nitekim, ülkenin kuzey tarafındaki madenlerin işletmesi ve tasarruf hakkı İsveç ve Fransa gibi Avrupa ülkelerinin tekelinde bulunmaktadır. Bir uzak doğu ülkesi olan Çin'in de bu maden sahalarına büyük miktarlarda yatırımlar yaptığı ve diğer ülkelerinde bu alana ilgi duydukları bilinmektedir. Yaklaşık 200 bin Afrikalı işçinin çalıştığı bu madenlerde olumsuz yaşam koşulları, ağır çalışma şartları, sosyal haklardan mahrumiyet, işçi olma karşılığında cinsel istismar ve rüşvet gibi büyük sorunlarla karşılaşmaktadır. Toprak sahiplerine kullanım bedellerinin verilmemesi, zaten az olan su kaynaklarının kirletilmesi ve düşük maliyetlerde işçi çalıştırılması gibi olumsuzluklar, tıpkı Brezilya ekonomisine katkı sağlayan çocuk işçi problemi gibi bir problemle karşı karşıya kalınmasına sebebiyet vermektedir.

1.2.5 Endonezya

Güneydoğu Asya coğrafyasının en kalabalık Müslüman nüfusuna sahip olan ve toplam nüfus bakımında da dünyanın 4. büyük ülkesi durumunda olan Endonezya (resmi adı Endonezya Cumhuriyeti'dir), bir adalar ülkesidir. Başkenti Cava adasındaki Cakarta olan Endonezya'nın kuzey batısında Malezya, doğusunda da Papua Yeni Gine yer almaktadır.

Asya ve Avustralya kıtaları arasında yer alan Endonezya, en büyük beş adası olan Sumatra, Borneo, Cava, Celebes ve Yeni Gine' nin batı tarafı da dahil olmak üzere yerleşime sahip olmayan yaklaşık 6.000 adad ile birlikte toplam 13.677 adadan oluşmaktadır. Toplam yüzölçümü 1.919.400 km² olan Endonezya ayrıca, Çin Güney Denizi ve Pasifik okyanus ile de sınırdadır. Endonezya'nın kıyı şeridi uzunluğu ise 54.716 km'dir (Darman, 2016, s.5).

İşgücünün yaklaşık % 32'sinin tarım sektöründe istihdam edildiği Endonezya, dünyadaki pirinç üreticisi olan ülkeler arasında ise ilk 3'te yer almaktadır. Yine, son yıllarda dünya çapında kullanım alanı genişleyen palmiye yağının da önemli miktarda üretimi burada gerçekleştirilmektedir. İşlenmemiş potansiyel tarımsal alanı olabilecek toprağı olmasına karşın tarımdaki verimlilik düşüktür. Dünyanın en büyük Hindistan cevizi üreticisi olan Endonezya, aynı zamanda palmiye yağı, kakao, kahve, tütün, çay ve biber gibi ürünlerin üretiminde de en üst sıralarda yer almaktadır. Bunlara ilaveten hindistan cevizi tozu, karanfil, tarçın, egzotik meyveler, portakal,

mango, ananas, papaya, muz, rambutan, guava, avakado, durian ve sapodilla gibi tropikal meyvelerin de üretiminin yapıldığı tarımsal alanlara sahiptir (Ticaret, 2020).

Madencilik, sanayi ve enerji sektörlerinde de önemli gelişmelere imza atan Endonezya'nın imalat sektörü, GSYİH' sinin % 23,4' ünü oluşturmakta ve işgücünün %13'ü de imalat sektöründe istihdam edilmektedir. Son yıllardaki otomotiv sektöründeki büyüme, yabancı yatırımcıların finansmanı ile açılan petrol rafinerisi ve çelik fabrikası gibi tesisler, Endonezya ekonomisinin kazandığı ivmeye işaret eden önemli etkenlerdir.

Endonezya, 1997-1998 senelerindeki Asya finansal krizin ardından makroekonomik istikrarı başarılı şekilde restore etmiş ve uluslararası ticarete elverişli hammaddeleri ile de sermaye piyasalarını kendisine çekerek müreffeh hale gelmiştir. Ülkenin bu ekonomik yükseliş süreci bir hayli etkileyici olup, 10 yıl gibi kısa bir sürede Endonezya, siyasal, finansal ve ekonomik krizlerden sonra, demokratik, istikrarlı ve güvenli bir G-20 üyesi ülke haline gelmiştir (Darman, 2016, s.7).

Bütün gelişmelere rağmen gelişmekte olan bir ekonomiye sahip Endonezya'nın iktisadi hedeflerine ulaşması yolunda önünde birtakım zorlukların devam ettiği de bilinmektedir. Büyük nüfusunun takriben 10/1 'i yoksulluk sınırının altında hayat sürdürmeye çalışmaktadır. Temel kamu hizmetlerinin iyileştirilmesi için çaba sarf edilse de, özellikle eğitim ve sağlık sektöründe halen çözülmesi gereken problemlerin bulunduğu bilinmektedir (World Bank, 2020).

1.3 Piyasa Kavramı ve Sermaye Piyasası

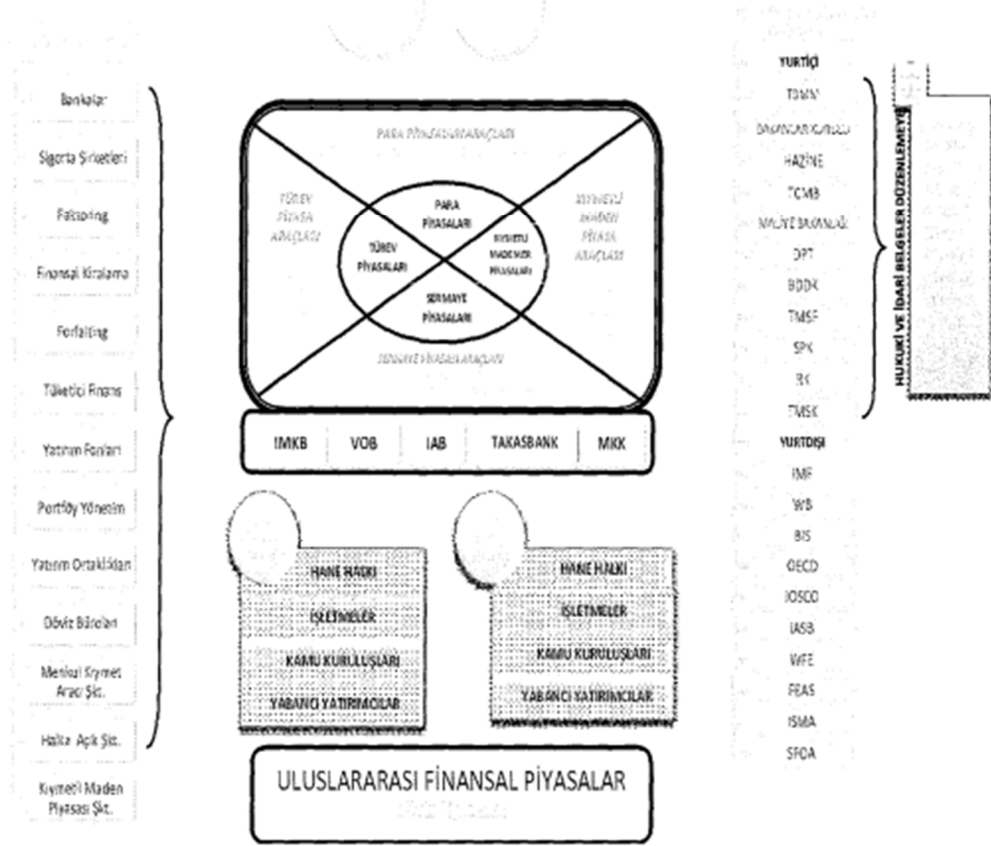
1.3.1 Piyasa Kavramı

Mal ve hizmet sunumu gerçekleştirenler ile mal ve hizmet talebi olanların bir araya gelmekte oldukları yerle piyasa şeklinde ifade edilmektedir. Arz ve talebin bir araya gelmesini sağlayan piyasalar, söz konusu işlevlerine ek olarak satıcıların sunmuş olduğu mal ya da hizmet için belirlemiş olduğu değer ile alıcıların mal ya da hizmet için vermeyi kabul ettiği değeri karşılaştırmak sureti ile fiyatın ortaya çıkmasında etkili olmaktadır. Fiyat dışında hizmet ya da mal arz miktarı ile talebin miktarı da piyasalarda ortaya çıkmaktadır (Parasız, 2013, s.6).

Bir diğ er tanıma g ore de belli alan veya bölgede yer alan bütün alıcıların ve satıcıların toplamı ile piyasa meydana gelmektedir. Burada belirtilmekte olan alan, ülkelerden veya tüm dünyadan, bölgeler ise Őehir ve eyaletlerden oluşmaktadır. Piyasalar, fiziki veya gerçek olabileceği gibi sanal, lokal veya küresel olarak da olabileceği gibi m kemm l veya kusurlu olabilmektedirler. Piyasalarda bulunan ürünlerin değerleri, maliyetleri ve fırsatları ise piyasada yer alan arz ve talep ile ilgili bir konudur (The Economic Times, 2020).

Finansal piyasa en genel hali ile “bir ekonomi de arz ve talebin buluŐtuđu yerdir” Şekilde ifade edilebilir. Finansa piyasaların finansalar araçların deđiŐ tokuŐa uğradığı piyasa veya pazar yeri olarak ve finansal araçlarında gelecekteki nakit veya benzeri bir değer sağlayıcı varlık olarak tanımlandığı görülmektedir. Ayrıca fonların serbest biçimde dolaŐtıđı ve alıŐveriŐe dahil olduğu yapılar olarak ifade edilmektedir. Tüm bunlardan yola çıkararak finansal piyasaların “ retim fazlası olanların tasarruflarını, yani fon fazlalarını, tüketim açığı olanların yani fon açığı nedeniyle ihtiyaçlarını gidermek için fon talep edenlerin kullanımına sunuldan piyasalara finansal piyasalar denir” Şeklinde tanımlayabiliriz (Altınok vd., 2010, s. 25).

Finansal piyasalar, piyasalardaki güven, Őeffaflık ve adil koŐullarda çalıŐılmasını gerçekleŐtiren idari ve yasal düzenlemeler kapsamında, tasarruf sahipleri, yatırımcılar, aracı kurumlar ve fon akımlarının yaŐanmasını gerçekleŐtiren finansal varlıklardan meydana gelen bir sistem olup finansal sistem birikim yapan birimler, yatırım yapan birimler, yatırım ve finans araçları, yardımcı kurumlar ve yasal ve yönetimsel düzenlemelerden meydana gelmektedir (Aydın, 2013, s. 4).



Şekil 5. Mali Piyasaların İşleme Mekanizması-Düzenlenmesi-Denetlenmesi

Kaynak:(Altınok vd., 2010, s. 123)

Finansal piyasa vade süresine göre iki bölümden oluşmaktadır. Vadesi kısa olan fon alışverişlerinin yaşandığı piyasa para, vadesi uzun olan fon alışverişlerinin yaşandığı piyasasermaye piyasasıdır.

1.3.2 Sermaye Piyasası

Sermaye piyasası, fona sahip kişiler tarafından yatırım yapılarak fayda sağlama amacı ile birikimlerin değerlendirilmekte olduğu piyasalardan oluşmaktadır. Fona ihtiyaç duyanlar, arz etmiş oldukları borçlanma ya da hisse seneleri ile finansmana olan gereksinimlerini karşılarken, sermaye piyasası ile ekonomiye etki etmeyen ufak meblağlardaki birikimlerin menkul kıymetlere yatırılması ile ekonomiye katkı sağlanmaktadır.Sermaye piyasası, ekonomide yer alan çeşitli katılımcılara yönelik

faýdalara sahiptir. Finansmana gereksinim duýan şirketler veya kuruluşlar, yerli sermaye piyasası üzerinden banka finansmanının tamamlanacağı finansman kaynakları sağlanmaktadır. Geniş kapsamlı piyasa tabanına erişimin yanında yatırımcılar için daha iyi fiyat ve uzun vadeler sunabilen sermaye piyasası, aynı zamanda bankaların sunmadığı, riskli faaliyetlere yönelik finansman sunması ile ekonomideki yeniliklere katkı sağlayabilmektedir (International Finance Corporation World Bank Group, 2017, s.1).

Sermaye piyasası kapsamında fon talep etmekteki birimlerin menkul kıymet ihraç etmesi ile fon birikimi bulunan birimler tarafından bu menkul kıymetlere yatırım yapılmaktadır. Bu sayede fona gereksinimi olan kurumların fon sağlaması sağlanmaktadır. Fon tasarrufu yapmış olan birimler ise yatırımda bulunarak ellerindeki fonları değerlendirmektedirler. Sermaye piyasaları ile uzun vadeye sahip fonların yatırım faaliyetleri artarken, ülke bazında yatırım sermayesinde de artış görülmektedir. Yatırım sermayesindeki artış, ülkelerdeki yatırımların büyümesine ve ekonomik kalkınmanın fayda görmesini sağlamaktadır.

Sermaye piyasalarını ülke bazında gelişimi aşağıdaki durumlara bağlıdır (Aydın, 2013, s. 7):

- Ülke de tasarruf miktarının artışı,
- Kamu ve özel işletmelerinin uzun vadeli fon ihtiyacı,
- Menkul değerlere yatırım yapılmasına,
- Payları halka arz edilmiş olan anonim şirketlerin fazla sayıda olmasına,
- Fon transferini sağlayan aracı kurumların gelişmişlik düzeyine,
- Halka açıklanan finansal verileri takip edecek ve çeşitli yatırım analiz çalışmalarını gerçekleştirebilecek birey ve kuruluşların olmasına,
- Sermaye piyasasının güvenilir ve şeffaf olup, istikrarlı bir şekilde işleyişini sürdürebilmesini sağlayacak hukuki düzenlemelerin olmasına.

İlk olarak yeterli miktarda satıcı ile alıcının olduğu, alım-satım arasındaki

fiyat dalgalanmaları ile marjların yüksek olmadığı likidite fonksiyonu ile yatırımcıların rahatlıkla yatırımlarını paraya çevirmesi mümkün olmaktadır. Sermaye piyasalarının yeterli düzeyde gelişmiş olması durumunda küçük yatırımcılar dahi tasarruflarını değerlendirebilmekte, halka açık olan şirketler yeni hisse senetleri satışı ya da sermaye artışı ile mülkiyetin tabana yayılması fonksiyonunu kullanabilmektedir (Parasız, 2008, s. 219).

1.4 Sermaye Piyasasında Kullanılan Belli Başlı Yatırım Araçları

1.4.1 Finansal Yatırım Araçları

Yatırımcıların temel hedefi, finansal araçlarla gerçekleştirilen yatırımların sağladığı getirileri devamlı ve belirli bir seviyenin üzerinde tutmaktır. Her geçen gün etkisini gösteren hayat pahalılığı ve enflasyon yaşam şartlarını güçleştirirken, bireylerin satın alma güçlerini de olumsuz etkilemektedir. Bu durum yaşam şartlarını yükseltmek isteyen bireylerin, kazanç sağlamak amacıyla yatırım yapmaya yönelmelerine sebep olmaktadır. Böyle zamanlarda tahvil, altın, bono, hisse senedi, döviz, vadeli mevduat, repo gibi gelir sağlayacak finansal yatırım araçları yatırımcılar tarafından değerlendirilmektedir (Aşıkoğlu, 1983, s. 27).

Hisse senetleri yüksek riskli yatırım araçlarından biridir. Hisse senetlerine yapılan yatırımların riskini azaltmak için portföyü farklı nitelikteki yatırımlara yayarak çeşitlendirmeye gitmek gerekmektedir (Ceylan, 2000:422).

Hisse senetlerinin sahip olduğu ekonomik işlevleri şu şekilde sıralamak mümkündür (Demetriades vd. 2001, s. 19):

Hızlı bir kalkınma için ihtiyaç duyulan sermaye birikimi, hisse senetlerinin kullanılmasıyla, bir diğer deyişle geniş halk kitlelerinin sahip olduğu küçük tasarrufların büyük işletmelerce toplanması yoluyla sağlanmaktadır.

Hisse senetleri, üretim araçlarını ve iktisadi işletmelerin mülkiyetlerini halk kitlelerine ulaştırarak ülkedeki iktisadi refahı daha geniş bir tabana yaymakta, dengeli gelir dağılımının oluşumuna ortam sağlamaktadır.

Hisse senetleri sayesinde halk, ekonomik kararlarda söz sahibi olabilmekte, iktisadi

anlamda demokrasinin bir parçasını oluşturmaktadır.

Hisse senetleri tasarruf yaparak gelir elde etmenin önemli bir yoludur. Bunun yanında enflasyonun olumsuz etkilerine karşı dayanıklı, enflasyonla birlikte kazanç getiren bir yatırım aracıdır. Hisse senetleri hem yatırımı hem de yatırımın sağladığı getiriyi enflasyona karşı korumaktadır.

Hisse senetleri aracının ortadan kaldırıldığı bir yatırım aracıdır. İşletmeler, büyük miktarda fona ihtiyaç duyduklarında hisse senetleri ihracı haricinde başka yollara başvurduklarında aracılık maliyetlerine katlanmak zorundadırlar.

Hisse senetleri yatırımcıya sağladıkları çıkar açısından imtiyazlı ve adi hisse senetleri, devir yetenekleri açısından nama veya hamiline yazılı hisse senetleri, sermaye artışlarına göre bedelli ya da bedelsiz hisse senetleri, nakdi veya aynı karşılıklı çıkartılan hisse senetleri, primli ya da primsiz hisse senetleri ve kurucu ve intifa hisse senetleri olarak kendi içerisinde sınıflandırılabilir (Tunay, 2001, s. 96).

Kişiler ve bankalar arasında yapılan sözleşmeyle, belli bir faiz oranı üzerinden, belirli bir vadenin sonunda çekilmek üzere bankaya para yatırma işlemine banka mevduatı denmektedir. Mevduat vadesi ve kaynakları bakımından ikiye ayrılmaktadır. Vadesi bakımından; vadeli, vadesiz ve ihbarlı olmak üzere 3'e ayrılmaktadır. Kaynakları bakımında ise bankalar mevduatı, resmi mevduat, tasarruf mevduatı ve ticari mevduat olarak ayrılmaktadırlar. Yatırımcı daha önceden açıklanan belirli bir faiz oranı üzerinden, belirli bir vadede yatırdığı parasını kendisine geri ödenmek üzere bankaya borç olarak vermektedir. Vadenin sonu geldiğinde parasını yatıran yatırımcının hesabına, vadenin başlangıcında yatırmış olduğu anapara ile birlikte vade süresince anaparanın üzerinden kazandığı faiz miktarının toplamı ödenmektedir. Yatırımcının, belirli bir vadede yatırmış olduğu parasını vadeden önce bankadan çekmesi durumunda, geçen süreye bakılmaksızın yalnızca başlangıçtaki anapara geri ödenmektedir. Yatırım araçları içerisinde, özellikle risk derecesi değerlendirildiğinde banka mevduatı düşük risk taşımaktadır. Enflasyon oranı veya alternatif yatırım araçlarının getirileri dikkate alınmadığında, kar-zarar açısından yatırımcısına vade sonunda para kazandıran araçlardan biri banka

mevduatıdır (Ateş, 2007, s. 79).

Yatırım fonları, yapılan bir yatırımın karşılığı olarak fonun ulusal veya uluslararası piyasalarda işlem görmekte olan araçlardan oluşan bir portföyün profesyonel yönetiminin ve risklerin çeşitlendirilmesi ile dağıtılması avantajlarını yatırımcıya sunan ve fonun inançlı mülkiyet esasına bağlı olarak yönetilmesini amaçlayan mal varlıklarıdır (Gökgöz ve Günel, 2012). Yatırımcılardan aldıkları küçük fonların bir havuzda birikmesi ile elde edilen miktarın profesyonel bir ekip tarafından en uygun getiriyi sağlaması amacı ile uygun araçlarda değerlendiren yatırım fonları, portföylerinin içerdiği araçlara veya pay yapısına göre farklı çeşitlere sahiptir. Yatırım fonları, tek bir finansal yatırım aracının yaratacağı finansal riski, birden fazla finansal yatırım araçlarını portföye dahil ederek dağıtma gibi özellikleri nedeniyle bireylere avantajlar sağlayan, riskin mümkün olan en az, getirinin mümkün olan en fazla olması ilkesi ile yönetilen fonlardır. Yatırım fonları 17 birbirinden farklı fondan oluşmaktadır. Bunlar; kıymetli madenler fonu, altın fonu, repo, hisse senedi fonu, yabancı menkul kıymetler fonu, değişken ve karma fon, tahvil ve bono fonu vb. yatırım araçlarından oluşmaktadır (Biedny 2012, ss. 218:219).

Döviz, yabancı paralar ile yabancı ülkelerde geçerli olan hisse senedi, tahvil, poliçe, çek vb. her türlü ödeme aracını ifade eden, yabancı paralarla ödemeyi mümkün kılan her çeşit hesap, belge ve araç olarak tanımlanmaktadır. Döviz, kaydi ve efektif döviz olarak ikiye ayrılmaktadır. Nakit yabancı paralar efektif döviz veya efektif olarak adlandırılmaktadır. Kaydi döviz veya yalnızca döviz ise nakit yabancı parayı değil, sadece döviz yerine geçebilecek, dövize bağlı çekleri, senetleri, ödeme emirleri vb. yabancı para ödeme araçlarını ifade etmektedir (Oksay, 2001, s. 3).

Hazine bonoları iskonto yöntemiyle satılan, vadelerin kısa olması ve düşük risk taşınması sebebiyle aynı vadeye sahip diğer kredi araçlarına kıyasla daha düşük faiz getirisine sahip, yüksek bir likidite derecesine sahip olduklarından ticari bankalar da dâhil olmak üzere geniş bir yatırımcı grubu tarafından satın alınan, devletin kamu harcamalarını karşılamak üzere borçlanmaya ihtiyaç duyduğu dönemlerde para piyasalarında satarak gelir sağladığı kredi araçlarıdır (Masoud 2013, ss. 789-792).

Altın geçmişten günümüze insanoğlunun kullandığı en eski yatırım araçlarından

biridir. Bu durumun temel sebepleri arasında altının kolaylıkla paraya dönüştürülebilmesi, düşük yatırım riski taşıması, dünyanın herhangi bir yerinde rahatlıkla kullanılabilmesi ve değerini koruyabilmesi gösterilebilir. Altın yatırımıyla genel olarak altının değer artışından faydalanma ve mevcut değeri koruma amaçlanmaktadır. Enflasyonla mücadele eden ülkelerden biri olan ülkemiz için de altın önemli bir yatırım aracı olarak değerlendirilmektedir (Korkmaz vd., 2013, s. 63).

Tahvil; orta ve uzun vadeli fon sağlamak üzere devlet ya da anonim şirketlerin borçlanarak kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları, sahiplerine faiz ödemeyi ve vadesinde anapara iade etmeyi taahhüt eden borç senetleri olarak tanımlanmaktadır (Fertekligil 2000, ss. 25-29). Tanımda da ifade edildiği gibi tahvili çıkarma yetkisi anonim şirketlere verilmiştir ancak anonim şirketlerin dışında bazı kamu tüzel kişilerin de tahvil çıkarmalarına olanak tanınmıştır (Dağlı, 2000, s. 16).

Tahviller kendi içerisinde altı kategoride sınıflandırılmıştır. Böylelikle yatırımcılar tahvillere yatırım yapacakları zaman birçok alternatif arasından seçim yapma hakkına sahip olabilmektedirler. Her bir tahvil çeşidi, beklenen getiri ve taşıdığı risk açısından birbirinden farklılık göstermektedir. Bu tahviller; devlet ve özel sektör, kâra iştirakli tahviller, nama ve hamiline yazılı, garantili ve garantisiz tahviller, paraya çevirme kolaylığı olan tahviller, primli ve başa baş tahviller, ikramiyeli tahviller, endeksli tahviller, hisse senedi satın alma hakkı veren tahviller ve benzerleridir (Tunay, 2001, s. 96).

Yatırımcı açısından değerlendirildiğinde sahiplerine faiz getirisi sağlayan tahviller devletin ve özel sektör kuruluşlarının finansman gereksinimlerini de karşılamaktadırlar (Tunay, 2001, s. 96). Başta kurumsal yatırımcılar tarafından alınacak kararlar üzerinde etkili olan farklı bir nokta ise yerel yönetimler tarafından ihraç edilmekte olan menkul kıymetlerin edinilmesinden doğan faiz giderlerinin vergi matrahından indirilip indirilmeme durumu olmaktadır. Vergi Reform Yasası ile kurumsal yatırımcılar arasında oldukça önemli bir konumda olan bankalar aracılığı yerel yönetimler birimlerinin ihraç etmiş oldukları menkul kıymetlerin elde edilmesinden doğan faiz giderlerinin %80'lik kısmının vergi matrahlarından indirilmesine izin verilmiştir. Böylesine bir düzenleme yerel yönetimler tarafından

ihraç edilen menkul kıymetlere yapılan yatırımları azaltmaya yönelik bir etkiye neden olmuştur (Fabozzi-Fabozzi, 1995:178).

Sabit sermaye yatırımları, bir ekonomide, belirli bir dönemde mal ve hizmet üretimini artırmak, gelecekte tüketimi ve tüketim eğilimini çoğaltmak amacıyla üretim için kullanılan faktörlerin belirli bir dönem, reel sermayenin muhafazası, artırılması veya düzenlenmesi için kullanılması olarak ifade edilmektedir. Sabit sermaye yatırımları tamamlama yatırımlarını, yenileme, idari yatırımları ve yeni yatırımları kapsamaktadır (Şahin, 1990:121). Kormendi ve Meguire (1985); De Long ve Summers (1991); Levine ve Renelt (1992); sabit sermaye yatırımlarının, ekonomik büyümenin gerçekleşmesinde önemli bir belirleyici olduğunu ifade etmekte, sabit sermaye yatırımları ile ekonomik büyüme arasında güçlü bir ilişkinin varlığına vurgu yapmaktadırlar.

Sabit sermaye birbirinden farklı birçok sektörde yatırıma dönüşebilmektedir. Bu sektörlerle örnek olarak konut, ulaştırma, sağlık, tarım, eğitim, turizm vb. sektörler gösterilebilir. Sabit sermaye Smith'e göre (1985, s. 228) temel olarak dört öğeden meydana gelmektedir:

- Üretimde kullanılan, emeği kolaylaştıran makine, iş aletleri vb.,
- Hem kiraya verilene hem de sahibine gelir getiren, üretimde kullanılan kar sağlayıcı binalar,
- Toprağın işlenmesi yoluyla kar elde edilebilecek yatırımlar,
- Bireyin üyesi olduğu toplumun ve kendi servetinin bir parçasını oluşturan, bireyin kazanmış olduğu yetenekler.

1.5 Sermaye Piyasasının Dünya Çapında Gelişimi

Sanayi Devrimi ile beraber sanayileşme süreçlerinin başlamasından sonra yatırımcıların sayısındaki artış, sermaye piyasasına olan ihtiyacı arttırmıştır. Bu dönemlerde para piyasası bu ihtiyacın karşılamasına yeterli kalmadığı için sermaye piyasasına olan ihtiyaç oluşmuştur. Sermaye piyasası sanayileşme sürecinin hızlanmasında rol oynayan önemli bir finansman kaynağıdır (Mazgit, 1991, s. 78).

Aynı zamanda anonim şirketlerin oluşması ve yaygınlaşması, sermaye piyasası ile önem kazanmış bulunmaktadır. Anonim şirketler tarafından halka arz edilen hisse senetleri ile piyasalardaki işlem hacimleri genişlerken, borsalarda bu hisse senetlerindeki alım/satım işlemleri yapılarak ekonomik büyümeye katkılar sağlanmıştır. Borsaların en parlak olan dönemi 19. Yüzyılın sonları ve 20. Yüzyılın başlarıdır fakat borsaların bu gelişimi 1929 senesinde yaşanmış olan büyük çöküş ile duraksamıştır. Yaşanmış olan krizden sonra borsalar, ekonomideki etkinliklerini geri almış ancak bu süreç 1960'ların sonlarında yaşanabilmiştir (Yıldırım, 1990, s.10).

1.6 Kırılgan Beşli Ülkelerin Sermaye Piyasası ve İşlem Hacmi Gelişiminin İncelenmesi

1.6.1 Türkiye

Türkiye sermaye piyasaları derinliği ve ürün çeşitliliği yeni düzenlemelerle sürekli artmaktadır. Bu durum tasarrufların yatırımlara dönüşmesine katkı sağlamaktadır. Özellikle son yıllarda borçlanma araçlarında ki çeşitlilik ve emeklilik fonlarına ilişkin teşvikler tasarrufları arttırmış sermaye piyasalarının derinleşmesini sağlamıştır. Klasik fonlama yöntemi olan banka kredileri yerini belli ölçüde sermaye piyasası araçlarına bırakmaya başlamıştır.

2012 yılında borçlanma araçlarına yönelik aşağıdaki değişiklikler yapılmıştır (SPK, 2020);

- Kayda alma sisteminden izahname onay sistemine geçildi,
- İhraç prosedürlerini kolaylaştırıldı, raf kayıt sistemine geçildi, izahnamenin bir yıl geçerli olması sağlandı,
- AB müktesebatına uyumlu düzenlemeler yapıldı,
- İhraç limitlerine ilişkin düzenlemeler yapıldı,
- Yurtdışında yerleşik ihraççılara ilişkin düzenlemeler yapıldı,
- Kredi derecelendirmesine ilişkin düzenleme yapıldı,
- Kurul ücretleri düşürülerek ihraç maliyetleri azaltıldı,
- Borçlanma araçlarının çeşitliliği artırıldı,

Özellikle 2012 yılından sonra yeni Sermaye Piyasası Kanunu ile birlikte borçlanma araçları ihraçlarında hem finans kesiminde hem de reel sektörde ciddi artış kaydedilmiştir.

Özel sektör borçlanma araçları ihraçları 2012'den sonra hız kazanmış 2017 yılı sonu itibariyle toplam ihraç tutarı yıllık 129 Milyar TL'ye toplam borç stoğu 73 Milyar TL büyüklüğe ulaşmıştır. Bu gelişmeden bankalar yanı sıra banka dışı finansal kesim ve reel sektör aktörleri de faydalanmıştır. Hali hazırda 73 Milyar TL borç stoğu büyüklüğün 42 Milyar TL'si bankalarda bulunurken kalanı banka dışı finansal kesim ve reel sektör firmalarının stoğundan oluşmaktadır (Ak Yatırım, BIST, TCMB, 2018).

2018'de yaşanan kur şokunun ardından 2019'a gelindiğinde toparlanmaların görüldüğü özel borç stoku %26 artış göstererek 77 milyar ₺'ye çıkmıştır. Özel sektör borçlanma aracı stokunda önemli bir pay bonolar tarafından oluşturulmakta ve uluslararası tahvil stoku 2018 sonu itibariyle dolar bazında %17 düşüş yaşayarak 32 milyar \$ seviyelerine inmiştir. Artmakta olan kamu açığı ile birlikte 159 milyar TL'lik iç borç geri ödemesine karşılık olarak Hazine ve Maliye Bakanlığı 213 milyar ₺ lik iç borçlanmada bulunarak iç borç stokunda 2019 sonunda 755 milyar ₺ 'ye çıkma görülmüştür. Sene boyunca aşamalı olarak düşmekte olan faizlerle beraber borçlanma maliyetleri de azalarak nakit borçlanma maliyetlerinde yılsonuna itibariyle %10 düzeyine inme görülmüştür (TSPB, 2019). Türkiye genelinde portföy yönetim sektörü ele alındığında ise çıkış noktasında 2000'li yılların başına dek gittiği görülmektedir. Sektörün ortaya çıkışında en temel motivasyon kaynağı olarak bireysel emeklilik sisteminin ön plana çıktığı görülmektedir. O zaman yapılmış olan düzenlemeler bireysel emeklilik fonlarının yönetilmesi noktasında portföy yönetim şirketlerini göstermiştir. Bu çerçevede çok sayıda finansal hizmet grubu tarafından portföy yönetim şirketlerinin kurulmuş olduğu görülmektedir. Söz konusu amaç doğrultusunda portföy yönetim şirketleri kurulmuştur. Bireysel emeklilik sistemlerinin başlangıcı 2003 yılına dek uzansa da şirketler çok daha öncesinde hazırlıklarını tamamlamıştır. 2000'li yıllar ile birlikte başlamış olan bu süreç 2012 yılına gelindiğinde Sermaye Piyasası Kanunu'nun değişmesi ile birlikte portföy yönetim şirketlerine aktarılan yeni sorumluluklar ve sektörün potansiyeline olan

inanç artış göstermiştir (Ak Yatırım, BIST, TCMB, 2018).

İlave olarak, 2017 yılında BES'e otomatik katılımın başlaması sektörün yönettiği toplam fon miktarını 2012'de 20 milyar TL'den 84 milyar TL'ye getiren önemli bir unsur oldu. Yasal düzenlemelerin sermaye piyasaları alanını etkilemesi bu alanda da kendini göstermiştir.

Türkiye 2018'in son çeyreğinden başlayıp 2019'un ikinci çeyreğine kadar üst üste üç çeyrek daralmıştır. Alınan tedbirler ile 2019'un ikinci yarısında tekrardan büyümeye geçen Türkiye ekonomisi seneyi %0,9 büyüme ile kapatmıştır (TSPB, 2019).

1.6.2 Hindistan

Yönetim şekli federal cumhuriyet olan Hindistan'ın doğusunda Bengal körfezi, güneyinde Hint Okyanusu, batısında Umman Denizi bulunmaktadır. 2013 yılı rakamlarına bakıldığında nüfusun 1.236.686.732 olduğu, yine bu yıl için Dünya Bankası verileri incelendiğinde GSYİH'sı ise 1.858.744.737.180 dolar olarak belirlenmiştir. Hindistan ekonomisi incelendiğinde iki önemli yapının ortaya çıktığı görülmektedir. Bu yapılardan birinde orta sınıf en zekilerini kapsamında barındıran küresel rekabet gücüne sahip modern, bilgi temelli hizmetler sektörü ön plana çıkmaktadır. Öte yandan ise genellikle eğitim seviyesi düşük işgücünün kullanıldığı, rekoltesi yağışlara bağlı olan tarım sektörü ülkede izlenmektedir. Ülke genelinde kalitesiz mallar nedeni ile imalat sektörü yetersiz kabul edilmekte iken özellikle son dönemlerde bu alanda önemli gelişmelerin yaşandığı da görülmektedir (Oyanık, 2020).

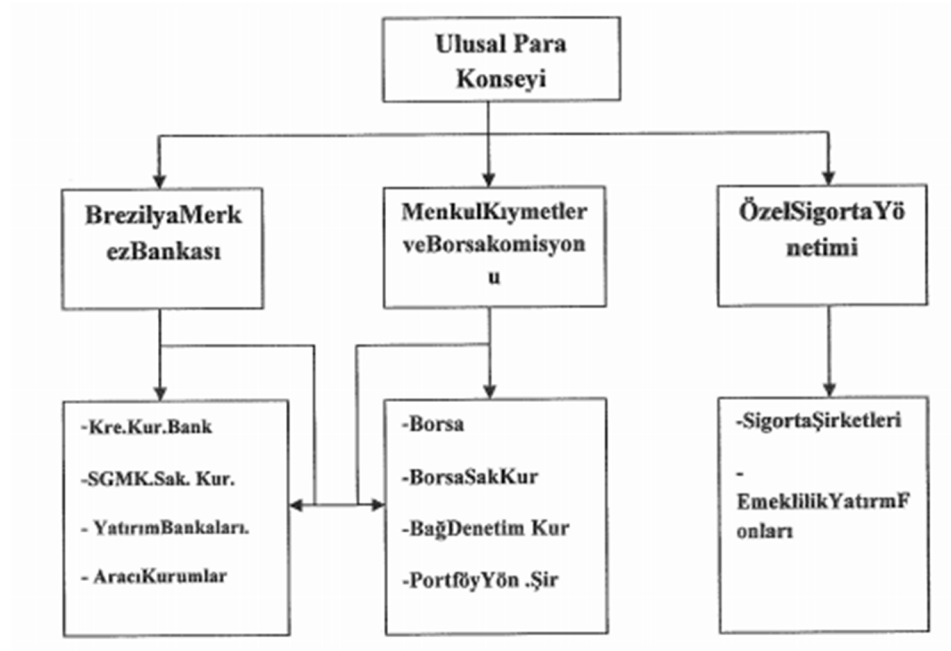
Hindistan'da sermaye piyasasının oluşum temelleri 20.yy başlarına dek uzanmaktadır. Bu dönemde ülkenin farklı eyaletlerinde ulusal ve yerel düzeyde menkul kıymet ve emtia borsaları ortaya çıkmıştır. Hindistan'da bağımsızlığın ilanını takip edecek şekilde 1949 yılında gerçekleştirilen düzenlemeler ile birlikte Merkez Bankası kuruluşu gerçekleşmiştir. Finans piyasalarının düzenlenmesi ve denetlenmesi sorumluluğu Merkez Bankası'na verilmiştir. Öte yandan 1956 yılında yürürlüğe girmiş olan Menkul Kıymetler Kanunu ile borsalar ile ihraç edilmiş menkul kıymet için belirli düzenlemeler yapılmıştır. 1992 yılına gelindiğinde ise çıkarılan yeni bir kanun doğrultusunda Hindistan Menkul Kıymetler ve Borsa

Kurulu'nun (Securities and Exchange Board of India- SEBI) kuruluğu gerçekleştirilmiştir. SEBI tarafından; menkul kıymetler ile türev borsaları, portföy yönetim şirketleri, aracı kurumlar, menkul kıymet ihraç etmekte olan şirketler, takas ve saklama kurumları, kredi derecelendirme kuruluşları ve yatırım ortaklığı gibi kuramlara yönelik düzenlemeler ve denetlemeler gerçekleştirilmektedir. 1995 yılında Hindistan Yatırım Fonları Birliği ve 1996 yılında Hindistan Ulusal yeler Birliği lke genelinde sağlıklı bir piyasasının geliştirilmesi amacı ile kurulmuştur.

Hint sermaye piyasasının oldukça uzun bir serüveni olmaktadır. Günümüzde sermaye piyasasının mevcut durumuna bakıldığında çok daha modern bir yapıya kavuştuğu, küresel ve olgun bir sisteme entegre olmuş olduğu görülmektedir. Küresel düzeyde incelendiğinde teknolojik olarak en önde gelen sermaye piyasalarından biri olduğu görülmektedir. İletişim ve bilgisayar teknolojileri üzerine sağlanmış olan gelişmeler ile birlikte ülke sınırları dışına çıkılmış ve bu sayede yatırımcılar çok daha yüksek bir sınıfa geçiş yapmıştır. İnternet üzerinden gerçekleştirilen ticaret ise çok daha yaygın hale gelmiştir. Bakıldığında ulusal hisse senetleri piyasasının dünya ile entegre hale geldiği görülmektedir.

1.6.3 Brezilya

Oldukça büyük bir pazarı olan, doğal kaynakları hayli zengin ve toprakları oldukça geniş Brezilya, 1,5 milyar Dolar zerinde GSMH ve yüksek nüfusu ile birlikte Latin Amerika'da lider konumunda olmaktadır. Özellikle son dönemlerde siyasi alanda sağlanmış olan istikrar ve ekonomisinin hızlı bir şekilde iyileşmesi ticari alanda oldukça önemli kazanımlar elde etmesini sağlamaktadır. İthalatta meydana gelen artış, tüketim potansiyeli ve nüfusun artışı ile Brezilya alternatif pazar arayışı içerisinde olan ihracatçılar açısından oldukça önemli bir potansiyel olarak değerlendirilmektedir (şen, 2010).



Şekil 6. Brezilya Sermaye Piyasası Yapısı

Kaynak:(Banco Central Do Brazil, 2020)

Yukarıda yer alan şekilde Brezilya sermaye piyasasına yer verilmektedir. Görüldüğü üzere Ulusal Para Konseyi'nin alt grupları; Brezilya Merkez Bankası, Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu ile Özel Sigorta Yönetimi olarak sıralanmaktadır. Kredi kuruluşları, SGMK Saklama kuruluşları, aracı kurumlar, bankalar ve yatırım bankaları ise Merkez Bankası'nın alt grupları olarak gösterilmektedir. Brezilya Borsası, Bağımsız Denetim Kuruluşları, Borsa Saklama Kuruluşları, Portföy Yönetim Şirketleri, Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu'nun alt grupları olarak belirlenmektedir. Fakat Borsa Komisyonu ve Merkez Bankası alt grupları arasında oldukça güçlü bir ilişki ortaya çıkmaktadır. Emeklilik Yatırım Fonları ve Sigorta Şirketleri ise faaliyetlerini Sigorta Yönetimi çatısı altında sürdürmektedir. Brezilya'da ulusal düzeyde özdüzenleyici olarak faaliyet gösteren iki birlik vardır. Bunlar; Ulusal Yatırım Bankaları Birliği ve Ulusal Finans Piyasası Kurumları Birliği olarak ifade edilmektedir.

1.6.4 Güney Afrika Cumhuriyeti

15.yy içerisinde Portekizli gemiciler ilk defa Afrika'nın güney kıyılarına gelmişlerdir. 17.yy'da ise Ümit Burnu'nun keşfedilmesi ile birlikte bölgeye çok

sayıda Avrupalı göç etmeye karar vermiştir. 1867 yılında elmasın, 1886 yılında ise altın madenlerinin bulunmasını takiben bölgeye olan göçlerin şiddeti artmıştır. 1902 yılına gelindiğinde yerli halkın haklarında kısıtlamaların ortaya çıktığı, Avrupalıların yerel halktan ayrılmaya başladığı, ırk ayrımı çıkış noktalı apartheid rejimi çevresinde Güney Afrika Cumhuriyeti kurulmuştur. Uzun bir dönem boyunca süren bu yönetim 1994 yılına gelindiğinde Mandela'nın önderliğinde Afrika Ulusal Kongresi'nin seçimleri kazanması ile birlikte sonlanmıştır (TSPAKB, 2008).

Zengin doğal kaynakları, finansal açıdan gelişmiş yapısı, oldukça güçlü telekomünikasyon teknolojileri ile Güney Afrika Cumhuriyeti kıtanın hem sosyal hem de ekonomik olarak en gelişmiş ülkesi olarak görülmektedir. Üç farklı başkenti olan ülkede yaklaşık 1 milyon nüfusu ile Pretoria idari başkent olarak kabul edilmektedir. Kamu kurumlarının çoğu ile birlikte Ulusal Meclis diğer başkentlerden Cape Town'da olmaktadır. Bloemfontein ise Yüksek Mahkeme'nin bulunması nedeni ile adli başkent olarak değerlendirilmektedir. Güney Afrika'da senato niteliğine sahip olan çift meclis bulunmaktadır. Bunlar; Ulusal Eyalet Konseyi ve Ulusal Meclis olmaktadır.

Ülkede GSYİH, son dönemlerde %5-6 oranında bir ekonomik büyüme göstermiştir. 2007 Eylül ayı için bu rakam 273 milyar Dolar olarak belirlenmiştir. GSYİH içerisinde dağılım ise; %16 sanayi, %7 madencilik ve %63 hizmetlerden meydana gelmektedir. Tarımsal üretimlerin payının %3 olmasına karşılık, 17 milyon olan işgücü nüfusunun %35'inin tarımsal faaliyetler ile uğraştığı görülmektedir. Yaşanan fiyat değişimleri incelendiğinde tüketici fiyatlarında enflasyon genel olarak tek haneli belirlenmektedir. Ülke genelinde en önemli sorun olarak kabul edilen işsizlik ise %25-30 olarak belirlenmektedir (TSPAKB, 2008).

Değerlendirilen dönemler doğrultusunda 2002 yılında cari dengede fazla verilmiş fakat takip eden dönemlerde artan oranda bir açık ortaya çıkmıştır. 2007 yılının ilk dokuz ayında ise cari açık 24 milyar \$ seviyesine ulaşmıştır.

1.6.5 Endonezya

Endonezya Güneydoğu Asya bölgesinde yer alan dünyanın en kalabalık dördüncü ülkesidir. Başkenti Cakarta'dır. 2016 yılı itibariyle 261 milyon nüfusa sahip ülkenin

büyük çoğunluğu Müslüman'dır. Dolayısıyla Endonezya dünyanın en kalabalık Müslüman nüfusa sahip ülke olarak öne çıkmaktadır. Döviz kuru dalgalanmalarına ve dış şoklara karşı kırılgan olan Endonezya yüksek derecede gelir dağılımı adaletsizliğiyle karşı karşıyadır. Zengin doğal kaynaklara, genç ve kalabalık nüfusa sahip ülkede kamu borcu düşük seviyelerdedir. Endonezya'da iş gücünün %32'si tarım sektöründe istihdam edilmektedir. Endonezya dünyanın en büyük Hindistan cevizi üreticisi, ikinci en büyük palmiye yağı üreticisi, üçüncü en büyük kakao ve pirinç üreticisi, dördüncü en büyük kahve, beşinci en büyük tütün ve çay üreticisi olmaktadır (Çulha, 2018). Ayrıca G-20 üyesi olan Endonezya 2014 yılı Aralık ayı itibariyle 868 milyar dolarlık milli gelirle Güneydoğu Asya'nın 1., dünyanın ise en büyük 16. ekonomisi olmaktadır (T.C. Dışişleri Bakanlığı).

2 YATIRIM KARARLARI VE DAVRANIŞSAL FAKTÖRLER

2.1 Yatırım ve Finansal Karar Kavramı

Yatırımlar, daha sonradan maddi/manevi çıkar, kar veya kazanç sağlamak amacı ile önceden yapılan harcamalar olarak tanımlanabilir. Yatırımlar; tek seferde veya uzun süreçlere yayılarak yapılabilir. Benzer bir şekilde; yatırımın getirisinin tahsili de tek bir seferde veya bir süreçte yapılabilir. Buna ek olarak yatırımlar, eldeki paranın değerini kaybetmemesi için veya ödünç verilen para üzerinden daha sonra borcun faizi ile tahsili yoluyla kar etmek gibi amaçlarla da yapılabilir (Özerol, 2013, s. 137). Yatırımcılar; bu yatırım işlemleri yapan, denetleyen veya sahibi olan gerçek veya tüzel kişilerdir (Güvemli, 2001, s. 5).

Yatırımcının yatırım kararı vermeden önce, ilk olarak kişisel amaçlarını belirlemeli ve buna uygun, bu amaçları gerçekleştirmeye yönelik bir yatırım planı oluşturması gerekmektedir. Finansal karar, yatırımcıların veya işletmelerin planladıkları hedefe ulaşmasına yardımcı olan sürecin sonucudur.

Finans, para ile ilgili kararları kapsamaktadır, yani nakit akımlarının kapsamıdır. Finansal kararlar; temelde paranın çoğaltılmasını konu aldığı için iş hayatı, ülke yönetimi ve gerekli olan birçok alanda önemli bir yerdedir. Finansal kararlar alınırken aşağıdaki maddeler göz önünde bulundurulmalıdır (Besley&Brigham, 2012, s. 4):

- Kaybetmek yerine daha fazla değer kazanmak tercih edilmelidir.
- Kısa vadede para elde etmek daha değerlidir.
- Çok riskli varlıklardan az riskli varlıklar dikkate alınmalıdır.

Pek çok kullanım alanına sahip olan risk kavramı, “gelecekte beklenmeyen bir durumun ortaya çıkma olasılığı, yaralanma, incinme ve zarara uğrama şansı” olarak ifade edilmektedir (Korkmaz ve Ceylan, 2010, s. 470). Finansal olarak ise risk, bir getirinin gelecekteki olası durumlarına bağlı olması ve bu durumlardan en az birinin negatif ya da pozitif bir getiri ile sonuçlanabilmesi durumudur (Usta, 2014, s. 263).

Riskin yapısının ele alındığı zaman riskin iki bileşeni olarak belirsizlik ve bu belirsizliğe maruz kalma durumları görülmektedir. Finansal piyasalarda yaşanan belirsizlik ve risk ifadeleri sıkça birbiri yerine kullanılmaktadır. Geleceğe yönelik olasılık tahmini sübjektif şekilde yapılıyorsa belirsizlikten, objektif şekilde yapılıyorsa riskten bahsediliyor demektir (Usta, 2014, s. 264).

2.2 Finansal Yatırımda Karar Modelleri

Kahneman ve Tversky tarafından geliştirilen (1979) Beklenti Teorisi (BT), davranışsal finansın temellerini oluşturmaktadır. Ortaya sunulan beklenti teorisi geleneksel finans görüşlerine aykırıdır ve normalde olmayan betimleyici analiz faktörlerini içermekle beraber olması gereken yerine olan ile ilgilenir (Döm, 2003).

Bu yüzden BT, kişilerin karar verme aşamasında rasyonel davranışlar sergileyip rasyonel kararlar alır gibi bir varsayımdan hareket etmek yerine; kişilerin yanlış karar verme veya tercihleri sebebiyle tam olarak rasyonel olamayacağını ileri sürmektedir (Ritter, 2003, s. 430). Farklı bir söyleme göre, davranışsal finans savunucuları, insanların her zaman “rasyonel” davranamayabileceğini ama onların her zaman “insan” olduğunu savunmaktadırlar (Baker ve Nofsinger, 2002, s. 98).

2.3 Geleneksel Finans Kuramları ve Etkin Piyasalar Hipotezi

Geleneksel finans kuramlarının temelinde insanlar; rasyonel, karmaşık hesaplamaları yapabilen ve içinde bulunduğu her durumda rasyonel seçimleri yapabilecek şekilde varsayılmıştır.

John VonNeumann ve Oscar Morgestern’in geliştirdiği ve daha sonra teori halini alan “beklenen fayda teorisi (BFT)” ile başlayan bu görüş, insanların irrasyonel ve işin teorik yapısına uymayan davranışlarını ihmal etmektedir. Beklenen fayda teorisine bakıldığında, yatırımcılar akılcı davranarak önündeki seçenekler arasından kendisine maksimum faydayı sağlayacak olanı seçerler. Geleneksel finans kuramının amacını, yatırımcıların kazançlarını maksimum seviyeye çıkarıp riski minimuma indirmek, dağıtmak olarak aktarılabilir. Geleneksel finans kurumları temel olarak, yatırımcıların akılcı davranarak riskli seçimler arasından kendisine en yüksek faydayı sağlayacak seçimlikleri yapacağını varsayan beklenen fayda teorisi ve yatırımcıların

piyasadaki her türlü bilgiye anında ulaşabildiği ve menkul kıymetlere ait her türlü bilginin piyasaya anında yansıdığını varsayan etkin piyasalar hipotezi oluşturmaktadır.

2.3.1 Rasyonel Beklenti

Makroekonomi alanında gerçekleştirilen erken çalışmalara dair modeller, ekonomik çerçevede bireylerin endojen değişkenlere yönelik statik beklentiler ile hareket ettikleri yönünde basitleştirici varsayımlar üzerine kurgulanmaktadır. 1970 yılında makro teorisyenler tarafından firmaların ve bireylerin değişkenlik gösteren varlıklar şeklinde modellendirildiği, diğer taraftan bireylerin ne düzeyde üretim gerçekleştireceklerine karar verilirken ayrıntılı planlar hazırladıkları yönünde bir varsayım üzerinden hareket ettikleri anlaşılmaktadır. Yine aynı geleneksel yaklaşım çerçevesinde aynı bireylerin kararları üzerinde etkili olan çok sayıda önemli değişkende herhangi bir değişimin meydana gelmeyeceği varsayımının kabul edilmesi için önemli göstergelerin olduğu belirlenmiştir. Asıl olarak modern makro ekonomistler geleneksel proseürlerin çok fazla taraftarı olmamış ve daha çok modelin kendisi ile tutarlı olan bireyleri kapsamakta olan modeller üzerine odaklanmaya başlamışlardır (Yalta, 2011, s. 164-165).

Robert E. Lucas ve John F. Muth tarafından geliştirilmiş olan Rasyonel Beklentiler Teorisine gelinceye dek adaptif beklentilerin önemine odaklanılmıştır. Geliştirilen teoride bireyler tarafından sistematik bir şekilde hataların yapılmadığı, farklı bir ifade ile yapmış oldukları hatalardan öğrendikleri ile öngörülerini bu bilgi üzerinden düzeltilmiş oldukları öne sürülmektedir. Muth, öne sürülen tahminlerin piyasa mekanizmalarına bağlı olarak gelişen fiyattan sistematik bir şekilde farklı olmadığı müddetçe mantıklı kabul edilebileceğini öne sürmektedir. Rasyonel beklentiler kavramında bireylerin dünyayı doğru olarak tanımlamakta olan modeli yapısal olarak bildiklerini ve beklentilerin oluşturulması noktasında kullandıklarını öne sürmektedir. Enflasyon ortamında piyasalarda ise gelişen beklentilerin, adaptif beklentilerden ziyade rasyonel beklentilerden ortaya çıktığını öne sürmektedir. Bu çerçevede rasyonel beklentiler teorisinin temel prensibi şeklinde ekonominin dinamiklerinde bilgi eksiklerinin olduğu ve bu sayede ortaya çıkan beklentilerin önem arz ettiği ifade edilmektedir. Farklı açıdan rasyonel beklentiler, bireylerin

değişkenlere yönelik tüm bilgilere sahip oldukları kabulünden hareketle de bireylerin en doğru tahmini gerçekleştiremeyeceklerini ifade etmektedir. Fakat teori genelinde bireylerin tüm bilgilere sahip olmadıkları veya bilgilerin tamamına sahip olsalar bile en doğru tahmini gerçekleştiremeyecekleri şeklinde önermeler neticesinde belirlenecek yanlış tahminlerin rasyonel olmayan tahminler olara ifade edilmesine engel olmadığına dikkat çekilmektedir (Yalta, 2020, s. 163).

2.3.2 Beklenen Fayda Teorisi

İnsanların riskli durumlarda verdikleri kararları ve bu durumlardaki davranışlarını içeren beklenen fayda teorisi, kişilerin riskli bir seçim sırasında en yüksek seviyede faydayı elde etmeye çalıştıklarını savunmaktadır. Kişiler, olası faydaların sonuçlarına göre sonuçlara anlam yükler ve toplamda maksimum faydaya sahip alternatifi seçerler (Tekin, 2016, s. 75-77).

Beklenen fayda teorisinin temel varsayımları şu şekilde sıralanabilir (Tekin, 2016, s. 75-77):

- İnsanlar bir belirsizlik durumunda, Bayes teoremini kullanarak çeşitli durumların gerçekleşme ihtimallerini objektif bir şekilde incelerler.
- İki seçenek arasında daha fazla fayda sağlayanı seçme eğilimindedirler.
- Bir karara varış aşamasında, birey faydasını en yüksek seviyede olacak şekilde karar verir
- Fayda fonksiyonu azalan marjinal fayda kuralına bağlı olarak konveks bir yapıdadır, buna bağlı olarak getiri arttıkça fayda artmaktadır fakat aynı kuralın gerekliliği olarak fayda artışı giderek azalmaktadır.

Beklenen fayda teoremi temelde rasyonel yatırımcı davranışlarının tanımıdır; fakat insanların nasıl davranacağına değil nasıl davranmaları gerektiğine odaklıdır. Bu teoriye yöneltilen genel eleştiriler de, insanoğlunun bu derece rasyonel, bu derece fayda maksimizasyonu hesaplamaları yapan varlıklar olmadığı şeklindedir. Pek çok

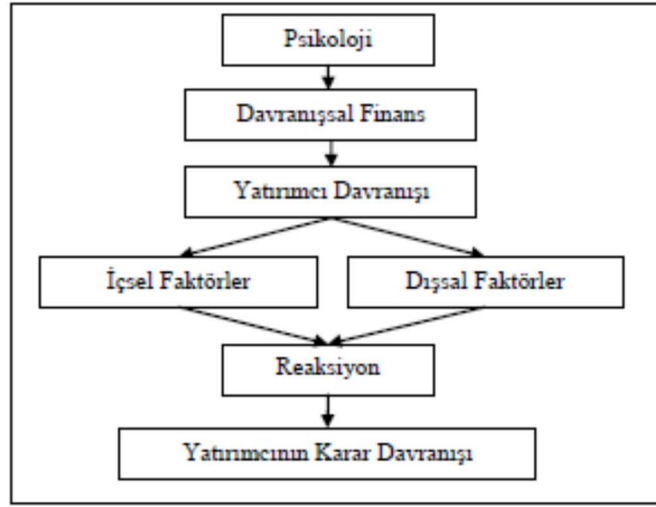
psikoloğa göre, akıl insani duyguların boyunduruğu altındadır ve mantıktan çok birçok duygunun etkisi altındadır.

Geleneksel finans kuramlarından bir diğeri ise etkin piyasalar hipotezidir. Etkin piyasalar, pazara düzensiz ve belirsiz aralıklarla ulaşan bilgilerin menkul kıymet fiyatlarına anında yansıdığı ve menkul kıymet fiyatlarının tüm bilgiyi yansıttığı bir pazar olarak tanımlanır. Bu teoriye göre menkul kıymetlerin değerinin uzun süre gerçek değerinden fazla veya az olmasının imkânsız olduğunu savunmaktadır.

2.4 Yatırımcı Davranışını Esas Alan Modeller

Literatürde karşımıza ilk olarak çıktığı hali ile 1776'da Adam Smith "Ulusların Zenginliği" kitabında, ekonomik davranışların kişisel çıkar ya da bencillikle ilişkili olabileceğinden bahsetmiştir. Yine Adam Smith "Ahlaki Duygular" kitabında, ilk kez "kayıptan kaçınma" kavramı üzerinde durmuş ve bu kavramı "iyi bir durumdan kötü bir duruma düştüğümüzde hissettiğimiz acı, kötü bir durumdan iyi bir duruma yükseldiğimizde hissettiğimiz sevinçten daha fazladır" şeklinde ifade etmiştir. İzleyen süreçte Daniel Kahneman ve AmosTversky'nin çalışmaları, insan psikolojisinin önemini ve rolünü belirtmekte ve bireylerin karar verme davranışlarını ortaya koymaktadır. Bu çalışmalar, rasyonel birey varsayımının ve buna bağlı olarak rasyonel birey varsayımına dayanan teorilerin eleştirilmesine ve karar vermede çeşitli bilişsel ve duygusal yanılgıların varlığının sorgulanmasına neden olmuştur ve bu sayede davranışsal finans ortaya çıkmıştır (Gazel, 2014, s. 4).

Veeraraghavan (2010, s. 109–110), davranışsal finansın rolü başlıklı çalışmasında, yatırımcının karar verme davranışının ilk adımının, Şekil 9'te de görüldüğü üzere "psikoloji" olduğunu ifade etmiştir. Yatırımcının karar davranışı, içsel ve dışsal faktörlerden olumlu ya da olumsuz yönde reaksiyon verecek şekilde etkilenmektedir (Orçun, 2015, s. 31)



Şekil 7. Yatırımcının Karar Verme Davranış Sistemi

Kaynak:(Veeraraghavan, 2010, s. 109-110)

2.4.1 Davranışsal Finans Kavramı ve Ortaya Çıkışı

Davranışsal finans, davranışsal ekonominin bir alt dalıdır ve temellerini finans teorilerinde bulunan psikolojik ve sosyolojik kuramlardan alır. Rasyonel finans modelleri tarafından açıklanamayan yatırımcı tepkilerini veya piyasada gerçekleşen normal dışı durumları açıklamak için genellikle davranışsal finans modelleri kullanılır (Glaser, Nöth, Weber, 2003, s. 2). Bilgisel piyasadaki sapmaları ve piyasadaki bireylerin rasyonellik dışı davranışlarını açıklamak için da davranışsal finans kullanılır (Ülkü, 2001, s. 101).

Davranışsal finansın önemli isimlerinden birisi olan Richard Thaler, Journal of Economic Perspectives dergisinde Anomaliler isimli köşesinde 1987-1990 yılları arasında, geleneksel finansa ters düşen yatırımcı davranışlarını göstererek davranışsal finansın gelişmesinde önemli bir rol oynamıştır.

Bu durum bilim dünyasında davranışsal finansın tanınırlığını arttırmış ve daha sonrasında bu konuda birçok çalışma yapılmıştır. Ayrıca bu konuda araştırma yapmak isteyen akademisyenlerin de cesaretlenmesine yardımcı olmuştur (Sefil & Çilingiroğlu, 2011, s. 254).

2.4.2 Davranışsal Finans

Davranışsal finans, yatırım kararlarının davranışsal yönlerini ortaya koyarak standart finans teorilerini desteklemeye çalışan nispeten yeni bir fonlama modelidir. En uygun finansal kararları vermede bilişsel ve duygusal faktörlerin yatırımcıların yatırım kararlarını nasıl etkilediğine ve bunların rasyonalitesini nasıl şekillendirdiğine odaklanır (Bansal, 2015). Davranışsal finans, bireysel davranışları ve piyasa olaylarını birleştirir; hem psikoloji, hem de finans alanlarından elde edilen bilgiyi kullanır (Fromlet, 2001, s. 65).

Davranışsal finansl Hirschleifer tarafından dört temel başlık altında toplanmış ve bu başlıklar tablo haline getirilmiştir. Tabloda en çok karşılaşılan yanılgılar ve bunlardan yatırım kararlarına en fazla ve doğrudan etki edenler kullanılmıştır (Çankaya, 2009, s. 52).

Tablo 7: Yanılgılar Taksonomisi

Yanılgılar (Biases)			
Kendini Kandırma (Self Deception Limits to Learning)	Hevristikler (Veri işleme hataları) (Heuristic Simplication- Information Processing Errors)	Duygular (Emotion/Affect)	Sosyal etkileşim (Social Interaction)
- Aşırı İyimserlik-Kontrol Yanılsaması Bilgi Yanılsaması (Overoptimism-Illusion of Control Illusion of knowledge)) - Kendine Aşırı Güvenme (Overconfidence) - Kendine Atfetme (Self Attribution bias) - Kendini Onaylatma (Confirmation Bias) - Öngörü Yanılgısı (Hindsight Bias) - Bilişsel Çelişki (Cognitive	- Temsil Edebilirlik (Representativeness) - Çerçeveleme (Framing) - Sınıflandırma (Categorization) - Tahmin Çıpası/Farkedilebilirlik (Anchoring/Saliency) - Uygunluk Yanılgısı (Availability bias) - Sinyaller arası seçim (Cue Competition) - Kayıptan Kaçınma/Beklentiler Teorisi (Loss Aversion/Prospect Theory)	- Ruh Hali (Mood) - Kendini Kontrol Etme-Abartılı İndirgeme) (Self Control-Hyperbolic Discounting) - Belirsizlikten kaçma (Ambiguity aversion) - Pişmanlık Teorisi (Regret Theory)	- Taklit (Imitation) - Bulaşma (Contagion) - Sürü Davranışı (Herding) - Bilgi Akışı (Informational Cascades)

Dissonance) • Muhafazakarlık Yanılgısı (Conservatism Bias)			
--	--	--	--

Kaynak:(Montier, 2002, s.2'den akt. Çankaya, 2009, s. 52)

2.4.3 Beklenti Teorisi

Beklenti teorisi, etkin piyasalar hipotezi ve buna dayanan diğer piyasa modellerinin temel aldığı rasyonel karar alma süreçlerine uymayan davranış kalıplarını açıklamak için ortaya atılmıştır. Bu şekilde literatürde genellikle kabul gören beklenen fayda teorisinin eksik ve yetersiz kalan yönlerini kapatmaya yaramıştır. Kahneman ve Tversky, insanların belirsiz durumlar karşısında rasyonel hareket etmesinin zorlaşmasını, insanların yetersiz oluşuna ve duygusal hareket etme eğilimlerine bağlamıştır. Duygular, insanlardaki anlama ve çözümleme yetilerini etkileyerek bilişsel çelişkilere yol açar ve rasyonel kararları veya davranışları zorlaştırırlar (Şen, 2003, s. 85).

Geleneksel finans teorisi bütün yatırımcılardan rasyonel beklentilere sahip olmasını beklerken, gerçekte insanların davranışlarında her zaman rasyonel davranmadığı görülmektedir. İnsanlar genellikle kazançlarını maksimumda ve kayıplarını minimumda tutmalarına yardımcı olacak kararlarda bulunamazlar. Bu konuda bakıldığında insan zihninin sınırlı ve hata yapmaya açık olduğu görülür. Yapılan araştırmalar insanların kararları sırasında matematiksel modeller yerine benlik tatminlerini ön planda tuttuklarını göstermiştir, bundan dolayı da her zaman rasyonel tercihler yapmadıkları belirlenmiştir. İnsanların karar verme süreçlerini anlık psikolojik veya duygusal durumları büyük oranda etkilemektedir (Örerler ve Taşpınar, 2006, s. 84).

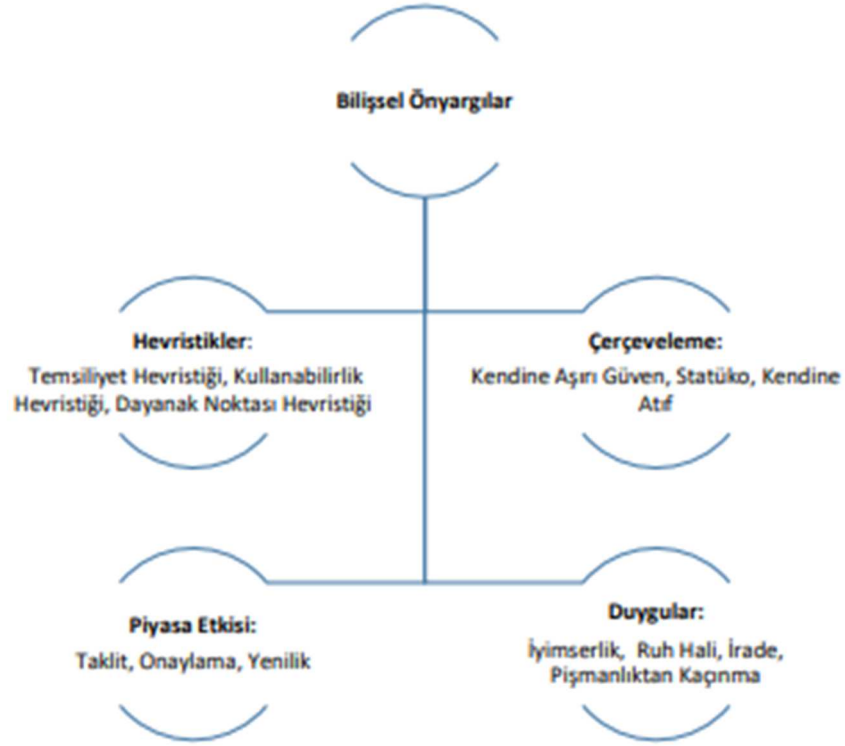
Finansal açıdan dikkat çeken bir bulgu, beklenti teorisinin bireylerin kazanç ve kayıp içeren kararlarda farklı davrandığını göstermesidir. Özellikle aynı sonucu vermesine karşın içinde olumsuzluk barındıran tercihler ile olumlu ifadeler bulunan tercihlerin karşıtlığını ortaya koymuştur. Deney sonuçları, insanların seçenekler kayıpla ilişkili

olduğunda riskten kaçınmadıkları, riske açık bir tutum izlediklerini gösterirken, aynı olayda iki farklı sonucun elde edilmesi rasyonellikten uzaklaştırmaktadır (Şen, 2003, s. 85–86).

2.4.4 Kestirmeden Verilen Kararlar (Hevristikler) ve Bilişsel Önyargılar

Psikoloji alanda davranışlar önyargılar başlığı içerisinde genel hatları ile yargılama ve düşünme sürecindeki belirsizlikler halinde gelişen sapmalara yönelik bir ilgi ortaya çıkmaktadır. Söz konusu sapmalar, bireyler tarafından edinilmiş olan bilgilerin depolanması, düzeltilmesi ve işleme basamaklarında ortaya çıkan yanlış değerlendirmeler neticesinde ya da karar alma anlarında yapmış oldukları yanlış değerlendirmeler neticesinde meydana gelmektedir (Döm, 2003, s. 43).

Jureviciene ve Ivanova (2013), irrasyonel davranışlar kalıpları çerçevesinde davranışsal finansı ele almışlar ve bu alanda ortaya çıkan davranışların iki grup altında değerlendirilebileceği öne sürmüşlerdir. Bunlar ise; beklenti teorisi ve bilişsel sapmalar olmaktadır. Önyargılar ya da bilişsel sapmalar yaklaşımı bireyin davranışlarını kendi zihinleri içerisinde kurguladıklarını ve benlik algısı ile birlikte niyetin duyguların ve davranışların her ikisi üzerinde de belirleyici olduğunu öne sürmektedirler (Aktaran, Jureviciene ve Ivanova 2013, s. 55). Verilen Şekil 2’de bilişsel önyargı kalıplarına yer verilmektedir. Bu doğrultuda bilişsel önyargıların dört unsuru olduğu görülmektedir. Temsiliyet, kullanılabilir olmak, dayanak noktası gibi hevristikler; statüko, yüksek özgüven, kendine atıf gibi çerçeveleme önyargısı kapsamında yer alan unsurlar; onaylama, yenilik ve taklit gibi piyasa etkili ile iyimserlik, irade, ruh hali ve pişmanlıktan uzaklaşma gibi duygusal faktörler olarak ifade edilebilmektedir.



Şekil 8. Bilişsel Önyargı Kalıpları

Kaynak:(Baker ve Nofsinger, 2010; Jureviciene, Gausiene, 2010)

Kahneman ve Tversky (1979) yapmış oldukları deneysel çalışmalar neticesinde bireylerin kayıpları ile kazançlarını farklı olarak algıladıklarını ve kayıpların duygusal açıdan kıyaslandığında kazançlara göre çok daha duygusal etkiler geliştirdiğini belirlemişlerdir. Bu çerçevede bireylerin sanılanın aksine çok daha düşük bir rasyonellik seviyesinde oldukları, hevristiklerin ve davranışsal önyargıların etkisi ile birlikte karar aldıkları anlaşılmıştır.

Huczynski ve Buchanan (2004) tarafından bilişsel önyargılar; karar alma süreçlerinde görülen önyargılı düşünme yatkınlığı veya sistematik bir bozulma şeklinde ifade edilmiştir. Hevristikler ise bireylerin sorunlarının üstesinden gelebilmek adına yöneldikleri tahmini ve basit kurallar, kısayollar, yönlendirici prosedürler veya stratejiler şeklinde ifade edilmektedir. Hevristiklerin ve önyargıların

karar alma süreçlerinde hatalara ve sapmalara neden olduğu çalışmalarında belirtilmiştir (Kahneman ve Tversky, 1979; Kahneman, Slovic ve Tversky, 1982; Nisbett ve Ross, 1980, Kahneman, 1992). Bunlara ek olarak belirtilmiş olan olgular, karmaşık ve belirli olmayan çevre koşulları ile birlikte etkili kararların alınmasına katkı verebilecek unsurlar olarak ön plana çıkmaktadır (Pitz ve Sachs, 1984; Tversky ve Kahneman, 1974). Özellikle birey tarafından hızlı bir şekilde karar alınması gereken durumlar için sıklıkla tercih edilmekte olan eğilimler olarak görülmektedir (Payne, Bettman ve Johnson, 1988).

Hevristikler ve önyargılar, karar alma süreçlerinde bireylere destek vermek amacı ile tercih ettikleri karar alma yöntemlerini, kendi kişisel görüşlerini ve bilişsel mekanizmalarını da kapsamaktadır. Bu durumda hevristiklerin ve önyargıların kullanılması bireylerin karşı karşıya kaldıkları sorunların üstesinde gelebilme noktasında kimi zaman verimli ve etkili bir araç olabilmektedir. Bunlar dışında genelinde hatalı değerlendirmelerin yapılmasına neden olarak olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir.

Tversky ve Kahneman (1982) tarafından gerçekleştirilen sistematik hataların ve çıkarımsal önyargıların üzerine araştırmalar yapılmasının karar vericiler açısından üç nedene bağlı olarak önem arz ettiğini öne sürmektedir. Bu nedenlerin ilki; entelektüel sınırlara yönelik araştırmaların yapılmasına karar verilmesi kalitesinin geliştirilmesi adına bir yol şeklinde değerlendirilebilir olmasıdır. İkinci neden ise; önyargıların ve hataların çoğunlukla çıkarsamaları ve yargılamaları yönetmekte olan psikolojik süreçleri geliştirmesidir. Üçüncü neden ise; sezgisel olmayan istatistik, mantıksızlık ve hatalar ve mantık prensiplerinin kullanılması ile bireysel sezgilerin haritalanmasına yardımcı olmasıdır.

Finansal kararlara benzer bir şekilde kurumsal finansal kararlarda da davranışsal önyargılar etkili olabilmektedir. Yapılan çalışmalarda işletmelerin varlıklarını sürdürmeleri, büyümeleri, firma değerlerini arttırmak sureti ile paydaşların refahlarını arttırmalarını sağlayan; sermaye yapısı, yatırım ve kar dağıtımı gibi unsurlar üzerinde etkili olduğu görülmüştür. Küresel düzeyde gerçekleştirilmiş olan çalışmalardan meydana gelen davranışsal finans ve davranışsal kurumsal finans literatürü incelendiğinde geride bırakılan 15-20 yıllık süreç

içerisinde bahsi geçen önyargıların yöneticilerin ya da bireylerin karar alma aşamasında yaratmış olduğu etkiyi konu olarak belirlemiş çok sayıda araştırmanın ya da çalışmanın yürütüldüğü görülmektedir.

2.4.3.1 Aşırı İyimserlik

Bireylerin kişisel olarak bilgilerine fazla güvenmesi ile birlikte söz konusu bilgiler neticesinde aşırı tahminlerde bulunmasına, kontrol kabiliyetini gözünde büyütmesine neden olan önyargılar “aşırı iyimserlik önyargısı” şeklinde ifade edilmektedir. Bireyler kendilerine yönelik değerlendirmeler yaparken çok daha hoşgörülü davranmaktadır. Genellikle kendilerini ortalamaların üzerinde ya da diğerlerinin kendilerini gördüğünden çok daha etkili görmektedirler. Bu durumda farklı olayların olasılıklarının hesaplanması noktasında da çok daha iyimser bir tablo çizmektedirler. Genel eğilime bakıldığında bireylerin güzel şeylerin olma olasılığını ortalamaların üzerinde gördükleri, olumsuzlukların ortaya çıkma olasılığını ise ortalamaların altında gördükleri anlaşılmaktadır. Bu alanda gerçekleştirilen araştırmaların genelinde analistlerin, bireyler tarafından öne sürülen ortalama kazanç tahminlerinde asıl olarak olan getiriye geçtikleri belirlenmiştir (Çankaya, 2009, s. 106).

Böylesine iyimser bir önyargı bireyleri, kontrol edemedikleri olayları düşük tahmin etmeye sevk etmektedir. İyimserlik önyargısı ağır basan bireyler bununla birlikte zamanda kontrol yanılsamalarının içerisinde yer almakta ve geleceklerini kontrol edebilme düzeylerini de abartma eğilimi göstermektedirler. Bununla birlikte iyimserlik önyargısı ile birlikte toplumsal konular için şans unsurunun çok daha düşük tahmin edilmesi eğilimini ortaya çıkarmakta ve bireyler tarafından şans unsurları oldukça yanlış değerlendirilmektedir (Kahneman ve Tversky, 1974).

2.4.3.2 Aşırı Kötümserlik

Finansal alanda uzun bir dönem boyunca geçerliliğini korumakta olan Etkin Piyasalar Hipotezinde yatırımcılar bilgiye gerçek anlamda ulaşmakta ve bu durumda rasyonel bir şekilde yatırım kararı verebilmektedirler. Ancak pratik olarak yatırım kararı alan bireylerin önemli bir kısmı rasyonel bir şekilde bilgiye ulaşma ve değerlendirme noktasında yetersiz olmaktadır. Yatırımcılar rekabet koşullarının

oldukça güçlü olduğu piyasalarda hızlı bir şekilde karar alabilmek adına Bayes kuralının dışına çıkarak yeni bilgilere eskilere kıyasla daha fazla odaklanabilmektedir. Bu durum ise yeni bilgilere bağlı olarak fiyatlar üzerinde aşırı tepkilerin ortaya çıkmasına neden olabilmektedir (Karaca, 2015, s. 105).

Bu alanda literatür incelendiğinde uzun dönemde aynı yönü göstermekte olan tutarlı ve devamlı olan haberlere hisse fiyatlarının yüksek bir tepki göstermesi aşırı kötümserlik olarak aktarılmaktadır. Hisse senedi piyasalarında uzun süre iyi haberlerin gelmesi ile birlikte yüksek fiyatlamaya sahip senetler takip eden süreçte düşük ortalama getirileri doğurmaktadır. Farklı bir ifade ile yüksek fiyatlanmış olan senetler uzun vadede ise ortalamalara gelme eğilimine sahip olmaktadır (Döm, 2003, s. 122).

De Bondt ve Thaler tarafından aşırı kötümserliğin hisse senetleri piyasalarındaki varlığının tespit edilmesi amacı ile ilk çalışma gerçekleştirilmiştir. 1985 yılında yapmış oldukları çalışmalarında New York borsasında 1926 ile 1982 yılları arasında işlem görmüş olan hisse senetlerinin aylık getirilerinden yola çıkarak 3'er yıllık portföyler hazırlamışlardır. Söz konusu portföy hazırlık aşamasında dönemler üzerinden getirilerine bağlı bir şekilde sıralamış oldukları hisse senetleri arasından %10'da yer alanlarından kazandıran, son %10'da yer alanlarından ise kaybettiren portföyler hazırlamışlardır. Sonrasında ise ilgili dönemlere bağlı olarak kazandıran/kaybettiren portföylerin takip ettikleri 3 yıllık süreç içerisinde sahip oldukları performansa dair değerlendirmeler yapmışlardır. Sonuçta gerçekleştirilen değerlendirmeler ile birlikte portföy oluşturma dönemlerinde kazandıran ve kaybettiren portföylerin sonraki dönemlerde tersine dönebileceği ortaya koyulmuştur. İlk 3 yıllık dönem içerisinde kazandırmış olan portföy takip eden 3 yıllık test dönemi içerisinde piyasanın altında bir performansa sahip olmakta iken ilk 3 yıllık dönemde kaybettirmiş olan portföy sonraki dönemlerde daha yüksek bir getiriye sahip olmuştur.

Thaler ve De Bondt (1985) yapmış oldukları çalışmalar ile birlikte elde ettikleri bulgulardan hareketle geçmişte kaybettirmiş olan portföyün alınması kazandıran portföyün satılması ile hayata geçirilebilecek bir yatırım stratejisi ile birlikte piyasa üzerinde bir getiri elde etmenin olası olabileceğini aktarmışlardır.

2.4.3.3 Aşırı Güven

Aşırı güven, insanların kendi yeteneklerini iyi anladıklarını ve yetenekleri konusundaki bilgilerinin sınırlarının gerçekte olduğundan daha geniş olduğunu düşünme eğilimi ile ilgilidir. Aynı durum bilgi için de geçerlidir. Bilgi düzeyine aşırı güvenen bireyler, gerçekte olduğundan daha fazla bildiklerini düşünmeye eğilimlidirler. Aşırı güven, bireylerin cahil veya beceriksiz olduğu anlamına gelmez. Bunun yerine kendi görüşlerinin aslında gerçek durumdan daha iyi olduğu anlamına gelir.

Yatırımcılar arasındaki ortak bir özellik, hisse senedi alımına karar vermede kendi yeteneklerine aşırı güvenmeleridir (Çankaya, 2009, s. 111).

Yatırımcıların aşırı güveninin iki temel sonucu bulunur. Birincisi, yatırımcıların bilgi açısından eksik olduklarını fark etmemelerinden kaynaklanan yatırımcıların kötü bahis almalarıdır. İkincisi, aşırı ticaret hacmine yol açan daha sık işlem görme eğilimidir (Shefrin, 2001). Aşırı güven spekülasyon piyasalarda gözlemlenen yüksek ticaret hacmini destekleyen temel faktör olarak görülmektedir (Shiller, 2002).

Glaser ve Weber'e (2007) göre, aşırı güvenin yanlış yönlendirme, ortalamanın üstünde olma yanılgısı (insanların ortalama becerilerden daha yüksek becerilere sahip olduklarını düşünme eğilimleri) ve yanılsama kontrolü (başarı konusunda kişisel faktörün etkisinin nesnel faktörden daha yüksek olduğu inancı) olmak üzere üç boyutu vardır.

2.5 Geleneksel Finans ile Davranışsal Finans Arasındaki Farklılıklar

Bilindiği gibi Beklenen Fayda Teorisi (BFT), Geleneksel Finansın temelini oluşturmakta iken; Beklenti Teorisi ise Davranışsal Finans'ın temelini meydana getirmektedir. Beklenen Fayda Teorisi, genellikle mantıksal çıkarımlara odaklanmakta iken Beklenti Teorisi ise genellikle gözlemlerden hareketle sonuçlara ulaşmaya çalışmaktadır.

Beklenen Fayda Teorisi'nde bireyler oldukça iyi bir şekilde tanımlanmış olan fayda fonksiyonlarını maksimize etme eğilimi olan, istikrarlı, rasyonel bireyler

şeklinde değerlendirilmektedir. Bireylerin davranışlarının rasyonel birey modeli üzerinden açıklanamadığı da psikoloji alanında sıklıkla vurgulanmaktadır. Piyasalarda ortaya çıkan çok sayıda anomalinin temelinde insan psikolojisinin olabileceği değerlendirilerek, aslına bakıldığında karar alma süreçlerinde psikolojik faktörlerinde üzerinde durulması ile davranışsal finansın ortaya çıktığı ifade edilebilmektedir (Çelik, 2013, s. 21-22).

Finans bilimi açısından karar verme önem arz eden konuların başında yer almaktadır. Belirsizlik ve risk unsurları içerisinde karar verme davranışlarını incelemekte olan iki farklı kuram bulunmaktadır. Bunlar; geleneksel finans kuramları ve davranışsal finans kuramlarıdır. Geleneksel finans kuramlarında yatırımcıların rasyonellikleri ön plana çıkarılmaktadır. Davranışsal finans kuramında ise karar alıcıların önyargıların etkisi altında kaldığı öne sürülmektedir. Davranışsal finans, geleneksel kuramlara karşı çıkmak sureti ile bireylerin sistematik bir şekilde hata yaptıklarını öne sürmektedir (Sezer, 2013, s. 1).

Yukarıda da verilen açıklamalardan hareketle geleneksel finans kapsamında bireylerin psikolojilerinin değerlendirmeye alınmaması ve davranışsal finansın söz konusu psikolojik unsurları da değerlendirmeye alması çok daha kabul gören bir kimliğe kavuşmasında etkili olmaktadır. Zira yatırımcılar her zaman için rasyonel davranışlar sergilememekte, kimi dönemlerde aşırılıklara varan yaklaşımlara sahip olabilmektedir.

Bu durumda görüldüğü üzere belirsiz koşullar çerçevesinde karar alma süreçlerine yönelik geleneksel yaklaşım bireylerin çoğu zaman riskten uzak durduklarını, risk sevdiklerini ya da bu unsurları önemsemediklerini kabul etmekteydi. Söz konusu risk tercihleri bireylerin kazanç ve kayıp getirmekte olan risklerle karşılaşmasına denene olmaktadır. Fakat davranışsal finans, bireylerin kazançla karşılaştıklarında risk unsurlarından uzaklaştıklarını fakat kayıpla karşılaşma durumlarında riske yöneldiklerini kabul etmektedir. Örnek vermek gerekirse 10 Dolar kazanmalarında ki fayda kaybı, 10 Dolar kazanmalarındaki fayda kazancından çok daha yüksek görülmektedir. Asıl olarak bunların tamamı karar alma süreçlerinde etkili olmasa dahi seçimler üzerinde etkili olabilmektedir.

2.6 Sermaye Piyasası Yatırım Kararlarında Etkili Olan Davranışsal Faktörler'in Teorik Çerçevesi

Massa ve Simonov (2005) yatırımcının daha önce yaşadığı kayıp ve kazançlara gösterdiği tepkilerin karar alma şekillerine olan etkisini incelemişlerdir. Araştırmanın sonuçları önceki kazançların yatırımcının risk alma eğilimini arttırdığını, kayıpların ise azalttığını; hisse senedi seçimlerinde bilgi ulaşılabilirliğinin ön planda olduğunu, sezgilerden çok elde edilen kesin bilgilere dayanıldığını göstermiştir.

Wurgler ve Baker (2006) tarafından yatırımcı duyarlılığı ile ilgili yapılmış çalışma alanında öncü olarak kabul edilmektedir. Araştırmaları doğrultusunda aylık hisse senedi getirileri ile regresyon analizi gerçekleştirilmiş ve yatırımcı duyarlılığının arbitraj olanağı olmayan hisse getirilerine yönelik oldukça önemli bir etkisinin olduğu anlaşılmıştır.

Chen, Kim, Nofsinger ve Rui (2007) Çin'deki yatırım kararları süreçlerini incelemiş olup, Çinli yatırımcıların fiyatı artan hisse senetlerini satma eğilimini gösterdiklerini, ancak fiyatı düşenleri elden çıkarma etkisiyle satma eğilimi göstermediklerini ortaya koymuşlardır. Aynı zamanda Çinli yatırımcıların yatırım kararları alırken aşırı güven sergilediklerini, geçmiş getirilerin gelecekteki kazançların göstergesi olduğuna inandıklarını tespit etmişlerdir.

Ede (2007) tarafından yürütülen çalışmada; Türkiye'de bireysel olarak yatırımcıların davranışlarına yönelik elde edilen psikolojik eğilimlerin ve bulguların denenmesi ile bireysel yatırımcıların hem demografik hem de ayırt edici özellikler çerçevesinde farklılaşmalarının ve benzerliklerinin belirlenebilmesi amaçlanmıştır. Araştırma neticesinde çok sayıda yatırımcı geleneksel yaklaşım varsayımlarının dışında sistematik hatalara yapabilmekte, rasyonel çözümler geliştirmesine karşılık bunları hayata geçirememektedir.

Chandra (2008) davranışsal faktörlerin ve yatırımcı psikolojisinin karar verme süreçlerine olan etkisini, davranışsal karar verme ile yatırımcıların riske karşı tutumları arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Klasik finans teorisinin önerdiğinin aksine bireysel yatırımcıların yatırım kararlarını verirken her zaman mantıklı

davranmadıklarını, yatırım kararlarının açgözlülük, korku, bilişsel uyumsuzluk, zihinsel muhasebe ve demirleme gibi davranışsal faktörlerden etkilendiğini saptamıştır.

Çankaya (2009) finansal analist tahmin ve tavsiyelerine davranışsal yaklaşımı incelediği tez çalışmasında analistlerin yaptıkları tahmin ve tavsiyelerde sistematik şekilde bir iyimserlik yanılığına maruz kalıp kalmama durumlarını ele almıştır. Çalışma sonuçlarında Türkiye’deki verilerin ağırlıklı olarak Dayanıklı Tüketim Malları ve finans hisselerinden oluştuğu, bu sektörlerde bulunan şirketlerin analistler tarafından takip edildiği saptanmıştır. Türkiye’de yapılmakta olan tavsiyelerin “Al” ve “Tut” tavsiyelerinden oluştuğu ve diğer ülkelerle kıyaslandığı zaman daha az iyimserlik içerek fakat “Sat” yönlü tavsiyelerin verilmesinde diğerlerine kıyaslandığı zaman daha iyimser bir tutumun sergilendiği ve daha az satış tavsiyesinde bulunulmakta olduğu da çalışmanın genel sonucudur.

Aydın (2010), yapmış olduğu çalışmasında mali piyasalarda görülmekte olan davranışlar üzerine incelemeler yapmıştır. Bu süreç içerisinde hisse senedi fiyatları, piyasa hareketleri ve faiz oranlarında meydana gelen değişimleri gözlemlemiştir. Hisse senedi piyasalarında gözlenen hareketlerin tamamının, risk unsurları üzerinden tutarlı bir şekilde açıklanabileceği modelin geliştirilmesinin söz konusu olmayacağı öne sürülmüştür.

Dhaoui (2011) “What Does Matter In Economy Today:: Between Rationality And Animal Spirits” araştırmasında Akerlof ve Shiller (2009) ‘un ele aldığı rasyonel belentilerin davranışsal finansa olan ön yargısal etkilerini ele almıştır. Gelişmiş olan ülkeler arasından beş tanesinin sermaye piyasası verilerinin kullanılarak rasyonellik hipotezinin önemi ve ticaretin evrimi açıklanmıştır.

Ahmed, Ahmad ve Khan (2011) küçük yatırımcıların karar verme sürecine bakarak borsadaki davranışlarını incelemişlerdir. Çalışma küçük yatırımcıların karar verme süreçlerinin geleneksel teorilerden ziyade davranışsal finans teorilerinden etkilendiğini, beklenti teorisi ve pişmanlıktan kaçınma kuramının karar verme sürecinde etkin olduklarını ortaya koymuştur.

Sezer (2013) tarafından gerçekleştirilen tez çalışmasında Türkiye’de

yatırımcıların kararları üzerinde etkili olan unsurların yatırım kararları ile olan etkileşiminin ortaya koyulması amaçlanmıştır. Bu doğrultuda yatırımcıların bilişsel yetenek düzeyleri ve finansal okuryazarlık düzeyleri ile risk alma eğilimleri ve yanılsamalarının belirlenmesi amacı ile anket çalışması yapılmıştır. Bilişsel yetenek, finansal okuryazarlık, risk alma eğilimlerini ve yanılsamalar arasındaki ilişkinin anlaşılmasına yönelik gerçekleştirilen çalışmada bireylerin sistematik olarak psikolojik yanılsamalar yaşadıkları belirlenmiştir. Yine bu çalışma ile bilişsel yetenekler ile finansal okuryazarlık düzeyleri arasındaki ilişki değerlendirilmiş ve değişkenler arasında pozitif bir ilişkinin olduğu anlaşılmıştır.

Vijaya (2014) Hint borsalarında yatırımcı davranışlarını etkileyen faktörlerin belirlenmesini amaçlayan çalışmada kayıptan kaçınma, aşırı güven, sürü psikolojisi, demirleme gibi yatırım davranışını etkileyebilecek faktörlere ağırlık vermiştir. Bulgular yatırımcıların yatırım sonuçlarını iyileştirmek için belirli durumlarda bilgi ve becerilerini kullanma amaçlı kabul edilebilir bir düzeyde aşırı güven önyargısına kapılmaları gerektiğini göstermiştir.

Oprean ve Tanasescu (2014) “Effects of Behavioural Finance on Emerging Capital Markets”, çalışması ile gelişmekte olan iki Sermaye Piyasasında, Romanya ve Brezilya'da işlem hacminin evrimini açıklayabilecek faktörleri araştırılmıştır. Ticaret davranışlarını rasyonel beklentiler üzerine temel alan yatırımcıların ve davranışsal hataları bağımsız değişkenler olarak gösteren yatırımcıların ticaret hacmine bağımlı değişken olarak etkilerini analiz edildiği çalışmada, analiz edilen süre, Haziran 2009'dan Haziran 2013'e kadar dört yılı kapsamaktadır ve her iki pazarda da işlem gören en önemli endekslerin günlük değerlerini içermektedir. Sonuçlar, ticaretin yatırımcıların irrasyonel davranışlarından etkilendiğini göstermektedir. Böylece, rasyonellik hipotezi her iki sermaye piyasası için de reddedilebilir.

Gazel (2014) tarafından yürütülen çalışmada BIST 30, BIST 100 endekslerinde önemli ağırlıkları olan 10 hisse için psikolojik eşğin var olup olmadığının belirlenmesi amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda psikolojik eşit literatürü ile ilgili olarak birkaç model ve yöntem aktarılmıştır. Elde edilen sonuçların tamamı ile BIST için yukarı yönlü olan fiyat hareketlerinde psikolojik

eşik noktalarının aşılması durumunda fiyatların hızlı bir şekilde eşik noktalarından uzaklaştıkları anlaşılmaktadır. BU nedenle psikolojik eşğin varlığı belirgin bir şekilde ortaya koyulmaktadır.

Menike, Dunusinghe ve Ranasinghe (2015) Colombo Menkul Kıymetler Borsası'ndaki bireysel yatırımcıların yatırım performansı üzerindeki davranışsal ve bağlamsal faktörlerin etkisini araştırmışlardır. Bulgular sürü psikolojisi, sezgisel ve bağlamsal faktörlerin bireysel yatırımcıların performansına etki ettiğini, pişmanlıktan kaçınmanın yatırım performansı üzerinde olumlu, kayıptan kaçınmanın olumsuz etkilerinin olduğunu ortaya koymuştur.

Horasan ve Bozkurt (2016) Davranışsal Finansın Borsa İstanbul İşlem Hacmi Üzerine Etkilerine Yönelik Bir Çalışma isimli bir çalışma gerçekleştirmiştir. Çalışma kapsamında davranışsal hata tiplerindeki aşırı güven, aşırı iyimserlik, aşırı kötümserlik ve rasyonel beklenti üzerinden faydalanılarak gelişmekte olan borsalar üzerinden Borsa İstanbul üzerindeki işlem hacimleri açıklanmak istenmiştir. Analiz kapsamındaki veri seti 1995-2014 seneleri aralarındaki toplam 19 seneyi kapsamakta olan günlük değerlerden meydana gelmektedir. Çalışma kapsamında regresyon analizi için sıkça kullanılan en küçük kareler yöntemine gidilmiş, Borsa İstanbul 100 Endeksi'ndeki işlem hacmi değişiklikleri, yatırımcılar için genel halde rasyonel olmayan davranışsal finans tiplerinden anlamlı bir biçimde etkilendikleri elde edilmiştir.

Galanidis, (2016) "The effect of Behavioral Finance on Capital Markets. The case of PIIGS (Portugal, Italy, Ireland, Greece, Spain)." Çalışmasının amacı Portekiz, ortekiz, İtalya, İrlanda, Yunanistan ve İspanya) olarak bilinen Avrupa Birliği'nin beş üyesinde davranışsal finans fenomenlerinin varlığını araştırmaktadır. Davranışsal finans bakış açısına göre, yatırımcıların nasıl karşı koyacağını anlamak daha kolaydır. Ayrıntılı olarak ele almak gerekirse, makale işlem hacminin değişkenliği üzerine dört bağımsız değişken de dahil olmak üzere ampirik test için kanıtlar sunmaktadır.

Çankaya ve Alshalabi (2019) gerçekleştirmiş oldukları çalışmada Yatırımcıların Davranışsal Yanılgılarının G7 Ve BRICS Sermaye Piyasaları İşlem

Hacimleri Üzerine Etkisi çalışmalarında, borsada alım satım kararlarının verilmesinde G7 ve BRICS ülkelerine dâhil yatırımcılardaki davranışsal ön yargılar ve işlem hacmi arasındaki ilişki test edilmiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre gelişmiş olan ve gelişmekteki ülkelerin piyasalarının benzerlikleri ve farkları saptanmıştır. Rasyonalite hipotezeti Almanya hariç diğer pazarlarda reddedilebilirken, İtalya ve Rus piyasalarındaki yatırımcılar rasyonalite üzerine hiçbir etkiye sahip değildir. Altı ülkedeki piyasalardan birbirine benzer olan sonuçların elde edilmiş olduğu ve aşırı iyimselik ile aşırı kötümserlik yanılgıları; Kanada, Fransa, Birleşik Krallık, ABD, Brezilya ve Güney Afrika'daki işlem hacimlerinde belirgin düzeyde bir etki saptanmıştır.

3 SERMAYE PİYASASI YATIRIM KARARLARINDA ETKİLİ OLAN DAVRANIŞSAL FAKTÖRLER: KIRILGAN BEŞLİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

3.1 Araştırmanın Amacı

Çalışmanın amacı; davranışsal faktörler içerisinde yer alan aşırı iyimserlik, aşırı kötümserlik, aşırı güven, spontan reaksiyonlar ve rasyonel beklentiden yararlanarak, kırılğan beşli ülkelerindeki referans borsa endekslerinin işlem hacimleri açıklanmaya çalışılmıştır.

Genel anlamda baktığımızda ise, bu çalışma ile işlem hacimlerinde etki edilebilecek davranışsal faktörlerin ötesinde yatırımcıların karar alırken, kararlarında etkili olan davranışsal faktörler irdelenmeye çalışılmıştır. Davranışsal faktörlerin üzerinde durulmasının ana sebeplerinden biri, sanılanın aksine her durumda rasyonel seçimler yaptığı varsayılan yatırımcı davranışlarının oluşturduğu ve geleneksel ekonomi ve finans yapısının dayandığı etkin piyasa kavramının geçerliliğinin sorgulanmasıdır. Bu anlayış yatırımcıların karmaşık hesaplamaları yapabildiğini ve içinde bulunduğu her durumda rasyonel seçimleri yapabileceklerini öngörmektedir.

3.2 Konunun Önemi

Bir yatırım ile ilgili verilen karar, yatırımcı için büyük bir öneme sahiptir. Yatırım kararları her zaman içerisinde bir belirsizlik ve risk barındırmaktadır. Geleneksel finans teorileri, karara varış aşamasında bireyin rasyonel hareket ederek, faydasını en yüksek seviyede olacak şekilde karar verdiğini belirtmektedir. Ancak yapılan çalışmalar bireylerin kazançlarını maksimumda ve kayıplarını minimumda tutmakta zorluk yaşadığını göstermiştir. Daniel Kahneman ve Amos Tversky, insanların belirsiz durumlar karşısında rasyonel hareket etmesinin zorlaşmasını, insanların yetersiz oluşuna ve duygusal hareket etme eğilimlerine bağlamıştır. Kahneman ve Tversky böylelikle rasyonel birey varsayımının ve buna bağlı olarak rasyonel birey varsayımına dayanan teorilerin eleştirilmesine ve karar vermede çeşitli bilişsel ve duygusal yanılığların varlığının sorgulanmasına neden olmuşlardır.

Yapılan bu çalışmada ise kırılğan beşli ülke özelinde hangi yanılığların daha etkili ve

belirgin olduğu tespit edilerek, yatırım stratejilerini planlayan kurumsal ve bireysel yatırımcılar için bilgilendirici bir öneme sahip olabileceği öngörülmüştür.

3.3 Araştırma Verisi ve Kapsam

Çalışmada kırılğan beşli ülkelerindeki borsa endekslerinin işlem hacimlerini açıklayabilmek için endekslerde işlem yapan yatırımcıların sergiledikleri bilişsel ve duygusal yanılgılardan yararlanılmıştır. Bu amaçla aşırı iyimserlik, aşırı kötümserlik, aşırı güven, spontan reaksiyonlar ve rasyonel beklenti bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Araştırmada kırılğan beşlinin ana borsa endekslerinin işlem hacimleri ise bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Çalışmada 01.01.2010 – 01.01.2020 dönemleri arası baz alınmış olup gözlem sayısı ve kırılğan beşliye ait ana borsa endeksleri tablo 8’de gösterilmiştir. Çalışmada kullanılan veriler Thomson Reuters’den alınmıştır.

Tablo 8: Endeks ve Gözlem Sayıları

Ülke	Endeks	Gözlem Sayısı (Gün)
Türkiye	Borsa İstanbul 100 Endeksi	2513
Hindistan	S&P Bombay Menkul Kıymetler Borsası Endeksi	2477
Brezilya	Sao Paulo Menkul Kıymetler Borsası Endeksi	2471
Güney Afrika Cumhuriyeti	FTSE/JSE Tüm Hisseler Endeksi	2440
Endonezya	Jakarta Menkul Kıymetler Borsası Bileşik Endeksi	2436

*Her borsa endeksi için işlem olmayan günler elemine edilmiştir.

Genellikle BIST 100 olarak telaffuz edilen ve Borsa İstanbul pay piyasasının temel

göstergesi olan Borsa İstanbul 100 Endeksi, borsaya kayıtlı en yüksek piyasa değerine ve hacmine sahip 100 şirketten oluşturulan bir endekstir. Endeks içerisinde yer alan hisseler 3 ayda bir yeniden belirlenmektedir. Endeks Ocak 1986 yılında kurulmuş ve ilk kez 13 Haziran 2017 tarihinde 100.000 değerine ulaşmıştır. 27 Temmuz 2020 tarihinde alınan kararla 23 yıl önceki haline döndürülerek iki sıfır atılmıştır.

Bombay borsasında yer alan SENSEX diğer adıyla S&P BSE Sensex endeksi, 1986 yılında kurulmuştur ve Hindistan'ın en eski hisse senedi endeksi olma özelliğini göstermektedir. Bombay borsasında yer alan en büyük ve en aktif işlem gören 30 hisse senedinden oluşan endeks Hindistan ekonomisinin göstergesi olarak kabul edilmektedir. Endeks kompozisyonu her yıl aralık ve haziran aylarında gözden geçirilmektedir.

IBOVESPA, B3 borsasında işlem gören hisse senetlerinin ana performans göstergesidir ve Brezilya sermaye piyasasındaki büyük şirketleri listeler. Endeks 1968'de oluşturulmuştur ve kompozisyonu her dört ayda bir gözden geçirilmektedir.

FTSE/JSE Tüm Hisseler Endeksi piyasa değeri ağırlıklı bir endeks olup, tüm sermaye piyasası değerinin %99'unu temsil etmektedir. Haziran 1995 yılında kurulan JSE Endeksi 21 Haziran 2002 tarihinden itibaren FTSE/JSE olarak adlandırılmaktadır.

Jakarta Menkul Kıymetler Borsası Bileşik Endeksi, Endonezya Borsası'nda işlem gören tüm hisse senetlerinden oluşan bir endekstir.

3.4 Araştırmanın Yöntemi

Dhaoui (2011) ve Oprean ve Tanasescu'nun (2014) yapmış olduğu çalışmalar bu alanda ilk çalışmalardan olup, çalışmanın bu kısmında kırılma beşli ülkelerinin referans borsa endekslerindeki yatırım davranışlarını modellemek için Dhaoui (2011) ve Oprean ve Tanasescu (2014) çalışmaları referans alınmakla birlikte yukarıda açıklanan davranış faktörleri modellemeye konu olmuştur.

Çalışmada endeks getirilerini hesaplamak için, Reuters üzerinden elde edilen kırılma

beşli ülkelerinin referans borsa endekslerinin kapanış fiyatları doğal logaritmik fonksiyon formülü kullanılarak getiri serileri haline dönüştürülmüştür. Aşağıdaki formülde görüldüğü üzere $P_{i,t}$ zamanındaki endeks kapanış fiyatı iken $P_{i,t-1}$ bir gün önceki endeks kapanış fiyatını ifade etmektedir.

$$R_{i,t} = \ln\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right) \quad (1)$$

Çalışmalarda kullanılan zaman serisi verilerinin güvenilir bir yapıya sahip olması için verilerin durağan olması beklenmektedir. Gujarati (1999) göre durağan seriler, “zaman serisinin ortalaması ile varyansı zaman içinde değişmiyor ve iki dönem arasındaki ortak varyansı bu ortak varyansın hesaplandığı döneme değil de yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı olmaktadır” (Horasan, Bozkur 2011:7) “Durağan olmayan serilerde ise serinin uzun dönemde döneceği bir ortalama değer bulunmamakta ve zaman sonsuza yaklaştığında, varyans zamana bağlı olduğundan o da sonsuza yaklaşmaktadır” (Kutlar, 2005:307). Bu nedenle durağan olmayan serilerde değişkenler arasında tespit edilen ilişkilere güvenilmez.

Çalışmada kullanılan değişkenlerin serilerinin durağanlığının sınanması için yaygın olarak kullanılan David Dickey ve Wayne Fuller'ın (1979) adını taşıyan Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) ve Phillips Perron (1988) tarafından geliştirilen Phillips-Peron (PP) testleri kullanılmıştır.

Modelde kullanılan değişkenler kukla değişkenler aracılığıyla tanımlanmıştır. Kukla değişkenler temelinde nitel olan ve kolayca nicel olarak biçimlendirilemeyen değişkenler olarak belirtilmektedir. Kukla değişkenler, modele konu olan değişkenin sadece varlığını veya yokluğunu belirtmek amacıyla 0 veya 1 değeri olarak kullanılmaktadır (Gujarati, 1999:499).

Aşağıda modele konu olan ve kırılğan beşli ülkelerinin işlem hacimlerindeki değişimleri açıklayabilecek değişkenler tasvir edilmiştir.

3.4.1 Aşırı İyimserlik

İyimserlik genellikle yatırımcıların bir önceki gün ya da dönemde, önceden belirledikleri belirli bir kar düzeyine ulaştıklarında ortaya çıkmaktadır. Elde edilen

getiriler belirlenen seviyenin altında ise yatırımcılar çekimser bir tepki verecektir. Dhaoui (2011) bu seviyeyi tanımlamak için en düşük getiri seviyesini hedeflemiş, ortalama getiri ($\bar{R}$) ve standart sapmadan (σ) yararlanmıştır. Dhaoui (2011) göre yatırımcıların bir önceki kazançları ortalama getiri ve standart sapmanın toplamına ($\bar{R} + \sigma$) eşit veya toplamından ($\bar{R} + \sigma$) büyükse yatırımcılar agresif bir tavır sergileyerek işlem yapacak, düşükçe çekimser bir tavır sergileyerek işlem yapmayacaktır. İyimser yatırımcıların davranış şekilleri şu şekilde tanımlanabilir;

$$R_{t-1} \geq \bar{R} + \sigma \rightarrow \text{yatırımcı işlemde bulunacak, Kukla değişken değeri} = 1$$

(2)

$$R_{t-1} < \bar{R} + \sigma \rightarrow \text{yatırımcı işlemde bulunmayacak. Kukla değişken değeri} = 0$$

3.4.2 Aşırı Kötümserlik

Aşırı kötümserlik, iyimserliğin tam tersi bir şekilde yatırımcıların bir önceki dönemde yatırımlarından kaynaklanan zararların belirli bir seviyeye ulaşmasından dolayı oluşan karamsarlık halidir. Yatırımcılar belirledikleri zarar seviyelerine ulaştıklarında işlemlerini sınırlayacaklardır ya da işlemde kaçınacaklardır. Oprean ve Tanasescu (2014) yatırımcıların tahammül ettikleri zararı tanımlamak için en düşük kayıp seviyesini hedeflemiş, ortalama getiri ($\bar{R}$) ve standart sapmanın (σ) farkından ($\bar{R} - \sigma$) yararlanmıştır. Kötümser yatırımcıların davranış şekilleri şu şekilde tanımlanabilir;

$$R_{t-1} \geq \bar{R} - \sigma \rightarrow \text{yatırımcı işlemde bulunacak, Kukla değişken değeri} = 1$$

(3)

$$R_{t-1} < \bar{R} - \sigma \rightarrow \text{yatırımcı işlemde bulunmayacak. Kukla değişken değeri} = 0$$

3.4.3 Aşırı Güven

Dhaoui (2011) göre güvenin temeli, finansal varlıkların getirisindeki değişikliklerdir. Önceki getiriler (R_{t-1}) ve mevcut işlem hacmi (V_t), güven ve işlem hacmi arasındaki ilişkiyi tanımlar. Oprean ve Tanasescu (2014) göre ise yatırımcılar sahip oldukları

bilgileri inceledikten sonra olası olumlu getirileri de dikkate alarak işlemlerini artırabilirler. Tahmin yeteneklerini abartan yatırımcılar riske maruz kalma durumlarını hafife alacaklar ve sonucunda agresif davranacaklardır. Buna göre bir önceki dönemdeki getiriler sıfıra (0) eşit olduğunda ya da pozitif olduğunda yatırımcılar işlemlerini arttıracaktır. Ancak bir önceki dönemde elde edilen getiri negatif ise yatırımcılar iki farklı şekilde tepki vermektedirler. Yatırımcılar bu durumda ya mevcut pozisyonlarını korumaya devam edecekler ya da işlemde bulunmayacaklardır. Kendine aşırı güvenen yatırımcıların davranış şekilleri şu şekilde tanımlanabilir;

$R_{t-1} \geq 0 \rightarrow$ yatırımcı işlemde bulunacak, Kukla değişken değeri = 1

(4)

$R_{t-1} < 0 \rightarrow$ yatırımcı işlemde bulunmayacak. Kukla değişken değeri = 0

3.4.4 Spontan Reaksiyonlar

Dhaoui (2011) göre Spontane reaksiyonlar, mutlak rasyonel olmayan yatırımcıların davranışını tanımlar. Bu yatırımcılar hisse senedi getirilerinin davranışını önceden araştırmadan rastgele bir şekilde işlem yapar. Kendiliğinden tepki veren yatırımcılar iyimser, kötümser veya aşırı güven duygusu olmayanlardır. İyimser, kötümser veya aşırı özgüvenli yatırımcıları tanımlayan işlev dikkate alındığında, kendiliğinden tepki gösterenlerin davranışları aşağıdaki şekilde tanımlanabilir:

$\bar{R} - \sigma < R_{t-1} < \bar{R} + \sigma$ Kukla değişken değeri = 1 değilse Kukla değişken değeri = 0 (5)

3.4.5 Rasyonel Beklenti

1961 yılında Muth tarafından etkin piyasa hipotezi doğrultusunda formüleleştirilen rasyonel beklenti teorisi menkul kıymetlerin cari fiyatının yatırımcıların rasyonelliği açısından temel değere yakın olduğunu iddia etmektedir. Rasyonel olmayan seçimler arbitraj tarafından elenir ve tesadüf olan işlemler birbirini iptal ederler.

Yatırımcıların belirli bir menkul kıymet teklifinin gelecekteki değerine ilişkin

rasyonel beklentileri, etkin piyasa hipotezi doğrultusunda matematiksel olarak şu şekilde temsil edilebilir:

$$R_{t-1} = E_t P_{t+1} + \varepsilon_{t+1} \quad (6)$$

Burada P_{t+1} , t+1 anındaki menkul kıymet fiyatıdır. ε_{t+1} ise tahmin hatasıdır. Yeni bilgilerle rastgele belirlenen (yatırımcıların hiçbirinin bilmediği) yukarıdaki denklemdaki tek terim, artık faktördür. Normal bir dağılıma, sıfır ortalamaya ve sonlu bir dağılıma sahiptir. Bugünün rastgele kalan (artan, kalıntı) faktörü, önceki kalan (artan, kalıntı) faktörlerden bağımsızdır, bu nedenle rastgele bir yol izler ve geçmiş bilgiler temelinde öngörülemez.

Oprean ve Tanasescu (2014) çalışmasında, yatırımcı $E(R_t)$ tarafından beklenen getirilerin değerini, önceki bir tarihte elde edilen karlılık R_{t-1} ve bir önceki ana ε_{t-1} 'e özgü kalan faktörü dikkate alarak aşağıdaki formülü belirlemişlerdir:

$$E(R_t) = R_{t-1} + \varepsilon_{t-1} \quad (7)$$

Çalışmaya konu olan bağımsız değişkenler yukarıda belirtilen metodolojik yöntem ile seriler haline getirildikten sonra, doğal logaritması alınan kırılğan beşli ülkelerindeki referans borsa endekslerinin işlem hacimleri açıklanmaya çalışılmıştır. Bu bilgilerden yola çıkarak model aşağıdaki gibi oluşmuştur;

$$\ln(\text{İşlem Hacmi}) = \beta_0 + \beta_1 \text{Aşırı İyimserlik} + \beta_2 \text{Aşırı Kötümserlik} + \beta_3 \text{Aşırı Güven} + \beta_4 \text{Spontan Reaksiyonlar} + \beta_5 \text{Rasyonel Beklenti} + \varepsilon_t \quad (8)$$

3.5 Tanımlayıcı İstatistikler

Tablo 9'da çalışmaya konu olan kırılğan beşli ülkelerinin referans borsa endekslerinin getirilerine ve işlem hacimlerine ilişkin tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır.

Tablo 9: Çalışmaya Konu Olan Kırılgan Beşli Ülkelerinin Referans Borsa Endeksleri

Ülke	Veriler	Gözlem	Ortalama	En Yüksek	En Düşük	St. Sapma
Türkiye	Getiri	2513	0.000304	0.068952	-0.110638	0.014048
	İşlem Hacmi	2513	20.34726	21.79065	18.38955	0.443896
Hindistan	Getiri	2477	0.000345	0.051859	-0.061197	0.009523
	İşlem Hacmi	2477	24.27774	26.74882	18.51599	0.484762
Brezilya	Getiri	2471	0.000203	0.063873	-0.092110	0.014067
	İşlem Hacmi	2470	15.00534	16.47111	12.95823	0.394286
Güney Afrika	Getiri	2440	-0.000193	1.682977	-2.067920	0.330899
	İşlem Hacmi	2440	19.17055	21.02559	16.91761	0.356918
Endonezya	Getiri	2436	0.000367	0.070136	-0.092997	0.010430
	İşlem Hacmi	2436	22.26763	24.23507	20.37047	0.482746

3.6 Araştırmanın Bulguları

Çalışmanın bu kısmında Microsoft Excel ve EViews aracılığıyla yapılan analizlerin sonuçları incelenmektedir. Çalışmanın bu kısmı iki alt bölümden oluşmaktadır. İlk alt bölümde kırılğan beşli ülkelere ait her bir bağımlı ve bağımsız değişken için Dickey Fuller (ADF) ve Phillips-Peron (PP) birim kök testleri yardımıyla değişkenlerin durağanlığı test edilmiştir. İkinci alt bölümde ise araştırmaya konu olan değişkenlerin kırılğan beşli ülkelere ait referans borsa endekslerinin işlem hacimlerine etkisi, regresyon analizi yardımıyla açıklanmaya çalışılmıştır.

3.6.1 Birim Kök Testi Sonuçları

Çalışmaya konu olan davranışsal faktörlerinin ve kırılmalı beşli ülkelere ait referans borsa endekslerinin işlem hacimlerinin durağanlığı EViews programı yardımcı ile Schwarz Bilgi Kriteri (Schwarz Information Criterion) göz önüne alınarak ADF ve PP testleri ile sınanmıştır. Birim kök testleri hipotezleri şu şekildedir;

H_0 = Seri birim kök içermektedir. (Durağan değil)

H_1 = Seri birim kök içermemektedir. (Durağan)

Test sonuçları Tablo 10’da verilmiştir.

Tablo 10: Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler için ADF ve PP Birim Kök Testi

Ülke	Değişkenler		Sabitli	Sabitli ve Trendli	Hiçbiri
Türkiye	İşlem Hacmi	ADF	-4.032***	-9.080***	0.224
		PP	-19.258***	-29.203***	0.390
	Aşırı İyimserlik	ADF	-51.638***	-51.637***	-8.230***
		PP	-51.615***	-51.614***	-60.663***
	Aşırı Kötümserlik	ADF	-25.667***	-25.774***	-0.962
		PP	-49.115***	-49.062***	-18.400***
	Aşırı Güven	ADF	-50.538***	-50.542***	-2.546**
		PP	-50.546***	-50.545***	-56.452***
	Spontan Reaksiyonlar	ADF	-21.237***	-21.344***	-1.443
		PP	-52.471***	-52.205***	-34.464***
Hindistan	Rasyonel Beklenti	ADF	-21.075***	-21.071***	-21.079***
		PP	-1416.3***	-1423.34***	-1414.4***
	İşlem Hacmi	ADF	-8.512***	-8.681***	-0.315
		PP	-48.192***	-48.043***	-0.373
	Aşırı İyimserlik	ADF	-49.703***	-50.274***	-7.396***
		PP	-49.857***	-50.274***	-60.347***
	Aşırı Kötümserlik	ADF	-32.166***	-47.335***	-0.923
		PP	-50.595***	-50.026***	-17.516***
	Aşırı Güven	ADF	-47.093***	-47.104***	-2.664***
		PP	-47.103***	-47.107***	-52.279***
Brezilya	Spontan Reaksiyonlar	ADF	-10.449***	-16.311***	-1.897*
		PP	-56.283***	-53.854***	-34.560***
	Rasyonel Beklenti	ADF	-20.673***	-20.670***	-20.676***
		PP	-555.67***	-555.550***	-555.78***
	İşlem Hacmi	ADF	-4.152***	-5.361***	0.332
		PP	-30.591***	-37.772***	0.091
	Aşırı İyimserlik	ADF	-49.169***	-49.162***	-8.035***
		PP	-49.198***	-49.191***	-60.240***
	Aşırı Kötümserlik	ADF	-50.070***	-50.129***	-0.984
		PP			

	Aşırı Güven	PP	-51.120***	-51.101***	-19.553***
		ADF	-50.199***	-50.256***	-1.913*
		PP	-50.219***	-50.280***	-57.405***
	Spontan Reaksiyonlar	ADF	-32.757***	-32.776***	-2.048**
		PP	-53.047***	-53.010***	-38.466***
		ADF	-20.292***	-20.288***	-20.296***
	Rasyonel Beklenti	PP	-772.96***	-772.719***	-773.23***
	İşlem Hacmi	ADF	-11.420***	-14.367***	-0.217
		PP	-34.504***	-33.522***	-0.302
		ADF	-52.430***	-52.440***	-8.602***
Güney Afrika Cumhuriyeti	Aşırı İyimserlik	PP	-52.450***	-52.468***	-59.010***
		ADF	-50.562***	-50.654***	-1.147
		PP	-50.562***	-50.659***	-13.890***
	Aşırı Kötümserlik	ADF	-22.900***	-22.916***	-1.524
		PP	-62.759***	-62.923***	-68.494***
		ADF	-40.286***	-40.356***	-1.800*
	Spontan Reaksiyonlar	PP	-40.286***	-40.354***	-22.195***
		ADF	-20.313***	-20.310***	-20.316***
		PP	-708.96***	-708.835***	-709.04***
	Rasyonel Beklenti				
Endonezya	İşlem Hacmi	ADF	-5.271***	-6.889***	-0.050
		PP	-13.617***	-20.364***	-0.090
		ADF	-47.447***	-47.843***	-7.521***
	Aşırı İyimserlik	PP	-47.911***	-47.909***	-56.729***
		ADF	-30.787***	-30.930***	-1.093
		PP	-47.938***	-47.604***	-14.425***
	Aşırı Kötümserlik	ADF	-48.811***	-48.825***	-2.380**
		PP	-48.894***	-48.927***	-52.934***
		ADF	-13.270***	-13.709***	-2.018**
	Spontan Reaksiyonlar	PP	-52.675***	-51.636***	-26.801***
		ADF	-18.332***	-18.328***	-18.336***
		PP	-719.09***	-718.685***	-719.39***

*%10, **%5, ***%1

Tablo 10 incelendiğinde tüm değişkenler %1 düzeyinde anlamlı bulunup H_0 reddedilirken H_1 kabul edilmektedir. Buna göre çalışmaya konu olan tüm değişkenler birim kök içermemekte yani durağandır.

3.6.2 En Küçük Kareler Yöntemi ile Regresyon Tahmini Sonuçları

Çalışmaya konu olan verilerin durağanlığı test edildikten sonra EViews programı yardımı ile En Küçük Kareler Yöntemi kullanılarak doğrusal regresyon modeli tahmin edilmeye çalışılmış ve sonuçlar Tablo 11’de verilmiştir.

Tablo 11: Bağımsız Değişkenlerin Katsayıları

Ülke	Bağımlı Değişkenler	Katsayılar	t-istatistiği	
Türkiye	Sabit Terim	20.38384	718.4563	R-kare 0.007 Düzeltilmiş R- Kare 0.005
	Aşırı İyimserlik	0.086988	3.029346***	
	Aşırı Kötümserlik	-0.055605	-1.945880*	
	Aşırı Güven	0.031327	1.518688	
	Spontan Reaksiyon(-1)	-0.021611	-1.067640	
	Rasyonel Beklenti	-0.278852	-0.630312	
Hindistan	Sabit Terim	23.43414	763.5031	R-kare 0.018 Düzeltilmiş R- Kare 0.016
	Aşırı İyimserlik	0.113186	3.648499***	
	Aşırı Kötümserlik	-0.113252	-3.627993***	
	Aşırı Güven	-0.010639	-0.470859	
	Spontan Reaksiyon(-1)	-0.091820	-4.171546***	
	Rasyonel Beklenti	0.538698	0.726152	
Brezilya	Sabit Terim	15.10974	610.8198	R-kare 0.015 Düzeltilmiş R- Kare 0.013
	Aşırı İyimserlik	0.102459	4.190768***	
	Aşırı Kötümserlik	-0.077896	-3.114200***	
	Aşırı Güven	-0.016752	-0.898812	
	Spontan Reaksiyon(-1)	-0.060319	-3.446136***	
	Rasyonel Beklenti	-0.095489	-0.241565	
Güney Afrika Cumhuriyeti	Sabit Terim	19.02147	954.6825	R-kare 0.363 Düzeltilmiş R-
	Aşırı İyimserlik	0.090285	4.525486***	
	Aşırı Kötümserlik	0.089693	4.330859***	
	Aşırı Güven	0.086205	6.637030***	

	Spontan Reaksiyon(-1)	0.020545	1.414756	Kare
	Rasyonel Beklenti	-0.385000	-35.89908***	0.361
Endonezya	Sabit Terim	22.11434	668.9902	R-kare
	Aşırı İyimserlik	-0.060232	-1.819493*	
	Aşırı Kötümserlik	0.099055	2.955824***	
	Aşırı Güven	-0.012591	-0.565212	Düzeltilmiş R-Kare
	Spontan Reaksiyon(-1)	0.101360	4.300149***	
	Rasyonel Beklenti	-1.101120	-1.634321	

* % 10, ** % 5 ve *** % 1 anlamlılık düzeylerinin göstermektedir.

Tablo 11 incelendiğinde yatırımcı davranışının rasyonellik hipotezinin Güney Afrika Cumhuriyeti dışındaki tüm endeksler için reddedilebileceğini göstermektedir. Piyasaların çalışma şeklini kontrol edenler akılcı yatırımcılar değildir. Sonuçlardan görüleceği üzere işlem hacimleri, büyük ölçüde yatırımcıların rasyonel olmayan davranışlarından etkilenir. Özellikle, aşırı alım ve satım hacimlerinin mutlak olmayan rasyonel yatırımcıların varlığından kaynaklanmaktadır.

Genel olarak bakıldığında modelin açıklama kuvveti düşük olarak gözükse de Oprean ve Tanasescu (2014), Horasan ve Bozkurt (2016), Galanidis'in (2016) yapmış oldukları çalışmalara çok yakın sonuçlar elde edilmiştir.

Karamsarlığın (Aşırı Kötümserlik) varlığı çalışmaya konu olan kırılgan beşli grubundaki tüm ülkeleri önemli ölçüde etkilemektedir. Karamsarlık, Endonezya ve Güney Afrika Cumhuriyeti'nde işlem hacmini olumlu bir şekilde etkilerden, Türkiye, Hindistan ve Brezilya ülkelerinde endekslerin işlem hacimlerini ise olumsuz yönde etkilemektedir. Bunun nedeni ekonomik olarak kırılgan bir yapı üzerinde olmaları ve geçmiş kötü tecrübeler olarak açıklanabilir. Buna ek olarak birçok ampirik çalışma, karamsar yatırımcıların riskten kaçındıklarını ve bilgileri kavrayıp gelecekteki planlarını oluştururlarken sıklıkla hata yaptıklarını göstermektedir.

İyimser yatırımcılar çalışmada yer alan tüm ülkelerin sermaye piyasalarını önemli

ölçüde etkilemektedir. Endonezya’da iyimser yatırımcılar sermaye piyasasını önemli ve olumsuz bir yönde etkilemektedir. Ancak Türkiye, Hindistan, Brezilya ve Güney Afrika Cumhuriyeti’nde yatırımcılar sermaye piyasaları üzerinde önemli ve olumlu bir etkiye sahiptir. Bu yatırımcılar elde ettikleri kazanç sonrasında olumlu tepki vermektedirler. Var olan riskleri hafife alırlar ve kendilerine çabuk güvenmektedirler. Kısa vadede ortaya çıkabilecek fırsatlardan yararlanmayı bekleyerek alım satımlarını arttırmaktadırlar. Yatırımcıların sergiledikleri agresif tepkiler ise işlem hacminde önemli bir artışa neden olmaktadır.

Aşırı güvenin varlığına Türkiye, Hindistan, Brezilya ve Endonezya ülkelerinde rastlanılmamıştır. Ancak Güney Afrika Cumhuriyeti’nde aşırı güven önemli bir etkiye sahiptir. Yatırımcıların kendi bilgilerine aşırı güvenleri, riske yönelik eksik tahminlerde bulunmaya yönlendiriyor ve agresif bir şekilde tepkiler vermelerine sebep olmaktadır. Bu agresif tepkiler ise işlem hacmini olumlu yönde etkilemektedir.

Spontan reaksiyona sahip yatırımcıların varlığı, Hindistan, Brezilya ve Endonezya piyasalarında işlem hacmini önemli ölçüde etkilemektedir. Türkiye ve Güney Afrika Cumhuriyeti piyasalarında ise varlığı etkisizdir. Bununla birlikte spontan reaksiyonlar Hindistan ve Brezilya piyasalarındaki etki olumsuzken Endonezya piyasasında olumludur. Bu yatırımcılar genellikle daha az bilgili ve önceki tarihte yaptıkları sonuçlardan bağımsız tepki vermektedirler. Yatırımlarının olumlu bir şekilde gelişmesini bekledikleri için değil, beklemek yerine harekete geçmeyi tercih ettikleri için işlem yapmaktadırlar.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Geleneksel finans teorileri yatırımcıyı, alternatifler arasından kendine en çok fayda sağlayacağı seçimi yapabilen rasyonel varlıklar olarak tanımlamıştır. Ancak geleneksel finans teorileri ve üzerine kurulan rasyonel yatırımcı varsayımı piyasalarda oluşan anomalileri açıklamakta yetersiz kalmıştır. Davranışsal finans, Davranışsal Finans karar alma anında sosyolojik ve psikolojik olguların göz ardı edilemeyeceğini, insan zihninin sınırlı ve hata yapmaya açık olduğunu öne sürmektedir. Finansal teorinin diğer sosyal bilimlerle birlikte değerlendirilmesinin, son yıllarda önemli ilerleme kaydeden ve yatırım kararı verme sürecinin psikolojik yönünü vurgulayan, yeni bir umut verici alan yaratmaktadır. Bu çalışma, davranışsal finansın, finansal teorideki katkılarına genel bir bakış sağlamaktadır.

Bu çalışmada, davranışsal finansmanın kırılğan beşli olarak bilinen Türkiye, Hindistan, Brezilya, Güney Afrika Cumhuriyeti ve Endonezya ülkelerin sermaye piyasalarında yer alan referans borsa endekslerinin işlem hacimleri üzerindeki etkisine ilişkin bir analiz yapılmıştır. İncelenen sermaye piyasalarındaki beş bağımsız değişkenin (aşırı iyimserlik, aşırı kötümserlik, aşırı güven, spontan reaksiyon, rasyonel beklenti) işlem hacmi olan bağımlı değişken üzerindeki etkisine açıklamak amacıyla Dhaoui (2011) ve Oprean ve Tanasescu (2014) tarafından ileri sürülen model kullanılmıştır.

Analiz sonuçları incelendiğinde modele konu olan tüm ülkeler için alım satım kararları için rasyonellik hipotezi, Güney Afrika Cumhuriyeti dışında reddetmektedir. Güney Afrika Cumhuriyeti'ndeki yatırımcılar da aşırı iyimserlik aşırı kötümserlik ve aşırı güven olmak üzere üç davranışsal önyargıdan etkilenmektedir.

Çalışmamızda davranışsal finansla ilgili en önemli konu, bu ülkelerin hepsinin kırılğan bir ekonomiye sahip olsalar bile, sermaye piyasalarının her katılımcı veya yatırımcı tarafından her türlü bilginin mevcut olduğu gerçeği ile şekillenmesidir. Bu nedenle işlem hacmi, ilgili tüm bilgiye göre tepki vermektedir. Bu çalışmada Davranışsal önyargılar (güven, iyimserlik, karamsarlık, rasyonel beklenti) lehine tartışmasız argümanlar bulunmaktadır ve bunlar bize ekonominin bu önyargılar

tarafından yönlendirildiğini göstermektedir. Bu nedenle, yatırımcıların seçimlerinde rasyonel olmayan faktörlerinde etkili olduğu sonucunu ileri sürmek mümkündür. Bu sonuçlara göre, aşırı iyimserlik, Türkiye, Hindistan, Brezilya ve Güney Afrika Cumhuriyeti işlem hacmine olumlu etki ederken, Endonezya'da olumsuz etkilemektedir. Aşırı kötümserlik ise Türkiye, Hindistan ve Brezilya piyasalarını olumsuz bir şekilde etki ederken, Güney Afrika Cumhuriyeti ve Endonezya piyasalarını olumlu şekilde etkilemektedir. Buradan yola çıkarak piyasalar yatırımcıların tahmin ettiği yöne hareket ederken yatırımcılar aşırı optimist tavırlar sergilemekte, piyasalar yatırımcıların beklediği yönün tam tersine bir hareket halindeyken yatırımcılar aşırı pesimist tavırlar sergilemektedir.

Buna ek olarak sonuçlar, güven değişkeninin Güney Afrika Cumhuriyeti'nin işlem hacmi üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Spontan Reaksiyon ise Güney Afrika Cumhuriyeti'nde anlamsız bulunmuştur. Spontan Reaksiyon Endonezya piyasalarını olumlu etkilerken, Türkiye, Hindistan, Brezilya piyasalarını olumsuz etkilemektedir. İşlem hacmindeki düşüş, bilgili yatırımcının, spontan reaksiyon yanılışına sahip yatırımcılar tarafından verilen kararlardan etkilenmesiyle oluşur. Profesyonel ve bilgili yatırımcılar, spontan reaksiyon yanılışına sahip yatırımcıların tepkilerini tahmin edip, benzer kararlar yerine zıt kararlar alma eğilimde olmaları mümkündür. Profesyonel ve bilgili yatırımcılar bilgi avantajlarından yararlanırlar. Bu yatırımcılar daha sonra stratejilerini ayarlar ve işlemlerin yeniden başlamasını bekleyen ertesi gün fark ettikleri ilk kayıplardan sonra işlemlerini durdurmaları mümkündür.

Bilindiği üzere, tüm dünyada yatırımcılar finansal piyasalar üzerinde önemli bir role sahiptir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasaları arasında belirli karakteristik farklılıklar ve benzerlikler vardır. Özellikle bu çalışma uluslararası piyasalarda yatırım yapan oyuncular açısından farklı ülke sermaye piyasalarında farklı davranışsal faktörlerin etkili olduğunu göstermektedir. Özellikle kırılğan beşli ülke özelinde hangi faktörlerin daha etkili ve belirgin olduğu tespit edilmiş olmaktadır. Yatırım stratejisi tespit edilirken katkı sağlaması hedeflenmektedir. İleriye yönelik çalışmalarda ayrıca farklı zaman periyotlarında bu davranış şeklinde değişim sergilenmesi mümkündür. Özellikle kriz dönemlerinde sergilenen

davranışlar farklılık gösterebilmektedir. Buna yönelik daha geniş bir veri seti ile kriz dönemlerini de kapsayacak çalışmaların katkı sağlaması mümkündür.

KAYNAKÇA

- Ahmad, Z., Ahmed, N. ve Khan S. K. (2011). Behavioral Finance: Shaping the Decisions of Small Investors of Lahore Stock Exchange, *Interdisciplinary Journal of Research in Business*, Vol. I, No.2, p.38.
- Ahmet İncekara, (2015). *Dünya ve Türkiye Ekonomisi*, https://www.iav.org.tr/yonetim/dosya/makale/ProfDrAhmetIncekara_IA_V.pdf, (Erişim Tarihi: 20.12.2020).
- Altınok, T., Eken, M. Hasan ve Çankaya, S. (2010). *Küresel Mali Piyasalarda Yeniden Yapılanma ve Türkiye*, Küresel Ekonomik Araştırmalar, İstanbul Ticaret Odası, İstanbul.
- Artan, S. ve Hayaloğlu, P. (2014). *Kurumsal yapı ve iktisadi büyüme ilişkisi: Türkiye örneği*. Sosyoekonomi, 2, Sayfa: 347-366.
- Aşıkoğlu, R. (1983). Sermaye Piyasası Aracı Olarak Enflasyon Ortamında Tahvilleri Değerleme (1. Baskı). Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Basımevi, *İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayınları*, ss.24-27.
- Ateş, A. (2007). *Finansal Yatırımların Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi Üzerine Bir Araştırma*.
- Ayazlar, M. (2015). Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi, *Basılmamış Yüksek Lisans Tezi*, Namık Kemal Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Tekirdağ.
- Aydın, N., (2013). *Sermaye piyasası ve Finansal Kurumlar*, Anadolu Üniversitesi Yayını, Eskişehir.
- Aydın, S. (2010). Davranışsal Finans Tartışmaları Kapsamlı Bir İnceleme. Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı *Yüksek Lisans Tezi*.
- Baker, H. K. ve Nofsinger J. R. (2002). Psychological Biases of Investors. *Financial Services Review*. 11(2): 97–116.
- Baker, H. K. ve Nofsinger, J. R. (Eds.). (2010). Behavioral finance: investors, corporations, and markets, *John Wiley & Sons*(Vol. 6).
- Baker, M. ve Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 61(4), 1645-1680.
- Bansal, A. (2015). An analytic study of behavioral finance in investment decisions and strategies. *International Journal of Research in Finance and Marketing*, 5(4), 107-118.
- Besley, S. ve Brigham, E. F. (2012). *Principles of Finance*. Canada: South-Western.

- Biedny, C., 2012. Financial Development and Economic Growth: Does Stock Market Openness Matter. *Journal of International Business & Law*, (Issue 1), 225.
- Black, F. (1986). Noise. *The Journal of Finance*, 41(3), 529-543.
- Buchanan, D. ve Huczynski, A. (2004). Organizational behaviour. An Introductory Text. *FT Prentice Hall*, 441
- Buluş, Abdulkadir ve Kabaklarlı, Esra (2010). 1929 Ekonomik Buhranı İle Son Dönem Global Krizin Karşılaştırılması, Selçuk Üniversitesi *İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, C. 10, S. 19, Konya, s.20.
- Can, Y. (2010). Bireysel Emekliliğin Türkiye'deki Durumu ve Gelişimi. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2 (2), 139-146.
- Cengiz, Buse Nur (2019). *Güney Afrika Cumhuriyeti Ülke Raporu*, KFA Fuarcılık Acentesi.
- Ceylan, A. (2000). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Chandra, A. (2008). Decision making in the stock market: Incorporating psychology with finance. Conference Proceedings: *FFMI2008IITKharagpur*, 461-483.
- Chen, G., Kim, K. A., Nofsinger, J. R., & Rui, O. M. (2007). Trading performance, disposition effect, overconfidence, representativeness bias, and experience of emerging market investors. *Journal of Behavioral Decision Making*, 20(4), 425-451.
- Cinel, E. A. (2018). Türkiye ekonomisinin kırılgan yapısı. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt: 10, Sayı: 23, Sayfa: 57-66.
- Colombo Stock Exchange. Proceedings of 10th Annual London Business Research Conference, 10 - 11 August 2015, *Imperial College, London*, 1-17.
- Coşkun Karaca, (2014). Uygulanan Para ve Maliye Politikaları Açısından Geçmiş Krizler ve 2008 Küresel Ekonomik Krizin Karşılaştırmalı Analizi, *Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* 5(1), s.263-286.
- Çan, Hande ve Dinçsoy, Meltem Okur (2016). Kırılganlık Göstergeleri ve Kırılgan Beşli Ülkeleri Üzerine Bir İnceleme, *Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi*, Y: 4, S. 22, Elazığ, s.201.
- Çankaya, S. (2009). Finansal Analist Tahmin Ve Tavsiyelerine Davranışsal Yaklaşım, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Finans Bankacılık Doktora Programı, İstanbul.

- Çankaya, S. ve Alshalabi, L. (2019). The Effect Of Investor's Behavioral Biases On Trading Volume Of G7 And BRICS Capital Markets, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Girişimcilik Dergisi*, Yıl:3 Sayı:5 Bahar 2019/1 s.1-13.
- Çelik, Ç. (2013). İMKB'de İşlem Yapan Yatırımcıların Davranışlarını Belirlemeye Yönelik Bir Araştırma, *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, İzmir.
- Dağlı, H. (2000). *Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi*, Trabzon: Derya Kitabevi.
- Darman, Arif (2016). Türkiye'deki Yerel Ekonomik Kalkınma Aktörleri Olarak Bölgesel Kalkınma Ajansları: Endonezya İçin Dersleri, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Basılmamış Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul.
- De Bondt ve Forbes (1999), "Herding in analyst earnings forecasts: Evidence from the United Kingdom", *European Financial Management*, c. 5. S. 2. ss143-163
- Deik, (2020), *Güney Afrika Konseyi*, <https://www.deik.org.tr/uploads/guney-afrika-2cf.pdf>, (Erişim Tarihi: 20.12.2020).
- Demetriades, & Kul B. Luintel., 2001. Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets. *Journal of Money, Credit and Banking*, 33(1), 16.
- Dhaoui, A. (2011) "What does Matter in Economy Today: Between Rationality and Animal Spirits", <http://ssrn.com/abstract=1962778>
- Dhaoui, A. (2011). What Does Matter In Economy Today:: Between Rationality And Animal Spirits, *Faculty of Economic Sciences and Management*.
- Döm, S. (2003). *Yatırımcı Psikolojisi ve İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma*, İstanbul: Değişim Yayınları.
- Ede, M. (2007). Davranışsal Finans ve Bireysel Yatırımcı Davranışları Üzerine Ampirik Bir Uygulama, *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, İstanbul, ss. 5-20.
- Ertuna, Özer (2004). 1923'ten Bugüne Türkiye Ekonomisi ve 2023'e Doğru Hedefler, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Bursa, s.6.
- Fertekligil, A. (2000) *Türkiye'de Borsanın Tarihçesi*, Mart Matbaacılık: İstanbul.
- Fromlet, H. (2001). Behavioral finance-theory and practical application: Systematic analysis of departures from the homo oeconomicus paradigm are essential for realistic financial research and analysis. *Business Economics*, 36(3), 63-69.

- Galanidis, I. (2016). The effect of Behavioral Finance on Capital Markets. The case of PIIGS (Portugal, Italy, Ireland, Greece, Spain). School of Economics, Business Administration & Legal Studies A thesis submitted for the degree of Master of Science (MSc) in Banking & Finance.
- Gazel, S. (2014). *Davranışsal Finans Psikolojik Eşik ve Önyargılar*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Glaser, M., Nöth, M. ve Weber, M. (2003). Behavioral Finance Sonderforschungsbereich. 504 Universität Mannheim.
- Glaser, M., & Weber, M. (2007). Overconfidence and trading volume. *The Geneva Risk and Insurance Review*, 32(1), 1-36.
- Göçer, İsmet ve Peker, Osman (2014). Yabancı Doğrudan Yatırımların İstihdam Üzerindeki Etkisi: Türkiye, Çin ve Hindistan Örneğinde Çoklu Yapısal Kırımlı Eşbütünleşme Analizi, *Yönetim ve Ekonomi*, C. 21, S. 1. Manisa, s.116.
- Gökgöz, F. ve Günel, M.O. (2012). Türk Yatırım Fonlarının Portföy Performanslarının Analizi, *Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(2), 3-25.
- Gujarati, D. N. (1999), *Basic Econometrics*, (Third Edition), New York: McGraw-Hill.
- Güvemli, O. (2001). *Yatırım Projelerinin Düzenlenmesi Değerlendirilmesi ve İzlenmesi*. Ankara: Nobel Yayıncılık.
- Harun Kalmaç, (2018). Orta Gelir Tuzağı ve Büyüme-Eğitim İlişkisi Bağlamında; Türkiye, Brezilya ve Meksika Deneyimi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Basılmamış Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul.
- Horasan, M. ve Bozkurt, R. (2016). Davranışsal Finansın Borsa İstanbul İşlem Hacmi Üzerine Etkilerine Yönelik Bir Çalışma, *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi* - Cilt:14 Sayı:1.
- Hüseyin Ağır ve Yıldırım Selvi, (2015). “Türkiye ile BRICS Ekonomilerinin Makroekonomik Performans Karşılaştırması: Betimsel Bir Analiz”, *KSÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 12 (2). Kahramanmaraş.
- International Finance Corporation World Bank Group, (2017). *The Importance Of Local Capital Markets For Financing Development*, EMCompass.
- Jurevičienė, D. Gausienė, E. (2010). Gyventojų finansinės elgsenos ypatumai [Peculiarities of Individuals' Financial Behaviour], *Verslas: teorija ir praktika [Business: Theory and Practice]* 11(3): 222–237.
- Jurevičienė, D. ve Ivanova, O. (2013). Behavioural Finance: Theory and Survey. *Science– Future of Lithuania/Mokslas–Lietuvos Ateitis*, 5(1), 53-58.

- Kahneman, D. ve Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Kahneman, D.,& Tversky, A. (1982). The psychology of preferences. *Scientific American*, 246(1), 160- 173.
- Kahneman, D.; Riepe, M. 1992. Aspects of Investor Psychology: Beliefs, Preferences and Biases Investment Advisors Should Know About, *Journal of Portfolio Management* 24(4):55–79.
- Kamacı, A. (2019). Yeni Kırılgan Beşli Ülkelerinde Gelir Eşitsizliğinin Ekonomik Büyümeye Etkileri Vol.3(3) 58-71.
- Kanheman, D., Slovic, P. ve Tversky, A. (1982). *Judgement under uncertainty: Heuristics and biases*.Cambridge University Press, Cambridge, UK.
- Kasimu Maimaitiaili (2019). Devlerin Yükselişi: İktisat Politikalarının Çin ve Hindistan’ın Kalkınmasındaki Etkileri, Basılmamış *Doktora Tezi*, Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Niğde, s.2.
- Kiper, Sabire (2012). *Brezilya Ekonomisi*, Akademik Bakış Dergisi, S. 30, Kırgızistan, s. 2.<http://www.akademikbakis.org>, (Erişim Tarihi: 20.12.2020).
- Korkmaz, T. ve Ceylan, A. (2010). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Korkmaz, T., Aydın, N. ve Güven, S. (2013). *Portföy Yönetimi*, 1. Baskı, Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını.
- Luce, D. ve Raifita, H. (1989). *Games and Decisions: Introduction and Critical Survey*. Dover Publications: New York. 94
- Maimaitiaili, Kasimu (2019). Devlerin Yükselişi: İktisat Politikalarının Çin ve Hindistan’ın Kalkınmasındaki Etkileri, *Basılmamış Doktora Tezi*, Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Niğde, s.2.
- Masoud, N ., (2013). The Impact of Stock Market Performance upon Economic Growth. *International Journal of Economics and Financial Issues* , 3 (4) , 788-798
- Massa, M.,& Simonov, A. (2005). *Behavioral biases and investment*. Review of Finance, 9(4), 483-507.
- Mazgit, İsmail. (1991). *Mülkiyetin Tabana Yayılması ve Servet Dağılımının Sağlanmasında Sermaye Piyasasının Rolü ve Etkisi*, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Menike, L. M. C. S., Dunusinghe, P., & Ranasinghe, A. (2015). *Behavioural Factors Influence on Investment Performance: A Survey of Individual investors*

at

- MFA. (2020). *TC Dışışleri Bakanlığı*. <http://www.mfa.gov.tr/islam-isbirligi-teskilati.tr.mfa> , (Erişim Tarihi: 20.12.2020).
- Montier, J. (2009). *Part Man part monkey*”,Global Equity Strategy, Dresdner Kleinwort Wasserstein, 22 Kasım 2002, s.2’den akt. Çankaya, s. 52.
- Nisbett, R.Ve Ross L., (1980), *Human inference: Strategies and shortcomings of social judgment*, Engle- wood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Oksay, S. (2001). *Döviz Kuru ve Ödemeler Bilançosu Politikaları: Türkiye (1923-2000)*,İstanbul: Beta Basım.
- Oprean, C. ve Tanasescu, C. (2014). *Effects of Behavioural Finance on Emerging Capital Markets, Emerging Markets Queries in Finance and Business*, Procedia Economics and Finance 15.
- Orçun, Ç. (2015). *Bireysel Yatırımcının Finansal Risk Algısı Üzerine Bir Çalışma*. İzmir: Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Örerler, E.O., Taşpınar, D. (2006). Türk Yatırımcısının Risk Tercihi. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*. 21(239): 82-86.
- Özekicioğlu, Halil ve Kılıç, Cüneyt (2017). Küresel Ekonomi Çağında Çin ve Hindistan, *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi*, C. 4, S. 2, s.23.
- Özerol, H.N. (2013). *Finansçı Olmayanlar İçin Finans*. Ankara: Elma Yayınevi.
- Özmen, T. (1997). *Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir İnceleme*. Ankara: SPK Yayınları.
- Öztürk, Şenol (2014). *Güney Afrika’nın Siyah Ekonomik Güçlendirme Stratejisi*, Çalışma ve Toplum, S. 4, Kırklareli.
- Parasız, İ.,& Hiperlink (Firm).,(2008). *Ekonomik büyüme teorileri* (Vol. 1. bs). Bursa: Hiperlink.
- Parasız, İlker; Ekren, Nazım ve Tuna, Yusuf; (2013). *İktisat*, Ezgi Kitabevi, Bursa,.
- Payne, J. W., Bettman, J. R. ve Johnson, E. J. (1988). Adaptive strategy selection in decision making. *Journal of Experimental Psychology: Learning, Memory and Cognition*, 14(3), 534.
- Pitz, G. F. ve Sachs, N. J. (1984). Judgment and decision: Theory and application. *Annual Review of Psychology*, 35(1), 139-164.
- Ritter, J. R. (2003). Behavioral finance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(4), 429-437.
- Savaş, Dilara (2020). Hindistan Ülke

Raporu, http://bolutso.org.tr/dosyalar/hindistan_ur.pdf, (Erişim Tarihi: 20.12.2020).

Sefil, S. ve ilingiroğlu, H. K. (2011). Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel ve Duygusal Eğilimleri. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 10(19): 247–268.

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), (2010). *Sermaye Piyasası Araçları*, Ankara, ss.4-11.

Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu (2014), *Finansal Piyasalar, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.ř.*, İstanbul,.

Sezer, D. (2013). Yatırımcı Davranışlarının Etkinliği ve Psikolojik Yanılsamalar, *Yayınlanmamış Doktora Tezi*, Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.

Shefrin, H. (2001). *Behavioral corporate finance*. Journal of Applied Corporate Finance, 14(3).

Shefrin, H. (2002). Understanding Behavioral Finance and The Psychology of Investing, USA: Oxford Univesity Press, ss.24-265.

SPK. (2020). *Sermaye Piyasası Kurulu*. <http://www.spk.gov.tr>, (Erişim Tarihi: 20.12.2020).

şen, M. (2003). Beklenti Teorisi ve Ticari Bankalarda Uygulanması. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*. 18(209): 82-92.

şerbetçi, Ahmet (2019). BRICS, MIST, Kırılgan Beş’li Kapsamında Yer Alan Ülkelerin Menkul Kıymetler Borsaları Arasındaki Kısa ve Uzun Dönemli Etkileşime İlişkin Ampirik Bir Araştırma, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Basılmamış Doktora Tezi*, Kahramanmaraş.

T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji Ve Bütçe Başkanlığı, (2018), *Dünya Ekonomisindeki Son Gelişmeler Bülteni* http://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2018/10/DEG_2018-III.pdf, (Erişim Tarihi: 20.12.2020).

Tanasescu, C. ve Oprean, C. (2014) “Effects of Behavioural Finance on Emerging Capital Markets”, *Procedia Economics and Finance*, 15: 1710-1716.

TCCB, (2020), *Güney Afrika Cumhuriyeti*, <https://ticaret.gov.tr/yurtdisitekilati/afrika/guney-afrika-cumhuriyeti/genel-bilgiler>, (Erişim Tarihi: 20.12.2020).

TETSİAD (2020) *Brezilya Ülke Raporu*, <https://www.tetsiad.org/files/raporlar/brezilya.pdf>, (Erişim Tarihi: 20.12.2020).

The Economic Times, 2020

TİM, Türkiye İhracatçılar Meclisi, *Brezilya Ülke Bilgi Kitapçığı – 2017*, [www.tim.org.tr/Brezilya %20Ülke20Kitapçığı.pdf](http://www.tim.org.tr/Brezilya%20Ülke20Kitapçığı.pdf), (Erişim Tarihi: 20.12.2020).

Tunay, K., Batu, (2001). *Finans Sisteminde Yeni Yönelimler*, İstanbul: Beta Basım A.S., s.96.

Türker, Masum (2020). *Türkiye Ekonomisinin Dünyü Bugünü, Vizyonu*, <http://archive.ismmmo.org.tr/docs/malicozum/60MaliCozum/04-%2060%20MASUM%20T%C3%9CRKER%20.doc> , (Erişim Tarihi: 20.12.2020).

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), (2001). Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları, (*Nevşehir Üniversitesi Ders notları*), ss.11-63.

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), (2012). Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları: Sermaye Piyasası Faaliyetleri, Temel Düzey Lisansı Eğitimi, (*Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey lisanslama sınavı Ders notları*), s.34.

Tversky, A. ve Kahneman, D. (1974). Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases, *Science, New Series*, c. 185, sy: 4157: 1124–1131.

Tversky, A. ve Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Sciences*. 185(4157): 1124–1131.

Usta, Ö. (2014). İşletme Finansı ve Finansal Yönetim. Ankara: Detay Yayıncılık. Ülkü, N. (2001). Finansta Davranış Teorileri ve İMKB'nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı. *İMKB Dergisi*. 5(17): 101-132.

Veeraraghavan, K. (2010). Role of Behavioural Finance – A Study. *International Journal of Enterprise and Innovation Management Studies*.1(3): 109-112.

Vijaya, E. (2014). An empirical analysis of influential factors on investment behaviour of retail investors' in Indian stock market: a behavioural perspective. *International Journal in Management & Social Science*, 2(12), 296-308.

World Bank, *World Development Indicators*, <https://databank.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD/1ff4a498/Popular-Indicators>, (Erişim Tarihi: 20.12.2020).

Yalta, A. Yasemin (2011). *Rasyonel Beklentiler Teorisi*, Hacettepe Üniversitesi.

Yıldırım, Abdurrahman (1990). *Borsanın ABC'si*, Bilgi Yayınevi, Ankara.